



## AKTUAR MOLIYA VA BUXGALTERIYA HISOBI ILMIY JURNALI

Vol. 5 Issue 03 | pp. 404-415 | ISSN: 2181-1865

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

### ТИЖОРАТ БАНКЛАРИ ТРАНСФОРМАЦИЯСИНИ АМАЛГА ОШИРИШДА ФОНД БОЗОРИДАГИ АКЦИЯЛАР НАРХИНИ ЎЗГАРИШНИНГ ТАҲЛИЛИ



**Бобур Аброрович Юсупов**

Тошкент давлат иқтисодиёт университети тадқиқотчиси

**Аннотацияси:** Мақолада эркин пул оқимини аниқлаш асосида тижорат банкларининг ўзини баҳолаш жараёнининг бир қисми сифатида тижорат банки акцияларининг қийматини баҳолаш усуллари ўрганилган. Бунда тижорат банкларининг акциялар нархига таъсир қилувчи омилларни таъсир даражасини таҳлилини амалга оширишда танлов функцияси сифатида ЕВО моделидан фойдаланиш орқали уларга таъсир қилувчи омилларга баҳо берилган. Методологик жиҳатдан ушбу кўрсаткичга таъсир қилувчи омиллардан келиб чиқиб давлат банкларини хусусийлаштиришда уларнинг акциясини нархини барқарорлигига баҳо берилган.

**Калит сўзлар:** акциялар нархи, фонд бозори, дивиденд ставкаси, ЕВО модели, нисбий баҳолаш модели (P/E модели, P/B модели), CAPM модели, дисконтланган дивиденд модели (DD).

**Abstract:** The article explores methods for valuing commercial bank stocks as part of the self-assessment process of commercial banks, based on determining free cash flow. In this context, the EVO model is used as a choice function to analyze the factors affecting the stock price of commercial banks and assess the extent of their influence. From a methodological perspective, based on the factors influencing this indicator, an assessment of the stability of the stock price of state banks during privatization is provided.

**Key words:** stock price, stock market, dividend rate, EVO model, relative valuation models (P/E model, P/B model), CAPM model, discounted dividend model (DD).

**Киритиш (introduction):** Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2023 йил 1 мартдаги ПҚ-83-сонли “Давлат иштирокидаги корхоналарни ислоҳ қилиш жараёнларини жадаллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида” ги қарорида 2023-2025 йилларда операцион самарадорлиги ошириладиган давлат иштирокидаги бир қатор йирик тижорат банклари ислоҳ қилиниши белгиланган. Бу ўз навбатида мазкур тижорат банкларига молиявий кўрсаткичларни бизнес-режа кўрсаткичларига мувофиқлаштириш, активлар сифатини ошириш ва энг муҳими – бозор капиталлашуви ошириш вазифасини юклайди.

Бугунги кунда дунёдаги энг йирик банкларнинг бозор қийматини ўлчашда уларнинг муомаладаги акциялари орқали баҳолаш амалиёти мавжуд. Шунинг учун уларни бозор баҳоси инвесторлар учун акциялар нархида жазибadorлик асосида баҳоланади. Дунёдаги энг йирик 10 лик банкларини ҳам умумий кўрсаткичлари шу

мезон билан таққосланади. Жумладан, 2024 йил декабрь ҳолатига кўра, JPMorgan Chase банкини капитали 685,61 миллиард долларни, Bank of Amerika 353,56 миллиард долларни ҳамда ICBC бозор капитали 288,73 миллиард долларни ташкил этган. Бу JPMorgan Chase бозор қиймати бўйича дунёдаги 14-ўринни эгаллайди<sup>1</sup>.

