



AKTUAR MOLIYA VA BUXGALTERIYA HISOBI ILMIY JURNALI

Vol. 6 Issue 04 | pp. 51-62 | ISSN: 2181-1865

Available online <https://finance.tsue.uz/index.php/afa>

AKSIYADORLIK JAMIYATLARINING BOZOR QIYMATINI BAHOLASH YO‘LLARI



Muradova Dildora Abdusalimovna
TDIU “Moliya va moliyaviy texnologiyalar”
kafedrası katta o‘qituvchisi

Annotatsiya. Ushbu maqolada aksiyadorlik jamiyatlarining bozor qiymatini baholashning nazariy asoslari, amaliy yondashuvlari va O‘zbekiston sharoitidagi o‘ziga xos muammolari kompleks tahlil qilingan. Tadqiqotda daromadga asoslangan usullar, xususan DCF modeli, qiyosiy baholash usullari hamda aktivlarga asoslangan usullarning afzallik va cheklovlari yoritilgan. Shuningdek, Fisher, Williams, Modigliani–Miller, Sharpe, Rappaport va Copeland nazariyalari asosida korporativ qiymatni shakllantiruvchi omillar ochib berilgan. O‘zbekiston fond bozorining likvidlik darajasi, makroiqtisodiy muhit, inflyatsiya, mamlakat riski va bank sektorining ustunligi korporativ baholashga sezilarli ta’sir etishi asoslab berilgan. Yakunda baholash tizimini modernizatsiya qilish, shaffoflikni kuchaytirish va fond bozorini chuqurlashtirish bo‘yicha amaliy takliflar ilgari surilgan.

Kalit so‘zlar. aksiyadorlik jamiyati, bozor qiymati, baholash usullari, diskontlangan pul oqimlari, DCF modeli, kapital tarkibi, WACC, CAPM, aksiyalar bozori, fond bozori likvidligi, investitsion jozibadorlik, minoritar aksiyadorlar.

Аннотация. В данной статье комплексно проанализированы теоретические основы, практические подходы и специфические проблемы оценки рыночной стоимости акционерных обществ в условиях Узбекистана. В исследовании раскрыты преимущества и ограничения доходного подхода, в частности модели DCF, сравнительных методов оценки, а также методов, основанных на стоимости активов. Кроме того, на основе теорий И. Фишера, Дж. Б. Уильямса, Ф. Модильяни и М. Миллера, У. Шарпа, А. Рappapорта и Т. Коупленда выявлены ключевые факторы, формирующие корпоративную стоимость. Обосновано, что ликвидность фондового рынка Узбекистана, макроэкономическая среда, инфляция, страновой риск и доминирование банковского сектора оказывают существенное влияние на корпоративную оценку. В заключение предложены практические меры по модернизации системы оценки, повышению прозрачности и углублению фондового рынка.

Ключевые слова: акционерное общество, рыночная стоимость, методы оценки, дисконтированные денежные потоки, модель DCF, структура капитала, WACC, CAPM, рынок акций, ликвидность фондового рынка, инвестиционная привлекательность, миноритарные акционеры.

Abstract. This article provides a comprehensive analysis of the theoretical foundations, practical approaches, and specific challenges of valuing the market value of joint-stock companies in the context of Uzbekistan. The study examines the advantages and limitations of the income approach, particularly the DCF model, comparative valuation methods, and asset-based methods. In

addition, based on the theories of I. Fisher, J. B. Williams, F. Modigliani and M. Miller, W. Sharpe, A. Rappaport, and T. Copeland, the key factors shaping corporate value are identified. It is substantiated that the liquidity of Uzbekistan's stock market, the macroeconomic environment, inflation, country risk, and the dominance of the banking sector have a significant impact on corporate valuation. In conclusion, practical measures are proposed for modernizing the valuation system, increasing transparency, and deepening the stock market.

Keywords. *joint-stock company, market value, valuation methods, discounted cash flows, DCF model, capital structure, WACC, CAPM, stock market, stock market liquidity, investment attractiveness, minority shareholders.*

KIRISH.

Zamonaviy bozor iqtisodiyoti sharoitida aksiyadorlik jamiyatlarining bozor qiymatini obyektiv baholash korporativ moliyaning eng muhim masalalaridan biri hisoblanadi. Kompaniyaning bozor qiymati nafaqat uning joriy moliyaviy holatini, balki kelajakdagi o'sish salohiyati, investitsion jozibadorligi hamda bozordagi raqobatbardoshligini aks ettiruvchi yig'ma ko'rsatkichdir. O'zbekiston Respublikasida olib borilayotgan iqtisodiy islohotlar, xususan, kapital bozorini ochiq rivojlantirish, yirik davlat korxonalarini xususiylashtirish va IPO jarayonlarini jadallashtirish siyosati milliy kompaniyalarni xalqaro standartlar asosida baholash zaruriyatini keskin oshirmoqda. Bugungi kunda mamlakatimiz moliyaviy aktivlarining atigi kichik bir qismi fond bozoriga to'g'ri kelayotganligi, ushbu sohada ulkan foydalanilmagan iqtisodiy salohiyat mavjudligini ko'rsatadi. Shu nuqtayi nazardan, korxonalar qiymatini baholashning ilg'or xorijiy tajribalarini chuqur o'rganish va ularni mahalliy iqtisodiyot xususiyatlariga to'g'ri moslashtirish juda dolzarb ahamiyat kasb etadi.

ADABIYOTLAR TAHLILI.

