

DAVLAT ISHTIROKINI QISQARTIRISHNING MUQOBIL MEXANIZMI: QO‘SHIMCHA AKSIYALAR EMISSIYASI VA KAPITAL BOZORI IMKONIYATLARI

Husainov G‘ulom Luqmonovich

Xususiylashtirish va davlat aktivlarini boshqarish muammolarini tadqiq etish markazi katta ilmiy xodimi

E-mail: gulom25@gmail.com

DOI: <https://doi.org/10.5281/zenodo.22140825>

ANNOTATSIYA. Maqolada O‘zbekistonda davlat ishtirokidagi aksiyadorlik jamiyatlarida davlat ulushini qisqartirishning muqobil mexanizmi sifatida qo‘shimcha aksiyalar emissiyasidan foydalanish masalasi tahlil qilingan. Mavjud davlat aksiyalarini sotish va qo‘shimcha emissiyaning davlat ulushi, aksiyadorlik jamiyati kapitali hamda xususiylashtirishni jalb qilishga ta’siri qiyoslangan. Qo‘shimcha emissiya orqali davlatning nisbiy ulushini kamaytirish va jalb qilingan mablag‘larni aksiyadorlik jamiyati kapitaliga yo‘naltirish imkoniyati asoslangan. Tadqiqot yakunida mazkur mexanizmni IPO/SPO bilan uyg‘unlashtirish bo‘yicha takliflar ishlab chiqilgan.

Kalit so‘zlar: davlat ulushi, xususiylashtirish, qo‘shimcha emissiya, aksiyadorlik jamiyati, kapital bozori, xususiylashtirish, IPO, SPO.

АННОТАЦИЯ. В статье анализируется дополнительная эмиссия акций как альтернативный механизм сокращения государственной доли в акционерных обществах Узбекистана. Сопоставлены продажа существующих государственных акций и дополнительная эмиссия с точки зрения их влияния на государственную долю, капитал акционерного общества и привлечение частных инвестиций. Обоснована возможность снижения относительной доли государства и направления привлеченных средств непосредственно в капитал акционерного общества. Разработаны предложения по сочетанию дополнительной эмиссии с механизмами IPO/SPO.

Ключевые слова: государственная доля, приватизация, дополнительная эмиссия, акционерное общество, рынок капитала, частный капитал, IPO, SPO.

ABSTRACT. The article analyzes additional share issuance as an alternative mechanism for reducing state ownership in joint-stock companies in Uzbekistan. The effects of selling existing state-owned shares and additional issuance on state ownership, corporate capital, and private investment attraction are compared. The study substantiates the possibility of reducing the relative state ownership share while directing attracted funds to the capital of the joint-stock company. Recommendations are proposed for combining additional issuance with IPO/SPO mechanisms.

Keywords. state ownership, privatization, additional share issuance, joint-stock company, capital market, private capital, IPO, SPO.

O‘zbekistonda iqtisodiyotni liberallashtirish va bozor institutlarini chuqurlashtirish jarayoni davlatning iqtisodiyotdagi ishtirokini bosqichma-bosqich qisqartirish, davlat aktivlarini samarali boshqarish hamda xususiylashtirishni investitsion faolligini kengaytirish bilan uzviy bog‘liq holda kechmoqda. Mazkur transformatsiya jarayonida xususiylashtirishning mazmun-mohiyati ham o‘zgarib, davlat aktivlarini bir martalik sotishdan tashqari, korporativ boshqaruvni takomillashtirish, aksiyadorlik kapitalini diversifikatsiya qilish, xususiylashtirishni va institutsional investorlarni jalb etish hamda kapital bozorining likvidligi va chuqurligini oshirishga yo‘naltirilgan kompleks yondashuv shakllanmoqda.