Аксарият мамлакатлар тижорат ва бошқа банкларни ажратмайди, шунинг учун соф банк фаолияти ҳамда қимматли қоғозлар бизнеси ўртасида ҳеч қандай фарқ йўқ. Бу ҳолатда банклар бир вақтнинг ўзида инвестиция компаниялари, брокер дилерлари ва инвестиция маслаҳатчилари сифатида амалиётга кириб келишади. Шунга қарамай, Марказий банк барча банк фаолиятини, шу жумладан қимматли қоғозлар бозорини ҳам бирдек диққат билан таҳлил қилиб боради.

Европа мамлакатларидаги кўплаб фонд биржалари кучли таъсирга эга ва кўпинча энг йирик тижорат банкларининг тўлиқ назорати остида бўлади. Шунинг учун ҳам давлат органлари фонд бозорида кўпинча бевосита эмас, балки банклар ва банк тизимининг фаолиятини тартибга солувчи даражада фаолият юритадилар. Бинобарин, фонд бозорида банкларнинг ҳукмронлиги Европа моделининг ўзига хос хусусиятларини белгилайдиган энг муҳим кўрсаткичи ҳисобланади. “Айрим мамлакатларда (Италия, Франция) етакчи фонд биржалари давлат томонидан ва унинг бевосита назорати остида тузилган. Баъзан молия вазирликлари фонд бозорларини диққат билан кузатиб борадилар. Баъзан фонд бозорларини тартибга солиш федерал даражада эмас, балки минтақавий даражада содир бўлади”<sup>2</sup>. Шу билан бирга, қимматли қоғозларни чиқариш ва савдоси бўйича қонунчилик қоидаларини комплекс амалга ошириш учун масъул бўлган махсус органлар ҳам мавжуд эмас.

### **Мавзуга оид адабиётлар таҳлили (literature review):**

Олиб борилган айрим тадқиқотларда олимлар “Edvard Bell Ohlson (ЕВО) - қолдиқ даромад модели бўлиб, компанияларни баҳолаш учун оддий, аммо кучли техникани тақдим этади. ЕВО модели назарий жиҳатдан дивидендларни чегирма моделдан келиб чиқади ва шунингдек, DCF лардаги дисконтланган пул оқимларининг жорий қийматига тенгдир. ЕВО модели DCF таҳлилида Терминал қийматининг юқори сезувчанлигининг заифлигини бартараф этади. Ҳозирда моделнинг фойдалилигини ўрганишни ва Сингапур бозоридаги замонавий акциялар нархлари билан боғлиқликни кўриб чиқяпман” деган хулосани берганлар<sup>3</sup>.

Ушбу модел бўйича олиб борилган кейинги тадқиқотда муаллиф “Хулоса сифатида Edvard Bell Ohlson (ЕВО) модели бизнесни баҳолашда сезиларли ютуқларни ифодалайди. Бу кенг доирадаги омилларни ҳисобга олган ҳолда банк қийматини янада аниқроқ ва холисона баҳолаш имконини беради” деб фикрини баён этган<sup>4</sup>. Бироқ, ҳар қандай бошқа баҳолаш усули каби, ЕВО модели ҳам ўз чекловларига эга ва бошқа усуллар билан биргаликда ишлатилиши керак.

<sup>1</sup> <https://companiesmarketcap.com/jp-morgan-chase/marketcap/> Бозор капиталлашуви, одатда бозор капитали деб аталади, бу оммавий сотиладиган компаниянинг муомаладаги акцияларининг умумий бозор қиймати бўлиб, одатда компаниянинг қийматини ўлчаш учун ишлатилади.

<sup>2</sup> Agarwal (July 14, 2017). «Introduction to the Stock Market». Intelligent Economist. Retrieved December 18, 2017.

<sup>3</sup> <https://www.oocities.org/wallstreet/1257/ebo.html>

<sup>4</sup> <https://dzen.ru/a/ZwV5uuQp-Sfkx3lY?ysclid=m3zjs8gffs483053476>

“ЕВО моделига асосланган таҳлил муҳим статистик муносабатлар мавжудлигини кўрсатади: ЕВО моделида фойдаланилмаган бошқа фундаментал иқтисодий кўрсаткичлар бизнеснинг ички қийматини шакллантиришга сезиларли таъсир кўрсатмайди”<sup>5</sup>.