Aksiyadorlik jamiyatlarining bozor qiymatini baholash masalasi uzoq yillar davomida jahon va mahalliy iqtisodchi olimlarning diqqat markazida bo'lib kelmoqda. Korporativ moliya nazariyasida korporativ qiymatni baholashning fundamental asoslari asosan xorijiy olimlar tomonidan yaratilgan bo'lib, keyinchalik bu modellar turli iqtisodiy sharoitlarga, jumladan, rivojlanayotgan bozorlarga va o'tish iqtisodiyoti mamlakatlariga moslashtirilgan. Kompaniyalarning qanchalik darajada muvaffaqiyatli faoliyat yuritayotganligini aniqlash ularning bozor qiymati dinamikasi orqali baholanadi.

Biznesni baholash nazariyasining asoslaridan birini hisoblangan Irving Fisher "The Theory of Interest" nomli ilmiy ishida diskontlangan pul oqimlari (DCF) usulini ishlab chiqqan. Unga ko'ra, har qanday kapital aktivining, jumladan aksiyadorlik jamiyatining qiymati uning tarixiy yoki buxgalteriya qiymati bilan emas, balki kelajakda keltirishi kutilayotgan daromadlarining bugungi qiymati bilan belgilanadi. Fisher foiz stavkasini joriy daromad va kelajakdagi kapital o'rtasidagi bog'lovchi omil sifatida izohlab, pulning vaqt davomida qiymati o'zgarishini matematik jihatdan isbotladi. Fisherning fikricha, ratsional investor aktiv uchun uning kelajak pul oqimlarining joriy qiymatidan ortiq haq to'lamaydi [1].

Irving Fisherning nazariy g'oyalarini bevosita fond bozori va aksiyalar qiymatini amaliy baholashga joriy etgan olim John Burr Williams hisoblanadi. Ushbu olim Investitsion qiymat nazariyasi (The Theory of Investment Value) nomli asarida Dividend Diskont Modelini (Dividend Discount Model — DDM) ishlab chiqqan bo'lib, uning

ta'kidlashicha, aksiyadorlik jamiyatining haqiqiy ichki qiymati investorlarga kelajakda to'lanadigan barcha dividendlar oqimining aniq diskont stavkasi orqali baholangan joriy qiymatiga tengdir [2]. Ushbu model barqaror dividend siyosatiga ega bo'lgan yirik va yetuk kompaniyalar uchun bugungi kunda ham klassik va ishonchli baholash usuli bo'lib qolmoqda.

Kompaniya qiymatini baholashda qarz va xususiy kapital nisbati muhim roli o'ynaydi. F. Modigliani va M. Miller 1958-yilda ishlab chiqqan birinchi teoremasiga ko'ra, mukammal bozorlarda, ya'ni soliqlar, tranzaksiya va bankrotlik xarajatlari bo'lmagan sharoitda kompaniyaning bozor qiymati uning kapital tarkibiga bog'liq emas. Boshqacha aytganda, kompaniya faoliyatini aksiya emissiyasi yoki qarz jalb qilish orqali moliyalashtirishi uning umumiy qiymatini o'zgartirmaydi. Bu holat arbitraj mexanizmi bilan izohlanadi: bir xil pul oqimiga ega kompaniyalar qiymatida farq yuzaga kelsa, investorlar savdo orqali narxlarni muvozanatga keltiradi. Shu sababli kompaniya qiymati asosan uning operatsion faoliyati va investitsion qarorlari bilan belgilanadi [3]. Keyinchalik modelga soliqlar qo'shilgach, qarz mablag'lari soliq imtiyozini tufayli kompaniya qiymatini oshirishi isbotlandi. Mazkur nazariya aksiyadorlik jamiyatlarini baholashda Kapitalni o'rtacha qiymati (WACC) ni hisoblash va optimal kapital tarkibini aniqlashning muhim nazariy asosidir [4].

Aksiyadorlik jamiyatlarini DCF usuli orqali baholashda eng murakkab masalalardan biri diskont stavkasi, xususan xususiy kapital qiymati (R_E)ni aniqlashdir. Bu muammo William Sharpe tomonidan ishlab chiqilgan Kapital Aktivlarini Baholash Modeli (CAPM) orqali izohlandi. Mazkur modelga ko'ra, investorlar duch keladigan risklar ikki turga bo'linadi: tizimli risk va tizimsiz risk. Tizimli risk bozor bilan bog'liq makroiqtisodiy omillar ta'sirida yuzaga keladi, tizimsiz risk esa alohida kompaniyaning o'ziga xos faoliyati bilan bog'liq bo'ladi.

Sharpe nazariyasiga ko'ra, ratsional investorlar portfelni diversifikatsiya qilish orqali tizimsiz riskni kamaytirishi, hatto deyarli bartaraf etishi mumkin. Shu sababli bozorda faqat diversifikatsiya qilib bo'lmaydigan tizimli risk uchun qo'shimcha daromad talab qilinadi. Ushbu risk darajasi Beta ko'rsatkichi orqali ifodalanadi va CAPM modelida xususiy kapital qiymatini aniqlashning asosiy elementi hisoblanadi [5].

1980-yillar o'rtalariga kelib, an'anaviy buxgalteriya ko'rsatkichlari EPS va ROA kabi ko'rsatkichlar kompaniyaning haqiqiy iqtisodiy holatini to'liq aks ettirmasligi ispotlandi. Shu sababli 1986-yilda Alfred Rappaport "Creating Shareholder Value" asarida Shareholder Value Added (SVA) konsepsiyasini ilgari surdi. U menejerlar e'tiborini qisqa muddatli buxgalteriya foydasidan kelajakdagi erkin pul oqimlari va kapital qiymatiga qaratdi. A.Rappaport kompaniya qiymatini belgilovchi yettita asosiy omilni ajratib ko'rsatdi: sotuvlar o'sishi, operatsion foyda marjasi, soliq stavkasi, aylanma kapital investitsiyalari, asosiy kapital investitsiyalari, WACC va raqobat ustunligi davomiyligi. Uning fikricha, qisqa muddatli foydani quvish uzoq muddatli qiymatni pasaytiradi, aksincha ushbu omillarni samarali boshqarish kompaniyaning iqtisodiy qiymati va aksiyalar bozor narxining o'sishiga olib keladi [6].