O‘zbekistonda davlat aktivlarini xususiylashtirish bo‘yicha amalga oshirilayotgan islohotlar mazkur yo‘nalishning institutsional ahamiyatini yanada kuchaytirmoqda. 2025-yil 27-mart kuni davlat aktivlarini xususiylashtirish bo‘yicha o‘tkazilgan yig‘ilishda keltirilgan ma’lumotlarga ko‘ra, 2021–2024-yillarda qiymati 47 trln so‘mlik davlat aktivlari xususiylashtirilgan, bu oldingi o‘n yillikdagi natijadan qariyb 30 barobar yuqori ko‘rsatkichni tashkil etgan. Shu davrda davlat ishtirokidagi korxonalar soni ikki barobar qisqargan, iqtisodiyotda davlat ulushi 13 foiz bandga kamaygan. 2025-yil uchun esa davlat aktivlarini 30 trln so‘mlik hajmda sotish va budjetga kamida 10 trln so‘m tushum ta’minlash maqsadlari belgilangan [1]

Shu bilan birga, xususiylashtirish siyosati faqat davlat aktivlarini sotish bilan cheklanmasdan, davlat ishtirokidagi yirik aksiyadorlik jamiyatlarini transformatsiya qilish va ularni kapital bozoriga olib chiqish yo‘nalishini ham qamrab olmoqda. 2026-yil 15-iyunda davlat ishtirokidagi yirik korxonalarni transformatsiya qilish va IPOga tayyorlash masalalari bo‘yicha o‘tkazilgan taqdimotda Milliy investitsiya jamg‘armasi (UZNIF) xalqaro bozorda 690 mln AQSh dollarlik aktivlarni joylashtirgani qayd etildi. Joylashtirish jarayonida investorlar talabi taklif hajmidan 4 barobar yuqori bo‘lib, yirik investorlar

tomonidan berilgan buyurtmalar hajmi qariyb 3 mlrd AQSh dollarini tashkil etgan. Shuningdek, jamg'arma portfelidagi 13 ta yirik aksiyadorlik jamiyatini transformatsiya qilish va ularni IPOga tayyorlash vazifasi belgilangan [2].

Ushbu jarayon davlat ishtirokini kamaytirishda kapital bozori instrumentlarining ahamiyati ortib borayotganini ko'rsatadi. Biroq davlat ulushini qisqartirishning iqtisodiy natijasi faqat mavjud aksiyalarni sotish bilan belgilanmaydi. Korporativ moliya nuqtayi nazaridan, qo'shimcha aksiyalar emissiyasi aksiyadorlik jamiyati ustav kapitali hajmini kengaytirish, davlatning undagi nisbiy ulushini bosqichma-bosqich kamaytirish hamda xususiy investitsiyalarni jalb qilish imkonini beruvchi muqobil moliyaviy mexanizm hisoblanadi.

Bunday mexanizmida davlat o'z ixtiyoridagi aksiyalarni bevosita sotmasdan, yangi aksiyalarni chiqarish va ularni xususiy investorlarga joylashtirish orqali aksiyadorlik jamiyatidagi nisbiy mulkchilik ulushini kamaytirishi mumkin. Bunda investorlar tomonidan kiritilayotgan mablag'lar davlat budjetiga emas, balki emitent aksiyadorlik jamiyatining o'z kapitaliga yo'naltiriladi. Shu tariqa, qo'shimcha emissiya bir vaqtning o'zida davlat ishtirokini qisqartirish va aksiyadorlik jamiyatining kapital bazasini kengaytirish vazifalarini bajarishi mumkin.

Mazkur mexanizmni mavjud davlat aksiyalarini sotishga asoslangan xususiylashtirishdan konseptual jihatdan farqlash zarur. Qo'shimcha aksiyalar emissiyasida yangi aksiyalar emitent tomonidan chiqariladi va jalb qilingan mablag'lar aksiyadorlik jamiyati kapitaliga kiritiladi. Aksincha, davlatga tegishli mavjud aksiyalarning investorlarga sotilishida yangi kapital yaratilmaydi; operatsiyadan tushgan mablag' aksiyalarni sotuvchi tomonga yo'naltiriladi. Shu sababli mazkur ikki mexanizmning aksiyadorlik jamiyati kapitallashuvi, davlat budjeti, korporativ nazorat va investitsiya oqimlariga ta'siri bir xil emas.

Shundan kelib chiqib, tadqiqotning asosiy maqsadi O'zbekistonning institutsional va kapital bozori sharoitida qo'shimcha aksiyalar emissiyasi orqali davlat ulushini kamaytirishning moliyaviy samaradorligi, korporativ nazoratga ta'siri va xususiy kapitalni jalb qilish imkoniyatlarini baholashdan iborat.

