

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**  
**ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ**  
**DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

---

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**

**БОЕВ БЕКЗОДЖОН ЖЎРАҚУЛ ЎҒЛИ**

**АКЦИЯЛАРНИ ОММАВИЙ ЖОЙЛАШТИРИШ АМАЛИЁТИНИ**  
**ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ**

**08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси**  
**АВТОРЕФЕРАТИ**

**Тошкент шаҳри – 2021 йил**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD)  
диссертацияси автореферати мундарижаси**

**Оглавление автореферата диссертации доктора философии (PhD)  
по экономическим наукам**

**Contents of dissertation abstract of the doctor of philosophy (PhD)  
on economical sciences**

**Боев Бекзоджон Жўракул ўғли**

Акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини  
такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари . . . . . 3

**Боев Бекзоджон Журакул угли**

Основные направления совершенствования практики публичного  
размещения акции . . . . . 27

**Boev Bekzodjon Jurakul ugli**

The main directions of improving the practice of public offering of  
shares . . . . . 49

**Эълон қилинган ишлар рўйхати**

**Список опубликованных работ**

**List of published works . . . . . 53**

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**  
**ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ**  
**DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**

---

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**

**БОЕВ БЕКЗОДЖОН ЖЎРАҚУЛ ЎҒЛИ**

**АКЦИЯЛАРНИ ОММАВИЙ ЖОЙЛАШТИРИШ АМАЛИЁТИНИ**  
**ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ**

**08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси**  
**АВТОРЕФЕРАТИ**

**Тошкент шаҳри – 2021 йил**

Фалсафа доктори (Doctor of Philosophy) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2020.2.PhD/Iqt1297 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Тошкент молия институтида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз) Илмий кенгаш веб-саҳифаси ([www.tfi.uz](http://www.tfi.uz)) ва «Ziyonet» ахборот-таълим порталида ([www.ziyonet.uz](http://www.ziyonet.uz)) жойлаштирилган.

**Илмий раҳбар:**

**Элмирзаев Самариддин Эшқуватович**  
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

**Расмий оппонентлар:**

**Жумаев Нодир Хосиятович**  
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

**Суюнов Дилмурод Холмуродович**  
иктисодиёт фанлари доктори, профессор

**Етакчи ташкилот:**

**Тошкент давлат иқтисодиёт университети**

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги DSc.03/30.12.2019.I.17.01 рақамли илмий кенгашнинг 2021 йил «7» 01 соат 16<sup>00</sup> даги мажлисида бўлиб ўтди. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темур шоҳ кўчаси, 60А-уй. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

Диссертация билан Тошкент молия институтининг Ахборт-ресурс марказида танишиш мумкин (№ 245 рақами билан рўйхатга олинган). Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темур шоҳ кўчаси, 60А-уй. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

Диссертация автореферати 2021 йил «24» 12 кун тарқатилди.  
(2021 йил «24» 12 даги 4 рақамли реестр баённомаси).



**Т.З.Тешабаев**  
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш раиси, иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

**Ф.К.Холмаматов**  
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш котиби, иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD), доцент

**И.Н.Кўзиев**  
Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш ҳузуридаги илмий семинар раиси, иқтисод фанлари доктори, профессор

## КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

**Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати.** Жаҳон тажрибаси шуни кўрсатмоқдаки компаниялар ўз фаолиятларини молиялаштиришда турли хил манбалардан кенг фойдаланадилар. Улар орасида акцияларни очик тартибда оммавий жойлаштириш (IPO ва SPO) амалиётлари кенг қўлланилиб келинаётганлиги ва бунинг натижасида компаниялар томонидан қисқа муддатда йирик миқдорда капитал жалб қилинаётганлигини таъкидлаш мақсадга мувофиқ. Хусусан, 2019 йилда фонд бозоридаги энг йирик IPO амалиётини «Saudi Aramco» компанияси муваффақиятли ўтказди ва 25.6 миллиард АҚШ доллари миқдорида маблағ жалб қилишга ҳамда 2014 йил «Alibaba group» компанияси IPO амалиётини муваффақиятли ўтказиш натижасида 25.0 миллиард АҚШ доллари миқдорида маблағ жалб қилишга эришган.<sup>1</sup> Қолаверса, IPO амалиётини муваффақиятли ўтказиш натижасида «Visa» компанияси 17.9 миллиард АҚШ доллари миқдорида, «Facebook» компанияси 16.0 миллиард АҚШ доллари миқдорида, «General motors» компанияси 15.8 миллиард АҚШ доллари миқдорида, «Deutsche Telekom» компанияси 13.0 миллиард АҚШ доллари миқдорида маблағ жалб қилишга эришган.

Жаҳонда акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини такомиллаштириш борасида кўплаб илмий тадқиқот ишлари амалга ошириб келинмоқда. Ушбу тадқиқотларда оммавий жойлаштириш амалиётининг иқтисодиётдаги ўрни, уларнинг турлари ва моҳияти, корпоратив тузилмалар томонидан ушбу амалиётни ташкил этишнинг аҳамияти ва зарурияти сингари масалалар қамраб олинган. Бироқ, мазкур тадқиқотларда акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини самарали ташкил этишга хос муаммолар ва қонуниятлар, хусусийлаштириш мақсадида акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётлари, оммавий жойлаштиришдан сўнг инвесторлар билан муносабатлар тизими самарадорлиги, акцияларни оммавий жойлаштиришда савдо ташкилотчилари фаолият хусусиятлари билан боғлиқ бўлган долзарб муаммолар етарлича ўрганилмаган. Бу жиҳат ўз-ўзидан акцияларни оммавий жойлаштириш орқали хусусийлаштириш жараёнини янада ривожлантириш, инвесторлар билан муносабатлар тизимини самарали ташкил этиш ҳамда савдо ташкилотчилари фаолият хусусиятларига алоҳида эътибор қаратган ҳолда оммавий жойлаштириш амалиётини самарали ташкил этиш масалалари юзасидан олиб бориладиган тадқиқотнинг долзарблигини белгилайди.

Ўзбекистонда ҳам сўнгги йилларда оммавий жойлаштириш амалиётини ривожлантириш бўйича қатор ислохотлар амалга оширилаётганлигига қарамадан акциядорлик жамиятлари томонидан ушбу амалиётни ташкил этиш орқали капитал жалб қилиш масаласи эътибордан четда қолмоқда. Шундан келиб чиққан ҳолда мамлакатимиз Президенти Ш.М.Мирзиёев

---

<sup>1</sup> Lizzy Gurdus. Saudi Aramco and Alibaba made for a great 2019 in IPO market despite Uber, Lyft busts. // December 29, 2019;

томонидан 2017 йил 7 февралда имзоланган 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича ҳаракатлар стратегиясида «аҳолининг эркин ресурсларини жойлаштиришдаги муқобил манба сифатида фонд бозорини ривожлантириш», «алоҳида миллий корхоналар акцияларининг хорижий нуфузли фонд биржаларида дастлабки тарзда жойлаштирилишига эришиш (IPO), уларнинг хорижий капитал бозорига чиқишини таъминлаш»<sup>2</sup> каби вазифалар белгиланган, лекин ҳукумат қарорларида келтирилган «Шаҳрисабз вино-ароқ», «Ўзсаноатқурилишбанк» АТБ, «Алоқабанк» АТБ, «Asia Alliance Bank» АТБ, «Ўзбекистон Республикаси товар хом ашё биржаси» сингари акциядорлик жамиятлари томонидан оммавий жойлаштириш амалиёти ташкил этилмастан қолган.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелда «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-6207-сонли Фармони, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги 4947-сонли Фармони, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелда «Капитал бозорини тартибга солиш тизимини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-5073-сонли Қарори, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелда «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4300-сонли Қарори, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги 268-сонли Қарори, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 26 апрелдаги 358-сонли Қарори, шунингдек мазкур соҳага тегишли бошқа меъёрий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

**Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги.** Мазкур диссертация тадқиқоти республика фан ва технологиялари ривожланишининг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш» устувор йўналишига мувофиқ бажарилган.

**Муаммонинг ўрганилганлик даражаси.** Акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётининг назарий асослари, акциядорлик жамиятлари томонидан ушбу амалиётни ташкил этишнинг ҳуқуқий асослари, ташкил этиш босқичлари, афзалликлари ва камчиликлари, акцияларни оммавий жойлаштириш амалиёти орқали капитал жалб қилишнинг акциядорлик жамиятлари фаолиятини ривожлантиришда тутган ўрни бўйича кўплаб хорижий олимлар жумладан, L.Gurdus, I.Welch, J.Ritter, T.Chemmanur, Gang Hu, J.Huang, P.Геддес, U.Gukbilmez, T.Briain, Chui Zi Ong, R.Mohd-Rashid,

---

<sup>2</sup> Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги 4947-сонли Фармонидан.

K.Nisham T.Mohd, H.Huanga, M.Chiang, J.Linc, Yun Lin, A.Pesterac<sup>3</sup> ҳамда МДХга аъзо давлатларнинг А.Дементьева, Дж.Дрейхо, П.Льювутин, О.Фетцер, Л.Борлакова, Н.Матанова, А.Петкивич, Ю.Эрмоловская, А.Шербина<sup>4</sup> каби олимларининг илмий изланишларида ўз аксини топган.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан И.Бутиков, Б.Тошмуродова, С.Элмирзаев, Ф.Мухамедов, Ж.Каримкулов, Ж.Қурбонов, Н.Турсунова, У.Холиқов, Қ.Чинқулов, А.Шомиров, Х.Худойкулов, Х.Тиллаев, А.Аликулов, А.Каримов<sup>5</sup> ларнинг илмий ишларида мазкур масаланинг алоҳида муҳим жиҳатлари ўз аксини топган.

<sup>3</sup> Lizzy Gurdus. Saudi Aramco and Alibaba made for a great 2019 in IPO market despite Uber, Lyft busts. // December 29, 2019; Welch I., Ritter J. A review of IPO activity, pricing and allocations, Yale ICF Working Paper, #02-11, February 8, 2002.; Thomas Chemmanur, Gang Hu, Jiekun Huang. The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings. // The Review of Financial Studies, November 2010. – P.46.; Геддес Р. IPO и последующие размещения акций / [Пер. с англ. Ю. Кострубова]/Р. Геддес. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2008. – с. 352.: ил.; Ufuk Güçbilmez, Tomás Ó Briain. Bidding styles of institutional investors in IPO auctions. // Journal of Financial Markets, 2 June 2020, 100579. – P.21.; Chui Zi Ong, Rasidah Mohd-Rashid, Kamarun Nisham Taufil-Mohd. Do institutional investors drive the IPO valuation? // Borsa Istanbul Review, 19 May 2020.; Hsin-Yi Huang, Min-Hsien Chiang, Jia-Hui Linc, Yun Lin. Fixed-price, auction, and bookbuilding IPOs: Empirical evidence in Taiwan. // Finance Research Letters 22 (2017) 11-19.; Aleksandra Pesterac. The importance of initial public offering for capital market development in developing countries. // ECONOMIC THEMES (2020) 58(1): 97-115 pages.

<sup>4</sup> Дементьева А.Г. Эволюция корпоративных структур и система корпоративного управления. // Менеджмент сегодня, 2008. - №1. - С.3; Дрейхо, Дж. «IPO. Как и почему компании становятся публичными» / Пер. с англ. / Дж. Дрейхо. – М.: Издательство «Весь Мир», Издательский дом «ИНФРА-М», 2008. – 392с.; Льювутин, П.П. О.В. Фетцер Первичные публичные размещения акций: обзор исследований/ П.П. Льювутин, О.В. Фетцер //Журнал Корпоративные финансы – 2007. - №1. – с.145-189.; Борлакова Л.А. Влияние IPO на конкурентоспособность российских компаний. Автореферат. к.э.н. – Москва, 2013.-С.27.; Наталиа Матанова, Tanja Steigner, Ninon Sutton, Linh Thompson. The influence of private equity and venture capital on the post-IPO performance of newly-public acquirers. // The North American Journal of Economics and Finance Volume 59, January 2022. – 16 pages; Алекс Петкевич, Taufique Samdani. The equilibrium prices of auction IPO securities: Empirical evidence. // Journal of Financial Markets, 18 February, 2021. – 18 pages; О. Ю. Эрмоловская, Т.А. Шербина. Features of carrying out IPO of the company in Russia. // II International Scientific Conference GSRMED 2019 «Global Challenges and Prospects of the Modern Economic Development», 2019. – 6 pages.

<sup>5</sup> И.Бутиков. Акциядорлик жамиятини қимматли қоғозлар чиқариш ҳисобига молиялаштириш афзалликлари ва камчиликлари // Корхонани бошқариш – Тошкент 2012.-№10(64).-Б-9.; Б.Тошмуродова ва бошқалар. Корпоратив молияни бошқаришнинг долзарб масалалари: Монография. – Т.: «Иқтисод-молия», 2017. – Б. 188 бет.; Элмирзаев С. Корпоратив молия. Дарслик. – Т.: «Иқтисод-молия», 2019 й. 363 бет.; Элмирзаев С. Замонавий корпоратив бошқарув: Дарслик / - Т.: «Иқтисод-молия», 2019. – 416 б.; Мухамедов Ф. «Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари» мавзусидаги иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертация автореферати: Т.: 2019. – 76б. Каримкулов Ж. «Ўзбекистон иқтисодиётида қимматли қоғозлар бозори ролини ошириш йўллари» И.ф.н. илмий даража. олиш учун тақдим этилган дисс. автореф. – Тошкент, 2012. – 20б. Ж.Қурбонов ва бошқалар. Халқаро IPO амалиётлари таҳлили: ташкилий хусусиятлари ва институционал инвесторлар иштироки. «Иқтисод ва молия» илмий журнали. №1(137) 2021 йил. – Б.57.; Н.Турсунова. «Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: Т.: 2019 йил.; Халиков У. «Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: – Т. БМА. 2017 й. – 54 б; Қ.Чинқулов. Республикамизда илк IPO ҳамда SPO: ютуқлар ва муаммолар. // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнали. № 5, октябрь, 2019 йил. – Б.12.; Шомиров А. Акциядорлик жамиятлари: ташкил этилиши ва хусусиятлари. «Biznes-эксперт» илмий-амалий, иқтисодий ойлик журнали. №12(96)-2015. 28.01.2016й. Худойкулов Х. «Фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: – Т.: БМА. 2018 й. – 24 б. Х.Тиллаев. «Тижорат банкларининг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятини ривожлантириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: Т.: 2020, 20-б. А.Аликулов. «Ўзбекистонда фонд бозори орқали капитал оқимини ошириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: Т.: 2021, 52 б. А.Каримов. «Аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш орқали қимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: Т.: 2021, 58 б.

Юқорида номлари келтирилган олимлар ўз илмий изланишларида акциядорлик жамиятлари томонидан эмиссия қилинган акцияларни айрим жиҳатларини тадқиқ этган бўлсаларда, айнан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини тадқиқот объекти сифатида ўрганмаганлар. Мазкур ҳолатлар ушбу диссертация мавзусини танлаш ва тадқиқот вазибаларини белгилашга асос бўлади.

**Диссертация тадқиқотининг диссертация бажарилаётган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги.** Мазкур диссертация тадқиқоти Тошкент молия институти илмий тадқиқот ишлари режасининг «Рақамли иқтисодиёт шароитида молия, банк ва ҳисоб тизимини мувофиқлаштиришнинг илмий асослари» мавзусидаги стратегик йўналиши доирасида бажарилган.

**Тадқиқотнинг мақсади** акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини такомиллаштириш бўйича илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

**Тадқиқот вазибалари** қуйидагилардан иборат:

акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиялаштиришнинг назарий жиҳатлари ва замонавий инструментларини ёритиб бериш;

акциялар қиймати ва даромадлилигини баҳолашнинг ўзига хос жиҳатларини тадқиқ этиш;

акцияларни оммавий жойлаштиришнинг ташкилий-иқтисодий механизми ва унинг асосий элементларини ўрганиш;

мамлакатимизда қимматли қоғозлар савдосини ташкил этишнинг амалдаги ҳолатини таҳлил қилиш;

«Кварц» акциядорлик жамияти томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини таҳлил қилиш;

«Қўқон механика заводи» ва «Жиззах пластмасса» акциядорлик жамиятлари томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини таҳлил қилиш;

мамлакатимизда акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини такомиллаштиришда хорижий давлатлар тажрибасидан фойдаланиш истиқболларини аниқлаш;

мамлакатимизда акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини такомиллаштириш йўналишлари бўйича илмий асосланган таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқиш.

**Тадқиқотнинг объекти** сифатида акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини жароёнлар олинган.

**Тадқиқотнинг предмети** акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини ташкил этиш жароёнида юзага келадиган молиявий муносабатлар ҳисобланади.

**Тадқиқотнинг усуллари.** Диссертацияда умумлаштириш, гуруҳлаш, таҳлил ва синтез, қиёсий таҳлил, статистик таҳлил, таққослаш, индукция ва дедукция каби усуллардан фойдаланилган.

**Тадқиқотнинг илмий янгилиги** қуйидагилардан иборат:

устав капиталида давлат улуши 50 фоиз ва ундан юқори акциядорлик



жамиятлари уставида битта акциядор эгалик қилиши мумкин бўлган улуш бўйича энг юқори чегарани белгилаб қўйиш орқали улар акцияларининг бирламчи ва иккиламчи оммавий жойлаштирилишида инвесторлар, хусусан институционал инвесторларнинг ўз улушларини ошириб бориш имкониятини бериш орқали хусусийлаштиришни самарали ташкил этиш таклиф этилган;

давлат улушини хусусийлаштириш нуқтаи назаридан акцияларни оммавий жойлаштиришда андеррайтерлар томонидан акциядорлик жамиятлари инвестицион жозибadorлиги акция курси ўзгариши динамикаси ва потенциал инвесторлар реал талаблари асосида акциялар нарх диапазонини белгилаш таклиф этилган;

акциядорлик жамиятлари томонидан индивидуал инвесторларга акцияларни оммавий таклиф қилиш даври сифатида аҳоли даромадлиги ва харид қуввати нисбатан юқори бўладиган даврни белгилаш таклиф этилган;

рентабеллиги ва бозордаги нуфузи юқори давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари устав капиталидаги давлат улушини SPO амалиёти орқали бозор баҳосида сотиш ҳамда хусусийлаштиришнинг кейинги босқичларини самарали ташкил этиш таклиф этилган.