A.Rappaportning g'oyalarini amaliyotga keng joriy qilishda Tom Copeland va McKinsey & Company konsalting kompaniyasining o'rni juda katta. Uning g'oyasiga ko'ra, kompaniya miqyosida o'sish o'z-o'zidan qiymat yaratmaydi. Qiymat

yaratilishining yagona haqiqiy iqtisodiy mexanizmi bu Investitsiya qilingan kapital rentabelligi (ROIC) va Kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati (WACC) o'rtasidagi ijobiy tafovutdir (Spread). Agar kompaniyaning ROIC ko'rsatkichi uning WACC stavkasidan yuqori bo'lsa ($ROIC > WACC$), bunday sharoitda erishilgan har qanday o'sish aksiyadorlar uchun real iqtisodiy qiymat yaratadi. Aks holda, o'sish faqatgina mavjud kapitalni va kompaniya qiymatini yemiradi. Shuningdek, T.Copeland baholash modelini yanada mukammallashtirib, kompaniya qiymatini uning asosiy operatsion faoliyatidan keladigan qiymat (Core operating value) hamda faoliyatga bevosita bog'liq bo'lmagan nooperatsion aktivlar (masalan, ortiqcha ko'chmas mulk, qisqa muddatli qimmatli qog'ozlar, boshqa kompaniyalardagi ulushlar) qiymatiga ajratib baholash mexanizmlarini ishlab chiqdi [7].

Ko'plab xorijiy olimlar bilan bir qatorda mahalliy olimlar ham korporativ kapitalni baholash bo'yicha ko'plab ilmiy izlanishlar olib borishgan, Jumladan, A.Vahobov [8], H.Ahmedov [9], F. Turdiqulov [10] kabi olimlarni misol keltirishimiz mumkin.

TADQIQOT METODOLOGIYASI.

Mazkur ilmiy tadqiqot jarayonida aksiyadorlik jamiyatlarining bozor qiymatini baholash sohasidagi mavjud murakkab muammolarni o'rganish maqsadida tizimli yondashuv, deduksiya, induksiya, qiyosiy hamda mantiqiy tahlil kabi umumiy tadqiqot usulidan keng va samarali foydalanildi. Tadqiqotning aniq empirik bazasini Toshkent fond birjasi va Istiqbolli loyihalar milliy agentligi ma'lumotlari tashkil etdi. Shuningdek, ma'lumotlarni qayta ishlashda moliyaviy koeffitsiyentlar tahlili, diskontlangan pul oqimlari modelini qiyosiy o'rganish hamda korrelyatsiya tahlili elementlaridan foydalanildi.

TAHLIL VA NATIJALAR.

Aksiyadorlik jamiyatlarining bozor qiymatini hisoblash va aniqlash ilm-fanda hamda amaliyotida dunyo bo'yicha tan olingan uchta yirik fundamental yondashuv mavjud bo'lib, har bir yondashuv o'z ichiga yana o'nlab maxsus usullarni qamrab oladi. O'zbekiston korporativ sektori va moliyaviy bozoridagi o'ziga xosliklarni, investitsion oqimlar mantig'ini chuqur tushunish uchun avvalo ushbu yondashuvlarning ilmiy nazariy ifodasi va ularning mahalliy sharoitdagi empirik tahlilini batafsil va ketma-ketlikda ko'rib chiqish lozim.

Birinchi yondashuv Daromadga asoslangan yondashuv (Income Approach) bo'lib, bu yondashuv moliya tarixida Irving Fisherning foiz va vaqt qiymati haqidagi asarlari hamda John Burr Williamsning dividend modellariga tayanuvchi, shuningdek, amaliyotda McKinsey kompaniyasining ko'zga ko'ringan tahlilchilari Tom Copeland va A. Damodaran tomonidan takomillashtirilgan juda kuchli modeldir. U har qanday investitsiyalarning qiymati aynan ularning kelajakdagi iqtisodiy naf keltirish (pul ishlash) qobiliyatiga bog'liq degan tamoyilga qat'iy asoslanadi. Daromad yondashuvining eng keng tarqalgan, chuqur ishlangan va eng aniq deb hisoblanuvchi modeli Diskontlangan pul oqimlari (Discounted Cash Flow – DCF) modelidir.

Ushbu model doirasida kompaniyaning umumiy (operatsion) bozor qiymatini (Enterprise Value – EV) hisoblash uchun kompaniyaning erkin pul oqimi (Free Cash Flow to Firm – FCFF) kutilmalari quyidagi iqtisodiy formula asosida har bir o'sish yili uchun alohida aniqlab olinadi:

$$FCFF_t = EBIT_t \times (1 - T_c) + Depreciation_t - CAPEX_t - \Delta NWC_t$$

Bu yerda;

$EBIT_t$ – Foiz xarajatlari va foyda solig‘i to‘lovlarigacha bo‘lgan sof operatsion foyda (Earnings Before Interest and Taxes).

T_c – Korporativ foyda solig‘i stavkasi (Tax rate).

$Depreciation_t$ – Buxgalteriya balansida hisoblangan, lekin real pul chiqimi hisoblanmaydigan amortizatsiya ajratmalari (qaytarib qo‘shiladi).

$CAPEX_t$ – Korxonada o‘z faoliyatini ushlab turish va o‘stirish uchun kiritilishi shart bo‘lgan asosiy vositalarga qilinadigan kapital xarajatlari (Capital Expenditures).

