POST-IPO: LIKVIDLIK VA BOZOR KO‘RSATKICHLARINING TAHLILI

Shaxzod Saydullayev
Ph.D., Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti,
International School of Finance Technologies and Science
https://doi.org/10.5281/zenodo.14191869

Annotatsiya. *Mazkur maqola institutsional egalik va likvidlikning IPOdan keyingi bozor faoliyatiga ta’sirini korrelyatsiya va regressiya tahlillaridan foydalangan holda ikkita gipotezani sinab ko’rishga qaratilgan: 1) yuqori institutsional egalik IPOdan keyingi likvidlikning oshishiga va ishlashning yaxshilanishiga olib keladi va 2) yuqori likvidlik IPOdan keyingi bozor ko’rsatkichlariga ijobiy ta’sir qiladi. Natijalar shuni ko’rsatadiki, likvidlik ikkinchi gipotezani qo’llab-quvvatlab, IPOdan keyingi ko’rsatkichlarga sezilarli ta’sir qiladi. Biroq, institutsional egalik IPOdan keyingi ko’rsatkichlar bilan zaif va statistik jihatdan ahamiyatsiz munosabatga ega ekanligi aniqlandi, bu likvidlik muvaffaqiyatning muhimroq omili ekanligini ko’rsatadi. Ushbu natijalar IPOdan keyingi likvidlikni boshqarishning qimmatli qog’ozlar narxlarining barqarorligiga erishish va uzoq muddatli daromadlarni oshirishda muhimligi ta’kidlangan.*

Kalit so’zlar: *Post-IPO, likvidlik, institutsional egalik, bozor faoliyati, savdo hajmi, investorlarning xatti-harakati*

Kirish

Birlamchi ommaviy taklif (IPO) davlat mulkidan xususiy mulkga o’tayotgan kompaniyalar uchun muhim bosqichdir. IPO paytida kompaniya o’z aksiyalarini birinchi marta jamoatchilikka taklif qiladi, bu esa dastlabki investorlarga likvidlikni ta’minlash bilan birga kapitalni jalb qilish imkonini beradi. Moliyaviy bozorlar kontekstida likvidlik, aktivni, masalan, aksiyani, uning narxiga sezilarli ta’sir qilmasdan sotib olish yoki sotish qulayligini va tezligini anglatadi. IPO ning hayot sikli IPOdan oldingi va keyingi davrlarga bo’linib (1-rasm), IPO dan keyingi davr Post-IPO deb yuritiladi.



1-rasm. IPOning hayot fazalari (sikli)

IPOdan keyingi bozor samaradorligi odatda aksiya bahosi harakati, savdo hajmlari va kompaniyaning vaqt o’tishi bilan bozor kapitallashuvini saqlab qolish yoki oshirish qobiliyati kabi ko’rsatkichlar orqali baholanadi. IPOdan so’ng, kompaniyalar ko’pincha narxlarning o’zgaruvchanligini boshdan kechiradilar, chunki investorlar o’z taxminlarini o’zgartiradilar va kompaniyaning uzoq muddatli istiqbollarini baholaydilar. Shundan, likvidlik bozor faoliyatiga, ayniqsa qisqa muddatda qanday ta’sir qilishini tushunish - kompaniyaning insayderlari va investorlar uchun juda muhimdir. IPOdan keyingi likvidligi yuqori bo’lgan kompaniyalar odatda savdo faolligini va tranzaksiya xarajatlarini kamaytiradi, bu ularni institutsional va chakana investorlar uchun yanada jozibador qiladi.

Ushbu maqolaning maqsadi post-IPOda likvidlik va bozor ko’rsatkichlari o’rtasidagi bog’liqlikni, xususan, kompaniya birjaga chiqqandan keyin uning aksiyalari likvidligiga ta’sir

qiluvchi omillarni va bu omillar aksiya bahosi barqarorligiga, investor ishonchiga va uzoq muddatli qiymat yaratishga qanday ta'sir qilishini o'rganishdir. IPOdan keyingi likvidlik dinamikasini tushunish kompaniyalar qanday qilib uzoq muddatli o'sishni ta'minlash uchun zarur bo'lgan keng investor bazasini jalb qilishi va saqlab qolishi kerakligi haqidagi tushunchalarni paydo qiladi.

