

**IPO JARAYONIDA ANDERRAYTERLAR VA EMITENTLAR O'RTASIDAGI
MANFAATLAR TO'QNASHUVINI YUMSHATISH MEXANIZMLARI****BABAXANOVA NOZIMA SAIDAKBAROVNA**

Toshkent Kimyo xalqaro universiteti mustaqil tadqiqotchisi

Email: nozimababakhanova@gmail.com

Annotatsiya. Mazkur tezisdagi aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO) jarayonida emitent korxona va anderrayter o'rtasida yuzaga keladigan agentlik ziddiyatlari hamda manfaatlar to'qnashuvini yumshatish mexanizmlari tadqiq etilgan. Tadqiqotda axborot assimetriyasi sharoitida anderrayterlar tomonidan aksiyalar narxini ataylab past baholash (underpricing), aksiyalarni noxolis taqsimlash (spinning) va boshqa opportunistik xatti-harakatlarning iqtisodiy sabablari tahlil qilingan. Xalqaro amaliyot va nazariy modellar asosida rag'batlantiruvchi komissiya shartnomalari, mustaqil moliyaviy maslahatchilar (IFA) instituti, buyurtmalarni shaffof allokatsiya qilish algoritmlari hamda me'yoriy-huquqiy nazorat vositalarini joriy etish orqali tomonlar manfaatlarini muvofiqlashtirish bo'yicha ilmiy-amaliy takliflar ishlab chiqilgan.

Kalit so'zlar: Birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO), anderrayting, emitent, manfaatlar to'qnashuvi, agentlik nazariyasi, aksiyalarning past baholanishi, allokatsiya, rag'batlantiruvchi shartnomalar, moliyaviy maslahatchi.

Аннотация. В данной работе исследуются механизмы смягчения агентских конфликтов и конфликтов интересов, возникающих между компанией-эмитентом и андеррайтером в ходе первичного публичного размещения акций (IPO). В исследовании анализируются экономические причины занижения цены размещения (андерпрайсинга), выделения активов в отдельные компании (спин-оффов) и иных форм оппортунистического поведения андеррайтеров в условиях информационной асимметрии. На основе международной практики и теоретических моделей разработаны научно-практические предложения по согласованию интересов сторон посредством внедрения систем стимулирующего вознаграждения, института независимых финансовых консультантов (IFA), прозрачных алгоритмов распределения заявок, а также инструментов нормативно-правового контроля.

Ключевые слова: первичное публичное размещение акций (IPO), андеррайтинг, эмитент, конфликт интересов, агентская теория, занижение цены акций (андерпрайсинг), аллокация, стимулирующие контракты, финансовый консультант.

Abstract. This thesis studies the mechanisms for mitigating agency conflicts and conflicts of interest that arise between the issuing company and the underwriter during the initial public offering (IPO) of shares. The study analyzes the economic reasons for underpricing, spinoffs, and other opportunistic behaviors by underwriters in conditions of information asymmetry.



Based on international practice and theoretical models, scientific and practical proposals have been developed to coordinate the interests of the parties through the introduction of incentive commission agreements, the Institute of Independent Financial Advisors (IFA), transparent order allocation algorithms, and regulatory and legal control tools.

Keywords: Initial public offering (IPO), underwriting, issuer, conflict of interest, agency theory, underpricing of shares, allocation, incentive contracts, financial advisor.

KIRISH

Aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish (IPO) jarayoni korxona hayotiy siklida o'z kapitalini kengaytirish, uzoq muddatli investitsiyalarni jalb qilish va bozor qiymatini oshirishga xizmat qiluvchi eng mas'uliyatli bosqichdir. Biroq, aksiyalarni ommaviy bozorga muvaffaqiyatli chiqarish emitentning ichki imkoniyatlari bilan bir qatorda professional moliyaviy vositachi — anderrayter faoliyatining sifati hamda xolisligiga bevosita bog'liq. Anderrayter bozor konyunkturasini baholash, aksiyalarni andozaviy baholash, buyurtmalar kitobini to'plash va xatarlarni boshqarish bo'yicha hal qiluvchi bo'g'in sifatida namoyon bo'ladi.

Shu bilan birga, IPO arxitekturasida emitent va anderrayter o'rtasidagi munosabatlar klassik "prinsipial-agent" muammosiga tayanib, tomonlar o'rtasida jiddiy manfaatlar to'qnashuvini keltirib chiqaradi. Emitent korxona o'z aksiyalarini maksimal yuqori narxda sotish orqali ko'proq investitsiya resurslarini jalb qilishni maqsad qilsa, anderrayter joylashtirish xatarini minimallashtirish, o'zining doimiy institutsional mijozlarini rag'batlantirish yoki ortiqcha operatsion kuch sarflamaslik uchun emissiya narxini pasaytirishga intiladi. Ushbu tizimli nomutanosiblik O'zbekiston kabi kapital bozori endi rivojlanayotgan davlatlarda anderrayting institutining shaffofligini ta'minlash va tomonlar o'rtasidagi manfaatlar to'qnashuvini yumshatuvchi mexanizmlarni ishlab chiqishni dolzarb ilmiy vazifaga aylantirmoqda.