ΔNWC_t – Xomashyo va inventarlar uchun muzlatiladigan aylanma kapitaldagi yillik o‘zgarishlar (Change in Net Working Capital).

Yuqoridagi tartibda prognoz qilingan yillik naqd pul oqimlari Modigliani-Miller teoremlariga va William Sharphning CAPM modellariga tayangan holda hisoblangan WACC orqali bugungi kunga diskont qilinadi:

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV}{(1+WACC)^n}$$

Formuladagi Terminal qiymat (Terminal Value – TV) esa doimiy o‘shish modeliga (Gordon Growth Model) muvofiq, kompaniya biznesining cheksiz davrda faoliyat yuritadi degan g‘oyaga (going-concern) asoslangan holda aniqlanadi:

$$TV = \frac{FCFF_{n+1}}{WACC - g}$$

Bu yerda g – korxonaning barqarorlashgan, iqtisodiyotning o‘rtacha inflyatsiya darajasidan oshmaydigan uzoq muddatli cheksiz o‘shish sur‘ati hisoblanadi.

O‘zbekistonda kompaniyalarni DCF orqali baholashda eng asosiy muammo diskont stavkasi ya‘ni WACC ni to‘g‘ri va adolatli hisoblashda namoyon bo‘ladi. Xorijiy tajribada WACC ni aniqlashda risksiz aktiv daromadlilik (Risk-free rate – R_f) sifatida AQSh G‘aznachilik obligatsiyalari olinadi va stavka o‘rtacha 4-5% atrofida bo‘ladi. O‘zbekistonda esa risksiz stavka sifatida yo O‘zbekiston Respublikasi Iqtisodiyot va Moliya Vazirligi tomonidan ichki bozor uchun chiqariladigan so‘mdagi davlat obligatsiyalari daromadlilik (taxminan 15-18%) ishlatilishi kerak, yoki agar dollar ekvivalentida hisoblansa, xalqaro risksiz stavka sifatida O‘zbekiston kabi iqtisodiyotlar uchun maxsus hisoblanadigan Mamlakat risk premium (A.Damodaran tomonidan hisoblangan 4-7% oralig‘ida) albatta qo‘shish zarur bo‘ladi. Bundan tashqari, aksiyadorlik jamiyatining makroiqtisodiy risklarga sezgirligini ifodalovchi Beta (β) koeffitsiyentini O‘zbekistondagi Toshkent fond birjasi indeksidan (UCI) hisoblab olish juda katta statistik noaniqliklar keltirib chiqaradi. Chunki birjadagi savdolar tez-tez to‘xtab turadi va bozor to‘liq samarali emas. Shu sababli mutaxassislar Rivojlanayotgan Yevropa va Osiyo bozorlaridagi aynan o‘xshash kompaniyalar guruhiga (comparable peer group) asoslanib olingan tarmoq betasi (bottom-up beta) parametrini ishlatishga majbur bo‘lishadi. O‘z navbatida bu ham ma‘lum bir darajada subyektivlikni keltirib chiqaradi.

Ikkinchi usul bozor yoki qiyosiy yondashuv (Market / Relative Valuation Approach) usuli bo‘lib, A.Damodaranning fikricha, DCF ilmiy jihatdan eng optimal model

hisoblansa-da, amalda dunyodagi jami moliyaviy aktivlarning qariyb 85 foizi aynan nisbiy (qiyosiy) baholash usuli orqali baholanadi va tahlil qilinadi. Ushbu usulning tub iqtisodiy mantig'i shundan iboratki, ko'rib chiqilayotgan korxonaning haqiqiy qiymati u bilan bir xil sohada, bir xil risk va daromadlilik darajasida faoliyat yuritayotgan o'xshash, ochiq fond birjalarida savdo qilinadigan aksiyadorlik jamiyatlarining bozordagi joriy narxlariga asoslangan bozor multiplikatorlari orqali mutanosib ravishda o'tkaziladi.

Global investitsiya tahlillarida eng ko'p va samarali qo'llaniladigan multiplikator ko'rsatkichlariga quyidagilar kiradi:

- P/E (Price to Earnings): Aksiyaning birjadagi joriy bozor narxini har bir dona aksiya uchun to'g'ri keladigan hisobot yilidagi sof foydaga (EPS) nisbati. Bu ko'rsatkich investor o'z kiritgan investitsiyalarni necha yilda sof foyda hisobidan to'liq qoplab olishini bildiradi.

- EV/EBITDA: Kompaniyaning asosiy qiymatini (Enterprise Value) uning operatsion faoliyatidan keladigan foydasiga (EBITDA) bo'lish orqali aniqlanadi. Bu ko'rsatkichning P/E dan eng muhim afzalligi shundaki, u turli mamlakatlardagi turlicha soliq tizimlari, turli xil amortizatsiya siyosati va eng asosiysi, kompaniyalarning turlicha kapital tarkibilari (qarz yuki hajmi) ta'sirini butunlay yagona o'lchovga keltiradi va kompaniyaning sof biznes qiymatini baholaydi. Bu esa xorijiy va mahalliy kompaniyalarni o'zaro xolis solishtirish imkonini beradi.

- P/B (Price to Book Value): Aksiya narxining kompaniyaning sof buxgalteriya (qoldiq) qiymatiga nisbati. Sanoat korxonalarini uchun unchalik ahamiyatli ko'rsatkich hisoblanmasada, kompaniya aktivlari asosan likvid va pul mablag'laridan iborat bo'lgan tijorat banklari va moliya-sug'urta tashkilotlari uchun eng maqbul usul hisoblanadi.

