

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TERMIZ DAVLAT UNIVERSITETI

XURRAMOV ESHMAMAT XUDOYBERDIYEVICH

**AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING KORPORATIV QIMMATLI
QOG‘OZLARINING BOZOR QIYMATINI BAHOLASH AMALIYOTINI
TAKOMILLASHTIRISH**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi

AVTOREFERATI

Toshkent – 2025

**Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati
mundarijasi**

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

**Content of the dissertation abstract of the Doctor of Philosophy (PhD) in
Economic Sciences**

Xurramov Eshmamat Xudoyberdiyevich

Aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash amaliyotini takomillashtirish..... 3

Хуррамов Эшмамат Худойбердиевич

Совершенствование практики оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ..... 27

Xurramov Eshmamat Xudoyberdiyevich

Improvement of the practice of assessing the market value of corporate securities of joint-stock companies..... 51

E'lon qilingan ishlar ro'uxati

Список опубликованных работ

List of published works..... 56

**TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI ILMIY DARAJALAR BERUVCHI
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI ILMIY KENGASH**

TERMIZ DAVLAT UNIVERSITETI

XURRAMOV ESHMAMAT XUDOYBERDIYEVICH

**AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING KORPORATIV QIMMATLI
QOG‘OZLARINING BOZOR QIYMATINI BAHOLASH AMALIYOTINI
TAKOMILLASHTIRISH**

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

Iqtisodiyot fanlari bo‘yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi

AVTOREFERATI

Toshkent – 2025

Falsafa doktori (Doctor of Philosophy) dissertatsiyasi mavzusi Oliy attestatsiya komissiyasi tomonidan B2024.1.PhD/Iqt3814 raqam bilan ro'yxatga olingan.

Dissertatsiya Termiz davlat universitetida bajarilgan.

Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezyume)) Ilmiy kengash veb-sahifasi (www.bfa.uz) va "ZiyoNet" axborot ta'lim portali www.ziynet.uz manziliga joylashtirilgan.

Ilmiy maslahatchi:	Xudoyqulov Xurshid Xurramovich iqtisodiyot fanlari doktori, professor
Rasmiy opponentlar:	Ismailov Alisher Agzamovich iqtisodiyot fanlari doktori, dotsent Xo'jamurodov Asqar Jalolovich iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD), dotsent
Yetakchi tashkilot:	Toshkent Kimyo xalqaro universiteti

Dissertatsiya himoyasi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi ilmiy darajalar beruvchi DSc.03/10.12.2019.I.16.01 raqamli ilmiy kengashning 2025-yil "___" _____ kuni soat ___ dagi majlisida bo'lib o'tadi. Manzil: 100066, Toshkent shahri, Islom Karimov ko'chasi, 49-y. Tel.: (0 371) 239-28-71, faks: (0371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

Dissertatsiya bilan Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (___raqam bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100066, Toshkent shahri Islom Karimov ko'chasi, 49-uy. Tel.: (0371) 239-28-71, faks: (0 371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

Dissertatsiya avtoreferati 2025-yil «___» _____ kuni tarqatildi.

(2025-yil «___» _____ dagi № ___ raqamli reestr bayonnomasi).

S.U.Mexmonov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash raisi, i.f.d., professor

U.V.Gafurov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash ilmiy kotibi i.f.d., professor

S.K.Xudoyqulov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash qoshidagi ilmiy seminar raisi, i.f.d., professor

KIRISH (falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi annotatsiyasi)

Dissertatsiya mavzuning dolzarbligi va zarurligi. Hozirgi kunda dunyo iqtisodiyotida integratsiya jarayonlari jadal sur'atlarda chuqurlashib borayotgan sharoitda, yirik institutsional moliya institutlari o'z kapital resurslarini o'sish potentsiali taraqqiy etgan davlatlarnikidan yuqori bo'lgan rivojlanayotgan mamlakatlar iqtisodiyotiga yo'naltirmoqda. Rivojlanayotgan mamlakatlarga sarmoya oqimlari tez sur'atda oshib borayotganiga qaramay, kapital bozorlarining kapitallashuv darajasi, axborot shaffofligi, korporativ qimmatli qog'ozlar bozorining likvidligi, qimmatli qog'ozlar narxlarining volatilligi hamda oldi-sotdi bilan bog'liq tranzaksion xarajatlarning yuqoriligi kabi omillar aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini bozor qiymati bo'yicha baholashda ilg'or usullarni qo'llash ehtiyojini kuchaytirmoqda. Masalan, 2024-yilda kapital bozori kapitallashuvining yalpi ichki mahsulotga nisbati Tayvanda 289,2 foiz, Tailandda 104,2, Janubiy Koreyada 90,4, Indoneziyada 55,7, Turkiyada 30,9 va Polshada 42,3 foizni tashkil etdi¹. Bu esa, o'z navbatida, korporativ qimmatli qog'ozlarni riskni yetarlicha inobatga olgan holda zamonaviy baholash usullari orqali aniqlash zarurligini yaqqol tasdiqlaydi.

Rivojlanayotgan mamlakatlarga investitsiya oqimining izchil o'sishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozori qiymatini baholashda zamonaviy usullardan foydalanish taqozo etmoqda. Xususan, aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini bozori qiymatini baholashda tizimli va tizimsiz risklarni aniqlash, aksiyalar bozor qiymatini, obligatsiyalar bozor qiymatini aniqlashda dividend diskont usulidan, erkin pul oqimlari usulidan, kapital aktivlarni baholash usulidan, absolyut va nisbiy baholash usullaridan foydalangan holda korporativ qimmatli qog'ozlarning bozor qiymatini baholash hamda aksiyadorlik jamiyatlarini korporativ qimmatli qog'ozlar bozor qiymatini baholashga ta'sir etuvchi omillarni makro va mikro darajadagi ta'sirini aniqlash bo'yicha ilmiy izlanishlar olib borishni taqozo etadi.

Hozirgi kunda davlat ulushi yuqori bo'lgan aksiyadorlik jamiyatlarining qimmatli qog'ozlarini erkin savdo chiqarish orqali kapital bozorini rivojlantirish borasida keng qamrovli ishlar amalga oshirilmoqda. Jumladan, so'nggi yillarda mamlakatda aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini emissiya qilish va erkin kapital bozorida savdosini ta'minlash maqsadida institutsional asoslar yaratildi. Shu sababli, 2022–2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasida "Iqtisodiyotda moliyaviy resurslarni ko'paytirish maqsadida kelgusi besh yilda fond bozori aylanmasini 200 million AQSH dollaridan 7 milliard AQSH dollariga yetkazish"² vazifasi alohida belgilab berilgan. Bu esa, o'z navbatida, aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash bo'yicha usullardan foydalanish ikmoniyati beradi.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2021-yil 13-apreldagi PF-6207-sonli "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida", 2022-yil

¹ https://www.ceicdata.com/en/indicator/market-capitalization--nominal-gdp?utm_source

² O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "2022-2026-yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi to'g'risida"gi farmoni. PF-60-son, 2022-yil 28-yanvar.

25-avgustdagi PF-186-son “Strategik davlat aktivlarini xususiylashtirishni jadallashtirish va davlat ishtirokini qisqartirish bo‘yicha qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”, 2022-yil 14-dekabrda PF-256-sonli “Davlat ishtirokidagi korxonalarni isloh qilish va ularning faoliyati samaradorligini oshirish bo‘yicha qo‘shimcha chora-tadbirlar to‘g‘risida”gi farmonlari, 2021-yil 13-apreldagi PQ-5052-son “Kapital bozorini yanada rivojlantirish va investitsiya muhitini yaxshilash chora-tadbirlari to‘g‘risida”, 2022-yil 25-avgustdagi PQ-3666-son “Davlat aktivlarini samarali boshqarish va ularni xususiylashtirishning yangi bosqichi bo‘yicha chora-tadbirlar to‘g‘risida”, 2023-yil 24-martdagi PQ-102-son “Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida” hamda 2024-yil 5-yanvardagi PQ-2-son “Kapital bozorini liberallashtirish va IPO jarayonlarini jadallashtirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarorlari va sohaga oid boshqa me‘yoriy-huquqiy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishda ushbu dissertatsiya tadqiqoti muayyan darajada xizmat qiladi.

Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo‘nalishlariga mosligi. Mazkur dissertatsiya tadqiqoti respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining I. “Demokratik va huquqiy jamiyatni ma‘naviy-axloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirish” ustuvor yo‘nalishiga muvofiq holda bajarilgan.

Muammoning o‘rganilganlik darajasi. Aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog‘ozlarining bozor qiymatini baholashning ilmiy-nazariy, uslubiy va amaliy muammolari G.Markovis, J.Tobin, U.Sharp, J.Linter, YA.Mosin, J.V.Duglas, M.E.Blyum, F.Blek, M.Jensen, M.Skoulz, J.Makbet, S.Basu, R.Benz, D.Ctantman, B.Rozenberg, R.Merton, S.Ross, J.Kempbell, E.Fama, K.French, T.Assefa, O.Eskida va A.Mollik kabi olimlarning ilmiy ishlarida tadqiq etilgan³.

³ Harry Markowitz (1952). “Portfolio Selection” *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. pp. 77-91; Tobin.J. (1958). Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk. *The Review of Economic Studies*, Vol.25, No.2, pp.65-86; Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, Vol.19, No.3, pp. 425–442; Lintner, J. (1965). The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, Vol.47, No.1, pp.13-37 ;Mossin. J (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market, Vol.34, No 4, pp.768-783; Douglas, G.W. (1969), “Risk in the Equity Markets: An Empirical Appraisal of Market Efficiency”, *Yale Economic Essays*, Vol.9, No.1, pp 3-45; Blume, M.E., (1970). Portfolio theory: A step toward its practical application. *Journal of Business*, Vol. 43, No.1, pp. 152-173; Black, F., Jensen, M., and Scholes, M. (1972) *The Capital Asset Pricing Model: Some empirical tests. Studies in the Theory of Capital Markets*. Ed. New York: Praeger Publishers; Fama, E.F. and MacBeth, J.D. (1973) ‘Risk, return and equilibrium: empirical tests’, *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, No.3, pp. 607–636; Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price–Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, *Journal of Finance*, Vol.32, No.1, pp. 663–682; Banz, R. W. (1981). The Relationship between Return and Market Value of . Common Stock, *Journal of Financial Economics*, Vol.9, No.1, pp. 3–18; Stattman, D. (1980) *Book Values and Stock Returns*, *The Chicago MBA: A Journal of Selected papers*, Vol. 4, No.1, pp.25–45; Rosenberg, B., Reid, K. and Lanstein, R. (1985) Persuasive evidence of market inefficiency, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 11, No. 3, pp.9–17; Robert C. Merton (1973). An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. *Econometrica*, Vol. 41, No. 5, pp. 867-887; Ross, Stephen A., (1976). “The arbitrage theory of capital asset pricing”, *Journal of Economic Theory* Vol.13, No.3, pp. 341-360; Campbell, John Y. 1993. Intertemporal asset pricing without consumption data. *American Economic Review* 83(3): pp. 487-512; Fama, E., & French, K. (1993). “Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*”, Vol.33, No.1, 3-56 ;Assefa. T.A, Esqueda.A.O, Mollick.A.V (2017). Stock returns and interest rates around the World: A panel data approach. *Journal of Economics and Business*, Vol.89, No.1, pp.20-35

Mazkur olimlarning ilmiy tadqiqot ishlarida aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash bo'yicha mavjud muammolar yoritilgan. Xususan, G.Markovis zamonaviy portfel nazariyasida ilk bor korporativ qimmatli qog'ozlarning bozor qiymati bo'yicha tadqiqot olib borgan. Shuningdek, U.Sharp esa, aksiyadorlik jamiyatlarini aksiyalarining bozor qiymatini baholashda bozor indeksini inobatga olgan holda baholash mexanizmini takomillashtirgan. Keyinchalik, aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash nazariyasi yuzasidan qator iqtisodchi olimlar o'rtasida turli munozarali holatlar kuzatilgan bo'lib, ularni hal etishda E.Fama va K.French tomonidan amalga oshirilgan tadqiqotlar muhim ahamiyat kasb etadi. Ular o'zlari ilgari surgan nazariyada aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholashga bozor indeksidan tashqari boshqa bir qator omillar ham ta'sir qilishini tadqiqotlarida isbotlab berganlar.

Aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholashning nazariy, uslubiy va amaliy jihatlari o'zbekistonlik iqtisodchi olimlar Sh.Sh.Shoxa'zamiy, L.I.Butikov, M.B.Xamidulin, N.G'.Karimov, X.A.Qurbonov, U.A.Burxonovlar, tomonidan ham amalga oshirilgan⁴.

Chunonchi, Sh.Sh.Shoxa'zamiy aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini bozor qiymatini aniqlashda aktivlarni baholash modellari nazariyasidan foydalanish maqsadga muvofiq, deb ta'kidlasa, N.G'.Karimov esa o'z tadqiqotida aktivlarni baholash nazariyasini tadqiq qilib, bugungi kunda amaliyotda G.Markovis nazariyasiga nisbatan U.Sharp nazariyasining samaradorliroq ekanligini e'tirof etadi.

X.A.Qurbonovning tadqiqotida moliyaviy aktivlarni baholash modelining kompaniyalar kapitali qiymatini baholash va uning doirasida amalga oshirilgan investitsiya loyihalari uchun talab qilinadigan daromad darajasini aniqlashda muhim amaliy ahamiyatga ega ekanligini ta'kidlagan.

Yuqorida qayd etib o'tilgan iqtisodchi olimlarning ilmiy izlanishlarida aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini bozor qiymatini baholash masalalari nazariy jihatdan yoritib berilgan bo'lsa-da, biroq mamlakatimiz korporativ qimmatli qog'ozlarni turli xildagi ta'sir etuvchi omillarni inobatga olgan holda baholash bo'yicha yetarlicha o'rganilmaganligi mazkur tadqiqot mavzusining tanlanishiga asos bo'ldi.

Dissertatsiya mavzusining dissertatsiya bajarilgan oliy ta'lim muassasasi ilmiy tadqiqot ishlari bilan bog'liqligi. Dissertatsiya mavzusi Toshkent davlat iqtisodiyot universitetining ilmiy tadqiqot ishlari rejasiga muvofiq 2020-2025-

⁴ Шохазамий Ш.Ш. “Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане”. Автореферат Т; 2011г, 1-42 с.; Шохазамий Ш.Ш. “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” дарслик Т., ТФИ. 2012, бет-440.; Бутиков Л.И. “Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане” Автореферат Т.,-2008, 1-41 с.; Бутиков Л.И. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001-472 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008, – 204 с.; Каримов. Н.Ф “Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестицияларни молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш муаммолари” Автореферат, Т,- 2007, 1-40-бет.; Каримов Н.Ф. ва Хожиматов Р.Х. Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш: Дарслик. –Т.: ТДИУ, 2011, 771-787-бет.; Курбанов Х.А. “Корпоративные финансы” Тошкент “Иқтисод-Молия” 2007, 184-бет.; Бурхонов У.А. “Investment valuation in emerging markets: opportunities & specific factors” “Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали. № 7, 2013 1-9-б.

yillarga mo'ljallangan "Iqtisodiyotni modernizatsiya qilish sharoitida moliya, bank va hisob tizimini muvofiqlashtirishning ilmiy asoslari" mavzusidagi ilmiy loyiha doirasida bajarilgan.

Tadqiqotning maqsadi aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash amaliyotini takomillashtirish bo'yicha ilmiy-uslubiy asoslangan taklif va amaliy tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

Tadqiqotning vazifalari:

aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini baholashning ilmiy-nazariy asoslarini tadqiq etish;

O'zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini baholashni amalda tadqiq etish;

O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining bozor qiymatini baholash amaliyotini takomillashtirish yo'llarini tadqiq etish;

aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlari qiymatiga ta'sir etuvchi omillar va ularni ekonometrik modellashtirish;

O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari obligatsiyalari qiymatini baholash usulini takomillashtirish bo'yicha ilmiy asoslangan takliflar va tavsiyalar ishlab chiqish.

Tadqiqotning obyekti bo'lib aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini bozor qiymatini baholash jarayoni hisoblanadi.

Tadqiqotning predmetini aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash jarayonida yuzaga keluvchi iqtisodiy munosabatlar tashkil etadi.

Tadqiqotning usullari. Tadqiqot vazifasini hal etishda ilmiy abstraksiyalash, empirik, iqtisodiy-matematik modellashtirish, statistik ma'lumotlarni guruhlash, solishtirma tahlil, tanlanma kuzatuv, korrelyatsion va regression tahlil usullaridan foydalanilgan.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi quyidagilardan iborat:

aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining fond bozoridagi target qiymatini aniqlashda chegirmaviy pul oqimlari usulidan foydalanish orqali diskont stavkani belgilash chegarasi ($20\% \leq DS \leq 30\%$) asoslangan;

aksiyadorlik jamiyatlariga jalb qilingan qarz qiymatini aniqlashda jalb qilingan kreditlar va emissiya qilingan korporativ obligatsiyalarni inobatga olgan holda qarz koeffitsiyentining maqbul qiymati ($Dr \leq 0,5$) taklif qilingan;

davlat ulushi 50 foizdan yuqori bo'lgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini "bitta aksiya – bitta lot" tamoyili asosida bozor qiymatini aniqlash orqali ommaviy savdolarga chiqarish taklifi asoslangan;

O'zbekiston aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalari bozor qiymati o'sishining panel ma'lumotlarga ko'ra regression ekonometrik modellar asosida 2030-yilga qadar prognoz ko'rsatkichlari ishlab chiqilgan.

Tadqiqotning amaliy natijasi quyidagilardan iborat:

aksiyadorlik jamiyatlarining investitsion salohiyatini va moliyaviy resurslarni jalb qilish imkoniyatini hamda qo'shilgan kapitalning o'sish potensialini aniqlash imkonini berildi;

aksiyadorlik jamiyatlarining aktivlari ortishiga jalb qilingan qarzning ta'siri qanchalik ekanligini va jamiyatlarning faoliyati bilan bog'liq risklarning qanchalik

ekanligini hamda qarz instrumentlari orqali jamiyatlarning faoliyatini moliyalashtirishning yuqori va past chegarasini aniqlash imkoni berildi;

aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini ommaviy savdoga chiqarilayotganida bozor qiymatni aniqlash va jamiyatlarga investorlarni jalb qilish hamda aksiyalar paketini bozorga joylashtirishni tezlashtirish imkoni berildi;

aksiyadorlik jamiyatining kapital rentabellik, aktivlar rentabelligi, qarz kapitali hamda jamiyat sof foydasining ta'sir darajasi va o'sish dinamikasini baholash imkonin yaratildi.

Tadqiqot natijalarining ishonchliligi. Tadqiqot natijalarining ishonchliligi yetakchi iqtisodchi olimlarning fond bozorlari aktivlarini baholash bo'yicha ilmiy-nazariy qarashlarini qiyosiy va tanqidiy tahlil qilish, ilg'or xorij tajribasini o'rganish va umumlashtirish, aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash ekspert natijalari hamda milliy va xalqaro nufuzli tashkilotlarning rasmiy manbalariga asoslanganligi, jumladan, O'zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va moliya vazirligining va "Toshkent" Respublika fond birjasining statistik ma'lumotlariga asoslanib jarayonni tahlil etish orqali xulosalar qilinganligi bilan belgilanadi.

Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati. Tadqiqot natijalarining ilmiy ahamiyati O'zbekistonda moliya bozorini yaqin va o'rta istiqbolga mo'ljallangan rivojlantirish strategiyasida aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini bozor qiymatini baholash mexanizmini takomillashtirishga oid ilmiy tadqiqotlarni amalga oshirishda foydalanish mumkinligi bilan izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining amaliy ahamiyati moliya bozorini rivojlantirish kontsepsiyasini ishlab chiqish hamda moliya bozorini rivojlantirishda foydalanish, shuningdek, fond bozoriga mahalliy hamda xorijiy investorlarning bo'sh turgan pul mablag'larini jalb qilish maqsadida qabul qilinadigan qonun va qonun osti hujjatlari, mamlakat Prezidentining farmonlari, qaror va farmoyishlari, Vazirlar Mahkamasining qarorlari va sohaga oid boshqa me'yoriy hujjatlarni ishlab chiqishda qo'llash mumkinligi bilan belgilanadi.

Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi. Aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash mexanizmini takomillashtirish bo'yicha ishlab chiqilgan ilmiy taklif hamda tavsiyalar asosida:

aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining fond bozoridagi target qiymatini aniqlashda chegirmaviy pul oqimlari usulidan foydalanish orqali diskont stavkani belgilash chegarasi ($20\% \leq DS \leq 30\%$)ni asoslash taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 19-apreldagi PQ-162-sonli "Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida"gi qarorining bajarilishida qo'llanilgan ("Sharg'unko'mir" aksiyadorlik jamiyatining 2025-yil 9-apreldagi №01-700-sonli ma'lumotnomasi). Mazkur taklifni amaliyotga joriy qilinishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlarining investitsion salohiyatini va moliyaviy resurslarni jalb qilish imkoniyatini hamda qo'shilgan kapitalni o'sish potensialini aniqlash imkonini bergan;

aksiyadorlik jamiyatlariga jalb qilingan qarz qiymatini aniqlashda jalb qilingan kreditlar va emissiya qilingan korporativ obligatsiyalarini inobatga olgan holda qarz koeffitsiyentining maqbul qiymati ($Dr \leq 0,5$) taklifi O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 19-apreldagi PQ-162-sonli "Iqtisodiyotda

davlat ishtirokini qisqartirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarorning bajarilishida qo‘llanilgan (“Sharh‘unko‘mir” aksiyadorlik jamiyatining 2025-yil 9-apreldagi №01-700-sonli ma’lumotnomasi). Mazkur taklifni amaliyotga joriy qilinishi aksiyadorlik jamiyatlarining aktivlari ortishiga jalb qilingan qarzni ta’siri qanchalik ekanligini va jamiyatlarining faoliyati bilan bog‘liq risklarni qanchalik ekanligini hamda qarz instrumentlari orqali jamiyatlarining faoliyatini moliyalashtirish yuqori va past chegarasini aniqlash imkonini bergan;

davlat ulushi 50 foizdan yuqori bo‘lgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini “bitta aksiya – bitta lot” tamoyili asosida bozor qiymatini aniqlash orqali ommaviy savdolarga chiqarish taklifi O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 19-apreldagi PQ-162-sonli “Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarorning bajarilishida qo‘llanilgan (“Sharh‘unko‘mir” aksiyadorlik jamiyatining 2025-yil 9-apreldagi №01-700-sonli ma’lumotnomasi). Mazkur taklifning amaliyotga joriy qilinishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalari ommaviy savdoga chiqarilayotganida bozor qiymatini aniqlash va jamiyatlarga investorlarni jalb qilish hamda aksiyalar paketini bozorga joylashtirishni tezlashtirish imkonini bergan;

O‘zbekiston aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalari bozor qiymati o‘shining panel ma’lumotlarga ko‘ra regression ekonometrik modellari asosida 2030-yilga qadar ishlab chiqilgan prognoz ko‘rsatkichlari bo‘yicha taklif O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2024-yil 19-apreldagi PQ-162-sonli “Iqtisodiyotda davlat ishtirokini qisqartirishning qo‘shimcha chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi qarorning bajarilishida qo‘llanilgan (“Sharh‘unko‘mir” aksiyadorlik jamiyatining 2025-yil 9-apreldagi №01-700-sonli ma’lumotnomasi). Mazkur taklifni amaliyotga joriy qilinishi natijasida aksiyadorlik jamiyatning kapital rentabellik, aktivlar rentabellik, qarz kapitali hamda jamiyatning sof foydasini ta’sir darajasi va o‘shish dinamikasiga baho berish imkoni yaratilgan.

Tadqiqot natijalarining aprobatyasi. Mazkur tadqiqot natijalari, 2 ta xalqaro va 2 ta respublika ilmiy-amaliy anjumanlarida muhokamadan o‘tkazilgan.

Tadqiqot natijalarining e’lon qilinganligi. Dissertatsiya mavzusi bo‘yicha 10 ta ilmiy ishlar, shundan 3 ta mahalliy jurnallarda, 3 ta xalqaro jurnallarda maqola va tezislari, 4 ta ma’ruza tezislari chop qilingan.

Dissertatsiyaning hajmi va tuzilishi. Dissertatsiya kirish, uchta bob, 8 ta paragraf, xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro‘yxati va ilovalardan iborat. Dissertatsiyaning umumiy hajmi 143 betdan iborat.

DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

Kirish qismida dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati asoslangan, tadqiqotning maqsadi va asosiy vazifalari, obyekt va predmeti shakllantirilgan, respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo‘nalishlariga bog‘liqligi ko‘rsatilgan, tadqiqotning ilmiy yangiligi va amaliy natijalari bayon qilingan, olingan natijalarning ilmiy va amaliy ahamiyati yoritib berilgan, tadqiqot

natijalarini amaliyotga joriy qilishning sinovdan o'tganligi, nashr etilgan ishlar va dissertatsiya tuzilishi bo'yicha ma'lumotlar keltirilgan.

Dissertatsiyaning **“Aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholashning nazariy-uslubiy asoslari”** deb nomlangan birinchi bobida aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash bo'yicha ilmiy-nazariy qarashlar evolyutsiyasi, aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash modellari ilmiy-nazariy yondashuvlar va qiyosiy tahlili, O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini bozor qiymatini baholashning tashkiliy-huquqiy asoslari ilmiy-nazariy va uslubiy jihatdan ochib berilgan.

O'tgan asrning 30-yillarida xorijlik iqtisodchi olim Bendjamin Gremning **“Qimmatli qog'ozlar tahlili”** kitobida aktivlarni baholash usullariga to'xtalib o'tilgan. Uning fikricha, kompaniyaning investitsion qiymatini aniqlashga mazkur kompaniyaning korporativ qimmatli qog'ozlarini qiymati baholanishi qiymat ekvivalenti nuqtai nazaridan juda yaqin bo'ladi deb ta'kidlaydi. Keyingi yillarda moliya bozorlardagi o'zgarishlar korporativ qimmatli qog'ozlarni baholashda kapital bozor qiymatidan foydalanishni taqozo etdi. Shuni inobatga olgan holda Bendjamin Grem kompaniyasi aksiyalarining bozor qiymatini mazkur kompaniya moddiy aktivlarining bozor qiymati orqali baholashni ko'rsatdi.

Yana bir xorijlik iqtisodchi olim Djon Berr Uilyams esa, kompaniya korporativ qimmatli qog'ozlarini baholashda chegirmaviy pul oqimlari usulidan foydalanishga o'zining **“investitsion qiymat nazariyasi”** kitobida to'xtalib, korporativ qimmatli qog'ozlarni baholashda chegirmaviy pul oqimlaridan foydalanish samaradorligini isbotlab berdi. Muallifning tadqiqotiga ko'ra, chegirmaviy pul oqimlari nazariyasida uchta model muhim o'rin tutadi. Jumladan, kompaniyaning korporativ qimmatli qog'ozlarini baholashda chegirmaviy dividend modellari (Dividend discount models), erkin chegirmaviy pul oqimlari modellari (Free cash flow discount models) va qoldiq daromadlar (Residual income models) modellaridan foydalanish nazarda tutiladi. Mazkur modellarning hisoblanishi turlicha bo'lishiga qaramasdan, nazariy jihatdan kompaniya kapitalidan kutilayotgan chegirmaviy pul oqimlarining qiymatini aniqlash bir xil bo'ladi. Keyinchalik Miller va Modilyan ilmiy izlanishlarida esa, chegirmaviy dividend modeli nazariyasi takomillashtirildi⁵ Mualliflar fikricha, investorlar kompaniyalar qimmatli qog'ozlarini sotib olishda, ikki turdagi pul oqimlarini inobatga oladilar. Birinchisi, aksiyalarni egalik qilgan davrdagi kompaniya tomonidan to'lanadigan dividend miqdori; ikkinchisi kompaniya dividend e'lon qilingunga qadar investorlar aksiyalarini ushlab turgan davrdagi ushbu aksiyalarning bozor qiymati inobatga olinadi. Mualliflar xulosasiga ko'ra, kompaniya qimmatli qog'ozlarining bozor qiymati mazkur qimmatli qog'ozlar egalarining ushlab turgan vaqt mobaynida kutilayotgan dividend bilan aniqlanadi.

Chegirmaviy dividend modelining rivojlanishiga xorijlik iqtisodchi olim Gordon ham o'ziga xos tarzda o'z hissasini qo'shdi⁶. Xorijlik iqtisodchi olim

⁵ Miller, M.H. and F. Modigliani (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. Journal of Business. - No. 4. - pp. 411-433.

⁶ Myron J. Gordon (1962). The investment financing and valuation of the corporation. R.D. Irwin edition. -pp-270.

Stiven Penmanning ilmiy izlanishlari chegirmaviy dividend modeliga bag'ishlangan bo'lib, aksiyaning kelajakdagi bozor qiymati dividend asosida aniqlanmaydi deb hisoblagan⁷. Uning ta'kidlashicha, bugungi kunda mazkur modelning amaliyotda qo'llanishida qiyinchiliklar mavjud, chunki qimmatli qog'ozlar oldi-sotdisi yirik miqdorda va ularning bozordagi bahosining o'zgaruvchanligi (volatilligi) yuqoriligi bo'lganligi, ushbu modeldan foydalanish imkoniyatini murakkablashtiradi.

Xorijlik iqtisodchi olim Gryllon va Mayklarning tadqiqotiga ko'ra, o'tgan asrning 80-yillarida yirik kompaniyalar o'zlarining aksiyalarini qayta sotib olishni boshladi⁸. Buning natijasida, kompaniyalardagi mablag'lar investorlarning mablag'lariga aylanishi dividend modelini qo'llash imkoniyatini bermadi. Shundan so'ng ko'pchilik tadqiqotchilar erkin chegirmaviy pul oqimlari modelidan foydalana boshladilar. Biroq, moliya bozorlari konyukturasi o'zgarishi sababli, kompaniyaning kapital qiymatini baholashda nisbiy baholash usulidan foydalana boshlandi. O'z navbatida, kapital qiymatini baholashda multiplikator koeffitsiyentlaridan foydalangan holda aniqlandi.

Xorijlik iqtisodchi olimlardan J.Stou rahbarligidagi tadqiqotchilarning ilmiy izlanishlarida kompaniyaning kapital qiymatini baholashda uchta nisbiy baholash usulidan foydalanish maqsadga muvofiq, deb ta'kidladi⁹. Jumladan:

1. Nisbiy daromadlarni baholash usuli: P/E (Price–earnings ratio) va PEG (price/earnings to growth ratio) koeffitsiyentlari.

2. Nisbiy pul oqimlarini baholash usuli: P/EBIT, P/EBITDA, P/CFO, EV/EBITDA koeffitsiyentlari.

3. Nisbiy aktivlarni baholash usuli: P/B or B/M koeffitsiyentlari.

Xorijlik iqtisodchi olim R.Barker ilmiy izlanishlariga ko'ra, professional investorlar va moliyaviy menejerlar P/E multiplikator koeffitsiyentidan amaliyotda juda ko'p foydalanishganligi ta'kidlandi¹⁰. Bundan tashqari, taniqli xorijlik iqtisodchi olimlardan Demirakos, Strong va Uokeralar tadqiqotlarida esa, kompaniyalarning 89 foizi nisbiy daromadlarni baholash usulidan foydalangan holda kapital qiymatini baholashni amalga oshiradi, degan xulosaga kelishgan¹¹.

Fikrimizcha, qimmatli qog'ozlar bozorida doimiy muomalada bo'lmagan korxonalarining aksiyalarini sotib olishda investorlar ushbu korxonalarining aksiyalaridan kutilayotgan dividend miqdoriga e'tiborini qaratadi. Biroq, qimmatli qog'ozlar doimiy muomalada bo'lgan korxonalarining aksiyalarini sotib olishda investorlar va moliyaviy menejerlar tomonidan aniqlangan korxonaning multiplikator koeffitsiyentlarini inobatga olgan holda sotib oladi. Bundan ko'rinib turibdiki, korxonalarining kapital qiymati nisbiy daromadlarni baholash usuliga bevosita bog'liq.

⁷ Stephen H. Penman (1992). Return to fundamentals. *Journal of Accounting research*, 45 (2). – pp.427-467.

⁸ Gryllon, G., and R. Michaely (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, 57. – pp.1649-1684

⁹ Stowe, John, D., Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto and Dennis W. McLeavey (2002). *Analysis of equity investments: Valuation*. -AIMR.

¹⁰ Barker, R. (1999). The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers. *The European Accounting Review*, 8 (2). –pp. 195-218.

¹¹ Demirakos, Efthimios G., Norman Strong, and Martin Walker (2002). *The valuation methodologies of financial analysts*. Working paper, University of Manchester.

Xorijlik va mahalliy iqtisodchi olimlarning tadqiqotlarini o'rganishimiz natijasida aksiyadorlik jamiyatlarining kapital qiymatini baholashda multiplikator koeffitsiyentlarining me'yoriy darajasi quyidagi 1-jadvalda o'z aksini topgan.

1- jadval

Multiplikator koeffitsiyentlarni tavsiflovchi ko'rsatkichlar¹²

Ko'rsatkichning nomi	Hisoblash usuli	Me'yoriy qiymati
P/E (price-to-earnings ratio) koeffitsiyenti	Aksiyaning bozor qiymatini/ ((sof foydani-imtiyozli aksiyalarga to'langan dividendlar) / oddiy aksiyalarning soniga nisbati	Oqilona darajasi (12-15)
P/B (price-to-book ratio) koeffitsiyenti	Aksiyaning bozor qiymatini (kompaniyaning bozor qiymatini) / aksiyaning balans qiymatiga nisbati	Optimal darajasi (1-5)
P/S (price-to-sales ratio) koeffitsiyenti	Aksiyaning bozor qiymatini (kompaniyaning bozor qiymatini) / sotish hajmiga nisbati	Optimal darajasi (1-2)
EV/S (enterprise value-to-sales) koeffitsiyenti	Kompaniyaning bozor qiymatini) / soliq va foizlardan oldingi foydasi (EBIT) kompaniya kapitali qiymati=kompaniyaning bozordagi kapitallashuvi+kompaniya sof qarzi	Oqilona darajasi 1-3
Moliyaviy leverj koeffitsiyenti D/E (debt-to-equity ratio) koeffitsiyenti	Majburiyatning/jami kapitalga nisbati	Oqilona darajasi (1-2)
Moliyaviy qaramlik koeffitsiyenti (debt ratio)	Jami majburiyatning/jami aktivga nisbati	Oqilona darajasi (0,6-0,7)
Kapitallashuv koeffitsiyenti (Capitalization ratio)	Uzoq muddatli majburiyatlarning / aksiyadorlik kapitalga nisbati	Oqilona darajasi 1

Xorijiy va mahalliy olimlar tomonidan kompaniyaning korporativ qimmatli qog'ozlarini qiymati baholash bo'yicha turli model va uslublar ishlab chiqilgan. Ular moliya bozoridagi risklarni inobatga olgan holda xususiy va qarz kapitali qiymatini aniqlashga xizmat qiladi. Bunda fiskal siyosat, bankrotlik xavfi, iqtisodiy turg'unlik, inflyatsiya va kapital bozorining rivojlanganlik darajasi kabi omillarni hisobga olish lozim.

Dissertatsiyaning “**Aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini baholashning mavjud holati tahlili**” deb nomlangan ikkinchi bobida O'zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini baholashning amaldagi holati tahlili, aksiyadorlik jamiyatlarining obligatsiyalari qiymatini baholash amaliyoti yoritib berilgan, shuningdek, aksiyadorlik jamiyatlarining

¹² Jadval muallif tomonidan ishlab chiqilgan

korporativ qimmatli qog'ozlari qiymatiga ta'sir etuvchi omillar va ularni ekonometrik modellashtirish ochib berilgan.

Dissertatsiya ishida amalga oshirilgan ilmiy tadqiqotlarga asoslangan holda 2-jadvaldagi ma'lumotlardan shuni ko'rish mumkinki, 2019–2023-yillar davomida "Sharg'unko'mir" AJ va "O'zbekko'mir" AJ faoliyatini taqqoslovchi tahlilda, har ikki korxonada ham mahsulot sotishdan sof tushum izchil o'sib borgan bo'lib, "Sharg'unko'mir" AJda tushum 47,07 mlrd so'mdan 118,34 mlrd so'mgacha oshgan, "O'zbekko'mir" AJda esa bu ko'rsatkich 485,11 mlrd so'mdan 1164,84 mlrd so'mgacha yetgan, xususan so'nggi yillarda korxonada ishlab chiqarish hajmi va bozor ulushi bo'yicha aniq ustunlikka ega; bu holatning sababi sifatida "O'zbekko'mir" AJning modernizatsiyalashtirilgan texnologiyalarga ega ekanligi, keng infratuzilmasi va davlat tomonidan strategik ahamiyatli kompaniya sifatida qo'llab-quvvatlanayotgani qayd etiladi, oqibatda esa kompaniyaning bozordagi raqobatbardoshligi va eksport imkoniyatlari oshib bordi. Umuman olganda, tahlillar shuni ko'rsatadiki, "O'zbekko'mir" AJ moliyaviy va ishlab chiqarish ko'rsatkichlari bo'yicha barqarorlik va ustuvorlikka erishgan, "Sharg'unko'mir" AJ esa so'nggi yillarda katta o'sish salohiyatiga ega bo'lgan holda, moliyaviy muvozanatni saqlashda hali-hanuz tashqi omillarga sezgir bo'lib qolmoqda.