**Тадқиқотнинг амалий натижалари** қуйидагилардан иборат:

давлат улуши мавжуд бўлган акциядорлик жамиятлари акцияларининг оммавий таклифларида андеррайтерга акциядорлик жамияти билан тузилган шартнома асосида акциялар тақсимланадиган инвесторларни танлаш, шунингдек, инвесторларга IPO ва SPO доирасида харид қилинган акцияларни сотиш тақиқланадиган муддатни белгилаш ҳуқуқи бериш орқали соф корпоратив бошқарувга ўтиш ҳамда акциядорлар фаоллигини таъминлаш масалалари асослаб берилган;

инвесторлар, хусусан хорижий инвесторлар томонидан депо ҳисобварақларини онлайн тартибда очиш ва акцияларни оммавий жойлаштиришларда масофадан ариза бериш ҳамда қимматли қоғозларни сотиб олиш учун буюртма бериш тартибини белгилашнинг ижобий томонлари кўрсатиб берилган;

акциядорлик жамиятлари томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини ташкил этиш орқали қисқа муддатда катта миқдорда пул маблағлари жалб қилиш ва бу ўз навбатида кенг кўламли бизнес фаолиятини янада ривожлантириши асослаб берилган.

мамлакатимизда мавжуд акциядорлик жамиятлари устав капиталида давлат улушининг юқори эканлиги ва уни SPO амалиёти орқали сотишнинг ижобий жиҳатлари кўрсатиб берилган;

IPO ва SPO амалиётини ташкил этиш орқали компаниянинг нуфузи ошиши, унинг бозорда танилиши ва инвестицион жозибadorлиги таъминланиши асосланган;

**Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги** қўлланилган ёндашув ва усуллар расмий манбалардан олинганлиги, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги Капитал бозорини ривожлантириш департаменти, Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси, Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлиги, «Тошкент» Республика фонд

биржаси, Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси, «Кварц», «Кўқон механика заводи» ва «Жиззах пластмасса» акциядорлик жамиятлари, хорижий компаниялар, халқаро биржалар ассоциацияси каби ташкилотларнинг очик маълумотлари таҳлиliga асосланганлиги билан белгиланади.

**Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти.** Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти ишлаб чиқилган таклифлар Ўзбекистонда акцияларни оммавий жойлаштиришни халқаро амалиёт тажрибаларидан келиб чиққан ҳолда такомиллаштиришга хизмат қилиши билан изоҳланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган тавсиялар мамлакатимизда акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини такомиллаштириш бўйича қабул қилинаётган ҳуқуқий ҳужжатларни ишлаб чиқишда ҳамда олий таълим муассасаларида «Инвестиция ва инновациялар», «Корпоратив молия», «Молия бозори» фанларининг ўқув дастурларини такомиллаштиришда ва ўқитишда фойдаланиш мумкинлиги билан изоҳланади.

**Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши.** Акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари бўйича олинган илмий натижалар асосида:

устав капиталида давлат улуши 50 фоиз ва ундан юқори акциядорлик жамиятлари уставида битта акциядор эгалик қилиши мумкин бўлган улуш бўйича энг юқори чегарани белгилаб қўйиш орқали улар акцияларининг бирламчи ва иккиламчи оммавий жойлаштирилишида инвесторлар, хусусан институционал инвесторларнинг ўз улушларини ошириб бориш имкониятини бериш орқали хусусийлаштиришни самарали ташкил этиш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги “Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида” ПФ-6207 сонли Фармони билан тасдиқланган “2021-2022 йилларда капитал бозорини ривожлантириш Дастурини амалга ошириш бўйича йўл харитаси”ни ишлаб чиқишда фойдаланилган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 29 июндаги 06/04-01-32/1656-сон маълумотномаси). Натижада ушбу таклиф орқали самарали хусусийлаштириш ва корпоратив молиявий муносабатлар ривожланишига эришилган;

давлат улушини хусусийлаштириш нуқтаи назаридан акцияларни оммавий жойлаштиришда андеррайтерлар томонидан акциядорлик жамиятлари инвестицион жозибадорлиги акция курси ўзгариши динамикаси ва потенциал инвесторлар реал талаблари асосида акциялар нарх диапазонини белгилаш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги “Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида” ПФ-6207-сонли Фармонида ўз аксини топган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 29 июндаги 06/04-01-32/1656-сон маълумотномаси). Мазкур таклиф акцияларни оммавий жойлаштиришга пухта тайёргарликни кафолатлайди;

акциядорлик жамиятлари томонидан индивидуал инвесторларга акцияларни оммавий таклиф қилиш даври сифатида аҳоли даромадлиги ва

харид қуввати нисбатан юқори бўладиган даврни белгилаш таклифи Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги “Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ПҚ-4300-сонли Қарорига киритилган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 29 июндаги 06/04-01-32/1656-сон маълумотномаси). Натижада “Кварц” акциядорлик жамияти SPO амалиёти 2019 йил октябрь ойида бошланган ва оммавий таклиф этилган акциялар 100 фоиз жойлаштирилган;

рентабеллиги ва бозордаги нуфузи юқори давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари устав капиталидаги давлат улушини SPO амалиёти орқали бозор баҳосида сотиш ҳамда хусусийлаштиришнинг кейинги босқичларини самарали ташкил этиш таклифи. Мазкур таклифни амалиётга жорий этиш натижасида рентабеллиги юқори бўлган давлат улуши мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларини SPO механизмини қўллаш орқали капитал бозоридан кўпроқ молиявий ресурс жалб қилишга эришилади. Шу боисдан мазкур таклиф Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги “Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида”ги ПҚ-4300-сонли Қарорига киритилган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 29 июндаги 06/04-01-32/1656-сон маълумотномаси). Натижада “Кварц” акциядорлик жамиятидаги 5 фоизлик давлат улуши SPO ўтказилиши натижасида 15,81 миллиард сўмга сотилишига эришилган.

**Тадқиқот натижаларининг апробацияси.** Ушбу тадқиқот натижалари 3 та республика ва 5 та халқаро илмий-амалий анжуманларида муҳокамадан ўтказилган.

**Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги.** Диссертация мавзуси бўйича жами 18 та илмий иш, жумладан Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш тавсия этилган илмий нашрларда 10 та илмий мақола, жумладан 2 таси хорижий журналларда нашр этилган.

**Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми.** Диссертация кириш, учта боб, хулоса ва фойдаланилган адабиётлар рўйхатидан таркиб топган. Диссертация ҳажми 126 бетни ташкил этади.

## **ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ**

**Кириш** қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати, тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги, муаммонинг ўрганилганлик даражаси, тадқиқотнинг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги, тадқиқотнинг мақсади, тадқиқотнинг вазифалари, тадқиқотнинг объекти, тадқиқотнинг предмети, тадқиқотнинг усуллари, тадқиқотнинг илмий янгилиги, тадқиқотнинг амалий

натижаси, тадқиқот натижаларининг ишончлилиги, тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти, тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши, тадқиқот натижаларининг апробацияси, тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги, диссертациянинг тузилиши ва ҳажми бўйича маълумотлар келтирилган.

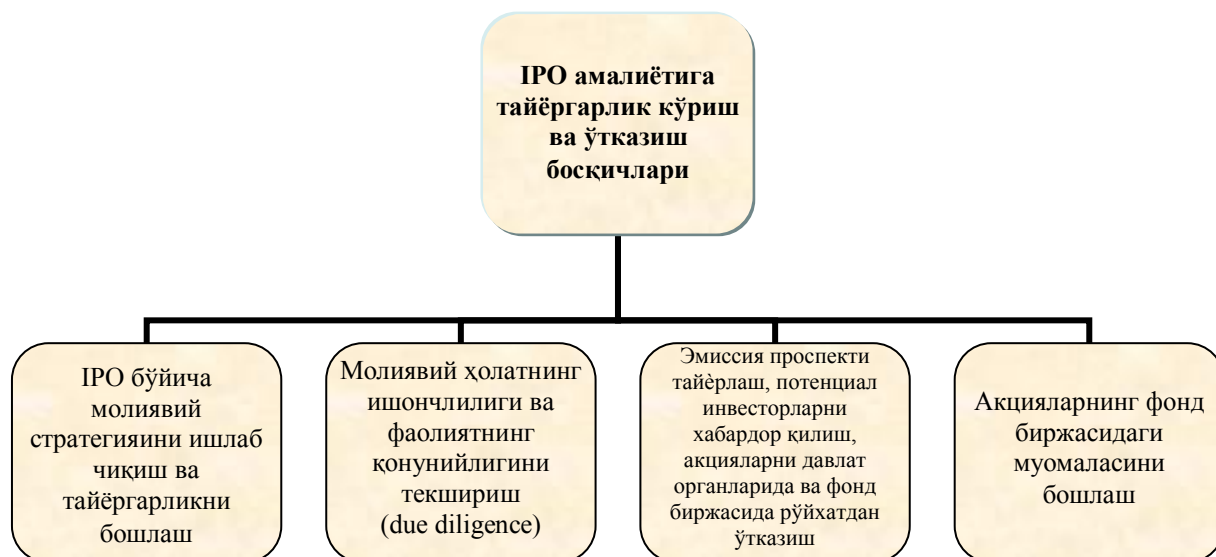
Диссертациянинг «**Акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини ташкил этишнинг назарий-иқтисодий асослари ва зарурати**» деб номланган биринчи бобида акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиялаштиришнинг назарий жиҳатлари ва замонавий инструментлари, акциялар эмиссия қилиш тартиби ва фундаментал асослари, акцияларни оммавий жойлаштиришнинг ташкилий-иқтисодий механизми ва унинг асосий элементлари ўрганилган. Шунингдек боб якунида тегишли хулосалар келтирилган.

Корпоратив тузилмалар олдида доимо бизнесни кенгайтириш, истиқболли лойиҳаларни амалиётга татбиқ этиш, фаолият самарадорлигини ошириш, инновацион технологияларни қўллаш орқали йирик миқдорда молиявий ресурсларни жалб қилиш сингари масалалар ётади. Ушбу масалаларни ижобий ҳал қилишда корпоратив тузилмалар томонидан капитал жалб қилиниши зарур. Ривожланган давлатлар амалиётини ўрганган ҳолда айтадиган бўлсак, бугунги кунда молия бозорида капитал жалб қилишнинг энг кенг тарқалган ва самарали усулларида бири сифатида акцияларни оммавий жойлаштириш (IPO, SPO) амалиётларини келтириб ўтишимиз мумкин.

Сўнги йилларда мамлакатимизда ҳам молия бозорини ривожлантириш, акциядорлик жамиятлари томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини ташкил этиш орқали маҳаллий ва хорижий инвесторларни жалб қилиш, ушбу амалиётда институционал инвесторлар фаолиятини тўғри йўлга қўйиш соҳасида қатор ислохотлар амалга оширилиб келинмоқда.

Фонд бозорида акцияларни оммавий жойлаштириш (IPO, SPO) амалиётларини ташкил этиш орқали катта миқдорда капитал жалб қилиш, акциялар нархининг ошишига эришиш, инвестицион жозибадорликни ошириш, ўзининг халқаро имижини шакллантириш каби ижобий жиҳатларга эришиши мумкин. Шу билан бир қаторда, бу жараёни самарали ташкил этилишида молиявий маслаҳатчи ва андеррайтер сифатида танланган институционал инвесторларнинг ҳам аҳамияти юқорилигини эътироф этишимиз лозим.

Шу билан бир қаторда, акциядорлик жамиятлари томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш (IPO, SPO) амалиётини ташкил этиш масаласи юзага келганда, албатта оммавий жойлаштириш амалиётига тайёргарлик кўриш ва ўтказиш босқичлари жараёнида маълум бир жиҳатларга эътибор қаратилиши мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Чунки бу жиҳатларни инобатга олиниши акциядорлик жамиятлари томонидан ташкил этилаётган оммавий жойлаштириш амалиётини муваффақиятини таъминлаб беради (1-расм).



**1-расм. IPO амалиётига таъёргарлик кўриш ва ўтказиш босқичлари<sup>6</sup>**

1-расмдан кўринадикки IPO амалиёти тўрт босқичли жараён бўлиб, узок вақтни ва йирик миқдордаги харажатларни талаб қилади. IPO амалиётига таъёргарлик кўриш ва ўтказишнинг ҳар бир босқичида амалга ошириладиган ишлар ушбу амалиётни муваффақиятини таъминлаб беради. Жумладан, биринчи босқичда молиявий консултант танланади, стратегия белгиланади, халқаро стандартлар асосида молиявий ҳисоботлар ва аудиторлик ҳисоботлари эълон қилинади, ташкилий ўзгаришлар амалга оширилади ва корпоратив тузилмаларнинг очиқ кредит тарихи яратилади. Иккинчи босқичда юридик ва молиявий экспертизалардан ўтказиш бўйича шартномалар тузилади, акциядорлик жамияти фаолияти юридик экспертизадан ўтказилади, молиявий ҳолат таҳлил қилинади ва ишончлилиги аудитдан ўтказилади. Учинчи босқичда эса эмиссия проспекти таъёрланган ҳолда тегишли муҳокамалардан ўтказилади ҳамда тасдиқланади. Шунингдек, ушбу босқичда потенциал инвесторлар билан бевосита учрашган ҳолда тақдимотлар ўтказилади, акциялар тегишли давлат органларида ва фонд биржаларида рўйхатдан ўтказилади, акцияларни жойлаштиришнинг энг паст нархи белгиланади ҳамда андеррайтерлар билан шартномалар тузилади. Энг охириги тўртинчи босқичда эса акциялар савдоси бошланганлиги эълон қилинади ва бевосита савдолар амалга оширилади бошланади. Шу билан бир қаторда, IPO амалиётини муваффақиятли бўлиши учун оммавий жойлаштириш вақтини ва мамлакат иқтисодиётнинг жорий ҳолатини ҳам ҳисобга олиш лозим. Чунки мамлакатдаги нобарқарор вазият капитални жойлаштириш бўйича риск даражасини кескин ошириши ва кутилаётган натижага эришиш имкониятини пасайтириши мумкин.

Акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини ташкил этиш корпоратив тузилмаларга қисқа муддатда йирик миқдорда капитал жалб қилиш, компаниянинг инвестицион жозибадорлигини ошириш сингари бир қанча имкониятларни бериши билан бир қаторда бир қанча камчиликлари ва

<sup>6</sup> Муаллиф томонидан тузилган.

юзага келтириши мумкин бўлган хавф-хатарлари мавжуд. Буни биз қуйидаги SWOT таҳлилда келтириб ўтганмиз. Бу жараён бизга компания учун юзага келадиган имкониятлар ва салбий жиҳатларни прогноз қилиш имконини беради (2-расм).



2-расм. IPO амалиётининг SWOT таҳлили<sup>7</sup>

2-расмдан кўринадики акцияларни бирламчи оммавий жойлаштириш (IPO) амалиётини ташкил этиш корпоратив тузилмалар учун йирик миқдорда капитал жалб қилиш, акциялар капитали орқали корхонанинг ликвидлигини ошириш, компаниянинг инвестицион жозибadorлигини ошириш, мулкни мақбул нархда жойлаштириш, компаниянинг музокара кучини ошириш, корхонанинг узок муддатли ривожланиш мақсадларини амалга ошириш ва бозорда юқори рақобатбардошликка эришиш сингари имкониятларни тақдим этади. Юқорида таъкидланган ижобий жиҳатлар билан бир қаторда IPO амалиётининг корпоратив тузилмалар учун юзага келтириши мумкин бўлган бир қанча салбий жиҳатлари ҳам мавжуд. Ахборотни оммавий равишда ошкор қилиш, эмиссия харажатларининг юқорилиги, IPO орқали акцияларни чиқариш жараёнининг мураккаблиги, акцияларнинг паст баҳоланиши, компаниянинг бошқа йирик компаниялар томонидан қўшиб олиниши шулар жумласидандир.

Юқорида таъкидланган жиҳатларни ва хорижий амалиётни ўрганган ҳолда таъкидлашимиз мумкинки акциядорлик жамиятлари томонидан IPO амалиётини муваффақиятли ташкил этилиши натижасида йирик миқдорда капитал жалб қилинади, акциядорлик жамиятининг ликвидлилик даражаси ошади ҳамда ёпиқдан очикқа ўзгаради.

Дунё амалиётида акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини ташкил этишнинг қатъий нарх, аукцион ва book building усуллари мавжуд бўлиб, ҳар бир усулнинг ижобий ва салбий жиҳатлари мавжуд (1-жадвал).

<sup>7</sup> Муаллиф томонидан тузилган.