Davlat ishtirokidagi aksiyadorlik jamiyatlarini xususiylashtirish va davlat kapitalining iqtisodiyotdagi ulushini qisqartirish masalalari zamonaviy korporativ moliya, institutsional iqtisodiyot va kapital bozori tadqiqotlarining muhim yo'nalishlaridan biridir. So'nggi ilmiy tadqiqotlarda xususiylashtirish davlat aktivlarini oddiy sotish jarayonidan tashqari, mulkchilik tarkibini diversifikatsiya qilish, korporativ boshqaruvni takomillashtirish va xususiy kapitalni jalb etish mexanizmi sifatida talqin qilinmoqda.

Eckbo (2019) davlat ishtirokining aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatiga ta'sirini tahlil qilib, davlat ulushi, korporativ boshqaruv sifati va kapital bozori rivojlanishi o'rtasidagi bog'liqlikni ko'rsatadi. Muallifning yondashuvi davlatning aksiyador sifatidagi ishtiroki bozor qiymati va korporativ moliyalashtirish qarorlariga ta'sir qilishi mumkinligini ko'rsatadi [3].

Boubakri, Guedhami, Kwok va Wang (2019) xususiylashtirish jarayonining korporativ boshqaruv va axborot shaffofligiga ta'sirini o'rganib, xususiylashtirish samaradorligi nafaqat davlat ulushining kamayishi, balki yangi aksiyadorlarning korporativ boshqaruvdagi real ishtiroki bilan ham bog'liqligini ta'kidlaydi [4].

Boubakri va Saffar (2018) davlat mulkchiligi va korporativ moliyalashtirish o'rtasidagi bog'liqlikni o'rganib, davlat ishtirokining o'zgarishi korxonalarining moliyaviy qarorlariga ta'sir ko'rsatishini ko'rsatadi. Mazkur yondashuv davlat ulushini qisqartirishni faqat mulkchilik tarkibidagi o'zgarish emas, balki korporativ moliyalashtirish tizimidagi transformatsiya sifatida ko'rish imkonini beradi [4].

Boubakri va boshqa mualliflar (2020) davlat mulkchiligi va aksiyalar likvidligi o'rtasidagi bog'liqlikni tadqiq qilib, xususiylashtirish va aksiyalarni kengroq investorlar doirasiga joylashtirish fond bozori likvidligiga ta'sir qilishi mumkinligini asoslaydi. Bu holat davlat ishtirokini qisqartirish bilan bir qatorda, kapital bozorining rivojlanishiga ham xizmat qilishi mumkin [5].

Davlat korxonalarini isloh qilishda OECD va Jahon bankining tadqiqotlari ham muhim metodologik asos bo'lib xizmat qiladi. Ushbu yondashuvlarda davlatning mulkdor sifatidagi funksiyasini tartibga soluvchi va xo'jalik yurituvchi subyekt sifatidagi funksiyalaridan ajratish, korporativ boshqaruv mustaqilligi hamda investorlar huquqlarini kuchaytirish davlat korxonalarini bozor tamoyillariga moslashtirishning muhim shartlari sifatida qaraladi.

Rossiyalik tadqiqotchilar Malginov va Radyginning ishlarida davlat mulkini boshqarish va xususiylashtirish jarayonlarining zamonaviy tendensiyalari tahlil qilingan. Xususan, Rossiya amaliyotida ayrim yirik aksiyadorlik jamiyatlarida qo'shimcha aksiyalar emissiyasi orqali moliyaviy resurslarni jalb qilish va davlatning nazorat ulushini saqlab qolish imkoniyatlari kuzatilgan. Ushbu tajriba qo'shimcha

emissiyani davlat ulushini qisqartirishning potentsial mexanizmi sifatida ko‘rib chiqish uchun qiyosiy asos yaratadi [6].

Rivojlanayotgan bozorlar tajribasi davlat ulushini qisqartirishda aksiyalarni ommaviy joylashtirish, free-float hajmini oshirish va institutsional investorlarni jalb etish kapital bozori rivojiga ijobiy ta‘sir ko‘rsatishi mumkinligini ko‘rsatadi. Biroq bunday mexanizmlarning samarasi kapital bozorining likvidligi, investorlar bazasi va minoritar aksiyadorlar huquqlarini himoya qilish darajasiga bog‘liq.