2-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlarining moliyaviy ko'rsatkichlari¹³

Ko'rsatkichlar	2019-y	2020-y	2021-y	2022-y	2023-y
"Sharg'unko'mir" AJ					
Mahsulot sotishdan sof tushum (mlrd, so'm)	47,07	62,26	94,05	98,99	118,34
Sof foyda va zarar (mlrd, so'm)	11,60	(2,65)	4,52	3,61	0,15
Aktivlar (mlrd, so'm)	261,19	61,14	929,69	1114,6	1752,08
Majburiyatlar (mlrd, so'm)	237,66	26,22	861,7	1032,14	1653,82
Kapitali (mlrd, so'm)	23,53	34,92	67,99	82,47	98,26
"O'zbekko'mir" AJ					
Mahsulot sotishdan sof tushum (mlrd, so'm)	485,11	664,04	971,47	1036,52	1164,84
Sof foyda va zarar (mlrd, so'm)	(79,75)	(183,81)	20,56	55,47	63,91
Aktivlar (mlrd, so'm)	2401,89	2549,88	2395,18	2377,21	2302,82
Majburiyatlari (mlrd, so'm)	1652,06	1753,31	1583,25	1520,86	1390,23
Kapitali (mlrd, so'm)	749,83	796,57	811,93	856,35	912,59

Jumladan, "Sharg'unko'mir" va "O'zbekko'mir" AJlar aksiyalarining bozor qiymatini baholashda chegirmaviy pul oqimlari usulidan foydalangan holda baholaymiz. Shu boisdan, "Sharg'unko'mir" va "O'zbekko'mir" AJlarining joriy terminal qiymatini aniqlaymiz.

3-jadval

¹³ Jadval aksiyadorlik jamiyatlarining hisobot ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan.

“Sharg‘unko‘mir” AJning terminal qiymati dinamikasi¹⁴

Ko‘rsatkichlar	2020-y	2021-y	2022-y	2023-y	Terminal davr qiymati
Mahsulot sotishdan tushgan tushum(mlrd, so‘m)	62,26	94,05	98,99	118,34	55,6
Daromadning o‘shish sur‘ati, %	32,27%	51,06%	5,25%	19,55%	5%
Operatsion marja	2,57%	3,51%	5,15%	6,08%	7%
EBIT (mlrd, so‘m)	1,6	3,3	5,1	7,2	3,9
Soliqqa to‘lov (mlrd, so‘m)	0,32	0,66	1,02	1,44	0,8
NOPLAT(mlrd, so‘m)	1,28	2,64	4,08	5,76	3,1
Sof investitsiya (mlrd, so‘m)	-54,9	-9,2	-5,8	-2,6	-0,5
Aksiyadorlik jamiyatining erkin pul oqimlari (mlrd, so‘m)	56,18	11,84	9,88	8,36	2,6
Diskont omil	0,8	0,7	0,6	0,5	
Joriy qiymatdagi erkin pul oqimi(mlrd, so‘m)	48,85	8,95	6,50	4,78	84,88
Terminal qiymat (mlrd, so‘m)					2,6
Joriy terminal qiymat (mlrd, so‘m)					1,49

3-jadvaldagi ma’lumotlardan shuni ko‘rish mumkinki, 2020–2023-yillar va terminal davr ko‘rsatkichlari tahliliga asosan, “Sharg‘unko‘mir” AJning daromadlari va EBIT darajalari izchil o‘shib borgani, investitsiyalar qisqartirilgani, erkin pul oqimlari esa har yili shakllangani natijasida joriy qiymatdagi umumiy pul oqimi 84,88 mlrd so‘m, terminal davrning joriy qiymati esa 1,49 mlrd so‘mni tashkil etib, kompaniyaning DCF modeli bo‘yicha baholangan umumiy qiymati 86,37 mlrd so‘mga yetgani, bu esa uning moliyaviy barqarorligi va yuqori investitsion salohiyatini ko‘rsatadi. Shu bilan, umumiy DCF modeli hisob-kitoblariga asosan “Sharg‘unko‘mir” AJning 2020–2023-yillar uchun diskontlangan erkin pul oqimlari va terminal davrning joriy qiymati yig‘indisi 86,37 mlrd so‘mni tashkil etadi. Bu ko‘rsatkich kompaniyaning iqtisodiy barqarorligi, investitsion salohiyati va kelgusidagi qiymatini yuqori baholash imkonini beradi, shuningdek, uning bozorda jozibador investitsiya obyekti sifatida qaralishini mustahkamlaydi.

¹⁴ Jadval aksiyadorlik jamiyatlarining hisobot ma’lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan

“O‘zbekko‘mir” AJning terminal qiymati dinamikasi¹⁵

Ko‘rsatkichlar	2020-y	2021-y	2022-y	2023-y	Terminal davr qiymati
Mahsulot sotishdan tushgan tushum(mlrd, so‘m)	485,11	664,04	971,47	1036,52	1164,84
Daromadning o‘shish sur‘ati, %	36,89%	36,88%	46,30%	6,70%	12,38%
Operatsion marja	16,44%	27,68%	2,12%	5,35%	5,49%
EBIT(mlrd, so‘m)	79,75	183,81	20,56	55,47	63,91
Soliqqa to‘lov(mlrd, so‘m)					
NOPLAT (mlrd, so‘m)	63,8	147,05	16,45	44,38	51,13
Sof investitsiya (mlrd, so‘m)	-23,5	-61,9	-17,8	-12,3	-15,3
Aksiyadorlik jamiyatini erkin pul oqimlari (mlrd, so‘m)	87,3	208,95	34,25	56,68	63,91
Diskont omil	0,87	0,76	0,66	0,57	0,57
Joriy qiymatdagi erkin pul oqimi (mlrd, so‘m)	75,95	158,8	22,61	32,31	36,43
Terminal qiymat (mlrd, so‘m)	426,07				
Joriy terminal qiymat (mlrd, so‘m)	242,86				

4-jadval tahliliga ko‘ra, “O‘zbekko‘mir” AJning 2020–2023-yillar uchun umumiy joriy qiymatdagi erkin pul oqimlari 289,67 mlrd so‘m, terminal qiymatning joriy qiymati esa 242,86 mlrd so‘m bo‘lib, kompaniyaning umumiy DCF modeli bo‘yicha baholangan qiymati 532,53 mlrd so‘mni tashkil etmoqda. Kompaniyaning kelgusidagi uzoq muddatli faoliyati va foyda oqimlari terminal qiymat orqali baholanadi. Gordon modeli asosida hisoblangan terminal qiymat 426,07 mlrd so‘m bo‘lib, bu qiymat 2023-yil diskont omili (0.57) orqali joriy qiymatga keltirilganda 242,86 mlrd so‘mni tashkil etgan.

Bu yuqori investitsion salohiyat, barqaror moliyaviy o‘shish va bozorda strategik ustuvorlikka ega kompaniya ekanligini ko‘rsatadi. Bu natija uning bozorda jozibador va investitsiyaga loyiq subyekt ekanini anglatadi. Shu bilan birga, xarajatlar va foyda marjasini optimallashtirish, raqobatbardoshlikni saqlash kompaniya uchun kelgusi strategiyada muhim bo‘lib qoladi.

Ilmiy ishimizda “Sharg‘unko‘mir” va “O‘zbekko‘mir” AJlarni kapitallari qiymatini baholashda yuqoridagi hisoblangan kapitalni o‘rtacha tortilgan qiymati, joriy terminal qiymati, aksiyadorlik jamiyatlari qiymati ko‘rsatkilarini hisobga olgan holda kelgusida aksiyadorli jamiyatlarini aksiyalarini bozor qiymati chegirmaviy pul oqimlaridan usulidan foydalangan holda baholashni amalga oshirilgan.

¹⁵ Jadval aksiyadorlik jamiyatlarining hisobot ma’lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan

Aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining bozor qiymati prognozi¹⁶

Ko'rsatkichlar	"Sharg'uniko'mir" AJ	"O'zbekko'mir" AJ
Prognoz davridagi qiymat	84,88	289,67
Terminal qiymati	1,49	242,86
Aksiyadorlik jamiyati qiymati	80,07	489,73
Qarz, mlrd, so'm	1123,2	946,9
Pul mablag'lari	6,3	42,8
Kapital qiymat, mlrd, so'm	1196,97	1393,83
Bozor kapitallashuvi	520	1300
Aksiyaning target bahosi (ming so'm)	961	82368
Aksiyaning bozor qiymati (ming so'm)	409	30000
O'sish salohiyati %	135%	175%

5-jadval tahlili shuni ko'rsatadiki, 2025–2026-yillar uchun aksiyadorlik jamiyatlarining kapital qiymatlari va aksiyalarining bozor qiymatini prognoz qilish tahlilidan ko'rinib turibdiki, "O'zbekko'mir" AJ va "Sharg'uniko'mir" AJning har ikkalasi ham past baholangan aktivlar hisoblanadi, ammo ularning moliyaviy tuzilmasi, qarz yuki va investitsion salohiyati o'rtasida sezilarli farqlar mavjud. Jumladan, prognoz davridagi qiymat va terminal qiymat ko'rsatkichlari bo'yicha "O'zbekko'mir" AJ mos ravishda 289,67 mlrd so'm va 242,86 mlrd so'm qiymat bilan "Sharg'uniko'mir" AJga nisbatan (84,88 mlrd so'm va 1,49 mlrd so'm) ancha yuqori darajada ekani aniqlandi. Bu esa "O'zbekko'mir"ning ishlab chiqarish hajmi va pul oqimlari bo'yicha ustun ekanini ko'rsatadi. Eng muhim ko'rsatkichlardan biri, aksiya narxining haqiqiy qiymati va bozordagi bahosidir. "O'zbekko'mir" AJda bir aksiyaning target bahosi 82 368 ming so'm bo'lgan holda, bozordagi bahosi 30 000 ming so'mni tashkil etmoqda. Xalqaro standartlar bo'yicha bu aksiyaning o'sish salohiyati 175% ekanini ko'rsatadi. "Sharg'uniko'mir" AJda esa target bahosi 961 ming so'm bo'lib, bozorda 409 ming so'mdan sotilmoqda, bu esa 135% o'sish salohiyatini anglatadi. Shu bilan, har ikkala kompaniyaning aksiyalari ham hozirgi bozor bahosidan past baholangan bo'lib, ularda yuqori investitsion imkoniyatlar mavjud. Biroq "O'zbekko'mir" AJ moliyaviy strukturasi va kapital qiymati jihatidan afzallikka ega bo'lib, unda strategik va yuqori likvid aktivlar hissi kattaroq. Boshqacha aytganda, har ikkala jamiyatda ham kapital salohiyati mavjud, biroq "O'zbekko'mir" AJ yuqori target bahosi va barqaror faoliyati tufayli strategik investitsiya obyekti sifatida ajralib turibdi.

Shuningdek, aksiyadorlik jamiyatlarining kapital bozoridagi ishtirokini kengaytirish va ularning moliyaviy barqarorligini ta'minlash maqsadida joylashtirilgan korporativ obligatsiyalar ham muhim ahamiyat kasb etadi. Ushbu obligatsiyalar aksiyadorlik jamiyatlariga uzoq muddatli moliyaviy resurslarni jalb qilish, investitsiya loyihalarini moliyalashtirish hamda likvidlik darajasini oshirish imkonini beradi. Shu jihatdan, aksiyadorlik jamiyatlarining kapital bozoriga

¹⁶ Jadval aksiyadorlik jamiyatlarining hisobot ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan

joylashtirilgan korporativ obligatsiyalari bo'yicha ma'lumotlar quyidagi jadvalda o'z aksini topgan bo'lib, unda obligatsiyalarning chiqarilish hajmi, foiz stavkasi, muddati va investorlar doirasi kabi asosiy ko'rsatkichlar keltirilgan.

6-jadval

Listingga kiritilgan aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan kapital bozoriga joylashtirilgan korporativ obligatsiyalarning holati¹⁷

Listingga kirgan	Nominal qiymat	Miqdori (dona)	Emissiya hajmi, mlrd so'm	Kupon stavkasi	Emissiya sanasi	So'ndirilish sanasi	Kupon to'lovi davri
"Asia Alliance Bank" ATB	1 000 000	45 175	45,2	Markaziy bankning qayta moliyalashtirish stavkasi + 4%	15.07.2019	15.07.2026	har chorakda
"Kapitalbank" ATB	1 000 000	50 000	50,0	Markaziy bankning qayta moliyalashtirish stavkasi + 5%	13.05.2020	21.05.2027	har oyda
"Biznes finans mikromoliya tashkiloti" MCHJ	1 000 000	6 565	6,6	27.0%	16.09.2022	30.08.2025	har oyda
"Biznes finans mikromoliya tashkiloti" MCHJ	100 000	200 000	20,0	27.0%	09.10.2023	13.09.2026	har oyda
"Biznes finans mikromoliya tashkiloti" MCHJ	100 000	300 000	30,0	27.0%	05.12.2024	20.11.2027	har oyda
"Imkon Finans mikromoliya tashkiloti" AJ	1 000 000	6 000	6,0	28.0%	10.04.2023	25.03.2026	har oyda
"Imkon Finans mikromoliya tashkiloti" AJ	1 000 000	10 000	10,0	28.0%	24.04.2024	09.04.2027	har oyda
"Hamkor invest lizing" MCHJ	1 000 000	17 500	17,5	18.0%	25.04.2023	06.05.2026	har chorakda
"Hamkorbank" ATB	1 000 000	50 000	50,0	22.0%	30.04.2024	30.04.2025	So'ndirilish sanasida
"O'zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi" AJ	1 000 000	140 000	140,0	19.0%	20.12.2023	17.10.2026	har yarim yillikda
"O'zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi" AJ	1 000 000	150 000	150,0	19.0%	17.07.2024	08.07.2027	har yarim yillikda
"O'zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi" AJ	1 000 000	50 000	50,0	18.0%	16.09.2024	18.09.2029	har chorakda
"O'zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi" AJ	1 000 000	250 000	250 000 000 000	19.0%	11.11.2024	17.11.2027	har chorakda

¹⁷ Kapital bozori ma'lumotlari asosida muallif tomonidan tayyorlangan

6-jadval ma'lumotlariga ko'ra, so'nggi yillarda bir qator bank va mikromoliya tashkilotlari kapital bozori orqali korporativ obligatsiyalar chiqarishni faol yo'lga qo'ygan. Eng yirik emissiyalar "O'zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi" tomonidan amalga oshirilgan bo'lib, umumiy hajmi 590 mlrd so'mni tashkil etadi. "Asia Alliance Bank", "Kapitalbank" va "Hamkorbank" kabi banklar ham kapital bozori orqali moliyaviy resurslarni jalb etmoqda. "Biznes Finans" va "Imkon Finans" mikromoliya tashkilotlarining obligatsiyalari yuqori foiz stavkalari (27–28%) bilan ajralib turadi. Umuman, jadvalda keltirilgan ma'lumotlar korporativ obligatsiyalar bozori rivojlanayotganini va moliya tashkilotlari uchun uzoq muddatli resurs manbai sifatida ahamiyati ortib borayotganini ko'rsatadi.

Dissertatsiyaning **"O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlari qiymatini baholash yo'llarini takomillashtirish"** deb nomlangan uchinchi bobida O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining bozor qiymatini baholash amaliyotini takomillashtirish va O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari obligatsiyalari qiymatini baholash usulini takomillashtirish bayon etilgan.

Qarz qimmatli qog'ozlarning qiymatini aniqlashda obligatsiyalar mavjud bo'lmagan taqdirda, alternativ ravishda cost of debt, debt-to-equity, debt ratio, debt-to-assets, leverage ratio kabi ko'rsatkichlardan foydalanish zarur. Bank kreditlarining asosiy manba sifatida jalb etilayotganini hisobga olib, shu yo'nalishdagi koeffitsiyentlar asosida tahlil olib borish maqsadga muvofiq.

O'zbekistonda korporativ obligatsiyalar bozorining rivojlanmagani tufayli jamiyatlar qarzni asosan bank kreditlari orqali jalb qilmoqda. Shu sababli, moliya bozorini rivojlantirish va korporativ obligatsiya emissiyasini rag'batlantirish borasida tizimli choralar zarur.

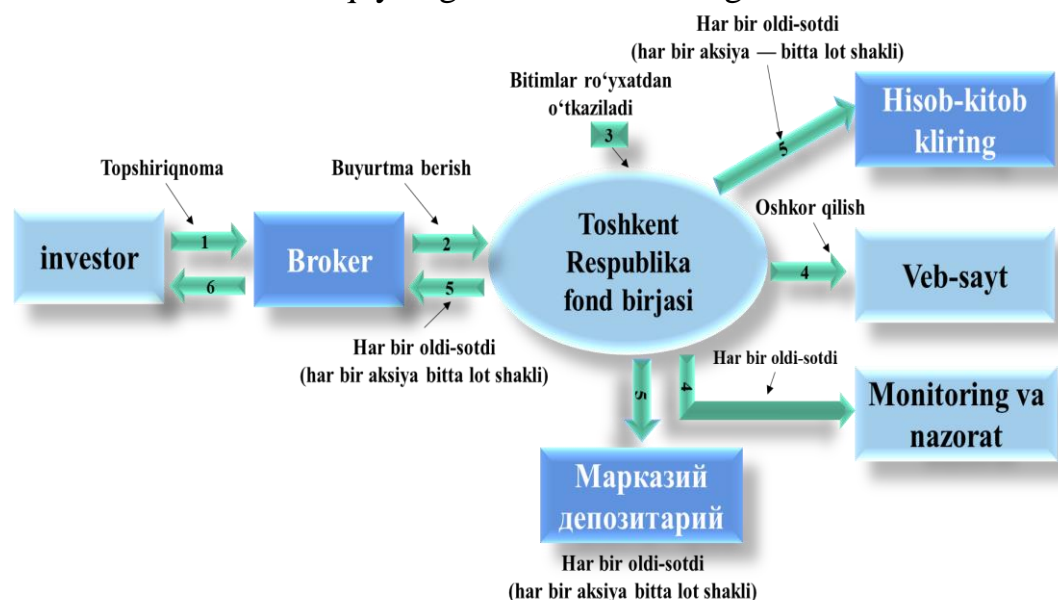
Jamiyatlar kapital tuzilishida qarz ulushining yuqoriligi va xususiy kapitalning past darajada bo'lishi riskni oshiradi. Shuning uchun, kapital tuzilishida xususiy kapital ulushini oshirish va qarz ulushini 40% atrofida saqlash maqsadga muvofiq. Bundan tashqari, defolt risklari va bankrotlik ehtimollarini tahlil qilish ham muhim hisoblanadi.

Qarz kapitali bahosini aniqlashda risklar va moliyaviy instrumentlarni to'liq hisobga olish lozim. Qarzni jalb qilishda korporativ obligatsiyalar kabi vositalardan foydalanishni rag'batlantirish, shuningdek, koeffitsentlar asosida aniq baholash metodikasini joriy etish kerak.

Shuningdek, qarz koeffitsiyenti (Dr), bu kompaniyaning moliyaviy tuzilmasida qarz miqdori jami kapitalga nisbatan 50% yoki kam bo'lishi lozimligini anglatadi. Bu kompaniyaning moliyaviy xavfini pasaytirish, likvidligini saqlash va investitsion jozibadorligini oshirish maqsadida taklif etilgan chegaradir. Tadqiqotimizda "O'zbekko'mir" AJning moliyaviy tuzilmasida qarz miqdori juda yuqori. Qarzlari aksiyadorlik kapitaliga nisbatan ustunlik qilayotgani likvidlik xavfini oshiradi, kapital jozibadorligini pasaytiradi. "Sharg'unko'mir" AJda qarz darajasi mutlaq hukmronlik qiladi. Bu holat kompaniyani kredit xatarlariga va foiz xarajatlariga yuzma-yuz keltirishi mumkin.