Iqtisodiy nazariyada anderrayter va emitent o'rtasidagi ziddiyatlar asosan Devid Baron tomonidan ilgari surilgan agentlik modeli orqali tushuntiriladi. Mazkur konsepsiyaga binoan, anderrayter bozor talabi, investorlarning xarid qobiliyati va bozor konyunkturasi to'g'risida emitentga nisbatan sezilarli darajada ustun axborotga ega bo'ladi. Axborot assimetriyasining yuqoriligi anderrayterga o'zining axborot ustunligidan foydalanib, emitentni aksiyalar narxini sun'iy ravishda pastroq belgilashga ko'ndirish imkoniyatini yaratadi. Oqibatda, emitent korxona o'zining qonuniy investitsiya resurslaridan mahrum bo'ladi, ya'ni "stol ustida pul qoldirish" (money left on the table) holati ro'y beradi.

Manfaatlar to'qnashuvining ikkinchi xavfli ko'rinishi aksiyalarni investorlar o'rtasida taqsimlash (allokatsiya) bosqichida namoyon bo'ladi. Xalqaro amaliyotda "spinning" deb nomlanuvchi amaliyotga ko'ra, anderrayterlar yuqori talabga ega bo'lgan va arzon baholangan aksiyalarni kelgusida o'zlariga manfaat keltirishi mumkin bo'lgan yirik



institutsional fondlar yoki boshqa korporatsiyalarning yuqori martabali rahbarlariga imtiyozli ravishda taqsimlab beradilar. Bu orqali anderrayter o'zining kelgusi biznes aloqalarini mustahkamlaydi, biroq bu jarayon emitentning haqiqiy bozor kapitallashuviga putur yetkazadi va aksiyalarning ikkilamchi bozorda adolatsiz taqsimlanishiga olib keladi.

Ushbu muammoni bartaraf etishda emissiya narxini shakllantirish mexanizmlarini to'g'ri tanlash muhim rol o'ynaydi. An'anaviy qat'iy belgilangan narx (fixed-price) usulida anderrayterning subyektiv baholashi yuqori bo'lganligi sababli, narxni pasaytirish xatari ancha kuchli bo'ladi. Aksincha, dinamik buyurtmalar kitobini shakllantirish (book-building) yoki elektron kimoshdi savdolari (auksion mexanizmlari) anderrayterning subyektiv ta'sirini cheklaydi. Xususan, "Gollandiya auksioni" modeli investorlarning mustaqil narx takliflarini to'g'ridan-to'g'ri tizimlashtirish orqali anderrayterning alokatsiya jarayonidagi manipulyatsiyalarini butunlay yo'qqa chiqarish imkonini beradi.

Manfaatlar to'qnashuvini iqtisodiy jihatdan yumshatishning eng samarali vositalaridan biri — bu anderrayter bilan tuziladigan komissiya shartnomasining rag'batlantiruvchi tuzilmasini (incentive fee structure) o'zgartirishdir. Odatda anderrayterga jami jalb qilingan mablag'dan qat'iy foiz stavkasida haq to'lanadi, bu esa ularni narxni ko'tarishga yetarlicha undamaydi. Agar shartnomaga ikki qismli komissiya mexanizmi kiritilib, bazaviy to'lovdan tashqari, aksiyalar narxi belgilangan maqsadli diapazondan yuqori sotilgan taqdirda qo'shimcha mukofot (bonus) to'lash yoki emitent aksiyalari bo'yicha opsiyonlar (equity warrants) taqdim etish ko'zda tutilsa, anderrayter emitent bilan birgalikda narxni maksimallashtirishdan bevosita manfaatdor bo'ladi.

Yana bir muhim institutsional mexanizm — mustaqil moliyaviy maslahatchilar (Independent Financial Advisors — IFA) institutini jalb qilishdir. Buyuk Britaniya, Avstraliya va Janubiy Koreya kapital bozorlari tajribasi shuni ko'rsatadiki, emitent o'z aksiyalarini joylashtirishni tashkil etuvchi anderrayterdan tashqari, faqat o'zining manfaatlarini himoya qiluvchi mustaqil tahlilchilarni yollaydi. Mustaqil maslahatchi anderrayter tomonidan taqdim etilgan baholash hisobotlarini, bozor talabi tahlilini hamda buyurtmalar kitobining to'liqligini xolis auditdan o'tkazib, emitent kuzatuv kengashiga anderrayterning narx bo'yicha takliflarini qabul qilish yoki rad etish bo'yicha muqobil tavsiyalar beradi.