Ushbu usulning O'zbekiston kapital bozorida qo'llanilishi ham jiddiy muammolar mavjud. Bugungi kunda Toshkent fond birjasida ro'yxatga olingan kompaniyalar soni bor-yo'g'i 89 tani tashkil etadi. Yomon tarafi shundaki, ushbu sanoqli kompaniyalarning ham juda kam qismi bo'yicha birjada barqaror va likvid savdolar hajmi kuzatiladi. Aksariyat sektorlarda (masalan turizm, AT texnologiyalar, tibbiyot, qishloq xo'jaligi chuqur qayta ishlash sohalari) birjada savdo qilinadigan o'xshash kompaniyalarni topish amalda umuman iloji yo'q. Shu bois, mahalliy investitsiya tahlilchilari narx belgilashda MDH davlatlari (Qozog'iston KASE, Rossiya MOEX, Gruziya GSE) yoki Sharqiy Yevropa fond bozorlarida faoliyat yurituvchi shu sohadagi korxonalar multiplikatorlarini olib, ularga O'zbekiston kompaniyalari bilan taqqoslash mumkin.

Uchinchi usul xarajat yoki aktivlarga asoslangan (Asset-based Approach) usul bo'lib, bu usulda tarixan O'zbekiston korporativ amaliyotida, xususan o'tgan o'ttiz yil davomidagi davlat mulkini ommaviy xususiylashtirish va turli miqyosdagi davlat kadastr xizmatlari tomonidan amalga oshirilgan mulk baholashlarida eng ko'p ishlatilgan tayanch usul bu aktivlarning sof qiymatini aniqlash (NAV – Net Asset Value) yoki ularni bugungi kunda xuddi shunday holatda qayta qurish/tiklash qiymati (Replacement Cost) usuli bo'lib kelgan. Ushbu usulga binoan, kompaniya balansidagi barcha ko'char va ko'chmas aktivlar joriy hisob-kitob bozor narxida mustaqil ravishda birma-bir baholanib chiqiladi va undan kompaniyaning aloqador bo'lgan barcha qarz va boshqa majburiyatlari uzil-kesil chegirib tashlanadi. Olingan qoldiq miqdor korxonaning xususiy qiymati (Equity value) deb baholanadi.

Biroq, zamonaviy moliya ilmi, shu jumladan Fisher va Damodaran nazariyalari ushbu usulni keskin tanqid qiladi va yaroqsiz deb hisoblaydi. Buning eng katta obyektiv kamchiligi va ilmiy xatosi shundaki, xarajat yondashuvi kompaniyaning o'z mulkidan samarali foydalana olish potensialini, jamoaning malakasini (inson kapitalini), texnologik va innovatsion brend qiymatini hamda kelajakdagi rivojlanish va menejment strategiyasini mutlaqo nolga tenglashtirib e'tiborga olmaydi. Ya'ni kompaniyaning yashovchanlik qobiliyatli ekotizim sifatida emas, balki shunchaki g'isht, uskunalar va stanoklar yig'indisi sifatida o'lik holatda ko'riladi. Hozirgi raqamli va bilimlar iqtisodiyoti davrida bu xato yondashuvdir. Ushbu xarajat usuli faqatgina biznesi to'liq to'xtagan, moliyaviy defolt muammolariga yuz tutgan va sud orqali bo'lib sotilayotgan, tugatilayotgan aksiyadorlik jamiyatlari va tashkilotlar uchungina favqulodda chora sifatida qo'llanilishi qat'iy tavsia etiladi. Rivojlanayotgan korxonalar uchun esa daromad va qiyosiy yondashuvlarga foydalanish mumkin.

Hech bir kompaniya iqtisodiyotdan ajralgan holda, mustaqil sharoitida faoliyat yurita olmaydi. Har qanday korporativ tuzilmaning kapitallashuv darajasi, daromadlilik salohiyati va bozor qiymati u faoliyat yuritayotgan mamlakatning makroiqtisodiy barqarorligi, institutsional sifati hamda umumiy iqtisodiy muhit ko'rsatkichlari bilan uzviy bog'liqdir. Shu bois aksiyadorlik jamiyatlari qiymatini baholash jarayonida mikro darajadagi moliyaviy ko'rsatkichlar tahlili bilan cheklanib qolish yetarli emas. Baholashning ishonchliligi va metodologik asoslanganligini ta'minlash uchun, avvalo, mamlakat iqtisodiyotining fundamental holatini kompleks tahlil qilish zarur. Quyidagi tahliliy jadvalda Jahon banki va xalqaro institutlar ma'lumotlariga asoslanib O'zbekistonning so'nggi ikki yildagi eng muhim iqtisodiy drayver ko'rsatkichlari shakllantirildi.

1-jadval.

O'zbekiston Respublikasining makroiqtisodiy ko'rsatkichlari va ularning dinamikasi (2023-2024 yy.)¹

Asosiy makroiqtisodiy ko'rsatkichlar	2023-yil	2024-yil	O'sish / O'zgarish Dinamikasi
Nominal YaIM (mlrd. AQSh dollari)	102.6 mlrd.	115.0 mlrd.	+ 12.08% (Barqaror ijobiy)
Umumiy Eksport hajmi (mlrd. AQSh dollari)	24.9 mlrd.	26.9 mlrd.	+ 8.03% (Barqaror o'sish)
Umumiy Import hajmi (mlrd. AQSh dollari)	38.7 mlrd.	39.0 mlrd.	+ 0.77% (Sekinlashuv)
Inflyatsiya darajasi (CPI, %)	8.80%	9.80%	+ 1.0% (Qisman o'sish)
To'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar hajmi (FDI, mlrd. \$)	7.8 mlrd.	11.9 mlrd.	+ 52.56% (Keskin o'sish)
Davlat tashqi qarzi (mlrd. AQSh dollari)	34.6 mlrd.	41.2 mlrd.	+ 19.07% (Qarz yuki ortishi)

¹ Muallif tomonidan shakllantirildi.