"Toshkent" Respublika fond birjasida aksiyadorlik jamiyatlarining fond bozorida bitta oldi-sotdi shartnomasida nechta aksiyasi bo'lsa ham bitta lot

shaklida sotiladi. Buning natijasida, Davlat ulushi 50 foizdan yuqori boʻlgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalarini bitta aksiya – bitta lot tamoyili asosida bozor qiymatini aniqlash orqali ommaviy savdolarga chiqarishda birmuncha qiyinchiliklarga olib keladi. Biroq rivojlangan mamlakatlar amaliyotida esa, har bir aksiyaning qiymati bitta lot shaklida, ya'ni oldi-sotdi shaklida amalga oshiriladi. Shundan kelib chiqqan holda, fond birjasida har bir sotilgan aksiyaning qiymatini bittadan lot shaklida sotilsa maqsadga muvofiq boʻladi. Mamlakatimiz fond birjasida qimmatli qogʻozlar har bir aksiyasining qiymati bitta lot shaklida oldi-sotdi mexanizmi quyidagi rasmda aks etirilgan.



1-rasm. Davlat ulushi 50 foizdan yuqori boʻlgan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining bitta aksiya – bitta lot mexanizmi¹⁸

Dissertatsiyada “Toshkent” RFBning listingiga kirgan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining bahosiga taʼsir etuvchi omillar va ularning korrelyatsion bogʻliqligi boʻyicha tahlillar amalga oshirilgan. Toʻplangan maʼlumotlar, jumladan panel maʼlumotlari¹⁹ boʻlib, panel birliklari sifatida “Toshkent” RFBning tarmoqlari kesimida banklar, lizing, sugʻurta, agrosanoat, sanoat, ijtimoiy soha, qurilish hamda boshqa tarmoqlar maʼlumotlari 2019-2024-yillar kesimi boʻyicha aks ettirilgan. Mazkur, maʼlumotlardan kelib chiqqan holda, panel maʼlumotlari asosida regression va korrelyatsion tahlil amalga oshirildi, “Toshkent” RFBdagi listingga kirgan aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalari oldi-sotdisi doimiy boʻlamaganligi uchun ham panel maʼlumotlaridan foydalanildi va ekonometrik tahlil amalga oshirildi.

Mamlakatimiz fond bozoridagi aksiyalarni baholash uchun ekonometrik tahlilni amalga oshirishdan oldin qaysi koʻrsatkich mustaqil oʻzgaruvchi va bogʻliq oʻzgaruvchi ekanligini tanlab olish lozim edi. Ushbu oʻzgaruvchilarni tanlashda dunyo olimlarining mavzuga aloqador boʻlgan tadqiqotlarini oʻrganish natijasida

¹⁸ Muallif ishlanmasida tayyorlangan

¹⁹ <http://www.classes.ru/dictionary-english-russian-scienceenru-term-78341.htm>. Koʻp oʻlchovli vaqtlar qatori maʼlumotlari

shakllangan ilmiy xulosalarga tayanildi, Jumladan, U. SHarp²⁰, N.Chen, R.Roll va S.Ross²¹, E.Fama va K.French²² va A.T.Assefa, A.O.Eskida va V.A.Mollik²³larning tadqiqotlarini o'rganish natijasida erkli va erksiz o'zgaruvchilar tanlab olindi. Jumladan, erksiz o'zgaruvchi sifatida tarmoqlardagi aksiyalarning o'rtacha bozor bahosi tanlandi. Tanlagan o'zgaruvchilarning panel ma'lumotlari asosida yagona ildiz testi (panel unit root test) o'tkazilib, statsionarlik mavjud yoki mavjud emasligini tekshirildi. Mazkur testga asosan aksiyaning bahosi (ln_sp), fond bozori indeksi (ln_mi) va tarmoqlar aksiyalarining nominal qiymati (ln_bv) l(0) nolinch tartibdagi statsionarlighi aniqlandi. Qolgan o'zgaruvchilar, ya'ni tarmoqlardagi aksiyalarning o'rtacha nominal qiymati, mazkur aksiyalarning o'rtacha bozor qiymatiga nisbati koeffisienti (ln_bmr) va tarmoqlar aksiyalarining o'rtacha bozor qiymati, ushbu aksiyalarning o'rtacha nominal qiymatiga nisbati koeffisienti (ln_pmr) esa, l (0) nolinch tartibda stasionar emasligi aniqlanib, l (1) birlamchi tafovutga o'tkazildi va natijada birlamchi tartibdagi stasionarlighi aniqlandi.

Panel ma'lumotlari asosida korrelyatsion o'zgaruvchilarning matritsasi tuzildi, Chunki tadqiqotimizda panel ma'lumotlari asosida ko'p omilli chiziqli funktsiyani shakllantirish maqsad qilib olingan edi. Biroq ko'p omilli funktsiyani shakllantirishda erksiz o'zgaruvchilar orasida korrelyatsion bog'liqlik mavjud bo'lib, bu esa, o'z navbatida, multikollinearlik²⁴ muammosini yuzaga chiqaradi. Natijada, erksiz o'zgaruvchiga asosiy ta'sir qiluvchi erkli o'zgaruvchining ta'siri doirasi yo'qolishiga olib keladi. Shundan kelib chiqqan holda, multikollinearlik muammosini hal qilishda tanlangan o'zgaruvchilarning korrelyatsion bog'liqlik matritsasi tuzildi, mazkur korrelyatsion matrisa quyidagi jadvalda o'z ifodasini topgan (6-jadval).

6-jadval

O'zgaruvchilarning korrelyatsion bog'liqlik matritsasi²⁵

O'zgaruvchilar	ln_sp	pmr	ln_mi	ln_bv	bmr	Δ ln_pmr	Δ ln_bmr
ln_sp	1,000						
pmr	0,4241	1,000					
ln_mi	-0,1910	0,1117	1,000				
ln_bv	0,9309	0,1079	-0,2620	1,000			
bmr	-0,2171	-0,6618	-0,1448	0,1275	1,000		
Δ ln_pmr	0,3386	0,7285	0,0431	0,1392	-0,3562	1,000	
Δ ln_bmr	-0,1864	-0,5459	-0,1298	0,0601	0,6862	-0,5939	1,000

²⁰ Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. Journal of Finance, Vol.19, No.3, pp. 425-442

²¹ Nai-Fu Chen; Richard Roll; Stephen A. Ross (1986). "Economic Forces and the Stock Market" The Journal of Business, Vol. 59, No. 3, pp. 383-403

²² Fama, E. and French, K., (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds". Journal of Finance, Vol. 33, No. 1, pp. 3-56

²³ Assefa. T.A, Esqueda.A.O, Mollick.A.V (2017). Stock returns and interest rates around the World: A panel data approach. Journal of Economics and Business, Vol.89, No.1, pp.20-35

²⁴ <https://translate.academic.ru/multicollinearity/en/ru/>. Regression tahlilda ikki va undan ortiq mustavil (bog'liq bo'lmagan) o'zgaruvchilar o'rtasida yuqori korrelyatsiyadir.

²⁵ "Toshkent" RFB yillik hisobotlari asosida Eviews-9.0 dasturi yordamida muallif tomonidan tayyorlangan

5-jadvaldagi o'zgaruvchilarning korrelyasion bog'liqlik matrisasidan ko'rinib turibdiki, o'zgaruvchilar o'rtasida multikollinearlik muammosi mavjud. Ko'p omilli regressiya modelining nazariyasidan kelib chiqqan holda, multikollinearlik muammosi quyidagi tarzda aniqlanadi. Korrelyatsion bog'liqlik matritsasi jadvalida keltirilganidek, o'zgaruvchi ($\Delta \ln_pmr$) korrelyatsiya koeffitsiyenti 0,7285, o'zgaruvchi ($\Delta \ln_bmr$) korrelyatsiya koeffitsiyenti 0,6862, o'zgaruvchi (\ln_bmr) korrelyatsiya koeffitsiyentlari-0,6618ga bo'lishi, ko'p omilli regressiya modelining standart xatolik ko'rsatkichining ortib ketishiga olib keladi. Shundan kelib chiqqan holda, matritsada aks etgan o'zgaruvchilarning koeffitsiyenti yuqori bo'lganlarini ko'p omilli regressiya modelidan olib tashlandi, Shu bilan birga, salbiy korrelyatsiyaga ega bo'lgan o'zgaruvchi (\ln_mi)ni ham olib tashlangani holda, panel uchta regression model ko'rsatkichlarini hisoblash amalga oshirildi. Mazkur model ko'rsatkichlarini hisoblash natijalarini quyidagi jadvalda ko'rishimiz mumkin (7-jadval).

7-jadval

Regression modellar ko'rsatkichlarining natijalari (2019-2024 yillar ma'lumoti asosida)²⁶

Erksiz o'zgaruvchi (\ln_sp)	(1)	(2)	(3)
	Yig'ma model	O'zgarmas effektlar modeli	Tasodifiy effektlar modeli
\ln_pmr	0,1895*** (0,0119)	0,1679*** (0,0122)	0,1857*** (0,011)
\ln_bv	0,9535*** (0,0196)	0,9483*** (0,0252)	0,9468*** (0,0197)
S(constant)	0,3655** (0,1676)	0,4471** (0,2157)	0,4277** (0,1702)
Kuzatuvlar soni	72	72	72
R-kvadrat	0,9757	0,9853	0,9737

Qavslar ichidagi ko'rsatkichlar standart xatolik P-qiyamatdagi, ***P<0,01, **P<0,05, *P<0,1

6-jadvaldagi ma'lumotlardan uchta modeldagi tanlangan erkli o'zgaruvchilarning P-qiyamati 0,001 dan kichik ekanligini ko'rishimiz mumkin. Ushbu ko'rsatkich shuni anglatadiki, biz tanlagan o'zgaruvchilar, ya'ni \ln_pmr va \ln_bv erkli o'zgaruvchilar erksiz o'zgaruvchiga bevosita ta'sir qiladi. Agar biz mazkur erkli o'zgaruvchilar bo'yicha gipoteza testini o'tkazsak, uchta modelda ham \ln_pmr o'zgaruvchining koeffitsiyenti 99 foizlik statistik muhim ekanligini ko'rishimiz mumkin. Bundan tashqari, \ln_bv erkli o'zgaruvchi ham 99 foizda statistik muhim darajasida ta'sir etmoqda. Bu shuni anglatadiki, ikkita erkli o'zgaruvchilar erksiz o'zgaruvchiga to'liq ta'sir etishini ifoda eta oladi. R-kvadratga nazar tashlaydigan bo'lsak, uchala modelda ham birga yaqinlikni ko'rish mumkin. Ekonometrika nazariyasiga asosan R-kvadrat qanchalik birga yaqin bo'lsa, yaratilgan regression model standart xatoligi to'g'ri chiziqqa yaqinligini anglatadi.

Bundan shunday xulosa qilish mumkinki, boshqa omillar o'zgarvas bo'lgan sharoitda erkli o'zgaruvchilar, ya'ni tarmoqlardagi aksiya nominal qiymatining

²⁶ Jadval "Toshkent" RFB yillik hisobotlari asosida Eviews-9.0 dasturi yordamida muallif tomonidan tayyorlangan
22

o'sishi va aksiyaning bozor bahosi ushbu aksiyaning nominal bahosi nisbati koeffitsiyentining o'sishiga "Toshkent" Respublika fond birjasidagi aksiyalar bozor bahosining ko'tarilishiga olib keladi. Yuqoridagi uchta modelning ekonometrik ko'rinishini quyidagi formulada ko'rishimiz mumkin.

1. Yig'ma model

$$\ln_sp_{it} = 0,3654 + 0,1894*\ln_pmr_{it} + 0,9535*\ln_bv_{it} + e_{it} \quad (4)$$

2. O'zgarmas ta'sirlar modeli

$$\ln_sp_{it} = 0,4471 + 0,1679*\ln_pmr_{it} + 0,9483*\ln_bv_{it} + e_{it} \quad (5)$$

3. Tasodifiy ta'sirlar modeli

$$\ln_sp_{it} = 0,4277 + 0,1857*\ln_prm_{it} + 0,9468*\ln_bv_{it} + e_{it} \quad (6)$$

Hisoblangan yig'ma, o'zgarmas va tasodifiy modellarning ko'rsatkichlariga nazar tashlasak, deyarli farq juda katta emasligini ko'rishimiz mumkin. Mazkur, modellardan qaysi biri yaxshiroq model ekanligini aniqlash uchun J.Xausman²⁷ testidan foydalangan holda, hisob-kitoblar amalga oshirildi. Xausman testi shuni ko'rsatadiki, agar regressor (mustaqil o'zgaruvchi) va ta'sirlar o'rtasida korrelyatsiya mavjud bo'lmasa, o'zgarmas va tasodifiy ta'sirlar mavjud bo'lib, ammo o'zgarmas ta'sirlar samarasiz hisoblanadi. Regressor va ta'sirlar o'rtasida korrelyasion bog'liklik mavjud bo'lsa, o'zgarmas ta'sirlar mavjud, lekin tasodifiy ta'sir mavjud emas deb qaraladi. Nolinchi gipoteza asosan quyidagi ekonometrik formula bilan aniqlanadi.

$$W = (\beta_{RE} - \beta_{FE})' \Sigma^{-1} (\beta_{RE} - \beta_{FE}) \sim \chi^2(k) \quad (1)$$

Agar W ahamiyatli bo'lsa, ya'ni ehtimolligi 5 foizdan kam bo'lsa, o'zgarmas ta'sirlar modeli yaxshiroq model hisoblanadi, Agar mazkur ehtimollik ko'rsatkichi 5 foizdan katta bo'lsa, tasodifiy ta'sirlar modeli yaxshiroq deb qaraladi, Ushbu testning tahlili quyidagi jadvalda keltirilgan (6-jadval).

7-jadvaldagi Xausman testi natijalari ko'ra tasodifiy ta'sirlar modeli boshqa modellarga nisbatan yaxshiroq ekanligini ko'rsatmoqda. Tasodifiy ta'sirlar modeli yaxshiroq ekanligi P-qiyamat ehtimolligi ko'rsatikchiga qarab nolinchi gipoteza va muqobil gipoteza farazidan foydalanib aniqlandi. Unga ko'ra, nolinchi gipoteza sifatida tasodifiy ta'sir modeli qabul qilinib, uning muqobil varianti, ya'ni o'zgarmas ta'sir modeli rad etildi. Tadqiqotimizdagi Xausman testdagi (χ^2)ni ng statistik muhimlik darajasi 5 foizdan katta bo'lagani va P-qiyamat 0,0965ga tengligi tasodifiy ta'sirlar modeli boshqa modellarga nisbatan yaxshiroq ekanligini ko'rsatadi.

²⁷ Hausman, J. A. (1978). "Specification Tests in Econometrics". *Econometrica*. Vol.46, No.6, pp.1251-1271

Xausman testi natijalari²⁸

O'zgaruvchilar	O'zgarma ta'sir (a)	Tasodifiy ta'sir (b)	O'zgaruvchilarning farqi (a-b)	Ehtimollik darajasi
ln_pmr	0,178147	0,185770	0,000014	0,0438
ln_bv	0,930400	0,946898	0,000108	0,1127
		<i>CHI</i> -kvadrat (χ^2) statistikasi	<i>CHI</i> -kvadrat taqsimoti	Ehtimolliq darajasi
Tasodifiy ta'sirlarning kross-seksioni ²⁹ (Cross-section random)		4,675995	2	0,0965

Xausman testidan keyin qoldiqlar (residuals) o'rtasidagi korrelyatsion bog'liqlik testi o'tkazildi. Mazkur testning natijasi quyidagi jadvalda o'z aksini topgan (9- jadval).

Tasodifiy ta'sirlar modelining qoldiqlari o'rtasidagi bog'liqlikni izohlaydigan test natijalari³⁰

Test	Statistikasi	Erkinlik darajasi	Ehtimolliq darajasi
Breusch-Pagan LM	49,28615	36	0,0691
Pesaran scaled LM	0,505128		0,6135
Pesaran CD	1,920435		0,0548

8-jadvaldagi qoldiqlar o'rtasidagi bog'liqlikni ko'rsatadigan natijaga ko'ra qoldiqlar o'rtasida korrelyatsion bog'liqlik mavjud emasligi aniqlandi. Chunki nolinch gipotezani ko'rganimizda Breusch-Pagan LMning r-qiyamati 5 foizdan katta bo'lib, unga ko'ra qoldiqlar o'rtasida korrelyatsion bog'liqlik mavjud emasligi qabul qilinib, muqobil gipoteza, ya'ni qoldiqlar o'rtasidagi korrelyatsion bog'liqlik mavjudligi inkor qilindi. Bundan ko'rinib turibdiki, tarmoqlar bo'yicha aksiyalar bahosining o'zgarishi bir-biriga ta'sir etmas ekan.

Xulosa qilib shuni aytish mumkinki, panel ma'lumotlari asosida uchta model tahlil qilganda tasodifiy ta'sirlar modeli eng maqbul model hisoblanadi. Mazkur modelning mustahkamligini aniqlash testi, ya'ni qoldiqlari o'rtasidagi bog'liqlik mavjud emasligi modelning prognoz qilish imkoniyati mavjud ekanligidan dalolat beradi. "Toshkent" Respublika fond birjasida tarmoqlar kesimida 2010-2017-yillar ma'lumotlari asosida makro va mikro darajadagi o'zgaruvchilarning aksiyalar bahosiga ta'siri o'rganilganda, tarmoqlardagi aksiyalarning bahosiga mazkur aksiyalarning nominal bahosi va bozor bahosining nominal bahosiga nisbati koeffitsiyenti bevosita ta'sir qilar ekan. Tasodifiy ta'sirlar modelidagi boshqa omillar o'zgarmagan holda, tarmoqlardagi aksiyalar nominal bahosining bir foizga o'sishi, ushbu tarmoqdagi aksiyalarning bozor bahosini 0,9468 foizga o'sishiga, aksiyaning bozor bahosining nominal bahosiga nisbati koeffitsiyenti bir foizga

²⁸ "Toshkent" RFB yillik hisobotlari asosida Eviews-9.0 dasturi yordamida muallif tomonidan tayyorlangan

²⁹ Kesishish nuqtalaridagi tasodifiy ta'sirlar.

³⁰ Jadval "Toshkent" RFB yillik hisobotlari asosida Eviews-9.0 dasturi yordamida muallif tomonidan tayyorlangan.

o'sishi, tarmoqdagi aksiyalar bozor bahosining 0,1857 foizga o'sishiga olib keladi. Shundan kelib chiqqan holda, "Toshkent" Respublika fond birjasidagi tarmoqlar kesimi bo'yicha aksiyalarning bahosiga ta'sir etuvchi omillarni baholashda tasodifiy ta'sir modelidan foydalanish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

Tadqiqot ishida ishlab chiqilgan ilmiy taklif va amaliy tavsiyalar bugungi kunda fond bozorining rivojlanishiga hamda aktivlarni baholash mexanizmining takomillashishiga muayyan darajada xizmat qiladi.