Тадқиқотчилар томонидан хусусийлаштирилаётган банкларни инвесторлар учун баҳолашда бир қанча моделлардан фойдаланиш тавсия этилади. Жумладан, “Инвестор учун молиявий активларни баҳолаш муҳим ва ҳал қилувчи аҳамиятга эга. Банкнинг ички қийматини баҳолашда Edvard Bell Ohlson (ЕВО) модели, нисбий баҳолаш модели (P/E модели, P/B модели), CAPM модели, дисконтланган дивидендлар (DD) модели ва ортиқча даромад моделлари устунлик қилади” деб хулосага келишган<sup>6</sup>.

Олиб борилган айрим тадқиқотларда “Олсон баҳолаш модели, P/E модели ва P/B модели юқори башоратли кучга эга бўлган кўпроқ маълумотга эга эканлигини тасдиқлайди, бу эса банк акцияларининг бозор қийматини яхшироқ ва аниқроқ баҳолаш имконини беради. Ушбу тадқиқот, шунингдек, CAPM модели ва дивидендларни чегирма модели Ҳиндистондаги банк акцияларини баҳолаш учун ишончли эмас деган хулосага келган”<sup>7</sup>.

Тадқиқотчилар банк акцияларини жозибадорлигини аниқлашда турли ўзаро аралашган моделлардан фойдаланиш яхши натижаларга олиб келади деган хулоса келганлар. Жумладан, “P/B-ROE ёндашувидан келиб чиққан икки босқичли акцияларни баҳолаш модели жорий нархларни тушунтириш ва келажақдаги даромад фарқларини башорат қилиш каби кенг қўламли иловалар учун ҳайратланарли даражада самарали восита эканлигини исботлашганлар<sup>8</sup>.

Юқоридаги ўрганилган назарий фикрларга тўхталадиган бўлсак, тадқиқотчилар томонидан банк акцияларини инвестор учун жозибадорлигини аниқлашда турли моделлардан фойдаланишни тавсия этганлигини кўриш мумкин.

#### **Тадқиқот метадологияси.**

Давлат банкларини хусусийлаштириш жараёнига фонд бозорида иштирокини янада кенгайтиришда уларнинг кўрсаткичларини барқарорлаштириш уларнинг бошқарув стратегияси, кўрсаткичлари, янги технологияларни қўллаш ҳамда рақамли маркетинг стратегиясини тўғри ташкил этиш орқали амалга ошириш мумкин.

**Таҳлил ва натижалар.** Фонд бозори АҚШ ва Буюк Британияга қараганда сезиларли даражада камроқ ликвидликка эга. Шу сабабли континентал моделда акциялар концентрациясининг юқори даражаси ва компания қарорларига тўғридан-тўғри таъсир эта оладиган акциялар пакетига эга стратегик инвесторларнинг мавжудлиги тавсифланади, улар орасида банк тузилмалари муҳим роль ўйнайди. Континентал моделда компания бошқарув тизими икки босқичли тузилишга эга: кузатув кенгаши ва бошқарув кенгаши. Энг юқори бошқарув органи

<sup>5</sup> Исследование методов оценки акций коммерческого банка. sovman.ru/article/7101/ Щербина Оксана Юрьевна.

<sup>6</sup> Dr. B. Charumathi and Suraj . E. S. Comparing Stock Valuation Models for Indian Bank Stocks. International Journal of Accounting and Taxation June 2014, Vol. 2, No. 2, pp. 111-127.