Mazkur tadqiqot uchun mavjud adabiyotlarning asosiy ahamiyati shundaki, davlat ishtirokini qisqartirishni faqat davlat aksiyalarini sotish orqali emas, balki yangi xususiy kapitalni jalb etish orqali ham amalga oshirish mumkinligi ko‘rinadi. Qo‘shimcha emissiyaning muhim jihati shundaki, bunda davlatning mavjud aksiyalari saqlanib qoladi, biroq yangi aksiyalar chiqarilishi natijasida uning nisbiy ulushi kamayadi va jalb qilingan mablag‘lar aksiyadorlik jamiyatining kapital bazasini kengaytirishga yo‘naltiriladi.

O‘zbekiston sharoitida ushbu yo‘nalishda qo‘shimcha empirik va moliyaviy tahlillarga ehtiyoj mavjud. Ayniqsa, qo‘shimcha aksiyalar emissiyasi orqali davlat ulushini kamaytirishning aksiyadorlik jamiyati kapitali, davlat nazorati darajasi va jalb qilinadigan xususiy investitsiyalar hajmiga ta‘sirini kompleks baholash muhimdir. Shu asosda ushbu tadqiqotda mazkur mexanizm davlat ishtirokini qisqartirishning muqobil vositasi sifatida korporativ-moliyaviy model yordamida tahlil qilinadi.

Qo‘shimcha aksiyalar emissiyasi orqali davlat ishtirokini qisqartirish mexanizmining iqtisodiy samaradorligini baholashda davlat ulushining o‘zgarishi bilan bir qatorda, aksiyadorlik jamiyati kapitalining hajmi va jalb qilinadigan investitsiyalar miqdorini ham hisobga olish zarur.

Mavjud aksiyalarni sotishdan farqli ravishda, qo‘shimcha emissiya natijasida yangi aksiyalar chiqariladi va investorlar tomonidan kiritilgan mablag‘lar bevosita aksiyadorlik jamiyatining o‘z kapitaliga yo‘naltiriladi. Shuning uchun mazkur mexanizmni davlat aktivlarini sotish emas, balki davlatning nisbiy ulushini kamaytirish bilan bir vaqtda aksiyadorlik jamiyatining kapital bazasini kengaytiruvchi moliyaviy instrument sifatida baholash mumkin.

Shartli ravishda aksiyadorlik jamiyatining emissiyadan oldingi qiymati 1 mlrd so‘m va davlat ulushi 100 foiz deb olinadi. Davlatning mavjud aksiyalari soni o‘zgarmagan holda yangi aksiyalar xususiy investorlarga joylashtirilsa, davlatning nisbiy ulushini 75 foizgacha kamaytirish mumkin.

Bunda yangi investorlar aksiyadorlik jamiyatining 25 foiz ulushiga ega bo‘ladi, jalb qilingan mablag‘ esa aksiyadorlik jamiyatining kapitaliga yo‘naltiriladi. Xuddi shu tamoyil asosida davlat ulushini 51 foiz yoki 25 foizgacha kamaytirish bo‘yicha ham alohida moliyaviy ssenariylar ishlab chiqish mumkin.

Bunda davlatning ulushi quyidagi umumiy formula orqali aniqlanadi:

$$D_1 = D_0 / (D_0 + Y)$$

bu yerda:

D_0 - emissiyadan oldingi davlat aksiyalari soni;

Y - qo‘shimcha emissiya orqali chiqarilgan yangi aksiyalar soni;

D_1 - emissiyadan keyingi davlatning nisbiy ulushi.

Masalan, davlat ulushini 75 foizga tushirish uchun yangi aksiyalar hajmi davlatning mavjud aksiyalari sonining uchdan bir qismiga teng bo‘lishi lozim. Davlat ulushini 51 foizga kamaytirishda esa yangi investorlar tomonidan sotib olinadigan aksiyalar hajmi davlatning dastlabki aksiyalariga nisbatan sezilarli darajada ko‘proq bo‘ladi. 25 foizlik davlat ulushiga erishish esa aksiyadorlik kapitalining katta qismini yangi investorlar hisobidan shakllantirishni talab qiladi.