XULOSA

Aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash amaliyotini takomillashtirishga oid amalga oshirilgan tadqiqotlarga asoslangan holda, quyidagi ilmiy-nazariy, ilmiy-uslubiy xulosalar va takliflar shakllantirildi:

1. Aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini bozor qiymatini baholash amaliyotini takomillashtirish jarayonida aksiyalar va boshqa moliyaviy instrumentlarning haqiqiy qiymatini aniqlashda multiplikator koeffitsiyentlari (P/E, P/S, EV/Sales, EV/EBITDA, P/B) hamda diskontlangan pul oqimi (DCF) modelidan foydalanish taklif etildi. Ushbu yondashuv korporativ qimmatli qog'ozlarning bozor qiymatini aniq belgilash, aksiyadorlik jamiyatlarining kapital qiymatini, moliyaviy barqarorligini va investitsion jozibadorligini baholash imkonini yaratadi. Shuningdek, u daromad yondashuvi asosida korxonaning moliyaviy samaradorligini, aksiyaning balans qiymatini va kapital bozorida baholash tizimini takomillashtirishga xizmat qiladi.

2. O'zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlari korporativ qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatini baholash amaliyotida kapitaldagi pul oqimlarining diskont stavkasini aniqlashda zamonaviy moliyaviy modellardan, jumladan, kapital aktivlarini baholash modeli, kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati modeli, kumulyativ kapital qiymatini baholash va ichki daromadlilik (IRR) usullaridan yetarlicha foydalanilmayapti. Taraqqiy etgan mamlakatlar amaliyotida mazkur modellar korporativ qimmatli qog'ozlarning bozor qiymatini shakllantirishda, ayniqsa xususiy kapital va aksiyalarning diskont stavkasini aniqlashda muhim o'rin tutadi. Bu modellar orqali aksiyadorlik jamiyatlari chiqarayotgan aksiyalar va korporativ obligatsiyalarning bozordagi real qiymati, risk darajasi va investitsion jozibadorligi aniq baholanadi.

3. O'zbekistonda kapital va qarz bozorlarini rivojlantirish uchun kompleks chora-tadbirlarni amalga oshirish zarur. Bu jarayon aksiyadorlik jamiyatlariga korporativ obligatsiyalar emissiyasi orqali kapital jalb etish imkonini beradi. Shu bilan birga, qarz kapitali qiymatini baholashda zamonaviy usullar va qarz koeffitsiyentlaridan foydalanish korporativ qimmatli qog'ozlarning bozor qiymatini aniqlash amaliyotini takomillashtirishga xizmat qiladi. Shuningdek, qarz kapitali qiymatini baholashda zamonaviy yondashuv va koeffitsiyentlardan foydalanish amaliyotini joriy etish muhim ahamiyatga ega. Bu nafaqat aksiyadorlik jamiyatlarining kapital tuzilmasini optimallashtirish, balki ular chiqarayotgan korporativ qimmatli qog'ozlarning, ayniqsa obligatsiyalarning bozor qiymatini aniqlash amaliyotini takomillashtirishga xizmat qiladi

4. Aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini baholash amaliyotida leveraj va leverajsiz beta koeffitsiyentlaridan foydalanilmayotgani ularning tizimli va tizimsiz riskini aniq baholash imkonini cheklamoqda. Shuning uchun leverajsiz beta orqali aksiyalar bozor riskini va tizimsiz riskni aniqlash, leveraj beta orqali esa qarz kapitalidan kelib chiqadigan riskni hisobga olish zarur. Bu yondashuv korporativ qimmatli qog'ozlarning bozor qiymatini real baholashni, shuningdek, aksiya riskini investitsion tahlilda to'g'ri hisoblashni ta'minlaydi.

5. O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlarining korporativ qimmatli qog'ozlarini baholash amaliyotida hozirgi kunda asosan xarajatlar yondashuvidan foydalanilmoqda. Ushbu usulda kapitalning qiymati ishlab chiqarish xarajatlari, asosiy vositalarning eskirishi va qo'shimcha xarajatlar hisobidan aniqlanadi. Biroq, bu yondashuv bozor sharoitidagi real qiymatni to'liq aks ettirmaydi, chunki u aktivlardan kelib chiqadigan daromadlar va bozordagi taqqoslanadigan obyektlarni inobatga olmaydi. Taraqqiy etgan mamlakatlar amaliyotida esa kapital va korporativ qimmatli qog'ozlar qiymatini baholashda asosan daromad yondashuvi va taqqoslama yondashuv keng qo'llaniladi. Shu sababli, mamlakatimizda ham ushbu usullarni joriy etish orqali aksiya va korporativ obligatsiyalarning real bozor qiymatini aniq baholash, shuningdek, investitsion qarorlarni ilmiy asosda qabul qilish imkoniyati yaratiladi.

6. "Toshkent" RFBni tarmoqlar kesimidagi aksiyadorlik jamiyatlarini 2019-2024-yillar bo'yicha panel ma'lumotlari asosida eng kichik kvadratlar usulidan foydalanib, korrelyatsion va regression tahlillar amalga oshirildi. Unga ko'ra, tasodifiy ta'sirlar modelidagi boshqa omillar o'zgaragan holda erksiz o'zgaruvchi ya'ni tarmoqlardagi aksiyalar nominal bahosining bir foizga o'sishi, ushbu tarmoqdagi aksiyalar bozor bahosining 0,9468 foizga o'sishiga, aksiyani bozor bahosining nominal bahosiga nisbati koeffitsiyentining bir foizga o'sishi esa, tarmoqdagi aksiyalar bozor bahosining 0,1857 foizga o'sishini ta'minlaydi. Shundan kelib chiqqan holda, "Toshkent" Respublika fond birjasidagi tarmoqlar kesimi bo'yicha aksiyalarning bahosiga ta'sir etuvchi omillarni baholashda tasodifiy ta'sir modelidan foydalanish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

7. Respublikamizdagi aksiyadorlik jamiyatlarining kapital qiymatini shakllantiruvchi asosiy omillar aksiyalar bozor qiymatining o'sishi, qarz kapitalining miqdori va mahsulot realizatsiyasidan tushgan tushumlarning dinamikasi hisoblanadi. Tadqiqot natijalari shuni ko'rsatadiki, aksiyalarning bozor qiymati oshgani sayin aksiyadorlik jamiyatining korporativ qimmatli qog'ozlari bozor bahosi va kapitalining umumiy qiymati ortib boradi. Bu holat kompaniyaning investitsion jozibadorligini kuchaytiradi va uning moliyaviy barqarorligiga ijobiy ta'sir ko'rsatadi. Biroq, qarz kapitalining ortishi kapital qiymatiga salbiy ta'sir ko'rsatadi. Chunki qarz majburiyatlarining ko'payishi aksiyadorlik jamiyatlarining sof aktivlari qiymatini pasaytiradi, moliyaviy riskni oshiradi va korporativ qimmatli qog'ozlarning real bozor qiymatini kamaytiradi. Shu sababli, kapital tuzilmasini optimallashtirishda qarz va aksiyadorlik kapitalining nisbatini to'g'ri belgilash bozor qiymatini barqaror oshirishning muhim sharti hisoblanadi.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/10.12.2019.I.16.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

ТЕРМЕЗСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ

ХУРРАМОВ ЭШМАМАТ ХУДОЙБЕРДИЕВИЧ

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ ПРАКТИКИ ОЦЕНКИ РЫНОЧНОЙ
СТОИМОСТИ КОРПОРАТИВНЫХ ЦЕННЫХ БУМАГ
АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам

Ташкент – 2025

Тема диссертации доктора философии (PhD) зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией за №В2017.1.PhD/Iqt.

Диссертация выполнена в Термезском государственном университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.bfa.uz) и информационно-образовательного портала «Ziyonet» (www.ziyonet.uz).

Научный руководитель: **Худойкулов Хуршид Хуррамович**
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: **Исмаилов Алишер Агзамович**
доктор экономических наук, доцент

Хўжамуродов Аскар Жалолович
доктор философии (PhD) по экономическим наукам,
доцент

Ведущая организация: **Ташкентский международный университет Кимё**

Защита диссертации состоится «__» _____ 2025 года в __: __ ч. на заседании разового научного совета на основе научного совета DSc.03/10.12.2019.I.16.01 по присуждению ученой степени при Ташкентском государственном экономическом университете. Адрес: 100066, г.Ташкент, ул. Ислама Каримова, 49. Тел.: (0 371) 239-28-71, факс: (0371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (регистрационный номер №__). Адрес: 100066, г.Ташкент, ул. Ислама Каримова, 49. Тел.: (0371) 239-28-71, факс: (0 371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

Автореферат диссертации разослан «__» _____ 2025 года.

(протокол реестра №__ от «__» _____ 2025 года).

С.У.Мехмонов

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

У.В.Гафуров

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

С.К.Худойкулов

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

ВВЕДЕНИЕ (аннотация докторской диссертации (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. В настоящее время, в условиях ускоренного углубления интеграционных процессов в мировой экономике, крупные институциональные финансовые институты направляют свои капитальные ресурсы в экономику развивающихся стран, потенциал роста которых выше, чем у развитых стран. Несмотря на быстрый рост притока капитала в развивающиеся страны, такие факторы, как уровень капитализации рынков капитала, прозрачность информации, ликвидность рынка корпоративных ценных бумаг, волатильность цен на ценные бумаги и высокие транзакционные издержки, связанные с куплей-продажей, усиливают необходимость применения передовых методов оценки корпоративных ценных бумаг акционерных обществ по рыночной стоимости. Например, в 2024 году соотношение капитализации рынка капитала к ВВП составило 289,2% в Тайване, 104,2% в Таиланде, 90,4% в Южной Корее, 55,7% в Индонезии, 30,9% в Турции и 42,3% в Польше¹. Это, в свою очередь, ясно подтверждает необходимость определения стоимости корпоративных ценных бумаг с использованием современных методов оценки, учитывающих риски в должной мере.

Последовательный рост притока инвестиций в развивающиеся страны требует использования современных методов оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ. В частности, необходимы научные исследования по выявлению систематических и несистематических рисков при оценке рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ, по оценке рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг методом дисконтирования дивидендов, методом свободного денежного потока, методом оценки капитальных активов, методами абсолютной и относительной оценки при определении рыночной стоимости акций и облигаций, а также по определению макро- и микроуровневого влияния факторов, влияющих на оценку рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ.

В настоящее время проводится широкомасштабная работа по развитию рынка капитала путем свободного выпуска ценных бумаг акционерных обществ с высокой долей государства. В частности, в последние годы в стране созданы институциональные основы для обеспечения эмиссии корпоративных ценных бумаг акционерных обществ и их торговли на свободном рынке капитала. Поэтому в Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022–2026 годы была отдельно обозначена задача «Расширение финансовых ресурсов в экономике путем доведения в последующие пять лет оборота фондового рынка с 200 миллионов долларов США до 7 миллиардов долларов США»². Это, в свою очередь, создаёт возможность применения методов оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ.

¹ https://www.ceicdata.com/en/indicator/market-capitalization--nominal-gdp?utm_source

² Указ Президента Республики Узбекистан УП-60 от 28 января 2022 года «О Стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы»

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-186 от 25 августа 2022 года “О дополнительных мерах по ускорению приватизации стратегических государственных активов и сокращению участия государства”, УП-256 от 14 декабря 2022 года “О дополнительных мерах по реформированию предприятий с участием государства и повышению эффективности их деятельности”, постановлениях Президента Республики Узбекистан ПП-5052 от 13 апреля 2021 года “О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала и улучшению инвестиционного климата”, ПП-3666 от 25 августа 2022 года “О мерах по эффективному управлению государственными активами и новом этапе их приватизации”, ПП-102 от 24 марта 2023 года “О дополнительных мерах по сокращению государственного участия в экономике”, ПП-2 от 5 января 2024 года “О мерах по либерализации рынка капитала и ускорению процессов IPO”, 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. Научно-теоретические, методические и практические проблемы оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ исследованы в работах таких ученых, как Г. Марковиц, Дж. Тобин, У. Шарп, Дж. Линтер, Я. Мосин, Дж. В. Дуглас, М. Э. Блум, Ф. Блек, М. Дженсен, М. Скулц, Дж. Макбет, С. Басу, Р. Бенц, Д. Стантман, Б. Розенберг, Р. Мертон, С. Росс, Дж. Кэмпбелл, Е. Фама, К. Френч, Т. Ассефа, О. Эскида и А. Моллик³.

³Harry Markowitz (1952). “Portfolio Selection” *The Journal of Finance*, Vol. 7, No. 1. pp. 77-91; Tobin.J. (1958). Liquidity Preference as Behaviour Towards Risk. *The Review of Economic Studies*, Vol.25, No.2, pp.65-86; Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, Vol.19, No.3, pp. 425–442; Lintner, J. (1965). The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistics*, Vol.47, No.1, pp.13-37; Mossin. J (1966). Equilibrium in a Capital Asset Market, Vol.34, No 4, pp.768-783; Douglas, G.W. (1969), “Risk in the Equity Markets: An Empirical Appraisal of Market Efficiency”, *Yale Economic Essays*, Vol.9, No.1, pp 3-45; Blume, M.E., (1970). Portfolio theory: A step toward its practical application. *Journal of Business*, Vol. 43, No.1, pp. 152-173; Black, F., Jensen, M., and Scholes, M. (1972) *The Capital Asset Pricing Model: Some empirical tests. Studies in the Theory of Capital Markets*. Ed. New York: Praeger Publishers; Fama, E.F. and MacBeth, J.D. (1973) ‘Risk, return and equilibrium: empirical tests’, *The Journal of Political Economy*, Vol. 81, No.3, pp. 607–636; Basu, S. (1977). Investment Performance of Common Stocks in Relation to their Price–Earnings Ratios: A Test of the Efficient Market Hypothesis, *Journal of Finance*, Vol.32, No.1, pp. 663–682; Banz, R. W. (1981). The Relationship between Return and Market Value of . Common Stock, *Journal of Financial Economics*, Vol.9, No.1, pp. 3–18; Stattman, D. (1980) Book Values and Stock Returns, *The Chicago MBA: A Journal of Selected papers*, Vol. 4, No.1, pp.25–45; Rosenberg, B., Reid, K. and Lanstein, R. (1985) Persuasive evidence of market inefficiency, *Journal of Portfolio Management*, Vol. 11, No. 3, pp.9–17; Robert C. Merton (1973). An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. *Econometrica*, Vol. 41, No. 5, pp. 867-887; Ross, Stephen A., (1976). “The arbitrage theory of capital asset pricing”, *Journal of Economic Theory* Vol.13, No.3, pp. 341-360; Campbell, John Y. 1993. Intertemporal asset pricing without consumption data. *American Economic Review* 83(3): pp. 487-512; Fama, E., & French, K. (1993). “Common risk factors in the returns on stocks and bonds. *Journal of Financial Economics*”, 30

В научных исследованиях этих ученых освещены существующие проблемы оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ. В частности, Г. Марковиц впервые провел исследование рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг в рамках современной теории портфеля. Кроме того, У. Шарп усовершенствовал механизм оценки рыночной стоимости акций акционерных обществ с учетом рыночного индекса. Впоследствии в теории оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ наблюдались различные дискуссии среди экономистов, в их решении важное значение имеют исследования, проведенные Э.Фамой и К.Френчем. В своей теории они доказали, что на рыночную стоимость корпоративных ценных бумаг помимо рыночного индекса влияет также ряд других факторов.

Теоретические, методические и практические аспекты оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ также исследовались отечественными учеными-экономистами Ш.Ш.Шохазами, Л.И.Бутиковым, М.Б. Хамидулиным, Н.Г. Каримовым, Х.А. Курбоновым и У.А. Бурхоновым⁴.

Так, Ш.Ш. Шохазами подчеркивает целесообразность использования теории оценки активов при определении рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ. В то же время, в исследовании Н.Г.Каримова проведен анализ теории оценки активов, и отмечено, что на сегодняшний день в практике теория У. Шарпа признается более эффективной по сравнению с теорией Г. Марковица.

В исследовании Х.А.Курбанова выявлено, что модель оценки финансовых активов имеет важное практическое значение при оценке стоимости капитала компаний и определении требуемого уровня доходности инвестиционных проектов, реализуемых в ее рамках,

Хотя в научных исследованиях вышеупомянутых экономистов вопросы оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ были рассмотрены с теоретической точки зрения, в нашей стране до сих пор недостаточно изучена оценка корпоративных ценных бумаг с учетом различных факторов, влияющих на их стоимость. Это и послужило основанием для выбора темы данного исследования.

Связь диссертационного исследования с планами научно-исследовательских работ высшего образовательного учреждения, где

Vol.33, No.1, 3-56 ;Assefa. T.A, Esqueda.A.O, Mollick.A.V (2017). Stock returns and interest rates around the World: A panel data approach. Journal of Economics and Business, Vol.89, No.1, pp.20-35

⁴ Шохазамий Ш.Ш. “Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане”. Автореферат Т; 2011г, 1-42 с.; Шохазамий Ш.Ш. “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” дарслик Т., ТФИ. 2012, бет-440.; Бутиков Л.И. “Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане” Автореферат Т.,-2008, 1-41 с.; Бутиков Л.И. Рынок ценных бумаг. Учебник. – Т.: Консаудитинформ, 2001-472 с.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008, – 204 с.; Каримов. Н.Ф “Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестицияларни молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш муаммолари” Автореферат, Т,- 2007, 1-40-бет.; Каримов Н.Ф. ва Хожиматов Р.Х. Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш: Дарслик. –Т.: ТДИУ, 2011, 771-787-бет.; Курбонов Х.А. “Корпоративные финансы” Ташкент “Иқтисод-Молия” 2007, 184-бет.; Бурхонов У.А. “Investment valuation in emerging markets: opportunities & specific factors” “Иқтисодий ва инновацион технологиялар” илмий электрон журнали. № 7, 2013 1-9-б.

выполнена диссертация. Диссертационная работа выполнена в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского государственного экономического университета в рамках научного проекта на тему “Научные основы координации финансовой, банковской и учетной систем в условиях модернизации экономики”.

Целью исследования является разработка научно-методически обоснованных предложений и практических рекомендаций по совершенствованию практики оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ.

Задачи исследования:

исследование научно-теоретических основ оценки корпоративных ценных бумаг акционерных обществ;

практическое исследование оценки акций акционерных обществ в Узбекистане;

исследование путей совершенствования практики оценки рыночной стоимости акций акционерных обществ в Узбекистане;

факторы, влияющие на стоимость корпоративных ценных бумаг акционерных обществ, и их эконометрическое моделирование;

разработка научно обоснованных предложений и рекомендаций по совершенствованию метода оценки стоимости облигаций акционерных обществ в Узбекистане.

Объектом исследования является процесс оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ.

Методы исследования. При решении задач исследования использованы методы научной абстракции, эмпирические методы, методы экономико-математического моделирования, группировки статистических данных, сравнительного анализа, выборочного наблюдения, а также корреляционного и регрессионного анализа.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

обоснован предел установления ставки дисконтирования ($20\% \leq DS \leq 30\%$) путем использования метода дисконтированных денежных потоков при определении целевой стоимости акций акционерных обществ на фондовом рынке;

предложено оптимальное значение коэффициента задолженности ($D_r \leq 0,5$) с учетом привлеченных кредитов и выпущенных корпоративных облигаций при определении стоимости привлеченного акционерными обществами долга;

обосновано предложение о выставлении на публичные торги акций акционерных обществ с долей государства более 50 процентов путем определения рыночной стоимости по принципу “одна акция - один лот”;

разработаны прогнозные показатели до 2030 года на основе регрессионных эконометрических моделей роста рыночной стоимости акций акционерных обществ Узбекистана согласно панельным данным.