IPOларни ташкил этиш усуллари афзаллик ва камчиликлари<sup>8</sup>

Усуллари	Афзалликлари	Камчиликлари
<b>Қатъий нарх усули</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- акциялар олдиндан белгиланган нархда сотилиши;</li> <li>- инвесторлар қамрови кенглиги;</li> <li>- акциялар пакети ликвидлигининг ва савдосининг жадаллашуви;</li> <li>- чакана компаниялар акциялари нархи барқарорлашуви.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- инвесторлар сони жуда кўплиги;</li> <li>- нархларни аниқлашда инвесторлар иштирок этмаслиги;</li> <li>- нархларни юқори белгилаш ёки паст белгилаш risksи мавжудлиги.</li> </ul>
<b>Аукцион усули</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- рақобатбардош савдоларни таклиф этиши;</li> <li>- келгуси листинг ва IPOлар учун кўшимча маълумотлар базасини тақдим этиши;</li> <li>- усулнинг стандардлашуви ва марказлашуви;</li> <li>- бозор қоидалари асосида нархни аниқланиши ва клиринг нархини ҳисоблашнинг шаффофлигини таъминланиши;</li> <li>- учинчи шахслар билан музокараларни чеклаши;</li> <li>- нархни белгиловчи асосий харидорга эҳтиёж йўқлиги.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- савдо натижаларини башорат қилиш қийинлиги;</li> <li>- инвесторларга ахборот тўплаш учун қилинган харажатларни қоплаш қафолатланмаслиги;</li> <li>- ахбороти етарли бўлмаган инвесторлар нархларни асоссиз кўтариб юбориши мумкинлиги;</li> <li>- юридик маслаҳатчининг таклифлари иккиланишларга сабаб бўлиши мумкинлиги;</li> <li>- нархларни салоҳиятли инвесторлар томонидан келишилган ҳолда кўтариш ёки тушириб юбориш мумкинлиги.</li> </ul>
<b>Book building усули</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- нархни аниқлаш талаб таҳлилига асосланганлиги;</li> <li>- баҳолашнинг шаффофлиги ва инвесторлар таркиби нарх орқали аниқланиши;</li> <li>- инвестор фикрини ва компания қийматини ифода этиши;</li> <li>- акциядорлар сонининг камлиги;</li> <li>- нархларни белгилашда савдо ташкилотчиси эркинлиги.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- аудитория сони чекланганлиги ва чакана инвестор четлашуви;</li> <li>- акциялар ликвидлиги паст бўлиши мумкинлиги.</li> </ul>

1-жадвалдан кўринадики ушбу уч усул орасида энг кучли жиҳатлар бу «Book-building» усулида жамланган. Тадқиқотлардан кўринадики, «аукцион усулида» электрон тизимда иштирокчилар аниқ тарқатиш принциплари асосида энг юқори харидорларга амалга оширилиши охир оқибатда 1990 йилларга келиб Лондон фонд биржасида очик нархда «Book-building» усулидан фойдаланиш энг юқори ўринга чиқишига сабаб бўлган<sup>9</sup>. Ҳозирги кунда дунёнинг кўплаб давлатларида IPOни ташкиллаштиришда «Book-building» усули механизмларидан фойдаланиб келинмоқда. «Book-building» усулида инвесторлар учун барча муҳим маълумотларни тўплаш ва буюртмалар портфелини шакллантириш учун тегишли роад шоулар ташкил этилади. Буюртмалар портфели андеррайтер учун кўрсатмалар ва маълумотлар манбаи бўлиб, у инвесторларнинг талаблари тўғрисида маълумот олишга ёрдам беради. Шунингдек, буюртмалар портфели акциялар

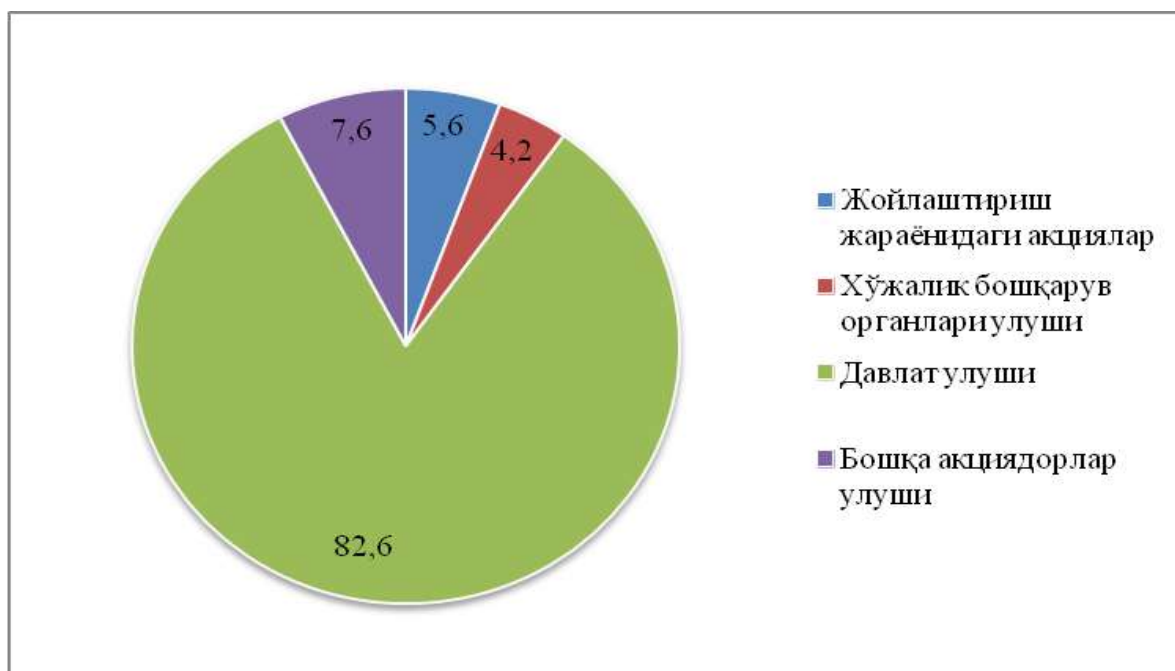
<sup>8</sup> Муаллиф томонидан тузилган.

<sup>9</sup> Tong Jing Lim\*, Building a better bookbuilding system – an examination of the uk’s bookbuilding regime and proposed reforms, UCL Journal of Law and Jurisprudence, DOI: 10.14324/111.2052-1871.071, 2016, p-242.-  
<https://pdfs.semanticscholar.org/1bbc/31a8779b5786a7ba724e9a2fff172a4b390d.pdf>.

сонини мавжуд талабга мослаштириш имкониятини ҳам тақдим этади. Қатъий нарх усули ва book-building усули ўртасидаги асосий фарқ шундаки, book-building усулида инвесторлар нархлар ва акцияларни жойлаштиришга таъсир қилиши мумкин.

Диссертациянинг «Мамлакатимизда акцияларни оммавий жойлаштириш амалиёти таҳлили» деб номланган иккинчи бобида мамлакатимизда қимматли қоғозлар савдосини ташкил этишнинг амалдаги ҳолати, «Кварц» акциядорлик жамияти (АЖ) томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиёти, «Қўқон механика заводи» ва «Жиззах пластмасса» акциядорлик жамиятлари томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиёти таҳлил қилинган ва боб якунида илмий асосланган хулосалар шакллантирилган.

Мамлакатимизда сўнгги йилларда акциядорлик жамиятлари устав капиталидаги давлат улушини сотиш ва бу орқали хусусийлаштириш жараёнини самарали ташкил этиш бўйича қатор ислохотлар амалга оширилиб келинмоқда. Амалга оширилаётган ислохотларга қарамадан бугунги кунда мамлакатимизда мавжуд акциядорлик жамиятларида давлат улуши жуда юқори эканлигига тадқиқот жараёнида гувоҳ бўлдик (3-расм).



**3-расм. Акциядорлик жамиятлари устав фондидаги акция эгалари улуши (02.07.2021 йил ҳолатига)<sup>10</sup>**

3-расмдан кўринадикки 2021 йил 2 июль ҳолатига кўра республикадаги акциядорлик жамиятлари устав капиталининг 86,8 фоизи бевосита давлатга ва давлат эгаллигидаги хўжалик бошқарув органларига тегишли. Хулоса қилиб айтадиган бўлсак, акциядорлик жамиятлари устав

<sup>10</sup> www.deponet.uz – Қимматли қоғозлар марказий депозитарийси маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.



капиталида давлатнинг улушини юқорилигини ижобий ҳолат деб бўлмайди. Сабаби, акциядорлик жамиятларида давлат улушининг юқорилиги мамлакатимизга нисбатан хорижий инвесторларнинг қизиқиши камлиги сингари салбий жиҳатлар билан бир қаторда қимматли қоғозлар бозорини ривожланишига ҳам тўсқинлик қилмоқда. Бизнинг фикримизча, устав капиталида давлат улуши 50 фоиз ва ундан юқори акциядорлик жамиятлари уставида битта акциядор эгалик қилиши мумкин бўлган улуш бўйича энг юқори чегарани белгилаб қўйиш орқали улар акцияларининг бирламчи ва иккиламчи оммавий жойлаштирилишида инвесторлар, хусусан институционал инвесторларнинг ўз улушларини ошириб бориш имкониятини бериш орқали хусусийлаштиришни самарали ташкил этиш мумкин.

Республикамизда IPO амалиётига Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги 268-сонли қарорига асосан акциялари бирламчи (IPO) ва иккиламчи (SPO) оммавий таклифи орқали сотилиши белгиланган «Кварц» АЖ томонидан 2017 йил 5 декабрда старт берилди ва натижалари қуйидагича (2-жадвал).

## 2-жадвал

### «Кварц» АЖ томонидан ўтказилган IPO натижалари таҳлили<sup>11</sup>

№	Натижалар	1 донга акция сотилиш нархи			Жами
		3000 - 3999 сўм	4000 - 4999 сўм	5000 сўм ва ундан юқори	
1	Сотилган акциялар сони (дона)	2 432 817	29 771	12 861	2 475 449
2	Сотилган умумий акциялар сонига нисбатан фоизда	98,3	1,2	0,5	100
3	Акцияларни сотишдан тушум сўммаси (млн. сўм)	7 334, 568	124,75	64,5	7523,8
4	Тушум умумий суммасига нисбатан фоизда	97,5	1,7	0,8	100
5	Андеррайтер хизматлари (2 фоиз) (млн. сўм)	146,691	2,495	1,29	150,476
6	Брокер хизматлари (0,045 фоиз) (млн. сўм)	3,300	0,056	0,029	3,385
7	«Тошкент» РФБ хизматлари (0,15 фоиз) (млн. сўм)	11,002	0,19	0,09	11,282
8	Депозитарий хизматлари (0,05 фоиз) (млн. сўм)	3,667	0,062	0,032	3,761
9	IPO* ўтказиш бўйича жами харажатлар (млн. сўм) (реклама харажатларидан ташқари)	164,66	2,803	1,441	168,904
10	Сотишдан олинган даромад (млн. сўм)	7 169,9	121,95	63,1	7354.9

2-жадвалдан кўринадикки, акцияларни сотишдан жами тушум 7523,81 млн. сўмни ташкил қилган. Бунда андеррайтер хизматлари учун 150,47 млн.сўм, Брокер хизматлари учун 3,38 млн.сўм, «Тошкент» РФБ хизматлари учун 11,28 млн.сўм ва реклама харажатлари учун 113,73 млн.сўм сарф

<sup>11</sup> www.uzse.uz. «Тошкент» РФБ сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

харажат қилинган. «Кварц» АЖ томонидан ўтказилган IPO натижасида харажатларни ҳисобга олганда 7244,95 млн. сўм капитал жалб қилишга эришган. Шундан 4,2 млрд. сўм устав жамғармасини оширишга йўналтирилди, 3 млрд. сўмдан зиёд сумма эса акциядорлик жамияти қўшилган капиталини оширди.

Хулоса қилиб айтадиган бўлсак, «Кварц» АЖ томонидан Ўзбекистонда илк бор ўтказилган IPO натижаларини ижобий деб баҳолаш мумкин. Лекин савдога қўйилган акцияларнинг бор йўғи 54,1 фоизи жойлаштирилганлигини ижобий ҳолат эмас. Бунда асосий сабаблардан бири шубҳасиз ариза қабул қилиш даврининг тўғри белгиланмаганлигидир. Бизнинг фикримизча, акциядорлик жамиятлари томонидан индивидуал инвесторларга акцияларни оммавий таклиф қилиш даври сифатида аҳоли даромадлилиги ва харид қуввати нисбатан юқори бўладиган даврда ушбу амалиёт ташкил этилиши лозим. Чунки мамлакатимизда ноябрь-март ойларида аҳолининг харажатлари бошқа ойларга қараганда нисбатан юқори бўлади. Шунингдек, харажатларга тескари равишда аҳоли даромадлари ноябрь-март ойларида паст бўлади. Агар «Кварц» АЖ томонидан оммавий жойлаштириш амалиёти май-октябрь оралиғида савдога қўйилганда оммавий жойлаштириш муваффақиятли бўлиши мумкин эди. Чунки «Кварц» акциядорлик жамияти Фарғона вилоятида жойлашаганлиги, Фарғона вилоятида деҳқончилик ва боғдорчилик ҳам ривожланганлигини ҳисобга олган ҳолда муддатни белгилаганда, ҳаттоки миграциядан ҳам маблағ кириб келар эди.

### 3-жадвал

#### «Кварц» АЖ томонидан ўтказилган IPO натижалари таҳлили<sup>12</sup>

Келиб тушган аризаларнинг гуруҳланиши	Ариза тушган қимматли қоғозлар сони	Қимматли қоғозларнинг тақсимланиши
3270,4 сўм	1420	0
3271.0 сўм	905833	839534
3272.0-3275.0 сўм	2131962	2131962
3275.1-3280.0 сўм	1004978	1004978
3280.1-3285.0 сўм	313032	313032
3285.1-3290.0 сўм	73965	73965
3290.1-3295.0 сўм	29341	29341
3295.1-3300.0 сўм	165065	165065
3301.0-3310.0 сўм	165235	165235
3311.0-3350.0 сўм	97122	97122
3355.0-3500.0 сўм	1400	1400
3501.0-4000.0 сўм	826	826
<b>Жами</b>	<b>4890179</b>	<b>4822460</b>

Шунингдек, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги «Республика иқтисодиётига тўғридан-тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4300-сонли Қарорига асосан 2019 йилда

<sup>12</sup> www.uzse.uz. «Тошкент» РФБ сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

«Кварц» АЖ давлат улушининг 5 фоизи SPO кўринишида оммавий савдога чиқарилди (3-жадвал).

3-жадвалдан кўринадики «Кварц» акциядорлик жамиятини 4890179 дона акцияларини сотиб олиш бўйича аризалар келиб тушган. Лекин жамият томонидан 4822460 дона акция қаноатлантирилган. Жумладан; акция нархининг энг паст чегара қиймати 3270,4 сўм бўйича келиб тушган 1420 та акция қаноатлантирилмаган. Шунингдек акция нархини 3271.0 сўм бўйича келиб тушган 905833 дона акциядан, 839534 донаси ёки 92.6 фоизи қаноатлантирилган. «Кварц» АЖ томонидан чиқазилган қимматли қоғозларни сотиб олишга мамлакатимиз аҳолисини қизиқиши ошиб боришининг асосий сабабларидан бири сифатида «Кварц» АЖнинг SPO амалиётида андеррайтер сифатида фаолият олиб борган «Freedom finance» инвестицион компанияси томонидан лоторея ўйинларини ташкил этилганлигини ҳам қайд этиб ўтиш зарур. Шунингдек, жамият томонидан оммавий савдоларга инвесторларнинг кенг қатламини жалб қилиш мақсадида ҳар бир шахсга сотувга қўйилган акцияларнинг 0,1 фоизидан (4822 дона) ортиқ бўлмаган миқдорини харид қилиш имконияти яратилган. «Кварц» акциядорлик жамиятининг устав капиталидаги давлат улушининг 5 фоизини SPO амалиёти орқали сотилиши натижасида давлат бюджетига 15823,87 млн. сўм миқдоридан маблағ келиб тушган.

«Кўқон механика заводи» АЖ томонидан 2018 йил 11 декабрда бошланган SPO амалиётининг тугаш муддати сифатида 2018 йил 24 декабрь белгиланган. Ушбу вақт оралиғида акцияларнинг нарх диапазони 1000 сўмдан 4000 сўмгача бўлган (4-жадвал).

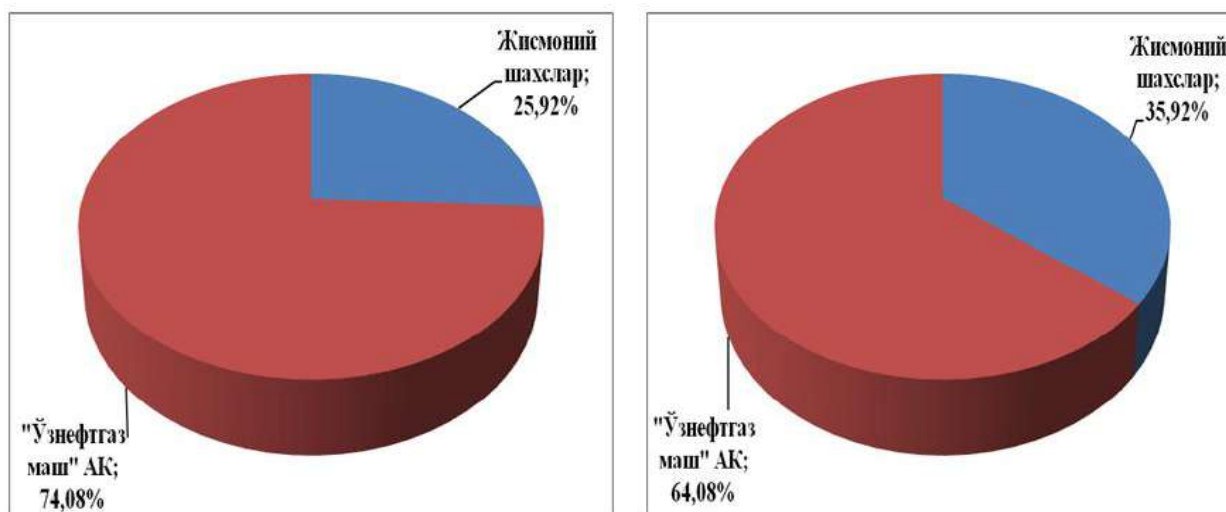
#### 4-жадвал

#### «Кўқон механика заводи» АЖ SPO амалиёти таҳлили<sup>13</sup>

№	Келиб тушган аризаларнинг гуруҳланиши	Ариза тушган акциялар сони	Акцияларнинг тақсимланиши	Жами тақсимланган акцияларга нисбатан (фоизда)
1	1000 сўм	956337	371724	16,62
2	1001-1050 сўм	1228068	1228068	54,91
3	1051-1100 сўм	315777	315777	14,12
4	1101-1150 сўм	176120	176120	7,87
5	1151-1200 сўм	61750	61750	2,76
6	1201-1250 сўм	12398	12398	0,55
7	1251-1300 сўм	48147	48147	2,15
8	1301-1350 сўм	8944	8944	0,40
9	1351-1400 сўм	1118	1118	0,05
10	1401-1500 сўм	12348	12348	0,55
11	1501-2000 сўм	48	48	0,002
12	2001-4000 сўм	10	10	0,0004
<b>Жами</b>		<b>2821065</b>	<b>2236452</b>	<b>100 фоиз</b>

<sup>13</sup> www.uzse.uz. «Тошкент» РФБ сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

4-жадвалдан кўринадики, 2019 йил 1 январь ҳолатига «Кўқон механика заводи» АЖни акцияларини сотиб олиш бўйича жами 2821065 дона акцияни сотиб олиш бўйича 2843 та ариза келиб тушган. Бу рақамлар, ўз навбатида, сотувга қўйилган акцияларга бўлган талаб 126 фоиздан ортиқ бўлганлигини ҳамда қимматли қоғозларнинг янгича усулдаги сотуви муваффақиятли ўтганлигини кўрсатмоқда. «Кўқон механика заводи» АЖнинг SPO амалиётида ҳам «Freedom finance» инвестицион компанияси андеррайтер сифатида фаолият олиб борганлиги билан бир қаторда лоторея ўйинларини ташкил этилганлиги оммавий жойлаштириш амалиётини муваффақиятини таъминлаб берди.