Mazkur mexanizmning asosiy iqtisodiy afzalligi shundaki, davlat o‘zidagi mavjud aksiyalarni sotmasdan turib, aksiyadorlik jamiyatiga xususiy kapitalni jalb qilishi mumkin. Natijada davlatning nominal aksiyalari saqlanib qoladi, biroq umumiy aksiyalar sonining ko‘payishi hisobiga uning nisbiy ulushi kamayadi.

Shu bilan birga, qo‘shimcha emissiya korporativ nazoratning o‘zgarishiga olib kelishi mumkin. Davlat ulushi 75 foizdan yuqori bo‘lgan holatda u aksiyadorlik jamiyatida kuchli nazoratni saqlab qoladi. 51 foizlik ulushda ham davlat qarorlar qabul qilishda hal qiluvchi mavqega ega bo‘lishi mumkin. 25 foizlik darajaga tushilganda esa davlatning bevosita nazorat imkoniyatlari sezilarli darajada qisqaradi. Shu sababli emissiya hajmini belgilashda nafaqat jalb qilinadigan kapital, balki davlatning strategik nazorat darajasi ham hisobga olinishi kerak.

Bunday mexanizmning yana bir muhim jihati aksiyadorlik jamiyatining moliyaviy salohiyati bilan bog‘liq. Qo‘shimcha emissiyadan olingan mablag‘lar ishlab chiqarishni modernizatsiya qilish, texnologik yangilash, yangi investitsion loyihalarni moliyalashtirish va moliyaviy barqarorlikni oshirishga

yo‘naltirilishi mumkin. Demak, davlat ulushining kamayishi korxonaning rivojlanish uchun qo‘shimcha moliyaviy resurslar olishi bilan bir vaqtda amalga oshadi.

Biroq mazkur mexanizmning ayrim cheklovlari ham mavjud. Birinchidan, aksiyadorlik jamiyatining aksiyalariga yetarli bozor talabi bo‘lmasa, qo‘shimcha emissiyani muvaffaqiyatli joylashtirish qiyinlashadi. Ikkinchidan, katta hajmdagi yangi aksiyalar taklifi aksiyalar bozor narxiga bosim o‘tkazishi mumkin. Uchinchidan, yangi aksiyadorlarning kirib kelishi mavjud aksiyadorlar manfaatlarini va korporativ boshqaruv muvozanatiga ta‘sir qilishi mumkin.

Shu sababli O‘zbekiston sharoitida qo‘shimcha emissiyani bosqichma-bosqich amalga oshirish, investorlar talabini oldindan baholash va aksiyadorlik jamiyatining moliyaviy holatidan kelib chiqib individual emissiya strategiyasini ishlab chiqish maqsadga muvofiq.

O‘tkazilgan tahlil asosida davlat ishtirokini qisqartirish va aksiyadorlik jamiyatlarining kapital bazasini kengaytirish bo‘yicha quyidagi taklif qilish mumkin:

Birinchidan, qo‘shimcha aksiyalar emissiyasini davlat aktivlarini xususiylashtirishning muqobil mexanizmi sifatida qo‘llash maqsadga muvofiq. Bunda mavjud davlat aksiyalarini sotish va yangi aksiyalar chiqarishning huquqiy hamda moliyaviy natijalari alohida baholanishi lozim.

Ikkinchidan, emissiya hajmini davlat nazoratining strategik chegaralari asosida belgilash zarur. Xususan, 75, 51 va 25 foizlik davlat ulushlari bo‘yicha alohida moliyaviy ssenariylar ishlab chiqish davlat ishtirokini bosqichma-bosqich optimallashtirish imkonini beradi.

Uchinchidan, qo‘shimcha emissiyadan jalb qilingan mablag‘lardan maqsadli foydalanish mexanizmini kuchaytirish lozim. Mablag‘larning asosiy qismini modernizatsiya, texnologik yangilash, ishlab chiqarish samaradorligini oshirish va investitsion loyihalarni moliyalashtirishga yo‘naltirish maqsadga muvofiq.