Практические результаты исследования состоят в следующем:

позволило определить инвестиционный потенциал акционерных обществ, их возможности по привлечению финансовых ресурсов, а также потенциал роста добавленного капитала;

позволило определить степень влияния привлеченного долга на увеличение активов акционерных обществ и степень рисков, связанных с деятельностью обществ, а также верхний и нижний пределы финансирования деятельности обществ посредством долговых инструментов;

позволило определить рыночную стоимость акций акционерных обществ при их выводе на публичные торги, привлечь инвесторов в общества и ускорить размещение пакета акций на рынке;

позволило оценить уровень влияния и динамику роста рентабельности капитала и активов акционерного общества, доли заемного капитала, а также чистой прибыли общества.

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования определяется сравнительным и критическим анализом научно-теоретических взглядов ведущих ученых-экономистов на оценку активов фондовых рынков, изучением и обобщением передового зарубежного опыта, оценкой рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ на основе экспертных результатов и официальных источников национальных и международных авторитетных организаций, в том числе путем анализа процесса на основе статистических данных Министерства экономики и финансов Республики Узбекистан и Республиканской фондовой биржи “Ташкент”.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования объясняется тем, что они могут быть использованы при проведении научных исследований по совершенствованию механизма оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ в стратегии развития финансового рынка Узбекистана на ближайшую и среднесрочную перспективу.

Практическая значимость результатов исследования определяется тем, что они могут быть использованы при разработке концепции развития финансового рынка и его использовании в развитии финансового рынка, а также при разработке законов и подзаконных актов, указов, постановлений и распоряжений Президента страны, постановлений Кабинета Министров и других нормативных документов, принятых с целью привлечения свободных денежных средств местных и иностранных инвесторов на фондовый рынок.

Внедрение результатов исследования. На основе разработанных научных предложений и рекомендаций по совершенствованию механизма оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ:

предложение об обосновании предел установления ставки дисконтирования ($20\% \leq DS \leq 30\%$) путем использования метода дисконтированных денежных потоков при определении целевой стоимости акций акционерных обществ на фондовом рынке использовано при реализации постановления Президента Республики Узбекистан ПП-162 от 19 апреля 2024 года «О дополнительных мерах по сокращению участия государства в экономике» (справка АО «Sharg'unko'mir» №01-700 от 9

апреля 2025 года). Внедрение данного предложения позволило определить инвестиционный потенциал акционерных обществ, их возможности по привлечению финансовых ресурсов, а также потенциал роста добавленного капитала;

предложение об оптимальном значении коэффициента задолженности ($D_r \leq 0,5$) с учетом привлеченных кредитов и выпущенных корпоративных облигаций при определении стоимости привлеченного акционерными обществами долга использовано при реализации постановления Президента Республики Узбекистан ПП-162 от 19 апреля 2024 года «О дополнительных мерах по сокращению участия государства в экономике» (справка АО «Sharg'unko'mir» №01-700 от 9 апреля 2025 года). Внедрение данного предложения позволило определить, насколько привлечение долгового финансирования влияет на рост активов акционерных обществ, оценить степень рисков, связанных с их деятельностью, а также определить верхние и нижние границы финансирования деятельности обществ через долговые инструменты;

предложение о выставлении на публичные торги акций акционерных обществ с долей государства более 50 процентов путем определения рыночной стоимости по принципу “одна акция - один лот” использовано при реализации постановления Президента Республики Узбекистан ПП-162 от 19 апреля 2024 года «О дополнительных мерах по сокращению участия государства в экономике» (справка АО «Sharg'unko'mir» №01-700 от 9 апреля 2025 года). Внедрение данного предложения позволило определять рыночную стоимость акций акционерных обществ при их выводе на публичные торги, привлекать инвесторов в компании и ускорять размещение пакета акций на рынке;

разработанные прогнозные показатели до 2030 года на основе регрессионных эконометрических моделей роста рыночной стоимости акций акционерных обществ Узбекистана согласно панельным данным использованы при реализации постановления Президента Республики Узбекистан ПП-162 от 19 апреля 2024 года «О дополнительных мерах по сокращению участия государства в экономике» (справка АО «Sharg'unko'mir» №01-700 от 9 апреля 2025 года). Внедрение данного предложения позволило оценить уровень влияния и динамику роста рентабельности капитала и активов акционерного общества, доли заемного капитала, а также чистой прибыли общества.

Апробация результатов исследования. Основные результаты диссертации прошли апробацию на 2 международных и 2 республиканских научно-практических конференциях.

Опубликованность результатов исследования. По теме диссертации было опубликовано 10 научных работ, из них 7 статей в научных изданиях, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан для публикации основных результатов докторских диссертаций, в том числе: 6 в республиканских и 1 в зарубежном журналах, а также тезисы докладов в сборниках материалов 2 научно-практических конференций.

Структура и объем диссертации. Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составляет 143 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** обоснованы актуальность и востребованность темы исследования, сформулированы цель и задачи, объект и предмет исследования, показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий республики, а также изложена научная новизна и практические результаты исследования, раскрыто научное и практическое значение полученных результатов, приведены сведения о внедрении в практику результатов исследования, опубликованные работы и сведения о структуре диссертации.

В первой главе диссертации **«Теоретико-методические основы оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ»** с научно-теоретической и методической точек зрения раскрыты эволюция научно-теоретических взглядов на оценку рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ, научно-теоретические подходы и сравнительный анализ моделей оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ, организационно-правовые основы оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ в Узбекистане.

В 30-х годах прошлого века иностранный экономист Бенджамин Грэм в своей книге «Анализ ценных бумаг» подробно остановился на методах оценки активов. По его мнению, определение инвестиционной стоимости компании и оценка стоимости её корпоративных ценных бумаг с точки зрения эквивалентности ценности находятся очень близко друг к другу. В последующие годы изменения на финансовых рынках сделали необходимым использовать при оценке корпоративных ценных бумаг рыночную стоимость капитала. Учитывая это, Бенджамин Грэм предложил определять рыночную стоимость акций компании через рыночную стоимость её материальных активов.

Другой иностранный экономист Джон Берр Уильямс в своей книге «Теория инвестиционной стоимости» остановился на использовании метода дисконтированных денежных потоков при оценке корпоративных ценных бумаг и доказал эффективность применения этого метода для их оценки. Согласно исследованию автора, в теории дисконтированных денежных потоков важное место занимают три модели. В частности, при оценке корпоративных ценных бумаг компании предусматривается использование моделей дисконтирования дивидендов (Dividend Discount Models), моделей дисконтирования свободного денежного потока (Free Cash Flow Discount Models) и моделей остаточного дохода (Residual Income Models). Несмотря на различия в способах расчета этих моделей, с теоретической точки зрения определение стоимости ожидаемых дисконтированных денежных потоков капитала компании осуществляется одинаково. Впоследствии в научных исследованиях Миллера и Модильяни была усовершенствована теория

моделей дисконтирования дивидендов⁵. По мнению авторов, при покупке ценных бумаг компаний инвесторы учитывают два типа денежных потоков. Первый – это размер дивидендов, выплачиваемых компанией за период владения акциями; второй – рыночная стоимость этих акций за период, в течение которого инвестор держит их до объявления дивиденда. По мнению авторов, рыночная стоимость ценных бумаг компании определяется ожидаемыми дивидендами, которые владельцы этих ценных бумаг получают за период их владения.

Зарубежный экономист Гордон также внес уникальный вклад в разработку модели дисконтированных дивидендов⁶. Научные исследования зарубежного ученого-экономиста Стивена Пенмана посвящены модели дисконтирования дивидендов, при этом он указывает, что будущая рыночная стоимость акции не определяется исключительно на основе дивидендов⁷. По его мнению, на сегодняшний день существуют трудности с практическим применением данной модели, так как сделки с ценными бумагами осуществляются в больших объемах, а высокая волатильность их рыночной стоимости усложняет возможность использования этой модели.

Согласно исследованиям иностранных экономистов Грюлона и Майкла, в 1980-е годы крупные компании начали выкупать свои акции.⁸ В результате этого средства компаний превращались в средства инвесторов, что делало невозможным применение дивидендной модели. После этого большинство исследователей начали использовать модель дисконтирования свободного денежного потока. Однако из-за изменений конъюнктуры финансовых рынков при оценке стоимости капитала компании начали использовать метод сравнительной оценки, который, в свою очередь, осуществляется с помощью коэффициентов-мультипликаторов.

В научных исследованиях иностранных экономистов под руководством Дж. Стоу подчёркивается целесообразность использования трёх методов сравнительной оценки при определении стоимости капитала компании.⁹ В частности:

1. Метод оценки по относительной доходности: коэффициенты P/E (Price–Earnings Ratio) и PEG (Price/Earnings to Growth Ratio).
2. Метод оценки по относительным денежным потокам: коэффициенты P/EBIT, P/EBITDA, P/CFO, EV/EBITDA.
3. Метод оценки по относительной стоимости активов: коэффициенты P/B или B/M.

Согласно исследованиям иностранного экономиста Р.Баркера, профессиональные инвесторы и финансовые менеджеры широко используют коэффициент-мультипликатор P/E на практике¹⁰. Кроме того, в

⁵ Miller, M.H. and F. Modigliani (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *Journal of Business*. - No. 4. – pp. 411-433.

⁶ Myron J. Gordon (1962). *The investment financing and valuation of the corporation*. R.D. Irwin edition. -pp-270.

⁷ Stephen H. Penman (1992). Return to fundamentals. *Journal of Accounting research*, 45 (2). – pp.427-467.

⁸ Grullon, G., and R. Michaely (2002). Dividends, share repurchases, and the substitution hypothesis. *Journal of Finance*, 57. – pp.1649-1684

⁹ Stowe, John, D., Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto and Dennis W. McLeavey (2002). *Analysis of equity investments: Valuation*. -AIMR.

¹⁰ Barker, R. (1999). The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers. *The European Accounting Review*, 8 (2). –pp. 195-218.

исследованиях известных зарубежных экономистов Демиракоса, Стронга и Уокера было сделано вывод, что 89 % компаний проводят оценку стоимости капитала, используя метод оценки по относительной доходности¹¹.

На наш взгляд, при покупке акций компаний, ценные бумаги которых не находятся в постоянном обращении на рынке, инвесторы обращают внимание на ожидаемый размер дивидендов по этим акциям. В то же время при покупке акций компаний с постоянным обращением ценных бумаг инвесторы и финансовые менеджеры учитывают определенные коэффициенты-мультипликаторы компании. Это показывает, что стоимость капитала компаний напрямую связана с методом оценки по относительной доходности.

В результате изучения исследований зарубежных и отечественных экономистов нормативные значения коэффициентов-мультипликаторов при оценке стоимости капитала акционерных обществ представлены в таблице 1.

Таблица 1

Показатели, характеризующие коэффициенты мультипликатора¹²

Название показателя	Метод расчета	Нормативное значение
Коэффициент P/E (price-to-earnings ratio)	Отношение рыночной стоимости акции / ((чистая прибыль - дивиденды, выплаченные на привилегированные акции) / к количеству обыкновенных акций	Разумный уровень (12-15)
Коэффициент P/B (price-to-book ratio)	Соотношение рыночной стоимости акции (рыночной стоимости компании) к балансовой стоимости акции	Разумный уровень (1-5)
Коэффициент P/S (price-to-sales ratio)	Соотношение рыночной стоимости акции (рыночной стоимости компании) к объёму продаж	Разумный уровень (1-2)
Коэффициент EV/S (enterprise value-to-sales)	Соотношение рыночной стоимости компании к прибыли до налогообложения и уплаты процентов (ЕБИТ). Стоимость капитала компании = рыночная капитализация компании + чистый долг компании.	Разумный уровень 1-3
Коэффициент финансового левериджа D/E (debt-to-equity ratio)	Соотношение обязательств / к общему капиталу	Разумный уровень (1-2)
Коэффициент финансовой зависимости (debt ratio)	Коэффициент соотношения общих обязательств/к общим активам	Разумный уровень (0,6-0,7)
Коэффициент капитализации (Capitalization ratio)	Соотношение долгосрочных обязательств/ к акционерному капиталу	Разумный уровень 1

Зарубежными и отечественными учеными разработаны различные модели и методы оценки корпоративных ценных бумаг компании. Они позволяют определить стоимость частного и заёмного капитала с учетом рисков финансового рынка, включая такие факторы, как фискальная

¹¹ Demirakos, Efthimios G., Norman Strong, and Martin Walker (2002). The valuation methodologies of financial analysts. Working paper, University of Manchester.

¹² Таблица разработана автором

политика, риск банкротства, экономическая стагнация, инфляция и уровень развития рынка капитала.

Во второй главе диссертации “Анализ текущего состояния оценки корпоративных ценных бумаг акционерных обществ” раскрыты анализ современного состояния оценки акций акционерных обществ в Узбекистане, практика оценки облигаций акционерных обществ, факторы, влияющие на стоимость корпоративных ценных бумаг акционерных обществ и их эконометрическое моделирование.

На основании проведённых в диссертации научных исследований и данных таблицы 2 можно отметить, что в период 2019–2023 годов при сравнительном анализе деятельности АО «Sharg‘unko‘mir» и АО «O‘zbekko‘mir» чистая выручка от продажи продукции стабильно росла в обеих компаниях. В частности, у АО «Sharg‘unko‘mir» выручка увеличилась с 47,07 млрд сум до 118,34 млрд сум, тогда как у АО «O‘zbekko‘mir» этот показатель вырос с 485,11 млрд сум до 1164,84 млрд сум. Особенно в последние годы АО «O‘zbekko‘mir» демонстрирует явное преимущество по объёмам производства и доле на рынке. Причинами этого называют наличие модернизированных технологий, развитую инфраструктуру и поддержку со стороны государства как стратегически важной компании. В результате повысились конкурентоспособность компании на рынке и её экспортные возможности. В целом, анализ показывает, что АО «O‘zbekko‘mir» достигло устойчивости и лидерства по финансовым и производственным показателям, тогда как АО «Sharg‘unko‘mir», обладая значительным потенциалом роста в последние годы, по-прежнему остаётся чувствительным к внешним факторам при поддержании финансового баланса.

Таблица 2

Финансовые показатели акционерных обществ¹³

Показатели	2019 г	2020 г	2021г	2022 г	2023 г
АО “Sharg‘unko‘mir”					
Чистая выручка от реализации продукции (млрд. сум)	47,07	62,26	94,05	98,99	118,34
Чистая прибыль и убыток (млрд. сум)	11,60	(2,65)	4,52	3,61	0,15
Активы (млрд, сум)	261,19	61,14	929,69	1114,6	1752,08
Обязательства (млрд, сум)	237,66	26,22	861,7	1032,14	1653,82
Капитал (млрд, сум)	23,53	34,92	67,99	82,47	98,26
АО “O‘zbekko‘mir”					
Чистая выручка от реализации продукции (млрд. сум)	485,11	664,04	971,47	1036,52	1164,84
Чистая прибыль и убыток (млрд. сум)	(79,75)	(183,81)	20,56	55,47	63,91
Активы (млрд, сум)	2401,89	2549,88	2395,18	2377,21	2302,82
Обязательства (млрд, сум)	1652,06	1753,31	1583,25	1520,86	1390,23
Капитал (млрд, сум)	749,83	796,57	811,93	856,35	912,59

¹³Подготовлено автором на основе отчетных данных акционерных обществ.

В частности, при оценке рыночной стоимости акций АО «Sharg‘unko‘mir» и АО «O‘zbekko‘mir» мы используем метод дисконтированных денежных потоков. В связи с этим определим текущую терминальную стоимость АО «Sharg‘unko‘mir» и АО «O‘zbekko‘mir».

Таблица 3

Динамика терминальной стоимости АО «Sharg‘unko‘mir»¹⁴

Показатели	2020 г	2021г	2022 г	2023 г	Терминальная стоимость
Выручка от продажи продукции (млрд сум)	62,26	94,05	98,99	118,34	55,6
Темп роста дохода, %	32,27%	51,06%	5,25%	19,55%	5%
Операционная маржа	2,57%	3,51%	5,15%	6,08%	7%
ЕБИТ (млрд сум)	1,6	3,3	5,1	7,2	3,9
Налоговые платежи (млрд сум)	0,32	0,66	1,02	1,44	0,8
NOPLAT (млрд сум)	1,28	2,64	4,08	5,76	3,1
Чистые инвестиции (млрд сум)	-54,9	-9,2	-5,8	-2,6	-0,5
Свободные денежные потоки акционерного общества (млрд сум)	56,18	11,84	9,88	8,36	2,6
Дисконтный фактор	0,8	0,7	0,6	0,5	
Свободный денежный поток по текущей стоимости (млрд сум)	48,85	8,95	6,50	4,78	84,88
Терминальная стоимость (млрд сум)	2,6				
Текущая терминальная стоимость (млрд сум)	1,49				

Из данных таблицы 3 видно, что на основе анализа показателей 2020–2023 годов и терминального периода доходы АО «Sharg‘unko‘mir» и уровни ЕБИТ стабильно росли, инвестиции сокращались, а свободные денежные потоки формировались ежегодно. В результате приведенная стоимость общего денежного потока составила 84,88 млрд сум, а приведенная стоимость терминального периода – 1,49 млрд сум. Общая оценка компании по модели DCF достигла 86,37 млрд сум, что свидетельствует о её финансовой стабильности и высоком инвестиционном потенциале. Таким образом, согласно расчетам общей модели DCF, сумма дисконтированных свободных денежных потоков АО «Sharg‘unko‘mir» за 2020–2023 годы и приведенной стоимости терминального периода составляет 86,37 млрд сум. Этот показатель позволяет высоко оценить экономическую устойчивость компании, её инвестиционный потенциал и будущую стоимость, а также укрепляет её позиции как привлекательного объекта для инвестиций на рынке.

¹⁴ Таблица подготовлена автором на основе отчетных данных акционерных обществ.

Таблица 4

Динамика терминальной стоимости АО «O‘zbekko‘mir»¹⁵

Показатели	2020 г	2021 г	2022 г	2023 г	Терминальная стоимость
Выручка от продажи продукции (млрд сум)	485,11	664,04	971,47	1036,52	1164,84
Темп роста дохода, %	36,89%	36,88%	46,30%	6,70%	12,38%
Операционная маржа	16,44%	27,68%	2,12%	5,35%	5,49%
ЕБИТ (млрд сум)	79,75	183,81	20,56	55,47	63,91
Налоговые платежи (млрд сум)					
NOPLAT (млрд сум)	63,8	147,05	16,45	44,38	51,13
Чистые инвестиции (млрд сум)	-23,5	-61,9	-17,8	-12,3	-15,3
Свободные денежные потоки акционерного общества (млрд сум)	87,3	208,95	34,25	56,68	63,91
Дисконтный фактор	0,87	0,76	0,66	0,57	0,57
Свободный денежный поток по текущей стоимости (млрд сум)	75,95	158,8	22,61	32,31	36,43
Терминальная стоимость (млрд сум)	426,07				
Текущая терминальная стоимость (млрд сум)	242,86				

Согласно анализу таблицы 4, для АО «O‘zbekko‘mir» свободные денежные потоки за 2020–2023 годы в приведенной стоимости составили 289,67 млрд сум, а приведенная стоимость терминальной стоимости – 242,86 млрд сум. В результате общая оценка компании по модели DCF достигла 532,53 млрд сум. Долгосрочная деятельность компании и будущие потоки прибыли оцениваются через терминальную стоимость. Согласно модели Гордона, терминальная стоимость составила 426,07 млрд сум, и при дисконтировании с коэффициентом 0,57 за 2023 год она привела к приведенной стоимости 242,86 млрд сум.