**4-расм. «Кўқон механика заводи» АЖ акцияларининг SPOдан олдин ҳамда SPOдан кейин акциядорлари таркиби<sup>14</sup>**

4-расмдан кўриш мумкинки, «Кўқон механика заводи» АЖ акцияларининг SPOдан олдин 74,08 фоиз акциялари «Ўзнефтгазмаш» акциядорлик компаниясига, 25,92 фоиз улуши эса жисмоний шахсларга тегишли бўлган. Ўз навбатида «Ўзнефтгазмаш» акциядорлик компанияси «Ўзбекнефтгаз» миллий холдинг компаниясига тегишли. Акциядорлик жамияти кўзлаган мақсадига эришгани билан бир қаторда, «Кўқон механика заводи» АЖ акциядорлари таркиби акцияларни SPO орқали амалга оширилганидан сўнг ўзгарди. Яъни, «Кўқон механика заводи» акциядорлик жамияти акцияларини иккиламчи SPO қилиш натижасида «Ўзнефтгазмаш» акциядорлик компаниясига тегишли улушнинг 10 фоизи сотилди. Натижада «Ўзнефтгазмаш» акциядорлик компаниясининг жамият устав капиталидаги улуши камайиб 64,08 фоизга пасайган бўлса, жисмоний шахсларнинг улуши 35,92 фоизга етди. «Кўқон механика заводи» АЖ акцияларини SPO орқали сотишдан асосий мақсад – давлат ёки хўжалик бошқаруви органи улушини камайтириш, шунингдек, акциядорлар таркибида хусусий инвесторлар улушини ошириш эди. «Кўқон механика заводи» акциядорлик жамияти ушбу

<sup>14</sup> Чинкулов Қ.Р. Республикамизда илк IPO ҳамда SPO: ютуқлар ва муаммолар. // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнали. – Тошкент, 2019. - №5.

мақсадга эришди. Юқоридаги таъкидланган жиҳатлардан келиб чиққан ҳолда айтишимиз мумкинки, мамлакатимизда мавжуд, рентабеллиги ва бозордаги нуфузи юқори давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари устав капиталидаги давлат улушини SPO амалиёти орқали бозор баҳосида сотиш ҳамда хусусийлаштиришнинг кейинги босқичларини самарали ташкил этиш лозим. Бунинг натижасида акциядорлик жамиятлари устав капиталидаги давлат улуши камайтиришга эришиш билан бир қаторда, SPO амалиётини қўллаш орқали юқори нархда сотишга эришилади.

Шу билан бир қаторда, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 26 апрелдаги 358-сонли қарорига асосан «Жиззах пластмасса» АЖ томонидан IPO амалиёти ташкил этилди (5-жадвал).

#### 5-жадвал

#### «Жиззах пластмасса» АЖ IPO амалиёти таҳлили<sup>15</sup>

№	Аризалар сони	Келиб тушган аризаларнинг гуруҳланиши	Ариза тушган акциялар сони	Акцияларнинг тақсимланиши	Жами тақсимланган акцияларга нисбатан фоизда
1	1	3500.0	2000	2000	0,50
2	1	3450.0	50	50	0,01
3	1	3424.0	50	50	0,01
4	5	3420.0	1300	1300	0,33
5	2	3417.0	650	650	0,16
6	1	3416.1	2000	2000	0,50
7	1	3416.0	11402	11402	2,87
8	4	3410.0	4441	4441	1,12
9	7	3405.0	4042	4042	1,02
10	4	3402.0	20650	20650	5,18
11	11	3401.0	25144	25144	6,32
12	157	3400.0	325930	325930	81,98
<b>Жами</b>	<b>195</b>		<b>397569</b>	<b>397569</b>	<b>100фоиз</b>

5-жадвалдан «Жиззах пластмасса» АЖ томонидан жами 1140246 дона акция оммавий савдога қўйилган. Лекин амалда жами 397569 дона акциясини сотиб олиш бўйича 195 та ариза келиб тушганлиги кўринади. Қолган 63,2 фоиз ёки 742677 дона акцияларни сотиб олиш бўйича аризалар тушмаган. Шунингдек 325930 дона ёки жами сотилган акцияларга нисбатан 81,98 фоиз акция бошланғич суммада сотилган. Умумий ҳолатда келиб тушган барча аризалар қаноатлантирилган.

Диссертациянинг «**Акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини ривожлантиришнинг асосий йўналишлари**» деб номланган учинчи бобида акцияларни оммавий жойлаштириш юзасидан хорижий компаниялар амалиёти атрофлича ўрганилган ҳамда ушбу тажрибалардан келиб чиққан ҳолда мамлакатимизда ушбу амалиётни ташкил этишни такомиллаштириш бўйича илмий таклифлар ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

<sup>15</sup> www.uzse.uz. «Тошкент» РФБ сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

Маълумки, IPO ва SPO амалиётларининг самарали ташкил этилиши ривожланаётган мамлакатлар молия бозорини ривожлантиришда муҳим ҳисобланади. Мамлакатимизда ҳам молия бозорини ривожлантиришда IPO ва SPO амалиётларини муваффақиятли ўтказиш муҳим, бироқ ушбу операцияларни самарали ташкил этиш, маҳаллий ва хорижий инвесторларни жалб қилиш, ушбу амалиётда институционал инвесторлар фаолиятини тўғри йўлга қўйиш каби жиҳатлар билан боғлиқ. Бу эса мамлакатимизда молия бозорини ривожлантириш учун IPO ва SPO амалиётларидаги ушбу муаммоларни ҳал қилишни талаб қилади.

Молия бозорида акцияларни оммавий жойлаштириш (IPO, SPO) орқали катта миқдорда капитал қилиш, акциялар нархининг ошишига эришиш, инвестицион жозибадорликни ошириш, ўзининг халқаро имижини шакллантириш каби жиҳатларга эришиши мумкин. Бунда молиявий маслаҳатчи ва андеррайтер сифатида танланган институционал инвесторларнинг аҳамияти юқорилигини эътироф этиш лозим. Шу сабабли халқаро амалиётда IPO ва SPO амалиётларини ташкил этиш босқичлари, уларда институционал инвесторлар иштироки, IPO ва SPO операцияларини амалга ошириш усуллари, шунингдек, йирик халқаро IPO ва SPO операцияларини ўрганиш ва таҳлил қилиш муҳим аҳамият касб этади.

Жаҳонда инвестицияга бўлган талабнинг ортиб бориши оқибатида кўплаб компаниялар томонидан уларни жалб этишнинг турли йўлларидадан фойдаланилмоқда. Жумладан, компанияларни акцияларини бирламчи бозорда IPO лар асосида жойлаштириш орқали ўз капиталини кўпайтириш усули. Ушбу усул орқали компания активларининг бозор қийматини энг адолатли баҳоланишини таклиф қилади.

Жаҳон фонд бозори тарихидаги энг юқори ўнталикка кирган, акцияларни оммавий жойлаштириш натижасида катта миқдорда капитал жалб қилган корхоналар тадқиқи куйидагиларни кўрсатди (6-жадвал).

**6-жадвал**

**Фонд бозори тарихидаги энг юқори ўнталикка кирган акцияларни бирламчи очик жойлаштириш операциялари<sup>16</sup>**

№	Компания номи	Жалб қилинган капитал миқдори	Фаолият соҳаси
1	Saudi Aramco (Саудия Арабистони)	25,6 млрд АҚШ доллари	Нефть компанияси
2	Alibaba (Хитой)	25 млрд АҚШ доллари	Интернет савдо
3	Visa (АҚШ)	17,9 млрд АҚШ доллари	Тўлов тизими
4	Enel S.p.A (Италия)	16,5 млрд АҚШ доллари	Электроэнергетика
5	Facebook (АҚШ)	16 млрд АҚШ доллари	Ахборот технологиялари
6	General motors (АҚШ)	15,8 млрд АҚШ доллари	Автосаноат
7	Deutsche Telekom (Германия)	13 млрд АҚШ доллари	Телекоммуникация
8	AT&T Wireless (АҚШ)	10,6 млрд АҚШ доллари	Телекоммуникация
9	Kraft Foods (АҚШ)	8,7 млрд АҚШ доллари	Озиқ-овқат саноати
10	Uber (АҚШ)	8,1 млрд АҚШ доллари	Платформа

<sup>16</sup><https://www.cnn.com/2019/12/29/saudi-aramco-alibaba-among-biggest-ipos-of-2019.html> сайти асосида муаллиф томонидан тузилди.

6-жадвал кўрсатадики, «Alibaba group» компанияси 2014 йилдан буён фонд бозорида тарихдаги энг йирик IPO амалиётини (Alibaba group – 25.0 млрд. АҚШ доллари) муваффақиятли ўтказган компания эди. 2019 йилда бу натижа ўзгарди сабаби «Saudi Aramco» компанияси томонидан тарихдаги энг йирик IPO амалиёти (Saudi Aramco - 25.6 млрд. АҚШ доллари) муваффақиятли ўтказилди.

Мамлакатимизда ҳам 2017-2021 йиллар оралиғида бир қатор акциядорлик жамиятлари томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини ташкил этиш натижасида капитал жалб қилинганлигини албатта ижобий ҳолат деб баҳолашимиз мумкин (7-жадвал).

#### 7-жадвал

### Республикамизда акциядорлик жамиятлари томонидан ўтказилган IPO ва SPO амалиёти натижалари<sup>17</sup>

Эмитент номи, IPO ёки SPO	Андеррайтер	Савдодаги акция сони ва устав капиталига нисбатан фоизда	Нарх диапазони	Ариза келиб тушган акциялар сони	Қаноатлантирилганлиги	Жалб қилинган капитал, миллион сўмда
Кварц, IPO	ТИФ Миллий банки	4574934 (10фоиз)	3000-9100	2475039 (54,1 фоиз)	2475039 (54,1 фоиз)	7523,81
ҚМЗ, SPO	Freedom Finance	2236452 (10 фоиз)	1000-4000	2821065 (126 фоиз)	2236452 (100фоиз)	2344,09
Кварц, SPO	Freedom Finance	4822460 (5 фоиз)	3270,4-4000	4890179 (101,4)	4822460 (100 фоиз)	15823,87
Жиззах пластмасса, IPO	Portfolio Investment	1140246 (25 фоиз)	3400-3500	397569 (34,8 фоиз)	397569 (34,8)	1352,62

7-жадвалдан кўринадики, «Кварц», «Жиззах пластмасса» акциядорлик жамиятлари IPO амалиёти натижасида савдога қўйилган акциялар тўлиқ жойлаштирилмаган. «Кварц» IPO амалиётида ТИФ Миллий банки андеррайтерлик қилган бўлиб, ўша пайтда банкнинг ўзи акциядорлик жамияти эмас эди ва акция муомалага чиқармаган банкка бу вазифа давлат томонидан топширилганлиги ҳам натижага салбий таъсир кўрсатган. Қўқон механика заводи ва Кварц акциядорлик жамиятлари SPO амалиётларида эса глобал молия бозорида кўп йиллик тажрибага эга Freedom Finance инвестиция компанияси андеррайтерлик қилгани ижобий натижа берган. Бунда бошқа томондан Freedom Finance инвестиция компаниясининг Ўзбекистондаги илк амалиётлари бўлганлиги боис энг йирик ютуқ сифатида Малибу-2 автомобили ва Тошкент шаҳридан 2 хонали квартира қўйилган лотерея ўйинлари ўтказилганлиги ҳам аҳамиятга эга бўлганлигини қайд этиб ўтиш лозим. Аслида акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини муваффақиятли бўлишида корпоратив тузилманинг инвестицион жозибдорлиги ва инвесторлар билан молиявий муносабатларнинг тўғри йўлга қўйилиб келинаётганлиги ҳамда бу жиҳатларга истиқболда ҳам жиддий

<sup>17</sup> Муаллиф томонидан тузилди.

этибор қаратилиши белгиланганлиги акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётлари учун муҳимдир. Бу борада мамлакатимизда маълум бир муаммолар бор. Ушбу муаммоларни бартараф этиш учун давлат улушини камайтириш ёки сотиш нуқтаи назаридан акцияларни оммавий жойлаштиришда андеррайтерларни шартнома асосида жалб қилиш ва улар томонидан акциядорлик жамиятлари фаолият кўрсаткичлари ва истиқболлари, потенциал инвесторлар реал талаблари ва акция курси ўзгариши динамикаси асосида акциялар нарх диапазонини белгилаш лозим. Бунинг натижасида акциядорлик жамиятлари устав капиталида давлат улушини камайтириш билан бир қаторда, акциядорлик жамиятлари томонидан оммавий жойлаштириш амалиётини ташкил этишда пухта тайёргарлик кўришни таъминлаб беради.

Шунингдек республикаимизда 2017-2019 йилларда қатор акциядорлик жамиятлари томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиёти ўтказилиши меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган бўлсада, улар томонидан бундай амалиёт амалга оширилмаган (8-жадвал).

#### 8-жадвал

#### 2017-2019 йилларда IPO ёки SPO ўтказиши белгиланган, лекин амалиёт ўтказилмаган акциядорлик жамиятлари<sup>18</sup>

№	Акциядорлик жамиятларининг номланиши	Реализация шакли	Қайси меъёрий-ҳуқуқий ҳужжат асосида	Савдога чиқариладиган улуш
1	«Шаҳрисабз вино-Ароқ» АЖ	SPO	ЎзР ВМҚ-268, 10.05.2017	10 фоиз
2	«Ўзсаноатқурилишбанк» АТБ	IPO	ЎзР ВМҚ-358, 26.04.2019	10 фоиз
3	«Алоқабанк» АТБ	SPO	ЎзР ВМҚ-358, 26.04.2019	10 фоиз
4	«Asia Alliance Bank» АТБ	IPO	ЎзР ВМҚ-358, 26.04.2019	10 фоиз
5	«Ўзбекистон Республикаси товар хом ашё биржаси» АЖ	SPO	ЎзР ВМҚ-358, 26.04.2019	12 фоиз

8-жадвал асосида таъкидлаш мумкинки, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 29 апрелдаги «Республика иқтисодиётига тўғридан тўғри хорижий инвестицияларни жалб қилиш механизмларини янада такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4300 сонли Қарори, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги 268-сонли қарорига асосан «Кварц», «Шаҳрисабз вино-ароқ» ва «Қўқон механика заводи» акциядорлик жамиятлари акциялари бирламчи (IPO) ва иккиламчи (SPO) оммавий таклифи орқали сотилиши белгиланган. Ушбу амалиёт «Кварц» ва «Қўқон механика заводи» акциядорлик жамиятлари

<sup>18</sup> Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги 268-сонли ва 2019 йил 26 апрелдаги 358-сонли Қарорларига асосан муаллиф томонидан тузилди.



томонидан ташкил этилган, лекин «Шаҳрисабз шароб-ароқ» акциядорлик жамияти томонидан ханузгача ташкил этилмасдан келинмоқда. Шу билан бир қаторда, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2019 йил 26 апрелдаги 358-сонли қарори асосида «Ўзсаноатқурилишбанк» АТБ, «Алоқабанк» АТБ, «Asia Alliance Bank» АТБ, «Жиззах пластмасса» АЖ, «Ўзбекистон Республикаси товар хом ашё биржаси» акциядорлик жамиятлари акцияларини IPO ва SPO кўринишида оммавий сотилиши белгиланган. Лекин «Ўзсаноатқурилишбанк» АТБ, «Алоқабанк» АТБ, «Asia Alliance Bank» АТБ ва Ўзбекистон Республикаси товар-хом ашё биржаси» АЖ томонидан ушбу амалиёт ханузгача ташкил этилмасдан келинмоқда.

## ХУЛОСА

Мазкур диссертация иши доирасида амалга оширилган илмий изланишлар ва таҳлиллар асосида қуйидаги илмий хулосалар шакллантирилди:

1. Мамлакатимизда акциядорлик жамиятлари томонидан қимматли қоғозлар эмиссия қилиш орқали маблағ жалб қилиш амалиётини такомиллаштириш борасида олиб борилаётган ислохотлар натижасида сўнгги йилларда акциядорлик жамиятларининг фонд бозорида иштироки, эмиссия қилинган қимматли қоғозлар сони, эмиссия қилинган қимматли қоғозларнинг умумий қиймати йиллар давомида ошиб боришини таъминлаб бермоқда.

2. Бугунги кунда мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари устав капиталида давлат ва хўжалик бошқарув органларининг улуши жуда юқори ҳисобланади. Бу жиҳат хорижий ва маҳаллий инвесторларнинг мамлакатимиз фонд бозорига ҳамда акциядорлик жамиятлари томонидан эмиссия қилинаётган қимматли қоғозларни сотиб олишга бўлган қизиқишини камайишига сабаб бўлмоқда.