<sup>7</sup> <https://www.semanticscholar.org/paper/Implementing-EBO-EVA%C2%AE-Analysis-in-Stock-Selection-Herzberg/1ef65f38c657f5c6f107394dfc66762e14fd43bc# citing-papers>

<sup>8</sup> <https://www.semanticscholar.org/paper/The-P-B-ROE-Valuation-Model-Revisited-Wilcox-Philips/dfc098ff768e7fbc008d2c67906340572b5d6>

акциядорлар йиғилиши ҳисобланади. Компанияни бошқариш учун назорат функцияларига эга бўлган кузатув кенгаши ва тўлиқ ижро ҳоқимияти ҳуқуқи берилган бошқарув кенгаши ташкил этилади.

Молиявий бозорлари ривожланган мамлакатларда фонд биржаларидаги фаолият амалиёти акцияларнинг бозор қийматини баҳолашнинг бир қатор ёндашувлари ва таҳлил усуллари ишлаб чиқилган. Банкнинг акцияларини баҳолаш учун умумий қабул қилинган ёндашувларни ажратиб кўрсатиш мумкин - даромад, қийсий ва харажатлар, шунингдек фундаментал ва техник таҳлил.

Қимматли қоғозлар бозорининг фундаментал таҳлили - бухгалтерия баланси, даромадлар тўғрисидаги ҳисобот ва бошқа маълумотлар манбаларидан маълумотларни олиш мумкин бўлган кўпайтмали ҳисоб-китобларга асосланган акцияларни сотиб олишнинг мақсадга мувофиқлиги ва нархининг асослилигини аниқлаш усули ҳисобланади.

Фундаментал таҳлилга анъанавий ёндашув макро муҳитни, соҳаларни ва ушбу ташкилотнинг акциялари тегишли бўлган саноатнинг ўзини ва эмитент компанияни ўрганишни ўз ичига олади.

Қайси қимматли қоғозни сотиб олиш ёки сотиш ва у нимага арзийди деган саволга жавоб беришга мўлжалланган фундаментал таҳлилдан фарқли ўлароқ, техник таҳлил буни қачон қилиш кераклигини айтиб бериш учун мўлжалланган.

Жаҳон молия бозоридаги юқоридаги тенденциялардан ташқари, банкларнинг қимматли қоғозлар бозоридаги фаолиятига таъсир қилувчи бир қатор омилларни ҳисобга олиш керак:

Биринчидан, банклар капитали ҳажмига қўйиладиган талабларни ошириш, агар мулкчиликнинг акциядорлик шакли ҳақида гапирадиган бўлсак, капиталнинг кўпайиши акцияларни қўшимча чиқариш орқали амалга оширилади.

Иккинчидан, банк бозорида мулкчилик таркибининг ўзгаришига, давлат иштироки улушининг ошишига олиб келадиган қўшилиш ва қўшиб олиш жараёнларини кучайтириш зарур.

Учинчидан, банкларни соғломлаштириш учун давлат томонидан ажратилган ресурсларни тақсимлашда намоён бўладиган ликвидлик инқирозини бартараф этиш бўйича аниқ чора-тадбирлар ишлаб чиқиш зарур бўлади.

Тўртинчидан, маълум даражада аҳолининг молиявий саводхонлигининг ўсиши, бу эса хусусий инвесторлар сонининг кўпайишига олиб келади.

Фонд бозорида профессионал иштирокчи сифатида фаолият юритувчи банк ташкилий тузилмани шакллантиришда урта асосий ёндашувдан фойдаланади<sup>9</sup>:

- марказлаштирилган ёндашув - банк қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси сифатида лицензия олади, мустақил ишлайди ёки банклар банк гуруҳига кирганда, бош банкка берилган лицензия бўйича субброкер сифатида ишлайди;

- марказлашмаган ёндашув - инвестиция компаниясини ташкил этиш орқали бизнесни банк фаолиятига ва қимматли қоғозлар бозорига сармоя киритишга аниқ

<sup>9</sup> Пыркова Г.Х., Симержидина Г.Ю. Современные тенденции деятельности коммерческих банков на рынке ценных бумаг (<https://cyberleninka.ru/article/n/sovremennye-tendentsii-deyatelnosti-kommercheskih-bankov-na-rynke-tsennyh-bumag>)

бўлиниш;

- аралаш ёндашув - банк қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси лицензиясига эга бўлиб, бир вақтнинг ўзида шўба инвестиция компанияларини яратади.