Это свидетельствует о высоком инвестиционном потенциале компании, её стабильном финансовом росте и стратегическом преимуществе на рынке. Данный результат указывает на то, что компания является привлекательным и достойным инвестиций субъектом. В то же время оптимизация затрат и маржи прибыли, а также поддержание конкурентоспособности остаются важными элементами будущей стратегии компании.

В рамках научной работы оценка стоимости капитала АО «Sharg‘unko‘mir» и АО «O‘zbekko‘mir» проводилась с учетом рассчитанной средневзвешенной стоимости капитала, приведенной терминальной стоимости и общей стоимости акционерных обществ. На основе этих показателей в дальнейшем была выполнена оценка рыночной стоимости акций акционерных обществ методом дисконтированных денежных потоков.

¹⁵ Таблица подготовлена автором на основе отчетных данных акционерных обществ.

Таблица 5

Прогноз рыночной стоимости акций акционерных обществ ¹⁶

Показатели	АО «Sharg‘unko‘mir»	АО «O‘zbekko‘mir»
Стоимость в прогнозный период	84,88	289,67
Терминальная стоимость	1,49	242,86
Стоимость акционерного общества	80,07	489,73
Долг, млрд сум	1123,2	946,9
Денежные средства	6,3	42,8
Капитальная стоимость, млрд сум	1196,97	1393,83
Рыночная капитализация	520	1300
Целевая цена акции (тыс. сум)	961	82368
Рыночная стоимость акции (тыс. сум)	409	30000
Потенциал роста %	135%	175%

Анализ таблицы 5 показывает, что прогноз капитализации и рыночной стоимости акций акционерных обществ на 2025–2026 годы свидетельствует о том, что как АО «O‘zbekko‘mir», так и АО «Sharg‘unko‘mir» оцениваются как активы с низкой стоимостью. При этом существуют значительные различия в их финансовой структуре, долговой нагрузке и инвестиционном потенциале. В частности, по показателям прогнозной стоимости и терминальной стоимости АО «O‘zbekko‘mir» значения составляют соответственно 289,67 млрд сум и 242,86 млрд сум, что значительно выше по сравнению с АО «Sharg‘unko‘mir» (84,88 млрд сум и 1,49 млрд сум). Это указывает на преимущество АО «O‘zbekko‘mir» по объёму производства и денежным потокам. Одним из ключевых показателей является соотношение фактической стоимости акции и её рыночной цены. Для АО «O‘zbekko‘mir» целевая цена акции составляет 82 368 тыс. сум при рыночной цене 30 000 тыс. сум, что по международным стандартам отражает потенциал роста на 175 %. В случае АО «Sharg‘unko‘mir» целевая цена акции равна 961 тыс. сум при рыночной цене 409 тыс. сум, что соответствует потенциалу роста в 135 %. Таким образом, акции обеих компаний недооценены по сравнению с текущей рыночной ценой и обладают высоким инвестиционным потенциалом. Однако АО «O‘zbekko‘mir» имеет преимущество по финансовой структуре и капитализации, с большим удельным весом стратегических и высоколиквидных активов. Иными словами, у обеих компаний есть инвестиционный потенциал, но благодаря высокой целевой цене и стабильной деятельности АО «O‘zbekko‘mir» выделяется как стратегически привлекательный объект для инвестиций.

Таким образом, размещение корпоративных облигаций играет важную роль в расширении участия акционерных обществ на рынке капитала и обеспечении их финансовой устойчивости. Эти облигации позволяют привлекать долгосрочные финансовые ресурсы, финансировать инвестиционные проекты и повышать уровень ликвидности. Ниже

¹⁶ Таблица подготовлена автором на основе отчетных данных акционерных обществ

представленная таблица отражает основные показатели корпоративных облигаций акционерных обществ, включая объем выпуска, процентную ставку, срок обращения и круг инвесторов.

Таблица 6

**Состояние корпоративных облигаций акционерных обществ
размещённых на рынке капитала и включённых в листинг¹⁷**

Входит в листинг	Номинальная стоимость	Кол-во (ед.)	Объём эмиссии, млрд сум	Купонная ставка	Дата эмиссии	Дата погашения	Период выплаты купонов
АКБ “Asia Alliance Bank”	1 000 000	45 175	45,2	Ставка рефинансирования ЦБ + 4%	15.07.2019	15.07.2026	ежеквартально
АКБ “Kapitalbank”	1 000 000	50 000	50,0	Ставка рефинансирования ЦБ + 5%	13.05.2020	21.05.2027	ежемесячно
ООО “Biznes finans mikromoliya tashkiloti”	1 000 000	6 565	6,6	27.0%	16.09.2022	30.08.2025	ежемесячно
ООО “Biznes finans mikromoliya tashkiloti”	100 000	200 000	20,0	27.0%	09.10.2023	13.09.2026	ежемесячно
ООО “Biznes finans mikromoliya tashkiloti”	100 000	300 000	30,0	27.0%	05.12.2024	20.11.2027	ежемесячно
АО “Imkon Finans mikromoliya tashkiloti”	1 000 000	6 000	6,0	28.0%	10.04.2023	25.03.2026	ежемесячно
АО “Imkon Finans mikromoliya tashkiloti”	1 000 000	10 000	10,0	28.0%	24.04.2024	09.04.2027	ежемесячно
ООО “Hamkor invest lizing”	1 000 000	17 500	17,5	18.0%	25.04.2023	06.05.2026	ежеквартально
АКБ “Hamkorbank”	1 000 000	50 000	50,0	22.0%	30.04.2024	30.04.2025	на дату погашения
АО “O‘zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi”	1 000 000	140 000	140,0	19.0%	20.12.2023	17.10.2026	каждые полгода
АО “O‘zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi”	1 000 000	150 000	150,0	19.0%	17.07.2024	08.07.2027	каждые полгода
АО “O‘zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi”	1 000 000	50 000	50,0	18.0%	16.09.2024	18.09.2029	ежеквартально
АО “O‘zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi”	1 000 000	250 000	250 000 000 000	19.0%	11.11.2024	17.11.2027	ежеквартально

¹⁷ Подготовлено автором на основе данных капитального рынка

Согласно данным таблицы 6, в последние годы ряд банков и микрофинансовых организаций активно выпускают корпоративные облигации через рынок капитала. Крупнейшие эмиссии были осуществлены АО «Ўзбекистон ипотекани қайта молиялаштириш компанияси», общий объем которых составил 590 млрд сум. Такие банки, как «Asia Alliance Bank», «Kapitalbank» и «Hamkorbank», также привлекают финансовые ресурсы через рынок капитала. Облигации микрофинансовых организаций «Biznes Finans» и «Imkon Finans» выделяются высокими процентными ставками (27–28%). В целом, представленные в таблице данные показывают, что рынок корпоративных облигаций развивается и приобретает все большее значение как источник долгосрочных ресурсов для финансовых организаций.

В третьей главе диссертации «**Совершенствование методов оценки стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ в Узбекистане**» изложены пути совершенствования практики оценки рыночной стоимости акций акционерных обществ в Узбекистане, а также методы усовершенствования оценки стоимости облигаций акционерных обществ в стране.

При определении стоимости долговых ценных бумаг, в случае отсутствия облигаций, целесообразно использовать такие показатели, как cost of debt, debt-to-equity, debt ratio, debt-to-assets и leverage ratio. С учетом того, что основным источником привлечения являются банковские кредиты, целесообразно проводить анализ на основе указанных коэффициентов.

В связи с тем, что рынок корпоративных облигаций в Узбекистане недостаточно развит, компании в основном привлекают заемные средства через банковские кредиты. По этой причине необходимы системные меры по развитию финансового рынка и стимулированию эмиссии корпоративных облигаций.

Высокая доля заемного капитала и низкий уровень собственного капитала в структуре капитала компаний повышают риски. Поэтому целесообразно увеличить долю собственного капитала и поддерживать заемный капитал на уровне около 40%. Кроме того, важным является проведение анализа рисков дефолта и вероятности банкротства.

При определении стоимости заемного капитала необходимо полностью учитывать риски и финансовые инструменты. Следует стимулировать привлечение заемных средств через такие инструменты, как корпоративные облигации, а также внедрять методику точной оценки на основе соответствующих коэффициентов.

Кроме того, коэффициент долга (Dr) предполагает, что объем заемных средств компании в структуре капитала должен составлять 50% или меньше от общего капитала. Эта граница предложена с целью снижения финансового риска компании, поддержания ликвидности и повышения инвестиционной привлекательности. В нашем исследовании установлено, что в финансовой структуре АО «O‘zbekko‘mir» доля долга крайне высока. Превалирование заемных средств над акционерным капиталом повышает риск ликвидности и снижает инвестиционную привлекательность капитала. В АО

«Sharg'unko'mir» уровень долга имеет абсолютное доминирование, что может подвергнуть компанию кредитным рискам и росту процентных расходов.

На Республиканской фондовой бирже «Ташкент» акции акционерных обществ на фондовом рынке продаются и покупаются по принципу «один лот», независимо от того, сколько акций содержит одна сделка. В результате, вывод акций акционерных обществ с долей государства свыше 50% на публичные торги посредством определения рыночной стоимости по принципу «одна акция – один лот» сталкивается с определенными трудностями. Однако на практике развитых стран стоимость каждой акции определяется и реализуется в форме одного лота, то есть через механизм купли-продажи. Исходя из этого, на фондовой бирже целесообразно продавать каждую акцию в форме одного лота. Механизм купли-продажи ценных бумаг в виде одного лота стоимости каждой акции на фондовой бирже нашей страны показан на рисунке ниже.



Рис.1. Механизм “одна акция - один лот” акций акционерных обществ с долей государства более 50 процентов ¹⁸

В диссертации проведен анализ факторов, влияющих на цену акций акционерных обществ, включенных в листинг РФБ «Ташкент», а также их корреляционных связей. Собранные данные представляют собой панельные данные¹⁹, включающие сведения по секторам РФБ «Ташкент» – банки, лизинг, страхование, агропромышленный комплекс, промышленность, социальная сфера, строительство и другие отрасли за период 2019–2024 гг. На основе этих данных был проведен регрессионный и корреляционный

¹⁸ Авторская подготовка

¹⁹ <http://www.classes.ru/dictionary-english-russian-scienceenru-term-78341.htm>. Данные многомерного временного ряда

анализ. Поскольку сделки с акциями акционерных обществ, включённых в листинг РФБ «Ташкент», не являются постоянными, для анализа использовались панельные данные, что позволило осуществить эконометрический анализ.

Перед проведением эконометрического анализа акций фондового рынка нашей страны необходимо было определить, какие показатели выступают в качестве независимых переменных, а какие – зависимых. При выборе этих переменных опирались на научные выводы, сформированные на основе изучения исследований зарубежных учёных, посвящённых соответствующей тематике. В частности, на основе изучения исследований У.Шарпа²⁰, Н.Чена, Р.Ролла и С.Росса²¹, Э.Фамы и К.Френча²², А.Т.Ассефы, А.О.Эскиды и В.А.Моллика²³ были отобраны зависимые и независимые переменные. В частности, в качестве независимой переменной был выбран средний рыночный курс акций по отраслям. На основе панельных данных выбранных переменных был проведён тест единичного корня (panel unit root test) для проверки наличия или отсутствия стационарности. По результатам данного теста было установлено, что цена акции (\ln_sp), индекс фондового рынка (\ln_mi) и номинальная стоимость акций отраслей (\ln_bv) являются стационарными в нулевом порядке интеграции, то есть $I(0)$. Остальные переменные, т.е. средняя номинальная стоимость акций в отраслях, коэффициент отношения этих акций к средней рыночной стоимости (\ln_bmr) и средняя рыночная стоимость акций отраслей, коэффициент отношения этих акций к средней номинальной стоимости (\ln_pmr), были определены как нестационарные в нулевом порядке $I(0)$ и перенесены в первичную разность $I(1)$, в результате чего была определена стационарность в первичном порядке.

На основе панельных данных была составлена матрица корреляции переменных, поскольку в нашем исследовании ставилась цель построения многомерной линейной функции на основе панельных данных. Однако между независимыми переменными наблюдается корреляционная связь, что, в свою очередь, создает проблему мультиколлинеарности²⁴. В результате влияние независимой переменной на зависимую переменную теряется. Исходя из этого, для решения проблемы мультиколлинеарности была составлена матрица корреляционной связи выбранных переменных. Данная корреляционная матрица представлена в следующей таблице (таблица 6).

²⁰Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, Vol.19, No.3, pp. 425–442

²¹Nai-Fu Chen; Richard Roll; Stephen A. Ross (1986). "Economic Forces and the Stock Market" *The Journal of Business*, Vol. 59, No. 3, pp. 383-403

²²Fama, E. and French, K., (1993), "Common risk factors in the returns on stocks and bonds". *Journal of Finance*, Vol. 33, No. 1, pp. 3-56

²³Assefa. T.A, Esqueda.A.O, Mollick.A.V (2017). Stock returns and interest rates around the World: A panel data approach. *Journal of Economics and Business*, Vol.89, No.1, pp.20-35

²⁴ <https://translate.academic.ru/multicollinearity/en/ru/>. В регрессионном анализе существует высокая корреляция между двумя и более независимыми переменными.

Таблица 6

Матрица корреляционной зависимости переменных²⁵

Переменные	ln_sp	pmr	ln_mi	ln_bv	bmr	$\Delta \ln_pmr$	$\Delta \ln_bmr$
ln_sp	1,000						
pmr	0,4241	1,000					
ln_mi	-0,1910	0,1117	1,000				
ln_bv	0,9309	0,1079	-0,2620	1,000			
bmr	-0,2171	-0,6618	-0,1448	0,1275	1,000		
$\Delta \ln_pmr$	0,3386	0,7285	0,0431	0,1392	-0,3562	1,000	
$\Delta \ln_bmr$	-0,1864	-0,5459	-0,1298	0,0601	0,6862	-0,5939	1,000

Как видно из матрицы корреляционной зависимости переменных в таблице 5, между переменными наблюдается проблема мультиколлинеарности. Исходя из теории многомерной регрессионной модели, проблема мультиколлинеарности определяется следующим образом. Как видно из таблицы корреляционной матрицы, коэффициент корреляции переменной ($\Delta \ln_pmr$) составляет 0,7285, переменной ($\Delta \ln_bmr$) – 0,6862, а переменной (\ln_bmr) – 0,6618. Это приводит к увеличению стандартной ошибки многомерной регрессионной модели. Исходя из этого, переменные с высокими коэффициентами корреляции, отраженные в матрице, были исключены из многомерной регрессионной модели. Кроме того, переменная с отрицательной корреляцией (\ln_mi) также была удалена. После этого были рассчитаны показатели трёх панельных регрессионных моделей. Результаты расчета этих показателей представлены в следующей таблице (табл. 7).

Таблица 7

Результаты показателей регрессионных моделей
(на основе данных за 2019–2024 годы)²⁶

Зависимая переменная (ln_sp)	(1)	(2)	(3)
	Сводная модель	Модель фиксированных эффектов	Модель случайных эффектов
ln_pmr	0,1895*** (0,0119)	0,1679*** (0,0122)	0,1857*** (0,011)
ln_bv	0,9535*** (0,0196)	0,9483*** (0,0252)	0,9468*** (0,0197)
S(constant)	0,3655** (0,1676)	0,4471** (0,2157)	0,4277** (0,1702)
Количество наблюдений	72	72	72
R-kvadrat	0,9757	0,9853	0,9737

Стандартная ошибка показателей в скобках Р-стоимости, ***P<0,01, **P<0,05, *P<0,1

Из данных таблицы 6 можно увидеть, что Р-значения выбранных независимых переменных в трех моделях меньше 0,001. Этот показатель означает, что выбранные нами переменные, а именно \ln_pmr и \ln_bv , напрямую влияют на зависимую переменную. Если мы проведем проверку гипотез по этим независимым переменным, можно увидеть, что в трех моделях коэффициент переменной \ln_pmr является статистически значимым на уровне 99%. Кроме того, независимая переменная \ln_bv также оказывает влияние на зависимую переменную на статистически значимом уровне в

²⁵Подготовлено автором с помощью программы Eviews-9.0 на основе годовых отчетов РФБ “Ташкент”

²⁶Подготовлено автором с помощью программы Eviews-9.0 на основе годовых отчетов РФБ “Ташкент”

99%. Это означает, что две независимые переменные полностью влияют на зависимую переменную. Если обратить внимание на R-квадрат, можно заметить, что во всех трех моделях он близок к единице. Согласно эконометрической теории, чем ближе R-квадрат к единице, тем точнее построенная регрессионная модель и тем ближе стандартная ошибка к прямой линии, что свидетельствует о высокой адекватности модели.

Исходя из этого, можно сделать вывод, что при прочих неизменных условиях независимые переменные, а именно рост номинальной стоимости акций в отрасли и рыночной цены акции, приводят к увеличению коэффициента отношения рыночной и номинальной стоимости акций на Республиканской фондовой бирже «Ташкент». Эконометрическая форма указанных трех моделей может быть представлена следующей формулой:

1. Сводная модель

$$\ln_{sp_{it}} = 0,3654 + 0,1894*\ln_{pmr_{it}} + 0,9535*\ln_{bv_{it}} + e_{it} \quad (4)$$

2. Модель фиксированных эффектов

$$\ln_{sp_{it}} = 0,4471 + 0,1679*\ln_{pmr_{it}} + 0,9483*\ln_{bv_{it}} + e_{it} \quad (5)$$

3. Модель случайных эффектов

$$\ln_{sp_{it}} = 0,4277 + 0,1857*\ln_{prm_{it}} + 0,9468*\ln_{bv_{it}} + e_{it} \quad (6)$$

Если рассмотреть расчетные показатели сводной, фиксированной и случайной моделей, то можно увидеть, что разница не очень велика. Для определения того, какая из этих моделей является более подходящей, были проведены расчеты с использованием теста Ж. Хаусмана. Тест Хаусмана показывает, что если корреляция между регрессором (независимой переменной) и эффектами отсутствует, то как фиксированные, так и случайные эффекты могут использоваться, однако использование фиксированных эффектов в этом случае считается неэффективным. Если существует корреляционная связь между регрессором и эффектами, то считается, что присутствуют фиксированные эффекты, а случайные эффекты отсутствуют. Нулевая гипотеза формулируется и проверяется с помощью следующей эконометрической формулы:

$$W = (\beta_{RE} - \beta_{FE})' \Sigma^{-1} (\beta_{RE} - \beta_{FE}) \sim \chi^2(k) \quad (1)$$

Если W является значимым, то есть вероятность меньше 5%, модель с фиксированными эффектами считается лучшей. Если же этот показатель вероятности больше 5%, предпочтение отдается модели со случайными эффектами. Анализ данного теста представлен в следующей таблице (таблица 6).