3. Устав капиталида давлат улуши 50 фоиз ва ундан ортиқ бўлган акциядорлик жамиятлари акцияларининг оммавий таклифларида андеррайтерга акциядорлик жамияти билан тузилган шартнома асосида акциялар тақсимланадиган инвесторларни танлаш, шунингдек, инвесторларга IPO ва SPO доирасида харид қилинган акцияларни сотиш тақиқланадиган муддатни белгилаш ҳуқуқи бериш орқали соф корпоратив бошқарувга ўтиш ҳамда акциядорлар фаоллигини таъминлаш натижасида акциядорларнинг фаоллигини ошириш ва соф корпоратив бошқарув (молиявий муносабатлар)ни жорий этиш ҳамда қимматли қоғозлар бозори профессионал иштирокчиларининг ҳуқуқ ва имкониятларини оширишга эришилади.

4. Рентабеллиги ва бозордаги нуфузи юқори давлат иштирокидаги акциядорлик жамиятлари устав капиталидаги давлат улушини SPO амалиёти орқали бозор баҳосида сотиш ҳамда хусусийлаштиришнинг кейинги босқичларини самарали ташкил этиш орқали рентабеллиги юқори бўлган давлат улуши мавжуд бўлган акциядорлик жамиятларини SPO механизмини

қўллаш орқали капитал бозоридан кўпроқ молиявий ресурс жалб қилишга эришилади.

5. Акциядорлик жамиятлари томонидан индивидуал инвесторларга акцияларни оммавий таклиф қилиш даври сифатида аҳоли даромадлилиги ва харид қуввати нисбатан юқори бўладиган даврни белгилаш орқали акцияларни муваффақиятли жойлаштирилишига ҳамда аҳолининг қўлидаги бўш турган маблағларни жалб қилишга эришилади.

6. Устав капиталида давлат улуши 50 фоиз ва ундан юқори акциядорлик жамиятлари уставида битта акциядор эгалик қилиши мумкин бўлган улуш бўйича энг юқори чегарани белгилаб қўйиш орқали улар акцияларининг бирламчи ва иккиламчи оммавий жойлаштирилишида инвесторлар, хусусан институционал инвесторларнинг ўз улушларини ошириб бориш имкониятини бериш орқали хусусийлаштиришни самарали ташкил этиш натижасида самарали хусусийлаштириш билан бирга корпоратив бошқарув ривожланишига ҳам эришилади.

7. Давлат улушини камайтириш ёки сотиш нуқтаи назаридан акцияларни оммавий жойлаштиришда андеррайтерларни шартнома асосида жалб қилиш ва улар томонидан акциядорлик жамиятлари фаолият кўрсаткичлари ва истиқболлари, потенциал инвесторлар реал талаблари ва акция курси ўзгариши динамикаси асосида акциялар нарх диапазонини белгилаш натижасида акциядорлик жамиятлари томонидан акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини ўтказишдан олдин жуда пухта тайёргарлик кўриш таъминланади.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/30.12.2019.I.17.01  
ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ  
ТАШКЕНТСКОМ ФИНАНСОВОМ ИНСТИТУТЕ**

---

**ТАШКЕНТСКИЙ ФИНАНСОВЫЙ ИНСТИТУТ**

**БОЕВ БЕКЗОДЖОН ЖУРАКУЛ УГЛИ**

**ОСНОВНЫЕ НАПРАВЛЕНИЯ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ  
ПРАКТИКИ ПУБЛИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ**

**08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит**

**АВТОРЕФЕРАТ  
диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам**

**город Ташкент – 2021 год**

Тема диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан за №В2020.2.PhD/Iqt1297.

Диссертация выполнена в Ташкентском финансовом институте.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета ([www.tfi.uz](http://www.tfi.uz)) и информационно-образовательном портале «Ziynet» ([www.ziynet.uz](http://www.ziynet.uz)).

**Научный руководитель:** Элмирзаев Самариддин Эшкуватович  
доктор экономических наук, профессор

**Официальные оппоненты:** Жумаев Нодир Хосиятович  
доктор экономических наук, профессор

Суёнов Дилмурод Холмуродович  
доктор экономических наук, профессор

**Ведущая организация:** Ташкентский государственный экономический университет

Защита диссертации состоится «7» 01 2021 года в 16<sup>00</sup> ч. на заседании Научного совета DSc.03/30.12.2019.I.17.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском финансовом институте. Адрес: 100000, г.Ташкент, ул.Амира Темура, 60-А. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871) 234-46-26, e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (регистрационный номер № 245). Адрес: 100000, г.Ташкент, ул.Амира Темура, 60-А. Тел.: (99871) 234-53-34; факс: (99871) 234-46-26; e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

Автореферат диссертации разослан «24» 12 2021 года.  
(протокол реестра № 4 от «24» 12 2021 года).



*[Handwritten signature]*

**Т.З.Тешабасев**

Председатель научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

*[Handwritten signature]*

**Ф.К.Холмаматов**

Ученый секретарь научного совета по присуждению ученых степеней, доктор философии (PhD) по экономическим наукам, доцент

*[Handwritten signature]*

**И.Н.Кузиев**

Председатель научного семинара при научном совете по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

## **ВВЕДЕНИЕ (аннотация докторской диссертации (PhD))**

**Актуальность и востребованность темы диссертации.** Мировой опыт показывает, что для финансирования своей деятельности компании используют самые разнообразные источники. Среди них стоит отметить, что широко используется практика открытого публичного размещения акций (IPO и SPO), в результате чего компании привлекают большой объем капитала в краткосрочной перспективе. В частности, в 2019 году Saudi Aramco успешно провела крупнейшую операцию IPO на фондовом рынке и сумела привлечь средства в размере 25,6 миллиарда долларов США, а в 2014 году компании «Alibaba group» в результате операции IPO успешно удалось привлечь средства в размере 25,0 миллиарда долларов США.<sup>1</sup> Кроме того, в результате успешной реализации IPO компании «Visa» удалось привлечь средства в размере 17,9 миллиарда долларов США, компании «Facebook» в размере 16,0 миллиарда долларов США, компании «General motors» в размере 15,8 миллиарда долларов США, а компании «Deutsche Telekom» в размере 13,0 миллиарда долларов США.

В мире проводится множество научно-исследовательских работ по совершенствованию практики публичного размещения акций. Эти исследования охватывают роль практики публичного размещения в экономике, виды и сущность, важность и необходимость организации этой практики корпоративными структурами. Однако в этих исследованиях недостаточно изучены закономерности и проблемы, присущие эффективной практике организации публичного размещения акций, актуальные проблемы, связанные с проведением публичного размещения акций с целью приватизации, эффективностью системы взаимоотношений с инвесторами после публичного размещения, особенностями деятельности организаторов торговли при публичном размещении акций. Этот аспект определяет актуальность исследования, проведенного по вопросам дальнейшего развития процесса приватизации путем публичного размещения акций, эффективной организации системы отношений с инвесторами, а также публичного размещения с акцентом на особенности деятельности организаторов торговли.

Несмотря на то, что в последние годы в Узбекистане был проведен ряд реформ по развитию практики публичного размещения, вопрос привлечения капитала путем организации этой практики акционерными обществами остается без внимания. Исходя из этого, в Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан на 2017-2021 годы, подписанной Президентом нашей страны Ш.М. Мирзиёевым 7 февраля 2017 года, определены такие задачи, как «развитие фондового рынка как альтернативного источника привлечения капиталов и размещения свободных ресурсов... населения», «проведение первичного размещения акций (IPO) отдельных национальных предприятий на зарубежных авторитетных

---

<sup>1</sup> Lizzy Gurdus. Saudi Aramco and Alibaba made for a great 2019 in IPO market despite Uber, Lyft busts. // December 29, 2019;

фондовых биржах, обеспечение их доступа к иностранным рынкам капитала»<sup>2</sup>, однако перечисленными в правительственных решениях акционерных обществах, такими как «Шахрисабз вино-арок», АКБ «Ўзсаноатқурилишбанк», АКБ «Алоқабанк», АКБ «Asia Alliance Bank», «Узбекская Республиканская товарно-сырьевая биржа», практика публичного размещения не организована.

Данное диссертационное исследование в определенной степени служит выполнению задач, определенных в указах Президента Республики Узбекистан УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала», УП-4947 от 7 февраля 2017 года «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан», в постановлениях Президента Республики Узбекистан ПП-5073 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию системы регулирования рынка капитала», ПП-4300 от 29 апреля 2019 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику республики», Постановлении Кабинета Министров Республики Узбекистан №268 от 10 мая 2017 года, Постановлении Кабинета Министров Республики Узбекистан №358 от 26 апреля 2019 года, а также других нормативно-правовых актах, относящихся к данной сфере.

**Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики.** Диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий республики I «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

**Степень изученности проблемы.** Теоретические основы практики публичного размещения акций, правовые основы организации этой практики акционерными обществами, этапы ее создания, преимущества и недостатки, роль привлечения капитала через практику публичного размещения акций в развитии деятельности акционерных обществ нашли отражение в научных исследованиях таких зарубежных ученых, как L.Gurdus, I.Welch, J.Ritter, T.Chemmanur, Gang Hu, J.Huang, P.Геддес, U.Gukbilmez, T.Briain, Chui Zi Ong, R.Mohd-Rashid, K.Nisham T.Mohd, H.Huanga, M.Chiang, J.Linc, Yun Lin, A.Pesterac<sup>3</sup> а также ученых стран СНГ А.Дементьевой, Дж.Дрейхо,

<sup>2</sup> Указ Президента Республики Узбекистан УП-4947 от 7 февраля 2017 года «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан»

<sup>3</sup> Lizzy Gurdus, Saudi Aramco and Alibaba made for a great 2019 in IPO market despite Uber, Lyft busts. // December 29, 2019; Welch I., Ritter J. A review of IPO activity, pricing and allocations, Yale ICF Working Paper, #02-11, February 8, 2002.; Thomas Chemmanur, Gang Hu, Jiekun Huang. The Role of Institutional Investors in Initial Public Offerings. //The Review of Financial Studies, November 2010.–P.46.; Геддес Р. IPO и последующие размещения акций //Пер. С англ. Ю. Кострубова//Р. Геддес. – М.: Олимп-Бизнес – Экмос, 2008. – с. 352.: ил.; Ufuk Güçbilmez, Tomás Ó Briain. Bidding styles of institutional investors in IPO auctions. // Journal of Financial Markets, 2 June 2020, 100579. – P.21.; Chui Zi Ong, Rasidah Mohd-Rashid, Kamarun Nisham Taufil-Mohd. Do institutional investors drive the IPO valuation? // Borsa Istanbul Review, 19 May 2020.; Hsin-Yi Huang, Min-Hsien Chiang, Jia-Hui Linc, Yun Lin. Fixed-price, auction, and bookbuilding IPOs: Empirical evidence in Taiwan. // Finance Research Letters 22 (2017) 11-19.; Aleksandra Pesterac. The importance of initial public offering for capital market development in developing countries. // ECONOMIC THEMES (2020) 58(1): 97-115 pages.

П.Львовутина, О.Фетцера, Л.Борлаковой, Н.Матановой, А.Петкивича, Ю.Эрмоловской, А.Шербиной<sup>4</sup>.

Отдельные важные аспекты этого вопроса отражены в научных работах отечественных ученых И.Бутикова, Б.Тошмуродовой, С.Элмирзаева, Ф.Мухамедова, Ж.Каримкулова, Ж.Курбонова, Н.Турсуновой, У.Холикова, К.Чинкулова, Х.Худойкулова, А.Шомирова, Х.Тиллаева, А.Аликулова, А.Каримова<sup>5</sup>.

Хотя вышеупомянутые ученые в своих научных исследованиях изучали некоторые аспекты акций, выпускаемых акционерными обществами, именно практика публичного размещения не изучена в качестве объекта исследования. Эти положения являются основанием для выбора темы диссертации и определения исследовательских задач.

**Связь диссертационного исследования с планом научно-исследовательских работ высшего учебного заведения, в котором выполнена диссертация.** Диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского финансового института в рамках стратегического направления на тему

---

<sup>4</sup> Дементьева А.Г. Эволюция корпоративных структур и система корпоративного управления. // Менеджмент сегодня, 2008. - №1. - С.3; Дрейхо, Дж. «IPO. Как и почему компании становятся публичными» / Пер. с англ. // Дж. Дрейхо. – М.: Издательство «Весь Мир», Издательский дом «ИНФРА-М», 2008. – 392с.; Львовутин, П.П. О.В. Фетцер Первичные публичные размещения акций: обзор исследований/ П.П. Львовутин, О.В. Фетцер //Журнал Корпоративные финансы – 2007. - №1. – с.145-189.; Борлакова Л.А. Влияние IPO на конкурентоспособность российских компаний. Автореферат. к.э.н. – Москва, 2013.-С.27.; Наталиа Матанова, Tanja Steigner, Ninon Sutton, Linh Thompson. The influence of private equity and venture capital on the post-IPO performance of newly-public acquirers. // The North American Journal of Economics and Finance Volume 59, January 2022. – 16 pages; Алекс Петкевич, Taufique Samdani. The equilibrium prices of auction IPO securities: Empirical evidence. // Journal of Financial Markets, 18 February, 2021. – 18 pages; О. Ю. Эрмоловская, Т.А. Шербина. Features of carrying out IPO of the company in Russia. // II International Scientific Conference GSRMED 2019 «Global Challenges and Prospects of the Modern Economic Development», 2019. – 6 pages.

<sup>5</sup> И.Бутиков. Акциядорлик жамиятини кимматли қоғозлар чиқариш ҳисобига молиялаштириш афзалликлари ва камчиликлари // Корхонани бошқариш – Тошкент 2012.-№10(64).-Б-9.; Б.Тошмуродова ва бошқалар. Корпоратив молияни бошқаришнинг долзарб масалалари: Монография. – Т.: «Иқтисод-молия», 2017. – Б. 188 бет.; Элмирзаев С. Корпоратив молия. Дарслик. – Т.: «Иқтисод-молия», 2019 й. 363 бет.; Элмирзаев С. Замонавий корпоратив бошқарув: Дарслик / - Т.: «Иқтисод-молия», 2019. – 416 б.; Мухамедов Ф. «Ўзбекистонда кимматли қоғозлар бозори савдо тизимларини ривожлантириш йўналишлари» мавзусидаги иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертация автореферати: Т.: 2019. – 76б. Каримкулов Ж. «Ўзбекистон иқтисодиётида кимматли қоғозлар бозори ролини ошириш йўллари» И.ф.н. илмий даража. олиш учун тақдим этилган дисс. автореф. – Тошкент, 2012. – 20б. Ж.Курбонов ва бошқалар. Халқаро IPO амалиётлари таҳлили: ташкилий хусусиятлари ва институционал инвесторлар иштироки. «Иқтисод ва молия» илмий журнали. №1(137) 2021 йил. – Б.57.; Н.Турсунова. «Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: Т.: 2019 йил.; Халиков У. «Ўзбекистонда фонд бозори орқали инвестицион фаолиятни молиялаштиришни такомиллаштириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: – Т. БМА. 2017 й. – 54 б; Қ.Чинкулов. Республикамизда илк IPO ҳамда SPO: ютуқлар ва муаммолар. // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнали. № 5, октябрь, 2019 йил. – Б.12.; Шомиров А. Акциядорлик жамиятлари: ташкил этилиши ва хусусиятлари. «Biznes-эксперт» илмий-амалий, иқтисодий ойлик журнали. №12(96)-2015. 28.01.2016й. Худойкулов Х. «Фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: – Т.: БМА. 2018 й. – 24 б. Х.Тиллаев. «Тижорат банкларининг кимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятини ривожлантириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: Т.: 2020, 20-б. А.Аликулов. «Ўзбекистонда фонд бозори орқали капитал оқимини ошириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: Т.: 2021, 52 б. А.Каримов. «Аҳолининг бўш пул маблағларини жалб қилиш орқали кимматли қоғозлар бозорини ривожлантириш». Иқтисодиёт фанлари бўйича PhD илмий даражасини олиш учун тақдим этилган дисс. автореферати: Т.: 2021, 58 б.

«Научные основы координации финансовой, банковской и учетной системы в условиях цифровой экономики».

**Целью исследования** является разработка научных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию практики публичного размещения акций.

**Задачи исследования** состоят в следующем:

освещение теоретических аспектов и современных инструментов финансирования деятельности акционерных обществ;

исследование особенностей оценки стоимости и доходности акций;

изучение организационно-экономического механизма и основных элементов публичного размещения акций;

исследование текущего состояния организации торговли ценными бумагами в стране;

анализ практики публичного размещения акций акционерным обществом «Кварц»;

анализ практики публичного размещения акций акционерными обществами «Кулон механика заводи» и «Жиззах пластмасса»;

определение перспектив использования в нашей стране опыта зарубежных стран в совершенствовании практики публичного размещения акций;

разработка научно обоснованных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию практики публичного размещения акций в нашей стране.

**Объектом исследования** являются процессы в практике публичного размещения акций.

**Предметом исследования** являются финансовые отношения, возникающие в процессе организации практики публичного размещения акций.

**Методы исследования.** В диссертации использованы методы обобщения, группировки, анализа и синтеза, сравнительного анализа, статистического анализа, сопоставления, индукции и дедукции.

**Научная новизна исследования** состоит в следующем:

предложена эффективная организация приватизации путем предоставления возможности для повышения своей доли инвесторам, в частности, институциональным инвесторам при первичном и вторичном публичном размещении акций установив максимальный лимит на долю, которой может владеть один акционер в уставе акционерных обществ с долей государства 50 и более процентов в уставном капитале;

при публичном размещении акций для приватизации государственной доли андеррайтерами предложено определять ценовой диапазон акций на основе реальных требований потенциальных инвесторов и динамики изменения курса акций, инвестиционной привлекательности акционерных обществ;

акционерным обществам предложено установить период относительно высокой доходности и покупательной способности населения как период публичного предложения акций индивидуальным инвесторам;



предложена эффективная реализация доли государства в уставном капитале акционерных обществ с высокой доходностью и репутацией на рынке по рыночным ценам через практику SPO и эффективная организация последующих этапов приватизации.