Анъанавий ёндашувларнинг асосий камчиликлари ва Edvard Bell Ohlson (ЕВО) модели уларни қандай ҳал қилади деган савол бугунги кунда кўплаб олиб борилаётган тадқиқотлар объекти ҳисобланади. Бунда, соф молиявий чоратадбирлар чекловлари нақд пул оқимини дисконтлаш каби анъанавий усуллар кўпинча фақат молиявий маълумотларга қаратилади. ЕВО модели нафақат молиявий кўрсаткичларни, балки банклар қийматига таъсир қилувчи бошқа омилларни ҳам ҳисобга олади, масалан, бошқарув сифати, инновациялар, обрў-эътибор ва бошқалар.

Ушбу акция баҳоси моделлари Edwards, Bell ва Ohlson моделига мувофиқ ишлаб чиқилган. Ушбу модель акция баҳоси унинг баланс қиймати ва кутилаётган фойданинг жорий қийматининг функцияси эканлигини таъкидлайди. Кўпгина тадқиқотчилар ЕВО моделини соддалаштирдилар, унда акция баҳоси фойда ва ўз капиталининг баланс қийматининг функциясидир деб ҳисоблайдилар.

Мослашувчанликнинг йўқлиги: Анъанавий моделлар ноёб бизнес моделлари ёки банкларни тез ўзгарувчан муҳитда баҳолаш учун етарлича мослашувчан бўлмаслиги мумкин. ЕВО модели янада мослашувчан, чунки у ҳар бир банкнинг ўзига хос хусусиятларини ҳисобга олиш имконини беради.

Салбий даромадга эга бўлган банкларни баҳолашдаги қийинчиликлар: Анъанавий моделлар ҳозирда даромад келтирмайдиган, аммо келажакда юқори ўсиш потенциалига эга бўлган банкларни баҳолашда қийинчиликларга дуч келиши мумкин. ЕВО модели бундай банкларни келажакдаги истиқболларини ҳисобга олган ҳолда баҳолаш имконини беради.

ЕВО моделининг асосий афзалликлари сифатида қуйидагиларни келтириб ўтиш мумкин.

Интеграциялашган ёндашув: ЕВО модели ҳам молиявий, ҳам номолиявий омилларни ҳисобга олади, бу эса баҳолашни янада тўлиқроқ ва объектив қилади.

Мослашувчанлик: Модель турли соҳалар ва банклар турларига мослаштирилиши мумкин.

Келажакдаги истиқболларни ҳисобга олиши: Модель юқори ўсиш потенциалига эга бўлган банкларни, гарчи улар ҳозирда даромад келтирмаса ҳам, баҳолаш имконини беради.

Бухгалтерия маълумотларига ҳавола берилиши: ЕВО модели бухгалтерия маълумотларидан фойдаланади, бу эса уни фойдаланувчилар учун янада шаффоф ва тушунарли қилади.

ЕВО модели компаниянинг қиймати нафақат унинг жорий активлари, балки бозордаги ўртача қийматдан ошиб кетадиган келажакдаги даромад олиш қобилияти билан ҳам белгиланади деган тахминга асосланади.