Согласно результатам теста Хаусмана в таблице 7, модель со случайными эффектами оказывается предпочтительной по сравнению с другими моделями. Модель со случайными эффектами признана более подходящей на основании вероятностного показателя Р-значения, при этом использовались нулевая гипотеза и альтернативная гипотеза для проверки статистической значимости. Согласно результатам, в качестве нулевой гипотезы была принята модель со случайными эффектами, а её альтернативная версия – модель с фиксированными эффектами – была отклонена. Следовательно, в нашем исследовании статистическая значимость теста Хаусмана (χ^2) превышает 5%, а Р-значение равно 0,0965, что указывает на то, что модель со случайными эффектами является предпочтительной по сравнению с другими моделями.

Таблица 8

Результаты теста Хаусмана²⁷

Переменные	Фиксированный эффект (a)	Случайный эффект (b)	Разница переменных (a-b)	Степень вероятности
ln_pmr	0,178147	0,185770	0,000014	0,0438
ln_bv	0,930400	0,946898	0,000108	0,1127
		Статистика хи-квадрат (χ^2)	Распределение хи-квадрат	Степень вероятности
Кросс-секция случайных эффектов ²⁸ (Cross-section random)		4,675995	2	0,0965

После теста Хаусмана был проведён тест на корреляционную зависимость остатков (residuals). Результаты данного теста представлены в таблице 9.

Таблица 9

Результаты теста на зависимость остатков (residuals) для модели со случайными эффектами²⁹

Тест	Статистика	Степень независимости	Степень вероятности
Breusch-Pagan LM	49,28615	36	0,0691
Pesaran scaled LM	0,505128		0,6135
Pesaran CD	1,920435		0,0548

Согласно результатам, показывающим корреляцию между остатками в таблице 8, было установлено, что корреляция между остатками отсутствует. Поскольку при рассмотрении нулевой гипотезы р-значение LM-модели Бреуша-Пагана превышало 5%, то отсутствие корреляции между остатками было принято, а альтернативная гипотеза, то есть наличие корреляции между остатками, была отвергнута. Видно, что изменения цен акций в разных отраслях не влияют друг на друга.

В заключение можно сказать, что при анализе трех моделей на основе панельных данных модель случайных воздействий является наиболее оптимальной моделью. Тест на прочность данной модели, т.е. отсутствие связи между остатками, свидетельствует о возможности прогнозирования модели. При изучении влияния переменных макро- и микроуровня на цену акций на Республиканской фондовой бирже “Ташкент” в разрезе отраслей на основе данных за 2010-2017 годы было выявлено, что на цену акций в отраслях непосредственно влияют номинальная цена этих акций и коэффициент отношения рыночной цены к номинальной цене. При неизменности других факторов в модели случайных эффектов, увеличение номинальной стоимости акций в отраслях на один процент приводит к увеличению рыночной стоимости акций в этой отрасли на 0,9468 процента, увеличение коэффициента отношения рыночной стоимости акции к номинальной стоимости на один процент приводит к увеличению рыночной стоимости акций в отрасли на 0,1857 процента. Исходя из этого, целесообразно использовать модель случайных эффектов при оценке факторов, влияющих на стоимость акций на Республиканской фондовой бирже “Ташкент” в разрезе отраслей.

²⁷Подготовлено автором с помощью программы Eviews-9.0 на основе годовых отчетов РФБ “Ташкент”

²⁸Случайные эффекты в точках пересечения.

²⁹Подготовлено автором с помощью программы Eviews-9.0 на основе годовых отчетов РФБ “Ташкент”

Научные предложения и практические рекомендации, разработанные в исследовательской работе, сегодня в определенной степени служат развитию фондового рынка и совершенствованию механизма оценки активов.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основе проведенных исследований по совершенствованию практики оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ сформулированы следующие научно-теоретические, научно-методические выводы и предложения:

1. В процессе совершенствования практики оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ предложено использовать коэффициенты мультипликатора (P/E, P/S, EV/Sales, EV/EBITDA, P/B) и модель дисконтированного денежного потока (DCF) при определении реальной стоимости акций и других финансовых инструментов. Такой подход позволяет точно определить рыночную стоимость корпоративных ценных бумаг, оценить стоимость капитала, финансовую устойчивость и инвестиционную привлекательность акционерных обществ. Он также служит совершенствованию финансовой эффективности предприятия, балансовой стоимости акций и системы оценки на рынке капитала на основе доходного подхода.

2. В практике оценки рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг акционерных обществ Узбекистана при определении ставки дисконтирования денежных потоков в капитале недостаточно используются современные финансовые модели, в том числе модель оценки капитальных активов, модель средневзвешенной стоимости капитала, оценка стоимости кумулятивного капитала и методы внутренней доходности (IRR). В практике развитых стран данные модели играют важную роль в формировании рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг, особенно при определении ставки дисконтирования собственного капитала и акций. С помощью этих моделей точно оценивается реальная рыночная стоимость, уровень риска и инвестиционная привлекательность акций и корпоративных облигаций, выпускаемых акционерными обществами.

3. Необходимо реализовать комплекс мер по развитию рынка капитала и долгового рынка в Узбекистане. Этот процесс позволяет акционерным обществам привлекать капитал посредством эмиссии корпоративных облигаций. В то же время использование современных методов и долговых коэффициентов при оценке стоимости заемного капитала служит совершенствованию практики определения рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг. Также важно внедрить современный подход и практику использования коэффициентов при оценке стоимости заемного капитала. Это послужит не только оптимизации структуры капитала акционерных обществ, но и совершенствованию практики определения рыночной стоимости выпускаемых ими корпоративных ценных бумаг, особенно облигаций.

4. На практике оценки корпоративных ценных бумаг акционерных обществ отсутствие использования коэффициентов бета с леввереджем и без него ограничивает возможность точной оценки систематических и несистематических рисков. Поэтому через бета без леввереджа следует

определять рыночный риск акций и несистематический риск, а через бета с левереджем – учитывать риск, связанный с заемным капиталом. Такой подход обеспечивает реалистичную оценку рыночной стоимости корпоративных ценных бумаг, а также корректное вычисление инвестиционного риска акций.

5. В практике оценки корпоративных ценных бумаг акционерных обществ в Узбекистане в настоящее время в основном используется затратный подход. В этом методе стоимость капитала определяется за счет производственных затрат, износа основных средств и дополнительных расходов. Однако этот подход не полностью отражает реальную стоимость в рыночных условиях, поскольку не учитывает доходы от активов и сопоставимые объекты на рынке. В практике развитых стран при оценке стоимости капитала и корпоративных ценных бумаг широко используются доходный подход и сравнительный подход. Поэтому внедрение этих методов в нашей стране позволит точно оценить реальную рыночную стоимость акций и корпоративных облигаций, а также принимать инвестиционные решения на научной основе.

6. На основе панельных данных акционерных обществ по отраслям Республиканской фондовой биржи «Ташкент» за 2019–2024 годы был проведен корреляционный и регрессионный анализ с использованием метода наименьших квадратов. Согласно ему, при неизменности других факторов в модели случайных эффектов, увеличение номинальной стоимости акций в отраслях на один процент приводит к увеличению рыночной стоимости акций в этой отрасли на 0,9468 процента, увеличение коэффициента отношения рыночной стоимости акции к номинальной стоимости на один процент приводит к увеличению рыночной стоимости акций в отрасли на 0,1857 процента. Исходя из этого, целесообразно использовать модель случайных эффектов при оценке факторов, влияющих на стоимость акций на Республиканской фондовой бирже «Ташкент» в разрезе отраслей.

7. Основными факторами, формирующими стоимость капитала акционерных обществ в нашей республике, являются рост рыночной стоимости акций, объем заемного капитала и динамика выручки от реализации продукции. Результаты исследования показывают, что по мере роста рыночной стоимости акций рыночная цена корпоративных ценных бумаг акционерного общества и общая стоимость его капитала увеличиваются. Это обстоятельство повышает инвестиционную привлекательность компании и оказывает положительное влияние на её финансовую стабильность. Однако увеличение долга оказывает негативное влияние на стоимость капитала. Поскольку рост долговых обязательств снижает стоимость чистых активов акционерных обществ, повышает финансовый риск и уменьшает реальную рыночную стоимость корпоративных ценных бумаг. Поэтому при оптимизации структуры капитала правильное соотношение между долговым и акционерным капиталом является важным условием для стабильного увеличения рыночной стоимости.

**TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS SCIENTIFIC
COUNCIL AUTHORIZED TO AWARD ACADEMIC DEGREES
SCIENTIFIC COUNCIL DSc.03/10.12.2019.I.16.01**

TERMEZ STATE UNIVERSITY

KHURRAMOV ESHMAMAT KHUDOYBERDIYEVICH

**IMPROVEMENT OF THE PRACTICE OF ASSESSING THE MARKET
VALUE OF CORPORATE SECURITIES OF JOINT-STOCK COMPANIES**

08.00.07 – Finance, Money Circulation, and Credit

ABSTRACT

of dissertation of the Doctor of Philosophy (PhD) in Economics

Tashkent – 2025

The topic of the dissertation for the degree of Doctor of Philosophy (PhD) is registered by the Higher Attestation Commission under No. B2017.1.PhD/Iqt.

The doctoral dissertation (PhD) has been accomplished at Termez State University.

The abstract of dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian, English (abstract)) on the website of scientific council (www.tsue.uz) and on the website of “ZiyoNet” information and educational portal (www.ziynet.uz).

Scientific supervisor: **Khudoykulov Khurshid Khurramovich**
Doctor of economics, professor

Official opponents: **Ismailov Alisher Agzamovich**
Doctor of Economics, Associate Professor

Khojamurodov Askar Jalolovich
Doctor of Philosophy (PhD) in Economics, Associate Professor

Leading organization: **Kimyo International University in Tashkent**

The defense of dissertation will take place on “_____” at “_____” 2025 at the meeting of the Scientific Council DSc.03/10.12.2019.I.16.01. awarding for the scientific degrees at Tashkent State University of Economics. Address: 100066, Tashkent, Islam Karimov Street, 49. Tel.: (99871) 239-28-72, fax: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz

The doctoral dissertation (PhD) can be reviewed at the Information Resource Center of the Tashkent State University of Economics (registered under the number _____). Address: 100066, Tashkent, Islom Karimov Street, 49. Tel.: (99871) 239-28-72, Fax: (99871) 239-43-51, e-mail: info@tsue.uz

The abstract of the dissertation sent out on «___» _____2025.

(Mailing report ____ in 2025 «___» _____).

S.U. Mekhmonov

Chairman of the scientific council awarding scientific degrees, Doctor of Economics, professor

U.V. Gafurov

Scientific secretary of the Scientific council awarding scientific degrees, Doctor of Economics, professor

S.K. Khudoykulov

Chairman of the scientific seminar under the Scientific Council, Doctor of Economics, professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Philosophy Doctor (Phd) on Economic Sciences)

The aim of the research work is to develop scientifically and methodologically grounded proposals and practical recommendations for improving the practice of assessing the market value of corporate securities of joint-stock companies.

The objectives of the research are as follows:

to study the scientific and theoretical foundations of the valuation of corporate securities of joint-stock companies;

to analyze the current practice of evaluating the shares of joint-stock companies in Uzbekistan;

to examine the ways of improving the practice of assessing the market value of shares of joint-stock companies in Uzbekistan;

to identify the factors influencing the value of corporate securities of joint-stock companies and to develop their econometric modeling;

to develop scientifically grounded proposals and recommendations for improving the methodology of valuing the bonds of joint-stock companies in Uzbekistan.

The object of the research is the process of assessing the market value of corporate securities of joint-stock companies.

The subject of the research consists of the economic relations arising in the process of assessing the market value of corporate securities of joint-stock companies.

Scientific novelty of the research is following:

the boundary of the discount rate ($20\% \leq DS \leq 30\%$) has been scientifically substantiated by applying the discounted cash flow (DCF) method to determine the target value of joint-stock companies' shares in the stock market;

the optimal value of the debt coefficient ($Dr \leq 0.5$) has been proposed for determining the cost of borrowed capital of joint-stock companies, taking into account both attracted bank loans and issued corporate bonds;

a proposal has been substantiated to bring to public trading the shares of joint-stock companies with more than 50 percent state ownership, based on determining their market value according to the principle of "one share – one lot";

using panel data regression econometric models, forecast indicators for the growth of the market value of shares of Uzbekistan's joint-stock companies have been developed up to the year 2030.

The practical significance of the research is reflected in the following outcomes:

it enables the identification of the investment potential of joint-stock companies, their capacity to attract financial resources, and the potential for growth of contributed capital;

it allows determining the extent of the impact of borrowed funds on the increase of joint-stock companies' assets, the degree of risks associated with their

operations, and the upper and lower boundaries of financing through debt instruments;

it provides a methodological basis for determining the market value of shares during public offerings, attracting investors, and accelerating the process of placing share packages on the market;

it creates an opportunity to assess the level and growth dynamics of return on equity, return on assets, debt capital, and net profit of joint-stock companies.

Reliability of the Research Results. The reliability of the research results is ensured by a comparative and critical analysis of the scientific and theoretical views of leading economists on the valuation of stock market assets, the study and generalization of advanced foreign experience, as well as the use of expert assessments of the market value of corporate securities of joint-stock companies. The conclusions are based on official data from national and international reputable institutions, including the Ministry of Economy and Finance of the Republic of Uzbekistan and the “Tashkent” Republican Stock Exchange, which were used to analyze the valuation process.

Scientific and Practical Significance of the Research. The scientific significance of the research lies in its potential application for conducting scientific studies aimed at improving the mechanism for assessing the market value of corporate securities of joint-stock companies within the framework of Uzbekistan’s medium- and long-term financial market development strategy. The practical significance of the research is reflected in its applicability for developing the financial market development concept and for the preparation of laws and regulations, presidential decrees, resolutions, and orders of the Cabinet of Ministers, as well as other regulatory documents. These measures aim to attract idle funds of both domestic and foreign investors to the securities market and support the sustainable development of the financial market.

Implementation of the Research Results. Based on the developed scientific proposals and recommendations for improving the mechanism for assessing the market value of corporate securities of joint-stock companies:

The proposal to justify the range of the discount rate ($20\% \leq DS \leq 30\%$) using the discounted cash flow (DCF) method for determining the target market value of shares was applied in the implementation of the Presidential Decree of the Republic of Uzbekistan No. PQ-162 of April 19, 2024, “On Additional Measures to Reduce the State’s Participation in the Economy” (according to the information note No. 01-700 dated April 9, 2025, of “Shargunkomir” Joint-Stock Company). The practical application of this proposal made it possible to determine the investment potential of joint-stock companies, their capacity to attract financial resources, and the potential for growth of contributed capital.

The proposal to determine the optimal debt coefficient ($Dr \leq 0.5$), taking into account attracted bank loans and issued corporate bonds, was also applied in the implementation of the Presidential Decree No. PQ-162 of April 19, 2024 (information note No. 01-700 dated April 9, 2025, of “Shargunkomir” JSC). The implementation of this proposal allowed for the assessment of the impact of borrowed funds on the growth of company assets, the level of risks associated with

their activities, and the identification of upper and lower boundaries of financing through debt instruments.

The proposal to bring to public trading the shares of joint-stock companies with more than 50 percent state ownership, based on determining their market value according to the principle of “one share – one lot,” was applied in the implementation of the same Presidential Decree No. PQ-162 of April 19, 2024 (information note No. 01-700 dated April 9, 2025, of “Shargunkomir” JSC). The practical application of this proposal enabled the determination of market value during public offerings, attracting investors, and accelerating the placement of share packages in the market.

The proposal to develop forecast indicators for the growth of the market value of shares of Uzbek joint-stock companies up to 2030, based on regression econometric models using panel data, was also applied in the implementation of the Presidential Decree No. PQ-162 of April 19, 2024 (information note No. 01-700 dated April 9, 2025, of “Shargunkomir” JSC). The implementation of this proposal made it possible to evaluate the degree of influence and growth dynamics of return on equity, return on assets, debt capital, and net profit of joint-stock companies.

Approval of the research results. The results of this research were discussed and approved at two international and two national scientific-practical conferences.

Publication of the research results. A total of 10 scientific works have been published on the topic of the dissertation, including 3 articles in national journals, 3 article and thesis in an international journal, and 4 conference abstracts.

Structure and volume of the dissertation. The dissertation consists of an introduction, four chapters, a conclusion and a list of references.

E'LON QILINGAN ISHLAR RO'YXATI
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I bo'lim (I часть; part I)

1. Xurramov E. X. "Improving the valuation practices of corporate securities of joint-stock companies: evidence from Uzbekistan". // International Journal of Economy and Innovation. 2025-yil 64-son, 29-33-b.

2. Xurramov E. X. "Structure of shareholders and joint-stock company and their theoretical, scientific, economic foundations". // International Multidisciplinary Research in Academic Science (IMRAS), 2024-yil 4-son, 80-82-b.

3. Xurramov E. X. "Aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarini bozor qiymatini baholash modellari va ularining o'ziga xos jihatlari". // Aktuar moliya va buxgalteriya hisobi ilmiy jurnali, 2024-yil 4-son, 623-634-b.

4. Xurramov E. X. "Aksiyadorlik jamiyatlarining oddiy aksiyalari qiymati baholash usuli". // O'zbekiston sug'urta bozori jurnali, 2024-yil 12-son, 48-50-b.

5. Xurramov E. X. Aksiyadorlik jamiyatlari obligatsiyalarining qiymatini baholashning o'ziga xos xususiyatlari. // "Yangi O'zbekiston iqtisodiyoti" jurnali, 2025-yil 1-son, 193-198-b.

6. Xurramov E. X. "Qimmatli qog'ozlarni baholashning nazariy asoslari va uning o'ziga xos jihatlari". // "Zamonaviy dunyoda innovatsion tadqiqotlar: Nazariya va amaliyoti" mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiyasi materiallari to'plami. – Toshkent: 2023-yil 13-Fevral, 59-60-b.

7. Xurramov E. X. "Aksiyalar qiymati baholashda moliyaviy aktivlar modelidan foydalanish usullari". // "Yangi O'zbekiston: Ilmiy tadqiqotlar" mavzusidagi respublika ilmiy-amaliy konferensiyasi materiallar to'plami, – Toshkent: 2023-yil 25-fevral, 70-72-b.

8. Xurramov E. X. "Valuation of shares of joint-stock companies promising directions". // International Virtual Conference on Language and Literature Proceeding-Indoneziya: 2025-yil mart 10-12-b.

9. Xurramov E. X. "Existing problems in valuation of shares of joint-stock companies and ways to overcome them". // European journal of science archives conferences series-Germayaniya: 2025-yil 31-yanvar 34-35-b.

II bo'lim (II часть; part II)

10. Xurramov E. X. "Stocks are the scientific and theoretical foundations of the market" International Journal of Education, Social Science & Humanities, Finland Academic Research Science Publishers, 2024-yil 4-son, 297-300-b.



№ 10-3279

Bosishga ruxsat etildi: 23.10.2025.
Bichimi: 60x84^{1/16} «Times New Roman»
garniturada raqamli bosma usulda bosildi.
Shartli bosma tabog‘i 3,5. Adadi 100. Buyurtma: № 161
Tel: (99) 832 99 79; (77) 300 99 09
Guvohnoma reestr № 10-3279
“IMPRESS MEDIA” MChJ bosmaxonasida chop etildi.
Manzil: Toshkent sh., Yakkasaroy tumani, Qushbegi ko‘chasi, 6-uy.