**Практические результаты исследования** заключаются в следующем:

обоснованы вопросы перехода на чисто корпоративное управление и обеспечения деятельности акционеров путем предоставления андеррайтеру права свободного выбора инвесторов для распределения акций на основании договора с акционерным обществом, а также установление срока, в течение которого инвесторам запрещается продавать акции, приобретенные в рамках IPO и SPO при публичном размещении акций акционерных обществ с долей государства;

указаны положительные стороны установления порядка онлайн открытия счетов депо инвесторами, в том числе иностранными инвесторами и дистанционной подачи заявлений на публичное предложение акций и заказа на покупку иных ценных бумаг;

обосновано, что акционерные общества привлекают в краткосрочной перспективе крупные суммы денег за счет организации практики публичного размещения акций, что, в свою очередь, будет способствовать дальнейшему развитию крупномасштабной предпринимательской деятельности;

показана высокая доля государства в уставном капитале действующих в стране акционерных обществ и выявлены положительные аспекты его реализации посредством практики SPO;

обосновано что, за счет организации IPO и SPO повышается репутация, узнаваемость на рынке и инвестиционная привлекательность компании.

**Достоверность результатов исследования** определяется тем фактом, что применяемые подходы и методы взяты из официальных источников, основаны на анализе открытых данных таких организаций, как Департамент по развитию рынка капитала Министерства финансов Республики Узбекистан, Государственный комитет Республики Узбекистан по статистике, Агентство по управлению государственными активами Республики Узбекистан, Республиканская фондовая биржа «Ташкент», Центральный депозитарий ценных бумаг, акционерные общества «Кварц», «Кукон механика заводи» и «Жиззах пластмасса», иностранных компаний и ассоциации международных бирж.

**Научная и практическая значимость результатов исследования.** Научная значимость результатов исследования определяется тем, что разработанные предложения способствуют совершенствованию публичного размещения акций в Узбекистане на основе опыта международной практики.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что разработанные рекомендации могут быть использованы при разработке правовых документов, принимаемых для совершенствования практики публичного размещения акций в нашей стране, а также при обучении и совершенствовании образовательных программ по предметам «Инвестиции и

инновации», «Корпоративные финансы», «Финансовый рынок» в высших учебных заведениях.

**Внедрение результатов исследования.** На основе полученных научных результатов по основным направлениям совершенствования практики публичного размещения акций:

предложение об эффективной организации приватизации путем предоставления возможности для повышения своей доли инвесторам, в частности, институциональным инвесторам при первичном и вторичном публичном размещении акций путем установления в уставе акционерных обществ с долей государства 50 и более процентов в уставном капитале максимального лимита на долю, которой может владеть один акционер использовано при разработке «Дорожной карты по реализации Программы развития рынка капитала в 2021-2022 годах», утвержденной Указом Президента Республики Узбекистан УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-01-32/1656 от 29 июня 2021 года). В результате посредством этого предложения была достигнута эффективная приватизация и развитие корпоративных финансовых отношений.

предложение о привлечении андеррайтеров к публичному размещению акций в части уменьшения или продажи государственной доли на договорной основе и определения ценового диапазона акций исходя из результатов деятельности и перспектив акционерных обществ, реальных потребностей потенциальных инвесторов и динамики изменения курса акций отражено в Указе Президента Республики Узбекистан УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-01-32/1656 от 29 июня 2021 года). Данное предложение гарантирует тщательную подготовку к публичному размещению акций.

предложение акционерных обществ установить период относительно высокой доходности и покупательной способности населения как период публичного предложения акций индивидуальным инвесторам внесено в Постановление Президента Республики Узбекистан ПП-4300 от 29 апреля 2019 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику республики» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-01-32/1656 от 29 июня 2021 года). В результате в октябре 2019 года началась операция SPO АО «Кварц», и было размещено 100% публично объявленных акций.

предложение по эффективной реализации доли государства в уставном капитале акционерных обществ с высокой доходностью и репутацией на рынке по рыночным ценам через практику SPO и эффективной организации последующих этапов приватизации. В результате реализации данного предложения будет достигнуто привлечение больше финансовых ресурсов с рынка капитала путем применения механизма SPO высокорентабельных акционерных обществ с государственной долей. Поэтому данное предложение внесено в Постановление Президента Республики Узбекистан

ПП-4300 от 29 апреля 2019 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику республики» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-01-32/1656 от 29 июня 2021 года). В результате проведения СПО государственная доля в акционерном обществе «Кварц» в размере 5 процентов была продано за 15,81 миллиарда сумов.

**Апробация результатов исследования.** Результаты исследования обсуждены на 5 международных и 3 республиканских научно-практических конференциях.

**Опубликованность результатов исследования.** По теме диссертации опубликованы всего 18 научных работ, в том числе, 6 статей в научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для издания основных результатов докторских диссертаций, из которых 8 в республиканских и 2 - в авторитетных зарубежных журналах.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы. Объем диссертации составляет 126 страниц.

## **ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ**

**Во введении** обоснованы актуальность и востребованность проведенных исследований, их соответствие приоритетным направлениям развития науки и техники, изложены степень изученности проблемы и связь выполненной диссертации с научно-исследовательскими работами высшего учебного заведения, определены цель и задачи диссертационного исследования, представлены объект и предмет исследования, перечислены основные методы исследования, а также изложены научная новизна и практические результаты работы, установлены достоверность и внедрение результатов исследования, приведены данные об апробации результатов исследования, представлены сведения о публикации научных работ по теме диссертационного исследования, структуре и объеме диссертации.

В первой главе диссертации **«Теоретико-экономические основы и необходимость организации практики публичного размещения акций»** изучены теоретические аспекты и современные инструменты финансирования деятельности акционерных обществ, порядок и фундаментальные основы выпуска акций, организационно-экономический механизм публичного размещения акций и его основные элементы. Также, в конце главы приводятся соответствующие выводы.

Перед корпоративными структурами всегда стоят такие вопросы, как расширение бизнеса, реализация перспективных проектов на практике, повышение эффективности деятельности, привлечение больших объемов финансовых ресурсов за счет использования инновационных технологий. Для положительного решения этих вопросов необходимо привлечение капитала корпоративными структурами. Изучив практику развитых стран, сегодня мы можем назвать практику публичного размещения акций (IPO,

SPO) одним из наиболее распространенных и эффективных способов привлечения капитала на финансовом рынке.

В последние годы в нашей стране был проведен ряд реформ в области развития финансового рынка, привлечения местных и иностранных инвесторов путем организации практики публичного размещения акций акционерными обществами и надлежащего функционирования институциональных инвесторов.

Благодаря организации практики публичного размещения акций на фондовом рынке (IPO, SPO) можно добиться таких положительных аспектов, как привлечение большого объема капитала, повышение цены акций, повышение инвестиционной привлекательности, формирование собственного международного имиджа. В то же время мы должны признать важность для эффективной организации этого процесса институциональных инвесторов, выбранных в качестве финансовых консультантов и андеррайтеров.

Кроме того, когда речь идет об организации практики публичного размещения акций (IPO, SPO) акционерными обществами, целесообразно обратить внимание на отдельные аспекты в процессе этапов подготовки и проведения публичного размещения. Ведь учет этих аспектов обеспечит успех практики публичного размещения, организуемой акционерными обществами (Рис. 1).



**Рис.1. Этапы подготовки и проведения практики IPO<sup>6</sup>**

Как показано на рисунке 1, процесс IPO представляет собой четырех этапный процесс, который требует длительного времени и больших затрат. Прделанная работа на каждом этапе подготовки и проведения практики IPO обеспечит успех этой практики. В частности, на первом этапе будет выбран финансовый консультант, определена стратегия, опубликованы финансовая отчетность и аудиторские отчеты в соответствии с международными стандартами, осуществлены организационные изменения и создана открытая кредитная история корпоративных структур. На втором этапе заключаются

<sup>6</sup> Составлено автором.

договоры о проведении юридической и финансовой экспертизы, проводится юридическая экспертиза деятельности акционерного общества, анализируется финансовое положение и проводится проверка надежности. На третьем этапе будет подготовлен, обсужден и утвержден проспект эмиссии. Также на этом этапе будут осуществлены презентации в прямом контакте с потенциальными инвесторами, акции будут зарегистрированы в соответствующих государственных органах и фондовых биржах, будет установлена минимальная цена размещения акций и будут заключены соглашения с андеррайтерами. На последнем, четвертом этапе будет объявлено о начале продажи акций и начинается осуществление прямых торгов. Наряду с этим, для успешной реализации IPO необходимо учитывать время публичного размещения и текущее состояние экономики страны. Потому что нестабильная ситуация в стране может резко повысить уровень риска размещения капитала и снизить возможности достижения ожидаемого результата.

Организация практики публичного размещения акций предоставляет ряд возможностей, таких как привлечение большого объема капитала в корпоративные структуры в краткосрочной перспективе, повышение инвестиционной привлекательности компании, а также имеет ряд недостатков и потенциальных рисков. Мы привели это в следующем SWOT-анализе. Этот процесс позволяет нам прогнозировать возможности и негативные аспекты, которые возникнут у компании (Рис. 2). Мы привели это в следующем SWOT-анализе. Этот процесс позволяет нам прогнозировать возможности и негативные аспекты, которые возникнут у компании (Рис. 2).



**Рис. 2. SWOT-анализ практики IPO<sup>7</sup>**

Как видно из Рис. 2, организация практики первичного публичного размещения (IPO) акций предоставляет корпоративным структурам такие

<sup>7</sup> Составлено автором.

возможности, как привлечение больших объемов капитала, увеличение ликвидности компании за счет капитала акций, повышение инвестиционной привлекательности компании, размещение имущества по разумной цене, повышение переговорных способностей компании, достижение долгосрочных целей развития и высокой конкурентоспособности на рынке. Помимо вышеупомянутых положительных аспектов, также существует ряд недостатков, которые практика IPO может иметь для корпоративных структур. К ним относятся публичное раскрытие информации, большие расходы на эмиссию, сложность процесса выпуска акций посредством IPO, низкая оценка акций, слияние компании другими крупными компаниями.

Изучив вышеперечисленные аспекты и зарубежную практику, можно отметить, что успешная организация IPO акционерными обществами приведет к привлечению большого объема капитала, повышению уровня ликвидности и переходу от закрытого к открытому типу акционерных обществ.

В мировой практике существуют такие методы организации практики публичного размещения акций: метод фиксированной цены, аукциона и book building, у каждого метода есть как положительные, так и отрицательные стороны (Таблица 1).

**Таблица 1**

**Преимущества и недостатки методов организации IPO <sup>8</sup>**

Методы	Преимущества	Недостатки
<b>Метод фиксированной цены</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- реализация акций по заранее определенной цене;</li> <li>- широта охвата инвесторов;</li> <li>- интенсивность торгов и ликвидности пакета акций;</li> <li>- стабилизация цен акций розничных компаний.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- большое количество инвесторов;</li> <li>- отсутствие участия инвесторов в определении цены;</li> <li>- риск установления высоких или низких цен.</li> </ul>
<b>Метод аукциона</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- предложение конкурентных торгов;</li> <li>- предоставление дополнительной базы данных для будущих листингов и IPO;</li> <li>- стандартизация и централизация метода;</li> <li>- определение цен на основе рыночных правил и обеспечение прозрачности расчета клиринговой цены;</li> <li>- ограничение переговоров с третьими лицами;</li> <li>- отсутствие потребности в основном покупателе, определяющим цену</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- сложность прогнозирования результатов торгов;</li> <li>- инвесторам не гарантируется возмещение затрат на сбор информации;</li> <li>- инвесторы с недостаточной информацией могут необоснованно поднять цены;</li> <li>- предложения юрисконсульта могут вызвать сомнения;</li> <li>- возможность повышения или понижения цены по согласованию с потенциальными инвесторами.</li> </ul>
<b>Метод book building</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- установление цен основано на анализе спроса;</li> <li>- прозрачность оценки и определение состава инвесторов по цене;</li> <li>- выражение мнения инвестора и стоимости компании;</li> <li>- небольшое количество акционеров;</li> <li>- свобода организатора торгов в установлении цен.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- ограничение количества аудиторий и отстранение розничного инвестора;</li> <li>- вероятность низкой ликвидности.</li> </ul>

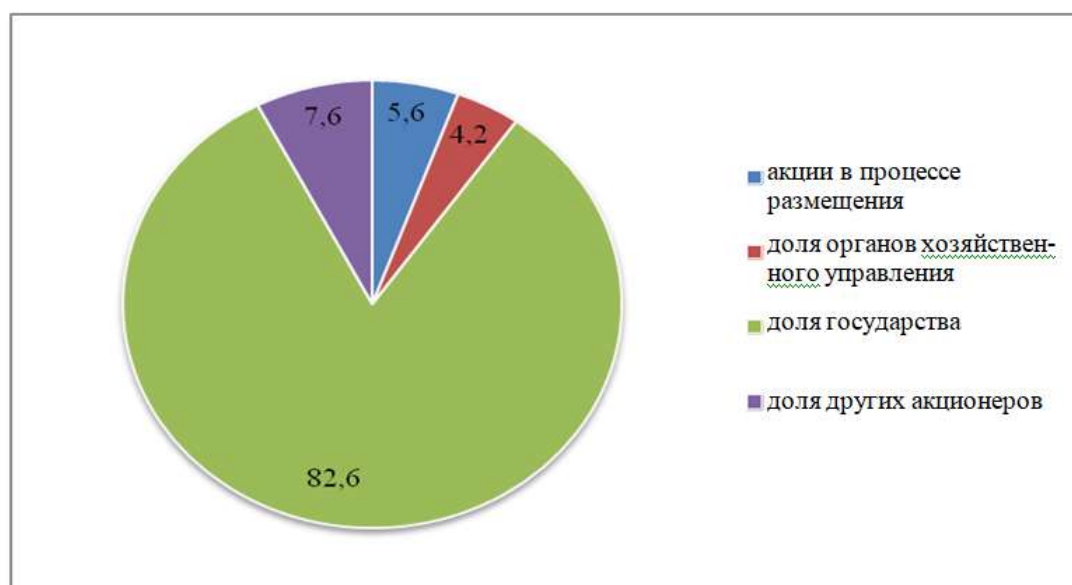
Как видно из Таблицы 1, наиболее мощные аспекты среди этих трех методов сосредоточены в методе «Book-building». Как показывают проведенные исследования, в «аукционном методе» участники подают

<sup>8</sup> Составлено автором.

заявки на акции в электронной системе, в которой четко изложены принципы распределения, а акции распределяются между участниками, предложившими самую высокую цену, что привело к доминированию в 1990-х годах механизма «Book-building» на Лондонской фондовой бирже<sup>9</sup>. Сегодня во многих странах мира при организации IPO используются механизмы метода «Book-building». В методе «Book-building» организуются соответствующие роуд-шоу для сбора всей важной информации для инвесторов и формирования портфеля заказов. Портфель заказов является источником информации и указаний для андеррайтера, который помогает получить информацию о требованиях инвесторов. Портфель заказов также позволяет корректировать количество акций в соответствии с текущим спросом. Основное различие между методом фиксированной цены и методом book-building заключается в том, что в методе book-building инвесторы могут влиять на размещение акций и цены.

Во второй главе диссертации «Анализ практики публичного размещения акций в нашей стране» проанализированы текущая ситуация с организацией торговли ценными бумагами в стране, практика публичного размещения акций АО «Кварц», «Кўкон механика заводи» и «Жиззах пластмасса», в конце главы сформулированы научно обоснованные выводы.

В последние годы в нашей стране был проведен ряд реформ по эффективной организации процесса приватизации путем продажи государственной доли в уставном капитале акционерных обществ. Несмотря на проводимые реформы, в ходе нашего исследования мы стали свидетелями того, что доля государства в существующих акционерных обществах в нашей стране сегодня очень высока (Рис. 3).



**Рис.3. Доли владельцев акций в уставном капитале акционерных обществ (по состоянию на 02.07.2021 г.)<sup>10</sup>**

<sup>9</sup> Tong Jing Lim, Building a better bookbuilding system – an examination of the uk’s bookbuilding regime and proposed reforms, UCL Journal of Law and Jurisprudence, DOI: 10.14324/111.2052-1871.071, 2016, p-242.- <https://pdfs.semanticscholar.org/1bbc/31a8779b5786a7ba724e9a2fff172a4b390d.pdf>.

<sup>10</sup> [www.deponet.uz](http://www.deponet.uz) – Составлено автором на основании данных Центрального депозитария.

Как видно из Рис. 3, по состоянию на 2 июля 2021 года, 86,8 процента уставного капитала акционерных обществ в республике принадлежит непосредственно государству и государственным органам хозяйственного управления. Резюмируя, хотелось бы отметить, что высокая доля государства в уставном капитале акционерных обществ нельзя назвать положительной ситуацией. Причина в том, что высокая доля государства в акционерных обществах препятствует развитию рынка ценных бумаг в дополнение к таким негативным аспектам, как низкий интерес иностранных инвесторов по отношению к нашей стране. На наш взгляд, предложена эффективная организация приватизации может быть осуществлена путем предоставления возможности для повышения своей доли инвесторам, в частности, институциональным инвесторам при первичном и вторичном публичном размещении акций путем установления в уставе акционерных обществ с долей государства 50 и более процентов в уставном капитале максимального лимита на долю, которой может владеть один акционер.

Практика IPO в Республике Узбекистан была запущена 5 декабря 2017 года АО «Кварц», акции которого должны были быть проданы посредством первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного предложения в соответствии с Постановлением Кабинет Министров Республики Узбекистан от 10 мая 2017 года № 268, результаты которого приведены в следующей таблице (Таблица 2).