Davlat tomonidan tartibga solish va nazorat mexanizmlari ham ushbu ziddiyatlarni bartaraf etishda ajralmas ahamiyat kasb etadi. Xalqaro qimmatli qog'ozlar komissiyalari tashkiloti (IOSCO) tavsiyalariga binoan, anderrayterlik shartnomalarida barcha yuzaga kelishi mumkin bo'lgan manfaatlar to'qnashuvi holatlarini majburiy oshkor etish (conflict-of-interest disclosure) talabi o'rnatilishi zarur. Anderrayterning o'ziga qarashli investitsiya fondlariga yoki ulushdorlariga aksiyalarni ajratish qat'iy taqiqlanishi yoki faqatgina tartibga soluvchi organing maxsus roziligi bilan ochiq shartlarda amalga oshirilishi qonunchilikda mustahkamlanishi lozim.

O'zbekiston kapital bozorining hozirgi bosqichida anderrayting xizmatlari bozori yuqori



konsentratsiyaga ega bo'lib, professional investitsiya banklari soni cheklangan. Davlat korxonalarini xususiylashtirish doirasida o'tkazilayotgan IPOlarda mahalliy vositachilar ko'pincha emitent bo'lgan davlat tashkilotining ma'muriy bosimi ostida ishlaydi yoki, aksincha, investorlar bazasining torligi sababli emissiyaning muvaffaqiyatsiz bo'lishidan cho'chib, aksiyalar narxini haddan tashqari tushirib yuborishadi. Bundan tashqari, milliy qonunchilikda anderrayterning allokatsiya jarayonidagi javobgarligi va mustaqil moliyaviy ekspertizaning me'yoriy maqomi to'liq aks ettirilmagan.

Ushbu muammolarni bartaraf etish uchun milliy amaliyotda E-IPO platformalari negizida aksiyalarni taqsimlashning shaffof, inson omilidan xoli algoritmik tizimini to'liq joriy etish zarur. Agar buyurtmalarni qabul qilish va allokatsiya jarayoni oldindan tasdiqlangan mezonlar asosida avtomatlashtirilsa, anderrayterlarning o'ziga yaqin investorlarga yon bosish imkoniyati yo'qoladi. Shuningdek, anderrayterlarning obro' reytingini (reputation ranking) yuritish va ularning o'tmishdagi IPOlarda belgilagan narxlar bilan ikkilamchi bozor narxlarini o'rtasidagi tafovutni muntazam e'lon qilib borish vositachilarning mas'uliyatini oshiradi.

XULOSA

Olib borilgan tadqiqot shuni ko'rsatadiki, IPO jarayonida anderrayterlar va emitentlar o'rtasidagi manfaatlar to'qnashuvi axborot assimetriyasi hamda noto'g'ri shakllantirilgan iqtisodiy rag'batlarning tabiiy oqibatidir. Ushbu institutsional ziddiyat aksiyalarning asossiz arzon sotilishiga, emitentning kapital yo'qotishiga va birlamchi bozorning umumiy samaradorligi pasayishiga zamin yaratadi.

Mazkur ziddiyatlarni yumshatish uchun anderrayterlar bilan tuziladigan shartnomalarda ko'p bosqichli rag'batlantiruvchi komissiya to'lovlarini joriy etish, emitentlar tomonidan mustaqil moliyaviy maslahatchilarni jalb qilish amaliyotini kengaytirish hamda aksiyalarni taqsimlashda shaffof raqamli algoritmlarni qo'llash lozim. Ushbu mexanizmlarning O'zbekiston kapital bozoriga tatbiq etilishi birlamchi bozor ishtirokchilari o'rtasida o'zaro ishonchni mustahkamlab, qimmatli qog'ozlarni adolatli fundamental narxda joylashtirishni kafolatlaydi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR:

1. O'zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi (2024). Birlamchi ommaviy takliflarni tashkil etish va anderrayterlik faoliyatini tartibga solish bo'yicha tahliliy hisobot. Toshkent: ILMA axborotnomasi.
2. Baron, D. P. (1982). A model of the investment banking contract and the pricing of new issues. *The Journal of Finance*, 37(4), 955–976.
3. Booth, J. R., & Smith, R. L. (1986). Capital raising, underwriting and the certification hypothesis. *Journal of Financial Economics*, 15(1–2), 261–281.
4. Loughran, T., & Ritter, J. R. (2002). Why don't issuers get upset about leaving money on the table in IPOs? *The Review of Financial Studies*, 15(2), 413–444.



5. Ljungqvist, A., & Wilhelm, W. J. (2003). IPO pricing in the dot-com bubble. *The Journal of Finance*, 58(2), 723–752.
6. Suyunov, B. E., & Karimov, N. G. (2023). Birlamchi qimmatli qog'ozlar bozorida anderrayting xizmatlari samaradorligini oshirish mexanizmlari. *Moliya va bank ishi*, 2(1), 54–62.
7. Shomirov, A. A. (2021). Aksiyalarni ommaviy joylashtirish (IPO) mexanizmlarini takomillashtirish orqali korporativ moliyalashtirish hajmini oshirish. *Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar*, 5(3), 112–120.