Adabiyotlar tahlili

IPOdan keyingi likvidlik nazariyalari

IPOdan keyingi likvidlik bozor samaradorligi va investorlarning xulq-atvoriga sezilarli ta'sir ko'rsatishi sababli moliyaviy adabiyotlarda keng o'rganiladigan sohadir. IPOdan so'ng likvidlik ko'pincha chiqarilgan aksiyalar soni, aktsiyadorlar bazasining hajmi va xilma-xilligi, institutsional investorlarning savdo faoliyati kabi omillarning ta'sir qilishi natijasida o'zgarib turadi. Amihud va Mendelson (1986) ga ko'ra, likvidlik muhim ahamiyatga ega, chunki u investorlar uchun tranzaksiya xarajatlarini kamaytiradi va aksiyalarni yanada jozibador qiladi. Qimmatli qog'ozlarni sotib olish va sotish qanchalik oson bo'lsa (ya'ni, u qanchalik likvidli bo'lsa), narxni manipulyatsiya qilish shunchalik past bo'ladi.

Bir qator tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, post-IPOda aksiyalar likvidligini yuqorilab ketishi institutsional investorlarning faolligiga bog'liq bo'ladi. Ellul va Pagano (2006) ta'kidlashicha, IPOdan keyingi likvidlik asosan institutsional investorlarning talabi bilan belgilanadi. Ushbu investorlar faol savdo va yirik pozitsiyalarni egallash orqali yanada barqaror likvidlikni ta'minlashga moyildirlar.

Bundan tashqari, Kaylning (1985) salbiy tanlov nazariyasi xaridorlar va sotuvchilar o'rtasida assimetrik ma'lumotlar mavjud bo'lganda likvidlik pasayishini ta'kidlaydi. Dastlabki investorlar yoki insayderlar kompaniyaning salohiyati haqida ko'proq ma'lumotga ega bo'lishi IPO sharoitida yetarlicha muammo bo'lib, bu IPOdan keyingi likvidlikka salbiy ta'sir ko'rsatadigan axborot assimetriyasiga olib keladi.

Bozor samaradorligi bo'yicha oldingi tadqiqotlar

IPOdan keyingi bozor faoliyati an'anaviy ravishda ikki bosqichda o'rganiladi: qisqa muddatli va uzoq muddatli. Qisqa muddatli ko'rsatkichlar ko'pincha past narxlarni o'z ichiga oladi, bu yerda dastlabki IPO narxi bozor qiymatidan pastroq o'rnatiladi, bu esa savdoning birinchi kunida aksiyalar narxining keskin ko'tarilishiga olib keladi. Loughran va Ritter (2002) bu hodisani tadqiq qilib, aksiyaning past bahosi birinchi kunning yuqori daromadlariga olib kelishini, lekin ko'pincha keyingi kunlarda yuqori volatillikka olib kelishini aniqlashgan.

Ritter (1991) kabi tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, uzoq muddatli istiqbolda, IPOlar odatda uch yildan besh yilgacha bo'lgan davrda bozorda past natijalarga erishadi. Kompaniyaning IPOdan keyingi faoliyati uning investorlarning kutganlarini qondirish qobiliyati, umumiy bozor sharoiti va likvidlikni qanchalik yaxshi boshqara olishi bilan bog'liq. Fama va French (2004) uzoq muddatli samaradorlikka kompaniyaning kapital tuzilishi, boshqaruv tizimi va bozor kayfiyati kabi omillar ta'sir ko'rsatishi mumkinligini ta'kidlagan.

IPOdan keyingi likvidlikka ta'sir etuvchi omillar

Aksiyalarning post-IPOdagi likvidligini bir necha omillar orqali aniqlash mumkin. Ellul va Pagano (2006) katta savdo hajmlari orqali barqaror likvidlikni ta'minlay oladigan institutsional investorlarning rolini, Aggarval (2000) aksiyadorlar bazasining hajmi va xilma-xilligi ham likvidlikka sezilarli ta'sir ko'rsatishini tadqiq qilishgan. "Kitlar" (yirik aksiyadorlar) va xilma-xil

aksiyadorlar bazasi odatda savdolarni tez-tez takrorlanishiga va buning natijasida yuqori likvidlikka olib keladi.