**Таблица 2**

**Анализ результатов IPO, проведенного АО «Кварц»<sup>11</sup>**

№	Результаты	Цена реализации 1 шт. Акции			Всего
		3000 - 3999 сум	4000 - 4999 сум	5000 сум и выше	
1	Реализовано акций (штук)	2 432 817	29 771	12 861	2 475 449
2	Процент от общего числа реализованных акций	98,3	1,2	0,5	100
3	Сумма выручки от реализации акций (млн. сум)	7 334, 568	124,75	64,5	7523,8
4	Процент от общей суммы выручки	97,5	1,7	0,8	100
5	Услуги андеррайтера (2%) (млн. сум)	146,691	2,495	1,29	150,476
6	Услуги брокера (0,045%) (млн. сум)	3,300	0,056	0,029	3,385
7	Услуги РФБ «Ташкент» (0,15%) (млн. сум)	11,002	0,19	0,09	11,282
8	Услуги депозитария (0,05%) (млн. сум)	3,667	0,062	0,032	3,761
9	Всего расходы по проведению IPO* (млн. сум) (кроме расходов на рекламу)	164,66	2,803	1,441	168,904
10	Доход от реализации (млн. сум)	7 169,9	121,95	63,1	7354.9

Из Таблицы 2 видно, что общая сумма выручки от реализации акций составила 7523,81 млн сум. При этом расходы на услуги андеррайтинга

<sup>11</sup> www.uzse.uz. Составлено автором на основе данных сайта РФБ «Ташкент».



составили 150,47 млн. сум, брокерские услуги - 3,38 млн. сум, услуги РФБ «Ташкент» - 11,28 млн. сум, а также расходы на рекламу - 113,73 млн. сум. С учетом расходов в результате IPO, проведенного АО «Кварц», достигнуто привлечение капитала размере 7244,95 млн. сум. Из них 4,2 млрд. сум было направлено на увеличение уставного фонда, на сумму более 3 млрд. сум увеличился добавленный капитал акционерного общества.

В заключение, результаты первого IPO, проведенного АО «Кварц» в Узбекистане, можно оценить как положительные. Но то, что было размещено только 54,1% выставленных на продажу акций, не является положительным моментом. Одной из главных причин этого, несомненно, является то, что срок подачи заявки установлен неправильно. На наш взгляд, такая практика должна быть организована акционерными обществами в период, когда доходность и покупательная способность населения будут относительно высокими в качестве периода публичного предложения акций индивидуальным инвесторам. Потому что в нашей стране расходы населения в ноябре-марте будут относительно выше, чем в другие месяцы. Также, в противоположность расходам, доходы населения в ноябре-марте будут ниже. Публичное размещение могло бы быть успешным, если бы практика публичного размещения АО «Кварц» выставлена на торги в период май-октябрь. Потому что при определении срока с учетом того, что акционерное общество «Кварц» находится в Ферганской области, а также развитие сельского хозяйства и садоводства в Ферганской области, даже из миграции поступали бы средства.

Также, в соответствии с Постановлением Президента Республики Узбекистан от 29 апреля 2019 года №ПП-4300 «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику республики» в 2019 году 5% государственной доли ОАО «Кварц» было выставлено на публичные торги в форме SPO (Таблица 3).

**Таблица 3**

**Анализ результатов SPO, проведенного АО «Кварц»<sup>12</sup>**

<b>Группировка поступивших заявок</b>	<b>Количество заявленных ценных бумаг</b>	<b>Распределение ценных бумаг</b>
3270,4 сум	1420	0
3271.0 сум	905833	839534
3272.0-3275.0 сум	2131962	2131962
3275.1-3280.0 сум	1004978	1004978
3280.1-3285.0 сум	313032	313032
3285.1-3290.0 сум	73965	73965
3290.1-3295.0 сум	29341	29341
3295.1-3300.0 сум	165065	165065
3301.0-3310.0 сум	165235	165235
3311.0-3350.0 сум	97122	97122
3355.0-3500.0 сум	1400	1400
3501.0-4000.0 сум	826	826
<b>Всего</b>	<b>4890179</b>	<b>4822460</b>

<sup>12</sup> www.uzse.uz. Составлено автором на основе данных сайта РФБ «Ташкент»

Как видно из Таблицы 3, поступили заявки на приобретение 4890179 акций акционерного общества «Кварц». Но обществом было удовлетворено 4822460 акций. В том числе; не удовлетворены 1420 акций с минимальной лимитной ценой 3270,4 сум. Также из 905 833 акций, поступивших по цене 3271,0 сум, удовлетворены 839 534 акции или 92,6%. Следует отметить, что одной из основных причин растущего интереса населения к покупке ценных бумаг, выпущенных АО «Кварц», является организация лотерей инвестиционной компанией «Freedom finance», выступающей андеррайтером при практике SPO АО «Кварц». Также, в целях привлечения широкого слоя инвесторов к публичным торгам обществом создана возможность для каждого человека приобрести не более 0,1% (4822 акций) выставленных на продажу акций. В результате продажи 5 процентов государственной доли в уставном капитале акционерного общества «Кварц» посредством практики SPO в государственный бюджет поступило 15823,87 млн. сум.

В качестве даты истечения срока действия практики SPO, которая была начата 11 декабря 2018 года, АО «Кўкон механика заводи» определена 24 декабря 2018 года. Ценовой диапазон акций в этот период времени составил от 1000 до 4000 сум (Таблица 4).

**Таблица 4**

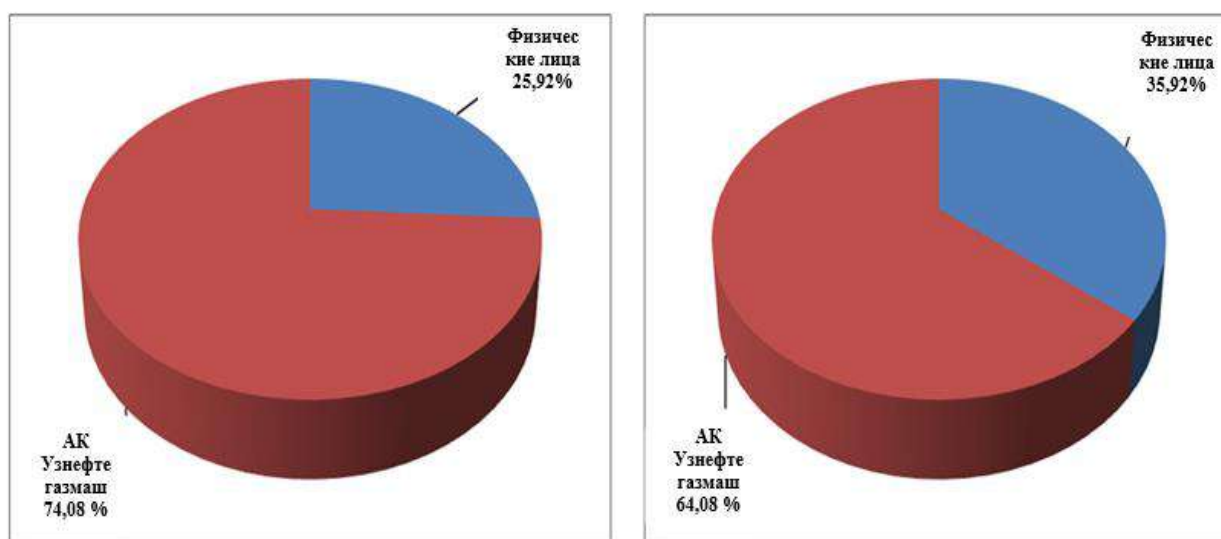
**Анализ практики SPO акционерного общества «Кўкон механика заводи»<sup>13</sup>**

№	Группировка потупивших завок	Количество заявленных акций	Распределение акций	По отношению к общему количеству распределенных акций (в процентах)
1	1000 сум	956337	371724	16,62
2	1001-1050 сум	1228068	1228068	54,91
3	1051-1100 сум	315777	315777	14,12
4	1101-1150 сум	176120	176120	7,87
5	1151-1200 сум	61750	61750	2,76
6	1201-1250 сум	12398	12398	0,55
7	1251-1300 сум	48147	48147	2,15
8	1301-1350 сум	8944	8944	0,40
9	1351-1400 сум	1118	1118	0,05
10	1401-1500 сум	12348	12348	0,55
11	1501-2000 сум	48	48	0,002
12	2001-4000 сум	10	10	0,0004
<b>Всего</b>		<b>2821065</b>	<b>2236452</b>	<b>100 процентов</b>

Как видно из Таблицы 4, по состоянию на 1 января 2019 года было подано 2843 заявки на приобретение 2821065 акций АО «Кўкон механика заводи». Эти цифры, в свою очередь, свидетельствуют о том, что спрос на выставленные на продажу акции составил более 126 процентов, а продажа

<sup>13</sup> www.uzse.uz. Составлено автором на основе данных сайта РФБ «Ташкент»

ценных бумаг новым методом прошла успешно. Инвестиционная компания «Freedom Finance» выступила андеррайтером и в практике SPO АО «Кўкон механика заводи», а также организовала лотерейные игры, что обеспечило успешность практики публичного размещения.



**Рис.4. Состав акционеров АО «Кўкон механика заводи» до и после SPO акций<sup>14</sup>**

Как видно из Рис. 4, до SPO 74,08 процента акций акционерного общества «Кўкон механика заводи» принадлежали акционерной компании «Узнефтегазмаш», а 25,92 процента акций - физическим лицам. В свою очередь, АК «Узнефтгазмаш» принадлежит национальной холдинговой компании «Ўзбекнефтгаз». Помимо достижения целей акционерного общества, состав акционеров АО «Кўкон механика заводи» был изменен после SPO. То есть, в результате вторичного SPO акций акционерного общества «Кўкон механика заводи» было продано 10 процентов доли, принадлежащей АК «Узнефтгазмаш». В результате доля АК «Узнефтгазмаш» в уставном капитале снизилась до 64,08 процента, а доля достигла 35,92 процента. Основной целью продажи акций АО «Кукон механика заводи» путем SPO было уменьшение доли государственного или хозяйственного органа управления, а также увеличение доли частных инвесторов в составе акционерах. АО «Кукон механика заводи» достигло этой цели. Исходя из вышеперечисленных аспектов, можно сказать, что необходимо эффективно организовать последующие этапы приватизации и продажи государственной доли в уставном капитале существующих в стране рентабельных и авторитетных акционерных обществ по рыночной цене посредством практики SPO. В результате, помимо снижения доли государства в уставном капитале акционерных обществ, продажи по высоким ценам достигаются за счет применения практики SPO.

Наряду с этим, в соответствии с Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан №358 от 26 апреля 2019 года АО «Жиззах пластмасса» была организована практика SPO (Таблица 5).

<sup>14</sup> Чинкулов Қ.Р. Республикамизда илк IPO ҳамда SPO: ютуқлар ва муаммолар. // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнали. – Тошкент, 2019. - №5.

Таблица 5

Анализ практики SPO акционерного общества «Жиззах пластмасса»<sup>15</sup>

№	Количество заявок	Группировка поступивших заявок	Количество заявленных акций	Распределение акций	По отношению к общему количеству распределенных акций (в процентах)
1	1	3500.0	2000	2000	0,50
2	1	3450.0	50	50	0,01
3	1	3424.0	50	50	0,01
4	5	3420.0	1300	1300	0,33
5	2	3417.0	650	650	0,16
6	1	3416.1	2000	2000	0,50
7	1	3416.0	11402	11402	2,87
8	4	3410.0	4441	4441	1,12
9	7	3405.0	4042	4042	1,02
10	4	3402.0	20650	20650	5,18
11	11	3401.0	25144	25144	6,32
12	157	3400.0	325930	325930	81,98
<b>Всего</b>	<b>195</b>		<b>397569</b>	<b>397569</b>	<b>100 процентов</b>

Согласно Таблице 5, всего на публичные торги было выставлено 1 140 246 акций АО «Жиззах пластмасса». Но на практике видно, что поступило 195 заявок на покупку в общей сложности 397569 акций. Остальные 63,2 процента или 742677 акций не получили заявок на покупку. Также 325 930 акций или 81,98% от общего количества проданных акций были проданы в первоначальной сумме. В целом все поступившие заявки удовлетворены.

В третьей главе диссертации «**Основные направления развития практики публичного размещения акций**» тщательно изучена практика зарубежных компаний по массовому размещению акций и на основе этого опыта были разработаны научные предложения и практические рекомендации по улучшению организации этой практики в нашей стране.

Известно, что эффективная организация практик IPO и SPO имеет важное значение для развития финансового рынка развивающихся стран. В нашей стране тоже важно успешно проводить практики IPO и SPO в развитии финансового рынка, но это связано с такими аспектами, как эффективная организация этих операций, привлечение местных и иностранных инвесторов, правильное налаживание деятельности институциональных инвесторов в этой практике. А для развития финансового рынка в нашей стране требуется решение этих проблем в практике IPO и SPO.

Посредством публичного размещения акций (IPO, SPO) на финансовом рынке можно добиться таких аспектов, как масштабная капитализация, увеличение стоимости акций, повышение инвестиционной

<sup>15</sup> www.uzse.uz. Составлено автором на основе данных сайта РФБ «Ташкент»

привлекательности, формирование собственного международного имиджа. При этом важно признать важность институциональных инвесторов, выбранных в качестве финансовых консультантов и андеррайтеров. Поэтому в международной практике важны этапы организации операций IPO и SPO, участие в них институциональных инвесторов, методы проведения операций IPO и SPO, а также изучение и анализ крупных международных операций IPO и SPO.

В связи с растущим спросом на инвестиции в мире многие компании используют разные способы их привлечения. В частности, это метод для компаний увеличить свой капитал путем размещения акций на первичном рынке на основе IPO. С помощью этого метода компания предлагает наиболее справедливую оценку рыночной стоимости своих активов.

Исследование предприятий, входящих в первую десятку в истории мирового фондового рынка, которые привлекли большой капитал в результате публичного размещения акций, показало следующее (Таблица 6).

**Таблица 6**

**Операции первичного открытого размещения акций, входящих в десятку лучших в истории фондового рынка <sup>16</sup>**

№	Название компании	Размер привлеченного капитала	Сфера деятельности
1	Saudi Aramco (Саудовская Аравия)	25,6 млрд. долл. США	Нефтяная компания
2	Alibaba (Китай)	25 млрд. долл. США	Интернет-торговля
3	Visa (США)	17,9 млрд. долл. США	Платежная система
4	Enel S.p.A (Италия)	16,5 млрд. долл. США	Электроэнергетика
5	Facebook (США)	16 млрд. долл. США	Информационные технологии
6	General motors (США)	15,8 млрд. долл. США	Автопромышленность
7	Deutsche Telekom (Германия)	13 млрд. долл. США	Телекоммуникации
8	AT&T Wireless (США)	10,6 млрд. долл. США	Телекоммуникация
9	Kraft Foods (США)	8,7 млрд. долл. США	Озик-овкат саноати
10	Uber (США)	8,1 млрд. долл. США	Платформа

Таблица 6 показывает, «Alibaba group» является компанией, успешно реализовавшей крупнейшую практику IPO в истории фондового рынка с 2014 года (Alibaba group – \$25,0 млрд. долл. США). Этот результат в 2019 году изменился по причине успешного проведения крупнейшей практике IPO в истории компании «Saudi Aramco» (Saudi Aramso - 25,6 млрд. долл. США)

<sup>16</sup> Составлено автором на основе данных сайта <https://www.cnbc.com/2019/12/29/saudi-aramco-alibaba-among-biggest-ipos-of-2019.html>.

Привлечение капитала в результате организации практики публичного размещения акций рядом акционерных обществ в 2017-2021 годах в стране безусловно, можно оценить как положительная ситуация (Таблица 7).

Таблица 7

**Результаты практики IPO и SPO,  
проведенных акционерными обществами в республике<sup>17</sup>**

Название эмитента, IPO или SPO	Андеррайтер	В процентном выражении от количества акций в торговле и уставного капитала	Ценовой диапазон	Количество заявленных акций	Удовлетворенность	Привлеченный капитал, млн сум
Кварц, IPO	НБВЭД	4574934 (10 %)	3000-9100	2475039 (54,1 %)	2475039 (54,1 %)	7523,81
КМЗ, SPO	Freedom Finance	2236452 (10 %)	1000-4000	2821065 (126 %)	2236452 (100 %)	2344,09
Кварц, SPO	Freedom Finance	4822460 (5 %)	3270,4-4000	4890179 (101,4)	4822460 (100 %)	15823,87
Жиззах пластмасса, IPO	Portfolio Investment	1140246 (25 %)	3400-3500	397569 (34,8 %)	397569 (34,8%)	1352,62

Из Таблицы 7 видно, что акции, выставленные на продажу в результате IPO АО «Кварц» и «Жиззах пластмасса», размещены не полностью. НБВЭД выступил андеррайтером в практике IPO акционерного общества «Кварц», на тот момент сам банк не был акционерным обществом и тот факт, что задача была передана государством банку, который не выпускал акции, также оказал негативное влияние на результат. Андеррайтинг Freedom Finance, инвестиционной компании с многолетним опытом работы на мировом финансовом рынке, дал положительные результаты при проведении SPO акций АО «Кукон механика заводи» и АО «Кварц». При этом с другой стороны, следует отметить, что, поскольку это было первой практикой инвестиционной компании Freedom Finance в Узбекистане, важно проведение лотереи с автомобилем «Малибу-2» и двухкомнатной квартирой в Ташкенте в качестве крупных призов. На самом деле в успешности практики публичного размещения акций инвестиционная привлекательность корпоративных структур, налаживание финансовых отношений с инвесторами должным образом, а также уделение серьезного внимания этим аспектам в будущем важны для практики публичного размещения акций. В этом отношении в нашей стране существуют определенные проблемы. Чтобы устранить эти проблемы, необходимо привлекать андеррайтеров на договорной основе к публичному размещению акций с точки зрения уменьшения или продажи доли государства и устанавливать ими ценовой диапазон акций, исходя из показателей и перспектив деятельности акционерных обществ, реальных потребностей потенциальных инвесторов и динамики изменения курса акций.