У қуйидаги омилларни ҳисобга олади:

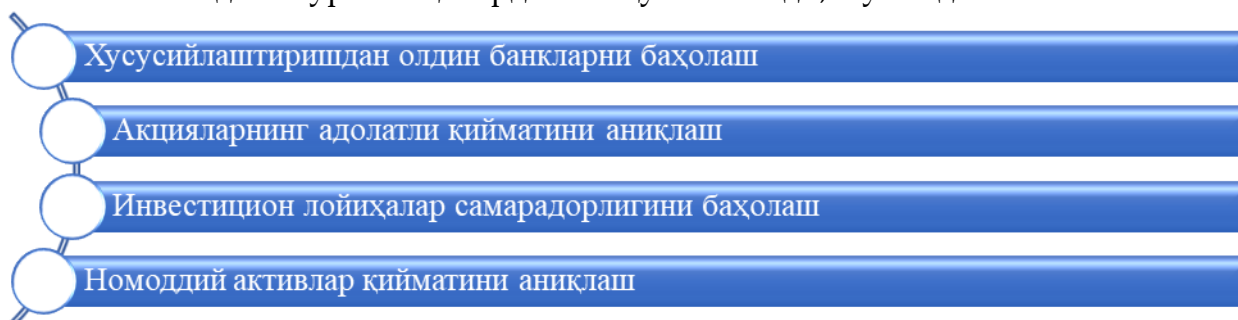


**1-расм. EVO моделига таъсир этувчи омиллар<sup>10</sup>**

Бунда, таъсир қилувчи омиллар кетма-кетлигида активлар бухгалтерия қийматини таъсири киритилган. Албатта ушбу омилнинг таъсири баҳолаш жараёнларига тўғридан-тўғри таъсир кўрсатади.

Иккинчиси, инвестиция қилинган капиталнинг рентабеллиги бўлиб, агар рентабеллик паст бўладиган бўлса, унда баҳоланаётган объектнинг натижаси кутилмаган ҳолатларга тўғри келиб қолиши мумкин. Кейингиси, бу фойданинг ўсиши бунда банкларнинг фойдаси олдинги йилларга нисбатан янада пасайиб борса банкларга бўлган ишонч пасайиб кетади. Бошқарув сифатида ҳам барча омилларни назорат қилиш функцияси ҳисобланади. Агар бошқарув сифати пасайиб кетса унда барча натижаларга эришиш имконияти пастлаб кетади. Инновация киритиш бу банк фаолиятини янада кенгайтириш имкониятини оширади. Бу ўз-ўзидан янги банк хизматларини кириб келишига ҳамда даромад манбаини ошишига олиб келади. Юқоридаги барча омилларнинг тўғри ташкил этилиши бу банкнинг бозордаги имиджини ошишига ва мижозлар ишончини оқлашга олиб келади.

EVO модели турли соҳаларда кенг қўлланилади, жумладан:



**2-расм. EVO моделини турли соҳаларда қўллаш<sup>11</sup>.**

Қайд этиш муҳимки EVO модели универсал восита эмас ва профессионал фойдаланишни талаб қилади. EVO моделдан фойдаланган ҳолда баҳолашнинг тўғрилиги киритилган маълумотларнинг сифати ва баҳоловчининг малакасига боғлиқ.

Edvard Bell Ohlson (EBO) модели хусусийлаштирилаётган банкларни баҳолашда сезиларли ютуқларни ифодалайди. Бу кенг доирадаги омилларни ҳисобга олган ҳолда банк қийматини янада аниқроқ ва холисона баҳолаш имконини беради. Бироқ, ҳар қандай бошқа баҳолаш усули каби, EBO модели ҳам ўз чекловларига эга ва бошқа усуллар билан биргаликда ишлатилиши керак<sup>12</sup>.

Тижорат банкларининг акциялар қийматини аниқлаш бўйича баҳолаш фаолиятида экспертлар баҳолаш методологиясини танлашда қийинчиликларга дуч

<sup>10</sup> Муаллиф ишланмаси.

<sup>11</sup> Муаллиф ишланмаси.