To‘rtinchidan, minoritar aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish mexanizmlarini kuchaytirish zarur. Qo‘shimcha emissiya jarayonida axborot shaffofligi, aksiyalarni joylashtirish shartlarining ochiqligi va mavjud aksiyadorlarning qonuniy manfaatlarini himoya qilish ta‘minlanishi kerak.

Beshinchidan, emissiya jarayonini kapital bozori imkoniyatlariga mos ravishda bosqichma-bosqich amalga oshirish lozim. Bu aksiyalar taklifining bozor talabidan keskin oshib ketishi va natijada aksiyalar narxiga salbiy bosim yuzaga kelishining oldini olishga xizmat qiladi.

Oltinchidan, davlat ishtirokidagi yirik aksiyadorlik jamiyatlari uchun individual emissiya strategiyalarini ishlab chiqish maqsadga muvofiq. Bunda aksiyadorlik jamiyatining bozor qiymati, investitsion ehtiyojlari, mavjud qarz majburiyatlari, davlatning strategik manfaatlarini va potensial investorlar talabi birgalikda baholanishi lozim.

Yettinchidan, qo‘shimcha emissiya va IPO/SPO mexanizmlarini o‘zaro uyg‘unlashtirish maqsadga muvofiq. Davlat ulushini qisqartirish jarayonida yagona moliyaviy instrumentga tayanish o‘rniga, aksiyadorlik jamiyatining moliyaviy holati, investitsion ehtiyojlari va bozor kon’yunkturasidan kelib chiqib, mavjud aksiyalarni joylashtirish hamda qo‘shimcha aksiyalar emissiyasini uyg‘unlashtirish mumkin. Bunday yondashuv davlat ulushini bosqichma-bosqich optimallashtirish bilan birga, xususiylashtirish kapitalni jalb qilish va aksiyadorlik jamiyatining kapital bazasini kengaytirish imkonini beradi.

Tadqiqot natijalari davlat ishtirokini qisqartirish jarayonida mavjud davlat aksiyalarini sotish bilan bir qatorda, qo‘shimcha aksiyalar emissiyasidan ham foydalanish mumkinligini ko‘rsatadi. Mazkur mexanizmning asosiy afzalligi shundaki, davlat o‘zidagi mavjud aksiyalarni bevosita sotmasdan turib, yangi aksiyalarni xususiylashtirish investorlarga joylashtirish orqali aksiyadorlik jamiyatidagi nisbiy ulushini kamaytirishi mumkin.

Shu bilan birga, qo‘shimcha emissiya universal mexanizm emas. Uning samaradorligi aksiyadorlik jamiyatining moliyaviy holati, bozor qiymati, investorlar talabi, kapital bozorining likvidligi va davlatning strategik manfaatlariga bog‘liq. Shu sababli O‘zbekistonda mazkur instrumentni bosqichma-bosqich, individual yondashuv asosida hamda IPO/SPO kabi kapital bozori mexanizmlari bilan uyg‘unlashtirgan holda qo‘llash maqsadga muvofiq.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. <https://www.gazeta.uz/ru/2025/04/23/privatization-program/>

2. <https://www.spot.uz/uz/2025/04/23/privatization-2025/>

3. Eckbo B.E. Corporate finance and ownership structure: State ownership and capital market development. – 2019.

4. Boubakri N., Saffar W. State Ownership and Debt Choice: Evidence from Privatization // Journal of Financial and Quantitative Analysis. – 2018. – Vol. 53.
5. Boubakri N., Guedhami O., Kwok C.C.Y., Wang H. The effect of privatization on corporate governance and firm performance: Evidence from developing countries. – 2019.
6. Boubakri N., Chen R., El Ghouli S., Guedhami O., Nash R. State ownership and stock liquidity: Evidence from privatization // Journal of Corporate Finance. – 2020. – Vol. 65. – Article 101763.
7. Мальгинов Г.Н., Радыгин А.Д. Динамика приватизации и состояние имущественных отношений: актуальные тенденции // Экономическое развитие России. – 2021. – Т. 28. – № 8. – С. 47–57.
8. OECD. OECD Guidelines on Corporate Governance of State-Owned Enterprises 2024. – Paris: OECD Publishing, 2024.