Bloklash davri, ya'ni insayderlar va dastlabki investorlar o'z aksiyalarini sotishlari cheklangan vaqt ham IPO jarayonida muhim rol o'ynaydi. Brav va Gompers (2003) tomonidan olib borilgan tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, bloklash muddatlarining tugashi likvidlikning vaqtinchalik o'sishiga olib kelishi mumkin, chunki insayderlar o'z aksiyalarini sotishni boshlaydilar, ammo bu ko'pincha taklifning ortishi tufayli aksiyalar narxining pasayishiga sabab bo'ladi.

Market-meykerlar va anderrayterlar ham savdoning dastlabki kunlarida likvidlikka ta'sir qiladi. Ritter va Welch (2002) ma'lumotlariga ko'ra, anderrayterlar aksiyalarning narxini qo'llab-quvvatlash va likvidlikni oshiradigan savdoni ta'minlash uchun aksiyalarni sotib olish kabi barqarorlashtirish faoliyati bilan shug'ullanishadi.

Normativ-huquqiy baza va birja qoidalari ham IPOdan keyingi likvidlikka ta'sir qilishi mumkin. Macey va O'Hara (2005) oshkoralik va hisobot talablari investorlar o'rtasidagi axborot assimetriyasini kamaytirish orqali likvidlikni yaxshilashga qanday yordam berishi mumkinligini o'rgangan.

Adabiyotlar tahlili shuni ko'rsatadiki, IPOdan keyingi likvidlik hamda qisqa va uzoq muddatli bozor ko'rsatkichlari o'rtasidagi aniq bog'liqlikni ko'rsatadi. Qisqa muddatli likvidlik investorning ishonchini oshiradi va tranzaksiya xarajatlarini kamaytiradi, uzoq muddatli likvidlik esa barqaror aksiya bahosini va kapitalga yaxshiroq kirishni ta'minlaydi va kompaniyaning bozor muvaffaqiyatiga hissa qo'shadi.

Tadqiqot metodologiyasi

Tadqiqotda institutsional egalik, likvidlik va IPOdan keyingi natijalar o'rtasidagi munosabatlarni o'rganish uchun statistik tahlil usullaridan, jumladan korrelyatsiya va regressiya tahlilidan foydalangan holda miqdoriy yondashuv qo'llanildi. Ma'lumotlar Stata dasturi yordamida tahlil qilindi.

Ma'lumotlar ommaviy moliyaviy manbalardan, xususan StockAnalysis.com veb-saytidan to'plangan. O'rganish sub'ekti sifatida 2020 va 2023 yillar oralig'ida IPO ga chiqqan 30 ta tasodifiy xorijiy kompaniyalar tanlab olingan. Post-IPO ko'rsatkichlarini tahlil qilish uchun biz quyidagi o'zgaruvchilarni ajratib oldik:

- Post-IPO samaradorligi (%)
- Institutsional egalik ulushi (%)
- Likvidlik o'lchovi (savdo hajmi)

Shunda bog'liq o'zgaruvchi sifatida - IPOdan keyingi samaradorlik (%) (IPOdan keyin ma'lum bir davr mobaynida aksiya bahosining foiz o'zgarishi) hamda mustaqil o'zgaruvchilar sifatida institutsional egalik (%) (IPO vaqtida institutsional investorlarga tegishli bo'lgan aksiyalarning ulushi) va likvidlik (savdo hajmi) (IPOdan keyingi davrda sotilgan aksiyalarning umumiy soni) tanlab olingan.

Tahlil va natijalar

Har bir IPO uchun post-IPO ko'rsatkichlari savdoning birinchi kuni oxiridagi yopilish narxidan IPOdan keyingi belgilangan davrgacha bo'lgan aksiyalar narxining foiz o'zgarishi sifatida hisoblab chiqildi. Institutsional egalik to'g'risidagi ma'lumotlar muomaladagi jami

aksiyalarning ulushi sifatida ifodalangan bo'lsa, likvidlik IPOdan keyingi davrdagi savdo hajmi bo'yicha hisoblangan.

Shunda regressiya tenglamasi quyidagicha modellashtirildi:

$$Y=\beta_0+\beta_1(Institutional\ Ownership)+\beta 2(Liquidity)+\epsilon$$

Bu yerda:

Y – post-IPO samaradorligini,

β_0 – (beta nol) regressiya tenglamasida X o'zgaruvchisi 0 bo'lganda Y qiymati qanchaligini ko'rsatadigan qiymatni,

β_1 va β_2 mos ravishda institutsional egalik va likvidlik koeffitsientlarini,

ϵ - standart xatolikni ifodalaydi.