<sup>12</sup> <https://dzen.ru/a/ZwV5uuQp-Sfkx31Y?ysclid=m3zjs8gffs483053476>

келишади. Бу нафақат маблағларни жалб қилиш ва қўшимча харажатларнинг бир қисмини банк бўлинмалари харажатларига киритиш учун харажатлар даражасини аниқлашнинг қийинлиги билан, балки тижорат банкининг бозор капиталлашуви кўрсаткичи бўлганлиги билан ҳам изоҳланади. Банк акцияларининг умумий қиймати унинг молиявий натижаларига қараб кўтарилиши ёки камайиши сабабли, капиталлашув унинг маълум бир даврдаги фаолияти самарадорлигини баҳолашга ёрдам беради. Бозор капиталлашуви барча муомаладаги акцияларнинг бозор баҳоси ва ушбу акциялар сонининг маҳсулоти сифатида ҳисобланади. Капиталлаштиришнинг муқобил ҳажм мезонларига нисбатан яна бир афзаллиги бор: у бозордаги банкларнинг ҳақиқий вазнини бир хил акцияларнинг потенциал харидорига беради.

Юқорида келтириб ўтилган модул асосида амалга ошириладиган механизмни ҳар бир босқичига тўхталиб ўтаемиз. Бунинг учун ушбу ЕВО модулини ҳисоблаш методикаси билан танишиб чиқамиз. Унинг ҳисоблаш формуласи қуйидагича:

$$V = SK_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[\Delta x_t]}{(1+i)^t} \quad (1)$$

Бу ерда,  $SK_t$  тижорат банкининг  $t$  вақтдаги соф капитали,  $E$  математик кутилма қиймати,  $i$  дисконт ставкаси.

$$\Delta x_t = x_t - i * SK_{t-1} \quad (2)$$

Бу ерда,  $x_t$  тижорат банкининг  $t$  вақтдаги даромади.

Юқорида келтирилган формулалардан фойдаланган ҳолда тижорат банкни йиллар кесимида ЕВО кўрсаткичини ҳисоблаб топамиз.

#### 1-жадвал

#### Давлат банкларини устав капитали (млрд. сўм)<sup>13</sup>

Банклар	Йиллар						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ўзсаноатқурилиш банки	146,000	188,490	464,000	464,000	464,000	464,000	463,443
Бизнесни ривожлантириш банки	1080,870	1116,220	1230,68	2092,678	2106,263	1904,04	1468,80
Микрокредит банк	602,397	696,121	1660,01	1687,352	2291,605	3650,92	3578,09
Агро банк	3590,446	816,377	4518,65	5078,835	8795,475	9020,49	11491,1

Маълумотларга кўра, 2023 йил якунига кўра, Ўзбекистон банкларининг жами капитали 97 трлн 79 млрд сўмни, устав капитали эса 68 трлн 643 млрд сўмни ташкил қилди. Жами капитали 1 трлн сўмдан ортиқ бўлган банклар 20 тани, устав капитали 1 трлн сўмдан ортиқ бўлган банклар 14 тани ташкил қилган. Жами ва устав капитали бўйича етакчи 5 талик давлат банкларидан иборат, давлатга тегишли бўлмаган банклардан энг кўп жами капитал Капиталбанкда - 4 трлн 229 млрд сўм (худди шу банкда устав капитали 407 млн сўм). 2025 йилнинг 1 январидан тижорат банклари устав капиталининг энг кам миқдори 500 млрд сўм бўлиши талаб этилади. Ҳозирча 14 та банкнинг устав капитали ушбу миқдорга етмаган<sup>14</sup>.

<sup>13</sup> <https://mkbank.uz/uz/shareholders/financial-indicators/audit-report/4601/>, <https://brb.uz/bank-haqida/moliyaviy-korsatkichlar>, <https://agrobank.uz/uz/shareholders-and-investors/audit>, <https://sqb.uz/uz/for-investors/reports-and-presentations-uz/>.