Xalqaro zaxiralar (mlrd. AQSh dollari)	53.3 mlrd.	64.1 mlrd.	+ 20.26% (Xavfsizlik yostig'i)
Mamlakatning to'lov balansi (mlrd. AQSh dollari)	-7.8 mlrd.	-5.7 mlrd.	Defitsitning qisqarishi

1-jadval ma'lumotlari O'zbekiston iqtisodiyoti global inqirozlarga qaramay barqaror o'sish sur'atini saqlab qolayotganini ko'rsatadi. Xususan, YaIM hajmining 115 mlrd dollarga yetgani va to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalar oqimining qariyb 12 milliard dollarga yetib, keskin oshgani mamlakatning investitsion jozibadorligi kuchayganini anglatadi. Bu holat Rappaportning SVA konsepsiyasiga ko'ra, korporativ subyektlar daromadlarining kelgusida o'sishi uchun qulay zamin yaratadi. Shu bois DCF modellarida terminal o'sish sur'atini nisbatan yuqoriroq darajada belgilash nazariy jihatdan asosli bo'lishi mumkin.

Shu bilan birga, 9,8 foizlik inflyatsiya darajasi yuqori bo'lib qolmoqda. Bu esa Markaziy bankning asosiy stavkani yuqori darajada ushlab turishini taqozo etadi va natijada kompaniyalar uchun nominal diskont stavkalari ham oshadi. Moliyaviy nuqtayi nazardan, diskont stavkasi qancha yuqori bo'lsa, kelajakdagi pul oqimlarining joriy qiymati shuncha pasayadi. Demak, inflyatsiya mamlakat ichidagi aksiyadorlik jamiyatlari bozor qiymatini cheklovchi asosiy omillardan biri hisoblanadi.

2-jadval ma'lumotlari O'zbekiston fond bozori kapitalizatsiyasining so'nggi yillarda keskin oshganini ko'rsatadi. Bu ko'rsatkich 2021-yildagi 5,19 mlrd dollardan 2024-yil yakuniga kelib qariyb 18,8 mlrd dollarga yetgan, bozor kapitalizatsiyasining YaIMga nisbati esa 8 foizdan 16,35 foizgacha ko'tarilgan. Biroq bu o'sish asosan xususiy sektor faolligi hisobiga emas, balki davlat korxonalarini isloh qilish, yirik strategik kompaniyalarni IPO va SPO orqali birjaga chiqarish natijasida yuzaga kelgan. Hatto bozorga chiqarilgan kichik ulushlarning kotirovka narxi ham kompaniyaning qolgan aksiyalari uchun benchmark bo'lib, umumiy kapitalizatsiyani sezilarli oshirmoqda.

2-jadval.

Toshkent Fond Birjasining (UZSE) asosiy ko'rsatkichlari (2021-2024 yy.)²

Ko'rsatkichlar	2021-yil	2022-yil	2023-yil	2024-yil
UCI ko'rsatkichi	1099.21	386.49	703.25	655.12
Umumiy bozor kapitalizatsiyasi (mlrd. AQSh dollari ekvivalentida)	5.19	8.35	13.72	18.8
Umumiy bozor kapitalizatsiyasi (mln. so'mida)	56,197,495	94,380,361	169,432,005	242,419,453
Qimmatli qog'ozlar bo'yicha umumiy Savdo Aylanmasi hajmi (mln. so'mda)	1,260,510	4,816,207	2,712,747	19,563,074

² Muallif tomonidan shakllantirildi.

Bozor kapitalizatsiyasining mamlakat Yalpi Ichki Mahsulotiga (YaIM) nisbati (%)	~7.9%	~10.4%	~13.3%	~16.35%
---	-------	--------	--------	---------

Shu bilan birga, bozorning eng zaif tomoni aksiyalar aylanmasi koeffitsiyentining nihoyatda pastligidir. Rasmiy kapitalizatsiya yuqori bo'lsa-da, savdo faolligi juda sust bo'lib, bu bozor likvidligining pastligini anglatadi. Natijada O'zbekiston fond bozori ko'proq "qog'ozdagi kapitalizatsiya" ko'rinishida namoyon bo'lmoqda. Bunday sharoitda Sh.Pratt ta'kidlagan DLOM, ya'ni bozorga yaroqsizlik chegirmasi, mahalliy aksiyalarni baholashda alohida ahamiyat kasb etadi [11]. Chunki investor aktivni istalgan paytda tez va adolatli narxda sotolmasa, likvidlik riski sababli uning qiymati pasaytiriladi. Shu bois O'zbekistondagi ko'plab aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalari amaliy baholashda DCF natijalariga nisbatan 20–40 foizgacha diskont bilan baholanishi mumkin.






O'zbekiston moliyaviy tizimi tuzilmasida kuzatilayotgan asosiy nomutanosibliklardan biri shundaki, jami moliyaviy aktivlarning mutlaq katta qismi bank sektorida jamlangan. 2023-yilgi rasmiy ma'lumotlarga ko'ra, moliyaviy aktivlarning 76 foizi bank tizimi hissasiga to'g'ri kelgan bo'lsa, sug'urta va boshqa moliyaviy institutlar ulushi qariyb 8 foizni, fond bozori hamda qimmatli qog'ozlar sektori esa atigi 3 foizni tashkil etgan. Bu holat O'zbekistonda korxonalar moliyalashtirishning muqobil bozor mexanizmlaridan yetarlicha foydalana olmayotgani, aksincha, asosan bank kreditlariga tayanayotganini ko'rsatadi.