Tadqiqot oldiga qo'yilgan gipotezalar regressiya natijalari asosida tekshirildi:

H1: Yuqori institutsional egalik post-IPOda likvidlikning oshishiga va samaradorlikning yaxshilanishiga olib keladi.

H2: post-IPOda yuqori likvidlik bozor faoliyatiga ijobiy ta'sir qiladi.

Post-IPO samaradorligi institutsional egalik va likvidlik o'rtasidagi korrelyatsiya tahlili quyidagi munosabatlarni aniqladi:

	Post-IPO samaradorligi (%)	**Institutsional egalik (%)**	**Likvidlik (Savdo hajmi)**
Post-IPO samaradorligi (%)	**1.000**	0.184	0.427
Institutsional egalik (%)	0.184	**1.000**	0.260
Likvidlik (Savdo hajmi)	0.427	0.260	**1.000**

Institutsional egalik va post-IPO samaradorligi: yuqori institutsional egalik va post-IPO samaradorligi o'rtasidagi zaif ijobiy korrelyatsiyasi mavjudligini ko'rsatadi.

Likvidlik va post-IPO samaradorligi: 0,43 koeffitsientga teng bo'lgan o'rtacha ijobiy korrelyatsiya mavjudligini hamda likvidlik post-IPO samaradorligi bilan bog'liqligini ko'rsatadi.

Institutsional egalik va likvidlik: bu ma'lumotlar to'plamida institutsional egalik likvidlik bilan kuchli bog'liq emasligini (0,26) ko'rsatadi.

Korrelyatsion tahlil natijalari regression tahlil asosida qayta tahlil qilinib, quyidagicha natijalarga erishildi:

Coef.	**Estimate**	**St. Err.**	**t-value**	**p-value**	**[95% Conf.**	**Interval]**
Constant	-11.5718	12.393	-0.934	0.359	-37.000	13.856
X1	0.0844	0.194	0.435	0.667	-0.314	0.483
X2	0.000 03164	0.0 00014	2.265	0.032*	0.000 00297	0.00 00603

R-squared	0.1	Prob>F (F-statistic)	0.06
Adjusted R-squared	88 0.1	The number of obs.	01 30
F-test	28		237.
Akaike crit. (AIC)	3.1 26 233 .1	Bayesian crit. (BIC)	3

R-kvadrat qiymati: 0,188, ya'ni IPOdan keyingi natijalardagi o'zgarishlarning 18,8% institutsional egalik va likvidlik bilan izohlanishi mumkin.

Institutsional egalik: institutsional egalik koeffitsienti 0,0844 teng bo'lib, p-qiymati 0,667 da uning ta'siri ushbu tahlilda statistik ahamiyatga ega emasligini ko'rsatadi.

Likvidlik: likvidlik koeffitsienti 3,16e-05, p-qiymati 0,032, bu natija statistik ahamiyatga ega bo'lib, yuqori savdo hajmi (likvidlik) post-IPO samaradorligiga ijobiy ta'sir qilishini anglatadi.

Natijalar 2-gipotezani qo'llab-quvvatlab, IPOdan keyingi yuqori likvidlik bozor faoliyatiga ijobiy ta'sir qilishini ko'rsatdi. Shu bilan birga, 1-gipoteza (institutsional mulkchilikning post-IPO samaradorligiga ta'siri) ma'lumotlar bilan kuchli qo'llab-quvvatlanmadi hamda institutsional mulkchilik va post-IPO samaradorligi o'rtasidagi munosabatlar zaif va statistik jihatdan ahamiyatsiz ekanligi aniqlandi.

Xulosa

Ushbu tadqiqotda 2020 va 2023 yillar oralig'ida 30 ta tasodifiy tanlangan IPO ma'lumotlaridan foydalangan holda IPOdan keyingi samaradorlik, institutsional egalik va likvidlik o'rtasidagi bog'liqlikni o'rganib chiqdik. Natijalar IPOdan keyingi bozorda ushbu omillarning o'zaro ta'siri haqida asosiy tushunchalarni taqdim etdi.