<sup>17</sup> Составлено автором

Также хотя в 2017-2019 годах в нашей республике была определена практика массового размещения акций рядом акционерных обществ в нормативно-правовых документах, такая операция ими не проводилась (Таблица 8).

**Таблица 8**

**Акционерные общества, в которых была запланировано, но не осуществлено проведение IPO или SPO в 2017-2019 годы<sup>18</sup>**

№	Наименование акционерных обществ	Форма реализации	На основании какого нормативно-правового акта	Выставлена на торги доля
1	АО «Шахрисабз вино-Ароқ»	SPO	ПКМ РУз -268, 10.05.2017	10 процентов
2	АКБ «Ўзсаноатқурилишбанк»	IPO	ПКМ РУз -358, 26.04.2019	10 процентов
3	АКБ «Алоқабанк»	SPO	ПКМ РУз -358, 26.04.2019	10 процентов
4	АКБ «Asia Alliance Bank»	IPO	ПКМ РУз -358, 26.04.2019	10 процентов
5	АО «УзРТСБ»	SPO	ПКМ РУз -358, 26.04.2019	12 процентов

На основании таблицы 8 можно отметить, что в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан УП-4300 от 29 апреля 2019 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию механизмов привлечения прямых иностранных инвестиций в экономику республики», Постановления Кабинета Министров Республики Узбекистан №268 от 10 мая 2017 года определено, что акции акционерных обществ «Кварц», «Шахрисабз вино-ароқ» и «Кукон механика заводи» будут продаваться посредством первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичного предложения. Эта практика организована акционерными обществами «Кварц» и «Кукон механика заводи», однако в АО «Шахрисабз шароб-ароқ» до сих пор не налажена. Кроме того, в соответствии с Постановлением Кабинета Министров Республики Узбекистан №358 от 26 апреля 2019 года определена реализация путем первичного (IPO) и вторичного (SPO) публичных предложений акций акционерных обществ АКБ «Узсаноатқурилишбанк», АКБ «Алоқабанк», АКБ «Asia Alliance Bank», АО «Жиззах пластмасса», АО «Узбекская Республиканская товарно-сырьевая биржа». Однако эта практика до сих пор не организована в АКБ «Узсаноатқурилишбанк», АКБ «Алоқабанк», АКБ «Asia Alliance Bank» и АО «Узбекская Республиканская товарно-сырьевая биржа».

### **ЗАКЛЮЧЕНИЕ**

На основе научных исследований и анализов, проведенных в рамках данной диссертационной работы, были сделаны следующие научные выводы:

<sup>18</sup> Составлено автором в соответствии с Постановлениями Кабинета Министров Республики Узбекистан от 10 мая 2017 г. No 268 и 26 апреля 2019 г. No 358.

1. В результате проводимых в нашей стране реформ по совершенствованию практики привлечения средств за счет эмиссии ценных бумаг акционерными обществами, в последние годы обеспечивается участие акционерных обществ на фондовом рынке, увеличение количества выпущенных ценных бумаг и общей стоимости выпущенных ценных бумаг.

2. Сегодня доля государственных и хозяйственных органов управления в уставном капитале акционерных обществ нашей страны является очень высоким. Это привело к снижению интереса иностранных и местных инвесторов к фондовому рынку страны и к покупке ценных бумаг, выпускаемых акционерными обществами.

3. В результате перехода на чисто корпоративное управление и обеспечения деятельности акционеров путем предоставления андеррайтеру права выбора инвесторов для распределения акций на основании договора с акционерным обществом, а также установление срока, в течение которого инвесторам запрещается продавать акции, приобретенные в рамках IPO и SPO при публичном размещении акций акционерных обществ с долей государства 50 и более процентов в уставном капитале будет достигнуто повышение активности акционеров и внедрение чистого корпоративного управления (финансовых отношений) и увеличение прав и возможностей профессиональных участников рынка ценных бумаг

4. Будет достигнуто привлечение больше финансовых ресурсов с рынка капитала путем применения механизма SPO высокорентабельных акционерных обществ с государственной долей посредством эффективной реализации доли государства в уставном капитале акционерных обществ с высокой доходностью и репутацией на рынке по рыночным ценам через практику SPO и эффективной организации последующих этапов приватизации.

5. Будет достигнуто успешное размещение акций, а также привлечение свободных средств населения путем определения периода с относительно высокими доходами и покупательной способностью населения в качестве периода публичного предложения акций акционерными обществами индивидуальным инвесторам.

6. В результате эффективной организации приватизации может быть осуществлена путем предоставления возможности для повышения своей доли инвесторам, в частности, институциональным инвесторам при первичном и вторичном публичном размещении акций путем установления в уставе акционерных обществ с долей государства 50 и более процентов в уставном капитале максимального лимита на долю, которой может владеть один акционер наряду с эффективной приватизацией будет достигнуто развитие корпоративного управления.

7. В результате привлечения андеррайтеров на договорной основе к публичному размещению акций с точки зрения уменьшения или продажи доли государства и устанавливая ими ценовой диапазон акций, исходя из показателей и перспектив деятельности акционерных обществ, реальных потребностей потенциальных инвесторов и динамики изменения курса акций акционерными обществами будет обеспечена тщательная подготовка перед практикой публичного размещения акций.



**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING  
SCIENTIFIC DEGREES DSc. 03/30.12.2019.I.17.01 AT THE  
TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE**

---

**TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE**

**BOEV BEKZODJON JURAKUL UGLI**

**THE MAIN DIRECTIONS OF IMPROVING THE PRACTICE OF PUBLIC  
OFFERING OF SHARES**

**08.00.07 - Finance, money circulation and credit**

**DISSERTATION ABSTRACT  
of the Doctor of Philosophy (PhD) on economics**

**Tashkent city – 2021 year**

The theme of dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) was registered under number B2020.2.PhD/Iqt1297 at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

The dissertation has been prepared at Tashkent Institute of Finance.

The abstract of the dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English (summary)) on the website of the Scientific Council(www.tfi.uz) and on the website "ZiyoNet" Informational and educational portal ([www.ziyo.net](http://www.ziyo.net))

**Scientific supervisor:** **Elmirzayev Samariddin Eshkuvatovich**  
Doctor of Economic Science, Professor

**Official opponents:** **Jumaev Nodir Khosiyatovich**  
Doctor of Economic Science, Professor

**Suyunov Dilmurod Kholmurodovich**  
Doctor of Economic Science, Professor

**Leading organization:** **Tashkent State University of Economics**

The defense of the dissertation will take place on 01 «7», 2022 at 16<sup>00</sup> at the meeting of the Scientific Council 03/30.12.2019.I.17.01. at Tashkent Institute of Finance. Address: 100000, 60 A, Amir Temur Street, Tashkent city; Tel: (71) 234-53-34, fax: (99871) 234-46-26; e-mail: [ilmiykengash@tfi.uz](mailto:ilmiykengash@tfi.uz).

The dissertation (PhD) is available at the Information resource center of the Tashkent Institute of Finance (registered No. \_\_\_\_\_). Address: 100000, 60 A, Amir Temur Street, Tashkent city. Phone: (99871) 234-53-34; fax: (99871) 234-46-26, e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

The abstract of the dissertation was distributed on «24» 12 2021.  
(mailing report № 4 dated «24» 12 2021)



**T.Z.Teshabaev**  
Chairman of the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Economic Science, Professor

**F.K.Kholmamatov**  
Scientific Secretary of the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Philosophy in Economics, Associate Professor

**I.N.Kuziev**  
Chairman of the Scientific seminar under the Scientific Council for awarding scientific degrees, Doctor of Economic Science, Professor

## **INTRODUCTION (abstract of the thesis of the doctor of philosophy (PhD))**

**The aim of research work** is to develop scientific proposals and recommendations for improving of the practice of public offering of shares.

**The object of the research work** is processes in the practice of public offering of shares.

**The scientific novelties of the research work** are as follows:

it is proposed to effectively organize privatization by setting a maximum limit on the share that can be owned by one shareholder in the charter of joint-stock companies with a state share of 50% or more in the charter capital, giving investors, especially institutional investors, the opportunity to increase their shares reported;

in terms of privatization of the state share in the mass public offering of shares, the underwriters proposed to determine the price range of shares based on the dynamics of changes in the share price of the investment attractiveness of joint stock companies and the real needs of potential investors;

it is suggested for joint-stock companies offer to set a period of relatively high profitability and purchasing power of the population as a period of public offering of shares to individual investors;

it is proposed to effectively sell the state share in the charter capital of joint-stock companies with high profitability and market prestige at market prices through the practice of SPO and the effective organization of the next stages of privatization.

**Scientific and Practical significance of the research work.** The scientific significance of the results of the study is explained by the fact that the developed proposals will serve to improve the public placement of shares in Uzbekistan, based on international experience.

The practical significance of the results of the study is explained by the fact that the recommendations can be used in the development of legal documents to improve the practice of public offering in the country, as well as in improving and teaching curricula in higher education institutions "Investment and Innovation", "Corporate Finance" and "Financial Market".

**Implementation of the research results.** Based on the scientific results obtained in the main areas of improving the practice of public offering of shares:

the proposal to effectively organize privatization by allowing investors, especially institutional investors, to increase their shares in the primary and secondary public offering of shares by setting a maximum limit on the share that can be owned by one shareholder in the charter of joint-stock companies with a state share of 50% or more used in the development of the "Roadmap for the implementation of the Capital Market Development Program for 2021-2022", approved by the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 13, 2021 "On measures to further develop the capital market" PF-6207. (Reference of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan dated June 29, 2021 No. 06 / 04-01-32 / 1656). As a result, effective privatization and the development of corporate financial relations have been achieved through this proposal.

the proposal of the President of the Republic of Uzbekistan on April 13, 2021 "On capital markets on measures for further development" is reflected in the Decree No. PF-6207. (Reference of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan dated June 29, 2021 No. 06 / 04-01-32 / 1656). This offer guarantees thorough preparation for the public offering of shares. The proposal of the President of the Republic of Uzbekistan to establish a period of relatively high profitability and purchasing power of the population as a period of public offering of shares to joint investors by joint-stock companies in 2019. It is included in the Resolution No. PP-4300 of April 29 "On measures to further improve the mechanisms for attracting foreign direct investment in the economy of the Republic." (Reference of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan dated June 29, 2021 No. 06 / 04-01-32 / 1656). As a result, the SPO operation of Kvarits JSC started in October 2019 and 100% of the publicly offered shares were placed.

the proposal to effectively organize the next stages of privatization, selling the state share in the charter capital of joint-stock companies with high profitability and market prestige at market prices through the practice of SPO. As a result of the implementation of this proposal, high-yield state-owned joint-stock companies will be able to attract more financial resources from the capital market through the use of the SPO mechanism. In this regard, the proposal is included in the Resolution of the President of the Republic of Uzbekistan dated April 29, 2019 No PP-4300 "On measures to further improve the mechanisms for attracting foreign direct investment in the economy of the Republic." (Reference of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan dated June 29, 2021 No. 06 / 04-01-32 / 1656). As a result, the 5% state share in Kvarits JSC was sold for 15.81 billion soums as a result of the SPO.

**Approbation of scientific results.** The results of this study were discussed at 3 republican and 5 international scientific and practical conferences.

**Publication of the research results.** A total of 18 scientific works have been published on the topic of the dissertation, including 10 articles in scientific publications recommended by the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan for the publication of the main scientifically results of doctoral dissertations, including 2 articles in foreign journals.

**Structure and the volume of the research.** The dissertation consists of an introduction, three chapters, a conclusion and a list of references. The volume of the dissertation is 126 pages.

**ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ**  
**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**  
**LIST OF PUBLISHED WORKS**

**I бўлим (I часть; I part)**

1. Boyev B. Issues of improving the practice of regulating the financial market. //Academic Journal of Digital Economics and Stability, Spain ISSN 2697-2212 Vol. 6, 2021. (№23; SJIF 7.121).

2. Boyev B. IPO as a form of companies integration in the world economic community. //International Journal of Economics, Commerce and Management, United Kingdom ISSN 2348-0386 Vol. VIII, Issue 1, January 2020. (№23; SJIF-6.932).

3. Боев Б. Мамлакатимизда акцияларни оммавий жойлаштириш амалиётини такомиллаштириш йўналишлари. //Халқаро молия ва ҳисоб. – Тошкент, 2021 йил, №4. (08.00.00 №19)

4. Боев Б. Мамлакатимизда қимматли қоғозлар савдосини ташкил этишнинг амалдаги ҳолати ва уни такомиллаштириш масалалари. //Иқтисод ва молия. – Тошкент, 2021 йил, №5(141), 27-31-б. (08.00.00 №18)

5. Боев Б. IPO операцияларини ташкил этиш бўйича хорижий мамлакатлар тажрибаси. «Халқаро капитал бозорига интеграциялашув жараёнида корпоратив молия ва молия бозорини комплекс ривожлантириш истиқболлари» мавзусидаги Халқаро илмий-амалий конференция материаллари тўплами. Тошкент, Тошкент молия институти, 2021 йил 28 май. - 163-165 б.

6. Боев Б. Акцияларни оммавий жойлаштиришнинг ташкилий\_иқтисодий асослари ва йўналишлари. «Халқаро капитал бозорига интеграциялашув жараёнида корпоратив молия ва молия бозорини комплекс ривожлантириш истиқболлари» мавзусидаги Халқаро илмий-амалий конференция материаллари тўплами. Тошкент, Тошкент молия институти 2021 йил 28 май. - 65-68 б.

7. Боев Б. Акциялар эмиссиясининг назарий-ҳуқуқий асослари ва хусусиятлари. «Бухгалтерия ҳисоби ва аудиторлик фаолиятини халқаро стандартлар асосида ташкил этишнинг долзарб масалалари» мавзусидаги республика илмий-амалий анжуман материаллари тўплами. Тошкент, Тошкент молия институти 2021 йил 21 май. 646-649 б.

8. Боев Б. Акциялар муомаласини ташкил этишнинг назарий ва ташкилий жиҳатлари. «Банкларга молиявий маблағларни жалб қилиш ва уларнинг инновацион хизматлари самарадорлигини ошириш» мавзусидаги республика миқёсида ўтказилган илмий-амалий конференция материаллари тўплами. Тошкент, Тошкент молия институти 2020 йил 6 июнь. 238-241 б.

## II бўлим (II часть; II part)

1. Элмирзаев С., Боев Б. Акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиялаштиришнинг ўзига хос хусусиятлари. //Молия. – Тошкент, 2020 йил, №1, 35-42 б. (08.00.00 №12)

2. Ботиров А., Боев Б., Муталипова Д. Молия бозорини тартибга солиш бўйича жаҳон тажрибаси. //Халқаро молия ва ҳисоб. – Тошкент, 2020 йил, №3. (08.00.00 №19)

3. Боев Б. Акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиялаштиришнинг замонавий усуллари. //XXI аср: фан ва таълим масалалари. – Тошкент, 2019 йил, №1.

4. Элмирзаев С., Боев Б. Акцияларни оммавий жойлаштириш операцияларини ташкил этиш ва ўтказиш. //Халқаро молия ва ҳисоб. – Тошкент, 2018 йил, №3. (08.00.00 №19)

5. Боев Б., Аманова Ш. Мамлакатимизда корпоратив солиқларни режалаштиришни такомиллаштиришда хорижий давлатлар тажрибасининг аҳамияти. //Иқтисод ва молия. – Тошкент, 2019 йил, №10(130), 17-21 б. (08.00.00 №18)

6. Боев Б. Реал сектор корхоналари фаолиятини молиялаштиришда халқаро молия институтларининг ролини ошириш масалалари. //Халқаро молия ва ҳисоб. – Тошкент, 2017 йил, №6. (08.00.00 №19) 2017 йил.

7. Боев Б. Молия бозорини тартибга солишнинг зарурлиги ва аҳамиятли жиҳатлари. «Халқаро капитал бозорига интеграциялашув жараёнида корпоратив молия ва молия бозорини комплекс ривожлантириш истиқболлари» мавзусидаги Халқаро илмий-амалий конференция тўплами. Тошкент, Тошкент молия институти 2021 йил 28 май. 95-97 б.

8. Боев Б. «Иқтисодиётнинг реал сектор корхоналарини молиялаштиришнинг назарий жиҳатлари», «Корпоратив бошқарувнинг замонавий стандартларини жорий этишда акциядорларнинг ролини кучайтириш йўллари» мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференция материаллари тўплами. Тошкент, Тошкент молия институти 2018 йил 14 декабрь. 577-579 б.

9. Боев Б., Ботиров А. «Молия бозорини тартибга солишнинг ўзига хос жиҳатлари», «Халқаро капитал бозорига интеграциялашув жараёнида корпоратив молия ва молия бозорини комплекс ривожлантириш истиқболлари» мавзусидаги Халқаро илмий-амалий конференция тўплами. Тошкент, Тошкент молия институти 2021 йил 28 май.

10. Боев Б. «Мамлакатимиз иқтисодиётини ривожлантиришда хорижий инвестицияларнинг роли», «Иқтисодиётни етакчи тармоқларини модернизациялаш ва рақобатбардошлигини ошириш ҳамда унинг суғурта хизматлари бозорини такомиллаштиришдаги ўрни» мавзусидаги грант доирасидаги республика илмий-амалий конференция материаллари тўплами. Тошкент, Тошкент молия институти 2017 йил 28 ноябрь. 466-468 б.

“Молия” журналида таҳрирдан ўтказилди

Босишга рухсат этилди: 21.12.2021 йил.  
Бичими 60x84. «Times New Roman»  
Гарнитурда рақамли босма усулида босилди.  
Шартли босма табоғи 3,6. Адади: 100. Буюртма № 73

«IQTISOD-MOLIYA» нашриёти,  
100000, Тошкент, Амир Темур кўчаси, 60<sup>а</sup>.

«HUMOIYUNBEK-ISTIQLOL MO‘JIZASI»  
босмахонасида чоп этилди.  
100000, Тошкент, Амир Темур кўчаси, 60<sup>а</sup>.