Modigliani va Millerning kapital tarkibi haqidagi ikkinchi teoremasiga ko'ra, soliqlar mavjud sharoitda qarz kapitali foiz to'lovlarining soliq bazasidan chegirilishi sababli xususiy kapitalga nisbatan arzonroq manba bo'lishi va natijada kompaniyaning WACC ko'rsatkichini pasaytirishi mumkin. Biroq O'zbekiston amaliyotida bu nazariy ustunlik to'liq namoyon bo'lmayapti. Chunki tijorat banklari kreditlari bo'yicha foiz stavkalari milliy valyutada o'rtacha 22–26 foiz oralig'ida shakllanib, qarz kapitali qiymatini nihoyatda yuqori darajaga olib chiqmoqda. Shu sababli qarzning "soliq qalqoni" effekti amalda zaiflashib, kredit resurslari korxonaga qiymatini oshirish o'rniga, aksincha, moliyaviy yukni kuchaytirmoqda.

T.Copeland ilgari surgan yondashuvga muvofiq, kompaniya haqiqiy iqtisodiy qiymat yaratishi uchun investitsiya qilingan kapital rentabelligi (*ROIC*) kapital qiymatidan (*WACC*) yuqori bo'lishi lozim. Ammo kredit resurslari qimmat bo'lgan sharoitda ko'plab mahalliy korxonalarda $ROIC < WACC$ holati yuzaga kelmoqda. Bu esa investitsiyalar aksiyadorlar boyligini oshirish o'rniga kamaytirishi mumkinligini anglatadi.

Shu nuqtayi nazardan, mahalliy aksiyadorlik jamiyatlari uchun strategik jihatdan muhim yo'nalish tijorat banklari kreditlariga haddan tashqari qaramlikni kamaytirish va kapital jalb etishning bozor instrumentlarini kengaytirishdan iborat. Xususan, IPO, SPO va qo'shimcha aksiyalar emissiyasi orqali uzoq muddatli xususiy kapitalni jalb qilish korxonalar uchun nisbatan barqaror va maqbul moliyalashtirish manbai bo'lishi mumkin. Aynan shunday yondashuvga kapital tarkibini sog'lomlashtirish, qarz yukini

optimallashtirish va korporativ qiymatning uzoq muddatli o'sishini ta'minlashga xizmat qiladi.

Tarmoqlar/Davlatlaratlar	Asosiy EV/EBITDA Bozor Multiplikatori Bahosi
AQSh S&P 500 (Asosiy)	 (O'rtacha: ~14.5x)
G'arbiy Yevropa hududi	 (O'rtacha: ~10.5x)
Sharqiy Yevropa zonasi	 (O'rtacha: ~8.2x)
Qozog'iston (KASE)	 (O'rtacha: ~6.1x)
O'zbekiston (UZSE)*	 (O'rtacha: ~4.0x dan 5.0x gacha)

1-rasm. Rivojlanayotgan va rivojlangan bozorlarda EV/EBITDA ko'rsatkichlarining qiyosiy tahlili.³

Ushbu diagrammada kuzatilayotgan keskin tafovut A.Damodaran o'z tadqiqotlarida doimiy ta'kidlab kelgan mamlakat risk premium hamda bozor riskiga nisbatan investorlar kayfiyatining amaliy ifodasidir. Rivojlangan va yuqori likvidli kapital bozorlarida, xususan AQSh tajribasida, investorlar kelajakdagi har bir 1 dollarlik operatsion foyda uchun o'rtacha 14,5 dollar miqdorida kapital to'lashga tayyor ekanligi kuzatiladi. Aksincha, O'zbekiston sharoitida inflyatsion bosim, geosiyosiy noaniqliklar, fond bozori likvidligining pastligi hamda korporativ boshqaruv shaffofligining yetarli darajada shakllanmaganligi sababli investorlar ayni shu hajmdagi foyda uchun ancha past, taxminan 4 dollar atrofida baho belgilashga moyildir. Bu holat mamlakat risk premiumining yuqoriligi va investorlarda ehtiyotkorlik kayfiyati kuchli ekanini ko'rsatadi.

Mazkur salbiy multiplikator tafovutini yumshatish uchun mamlakat miqyosida korporativ ochiqlikni kuchaytirish, xalqaro standartlarga mos mustaqil audit tizimini keng joriy etish, minoritar investorlar huquqlarini amalda kafolatlash hamda barqaror dividend siyosatini shakllantirish strategik zarurat hisoblanadi. Aynan shu institutlar mustahkamlangan taqdirdagina korporativ aktivlarning bozor bahosi investorlarda yuqori ishonch uyg'otuvchi darajaga ko'tarilishi mumkin.

XULOSA VA TAKLIFLAR

O'tkazilgan tahlillar va empirik kuzatuvlar shuni ko'rsatadiki, aksiyadorlik jamiyatlarining bozor qiymatini baholash jarayoni bir vaqtning o'zida iqtisodiy tahlil, moliyaviy modellashtirish va investor kutishlarini aks ettiruvchi murakkab tizimdir. Zamonaviy baholash nazariyasining metodologik asosi Irving Fisherning DCF usuli, Modigliani–Miller teoremlari, W.Sharpe tomonidan ishlab chiqilgan CAPM modeli hamda A.Rappaportning SVA konsepsiyasi bilan chambarchas bog'liq bo'lib, ushbu nazariyalar bugungi korporativ moliyaning poydevorini tashkil etadi.