Tadqiqot doirasida o'tkazilgan tahlil natijalari 2-gipotezani qo'llab-quvvatlab, post-IPOda yuqori likvidlik bozorning yaxshilanishiga sezilarli hissa qo'shishini ko'rsatdi. Bu esa savdo hajmi faolroq bo'lgan kompaniyalar birjaga chiqqandan keyin kuchliroq narx barqarorligi va ijobiy daromadga ega bo'lishini anglatadi. Likvidlik narxlarning samarali ochilishini ta'minlash, o'zgaruvchanlikni kamaytirish va investorlarning qiziqishini jalb qilishda hal qiluvchi rol o'ynaydi hamda pirovardida qimmatli qog'ozlar bozoridagi kompaniya ko'rsatkichlarini oshiradi. Shu bilan birga tahlil natijalari 1-gipotezani qo'llab-quvvatlamadi. Tahlil institutsional egalik va post-IPO ko'rsatkichlari o'rtasida zaif va statistik jihatdan ahamiyatsiz munosabatni aniqladi. Garchi institutsional investorlar bozorning muhim ishtirokchilari bo'lsalar-da, ularning egaligi qisqa muddatda likvidlikning oshishiga yoki bozor ko'rsatkichlarining yaxshilanishiga olib kelishi shart emas. Bu IPOdan keyingi natijalarni shakllantirishda bozor sharoitlari, investorlarning kayfiyati va anderrayterni qo'llab-quvvatlash sifati kabi boshqa omillar ham muhim rol o'ynashini anglatadi.

Umuman olganda, ushbu tadqiqot IPOdan keyingi muvaffaqiyatning asosiy omili sifatida likvidlik muhimligini ta'kidlaydi hamda IPOga tayyorlanayotgan kompaniyalar o'zlarining IPOdan keyingi bozor faoliyatini optimallashtirish uchun likvidlikni oshirish strategiyalarini ko'rib chiqishlari kerakligini taklif qiladi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati

1. Amihud, Y., & Mendelson, H. (1986). Asset pricing and the bid-ask spread. Journal of Financial Economics, 17(2), 223-249.
2. Aggarwal, R. (2000). Stabilization activities by underwriters after initial public offerings. The Journal of Finance, 55(3), 1075-1103.
3. Aggarwal, R., Krigman, L., & Womack, K. L. (2002). Strategic IPO underpricing, information momentum, and lockup expiration selling. Journal of Financial Economics, 66(1), 105-137.
4. Brav, A., & Gompers, P. A. (2003). The role of lockups in initial public offerings. The Review of Financial Studies, 16(1), 1-29.
5. Brockman, P., & Chung, D. Y. (2003). Investor protection and firm liquidity. The Journal of Finance, 58(2), 921-937.
6. Butler, A. W., Grullon, G., & Weston, J. P. (2005). Stock market liquidity and the cost of issuing equity. Journal of Financial and Quantitative Analysis, 40(2), 331-348.
7. Ellul, A., & Pagano, M. (2006). IPO underpricing and aftermarket liquidity. The Review of Financial Studies, 19(2), 381-421.
8. Fama, E. F., & French, K. R. (2004). New lists: Fundamentals and survival rates. Journal of Financial Economics, 73(2), 229-269.
9. Kyle, A. S. (1985). Continuous auctions and insider trading. Econometrica: Journal of the Econometric Society, 53(6), 1315-1335.
10. 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.
11. Macey, J. R., & O'Hara, M. (2005). The law and economics of best execution. Journal of Financial Intermediation, 14(2), 188-210.
12. Michaely, R., & Shaw, W. H. (1994). The pricing of initial public offerings: Tests of adverse-selection and signaling theories. The Review of Financial Studies, 7(2), 279-319.
13. Pástor, Ľ., Taylor, L. A., & Veronesi, P. (2009). Entrepreneurial learning, the IPO decision, and the post-IPO drop in firm profitability. The Review of Financial Studies, 22(8), 3005-3046.
14. Ritter, J. R. (1991). The long-run performance of initial public offerings. The Journal of Finance, 46(1), 3-27.
15. Ritter, J. R., & Welch, I. (2002). A review of IPO activity, pricing, and allocations. The Journal of Finance, 57(4), 1795-1828.