Biroq mazkur nazariyalarni O'zbekiston kabi jadal rivojlanayotgan, ammo kapital bozori milliy moliyaviy tizimda hali cheklangan ulushga ega bo'lgan iqtisodiyotga bevosita tatbiq etish muayyan tahliliy tuzatishlarni talab etadi. Xususan, bunday sharoitda

³ Muallif tomonidan shakllantirildi.

baholash jarayoniga bozor likvidligining pastligi bilan bog‘liq hamda mamlakat risk premium kabi qo‘shimcha omillarni kiritish zarur.

So‘nggi islohotlar natijasida Toshkent fond birjasi kapitalizatsiyasi 2024-yil dekabr holatiga 18,8 milliard AQSh dollariga yetgani ijobiy ko‘rsatkich hisoblanadi. Biroq aksiyalar aylanmasi koeffitsiyentining atigi 0,05 foizni tashkil etishi bozor likvidligi hanzu pastligini, demak, erkin narx shakllanishi va samarali savdo mexanizmlari hali yetarli darajada rivojlanmaganini ko‘rsatadi.

Shundan kelib chiqib, O‘zbekistonda faoliyat yuritayotgan aksiyadorlik jamiyatlarining fundamental bozor qiymatini obyektiv baholash, investorlar ishonchini mustahkamlash va xalqaro investitsion jozibadorlikni oshirish maqsadida bir qator amaliy takliflar ilgari suriladi.

1. Baholash yondashuvlarini modernizatsiya qilish: amaliyotda hanzu uchrayotgan buxgalteriya moddiy balansi bo‘yicha mulkni baholashga asoslangan eskirgan usullardan voz kechib, ularning o‘rniga DCF va SVA kabi zamonaviy baholash modellarini keng joriy etish zarur. Chunki aynan shu usullar kompaniyaning kelajakdagi pul oqimlari, intellektual kapitali va innovatsion salohiyatini to‘liqroq aks ettira oladi.

2. Makroiqtisodiy baholash bazasini shakllantirish: WACC va CAPM kabi modellarni ishonchli qo‘llash uchun davlat obligatsiyalariga asoslangan aniq va likvid risksiz stavka hamda daromadlilik egri chizig‘i tizimini yaratish zarur. Bu baholash formulalarining amaliy aniqligini oshirib, professional baholovchilar uchun mustahkam metodologik asos yaratadi.

3. Minoritar investorlar manfaatlarini huquqiy himoya qilish: korporativ kapitalni baholash amaliyotida aksiyaning bozorda tez va erkin sotilmasligi sababli qiymatning pasayishi hamda aksiyadorning boshqaruvga ta’sir qila olmasligi tufayli yuzaga keladigan qiymat kamayishini huquqiy-me’yoriy asosda belgilash zarur. Bu kichik aksiyadorlar manfaatlarini himoya qiladi, baholashning adolatliligini ta’minlaydi va investorlar ishonchini oshiradi.

4. Korporativ shaffoflik va ochiqlikni kuchaytirish: aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy hisobotlarini to‘liq xalqaro standartlar asosida yuritishi, mustaqil audit xulosalarini ochiq e’lon qilishi hamda ekologik, ijtimoiy va korporativ boshqaruvga oid ma’lumotlarni muntazam yoritib borishi zarur. Bunday ochiqlik investorlar ishonchini oshiradi, kompaniya risklarini kamaytiradi va natijada diskont stavkasining pasayishi orqali korxonaga bozor qiymatining o‘shishiga xizmat qiladi.

5. Fond bozori likvidligini oshirish: IPO va SPO jarayonlarida asosiy maqsad faqat mablag‘ jalb qilish emas, balki aksiyalarning erkin muomalasi va bozor likvidligini kuchaytirish bo‘lishi zarur. Shu bois yirik davlat korxonalari aksiyalarini bosqichma-bosqich ochiq bozorga chiqarish, savdo hajmini oshirish va aksiyalar aylanmasini sezilarli darajada ko‘paytirish muhimdir. Bu kompaniyalarning bank kreditlariga qaramligini kamaytirib, uzoq muddatli xususiy kapital jalb etish imkonini kengaytiradi hamda ularning bozor qiymati o‘shishiga xizmat qiladi.

ADABIYOTLAR RO‘YXATI

1. Fisher, Irving. (1930). "The Theory of Interest". The Macmillan Company.

2. Williams, J.B. (1938) *The theory of investment value*. Cambridge, Mass.: Harvard University Press.
3. Modigliani, Franco, va Miller, Merton H. (1958). "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment". *American Economic Review*, 48(3), 261-297.
4. Modigliani, F. and Miller, M.H. (1963) "Corporate income taxes and the cost of capital: a correction", *The American Economic Review*, 53(3), pp. 433–443.
5. Sharpe, William F. (1964). "Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk". *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.
6. Rappaport, Alfred. (1986). "Creating Shareholder Value: The New Standard for Business Performance". Free Press.
7. Copeland, Tom, Koller, Tim, va Murrin, Jack. (1990). *Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies*. McKinsey & Company, Inc. / John Wiley & Sons.
8. Vahobov, Abdurahim. (2023). Aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatini samarali tashkil etishda tahlilning o'rnini va investitsion ahamiyati. *Iqtisodiyot va Moliya tahlillari jurnali*.
9. Ahmedov, Hasan R. (2023). Davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalari qiymatini va daromadlilikini baholash. O'zbekiston Milliy Universiteti xabarnomasi.
10. Turdiqulov, Farrux R. (2024). O'zbekistonda IPO jarayonida kompaniyani baholashda diskontlangan pul oqimi (DCF) usulidan foydalanishning dolzarbligi va zarurati. *Iqtisodiy tadqiqotlar va kashfiyotlar to'plami*.
11. Pratt, Shannon P. (2000). *Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies* (To'rtinchi nashr). McGraw-Hill.

Copyright: © 2026 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-4.0 International License (CC - BY 4.0)