<sup>14</sup> <https://bankers.uz/news/1830>

Микрокредитбанк устав капиталини номинал қиймати 1 068 сўм бўлган қарийб 1,9 млрд дона умумий қиймати 2 трлн сўмдан кўпроқ бўлган қўшимча акцияларни жойлаштириш йўли билан 5,8 трлн сўмга етказди. Микрокредитбанк устав капиталини номинал қиймати 1 068 сўм бўлган қарийб 1,9 млрд дона умумий қиймати 2 трлн сўмдан кўпроқ бўлган қўшимча акцияларни жойлаштириш йўли билан 5,8 трлн сўмга етказди. Бу ҳақда банк акциядорларининг навбатдан ташқари йиғилишида қарор қилинган. Маълумот учун, 1 апрель ҳолатида банк устав капитали қарийб 3,8 трлн сўмни ташкил қилади<sup>15</sup>.

## 2-жадвал

### Давлат банкларини соф фойдаси (млрд. сўм)<sup>16</sup>

Банклар	Йиллар						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ўзсаноатқурилиш банки	899,336	219,396	604,500	806,900	998,200	588,900	865,352
Бизнесни ривожлантириш банки	13,099	85,441	141,746	81,780	13,853	201,950	470,680
Микрокредит банк	74,425	14,906	16,378	27,337	48,983	9,130	321,424
Агро банк	4951,21	10378,7 2	72809,0	52168,0	70610,0	193,458	254,612

Давлат банклари орасида фақатгина Бизнесни ривожлантириш банки (-378,1 млрд сўм) ярим йилликни молиявий зарар билан яқунлаган. Шунингдек, Ўзмилийбанк (-248,7 млрд сўм), Алоқабанк (-91,6 млрд сўм), Асакабанк (-69,3 млрд сўм), (Агробанк -12,6 млрд сўм), (Туронбанк -15,1 млрд сўм) ва Микрокредитбанк (-6,8 млрд сўм)ларда ҳам соф фойда ўтган йилнинг мос даврига нисбатан камайган (қавс ичида камайиш миқдори кўрсатилган).

Давлат банклари орасида Ўзсаноатқурилишбанк ўз фойдасини 93 фоизга ошириб, олти ойда жами 768,4 млрд сўм соф фойда олган. Халқ банки ҳам ярим йилда ўтган даврдан 6,2 млрд сўмга кўпроқ фойда олган<sup>17</sup>.

Бундан ташқари банкларнинг бошқа кўрсаткичлари ҳам муҳим рол уйнайди. Марказий банк маълумотларига кўра, 2024 йил октябрь ойида банкларнинг кредит портфели 5,38 трлн сўмга кўпайиб, унинг жами қолдиғи 521 трлн сўмдан ортган. Давлат банклари орасида фақатгина Туронбанкда (-58,1 млрд сўм) кредит қолдиғи камайди. Қолган давлат банкларининг барчасида кредитлар қолдиғи ортиши ҳисобига уларнинг кредит портфели 3,4 трлн сўмга, бошқа банкларда 1 трлн 957 млрд сўмга ортган. Бошқа банклар орасида жами 8 та банкда кредит қолдиғи камайган. Кредит портфелда энг катта пасайиш Ипотека банк (-708 млрд сўм)да кузатилган.

Муаммоли кредитлар (NPL) қолдиғи банк тизими бўйича ой давомида 474 млрд сўмга кўпайган ва 22 трлн сўмдан ошган. NPL қолдиғи давлат банкларида 356 млрд сўмга кўпайган бўлса, бошқа банкларда ўсиш 118 млрд сўмга тенг бўлган.

<sup>15</sup> <https://bankers.uz/news/1567>

<sup>16</sup> <https://mkbank.uz/uz/shareholders/financial-indicators/audit-report/4601/>, <https://brb.uz/bank-haqida/moliyaviy-korsatkichlar>, <https://agrobank.uz/uz/shareholders-and-investors/audit>, <https://sqb.uz/uz/for-investors/reports-and-presentations-uz/>.

<sup>17</sup> <https://bankers.uz/news/1611>



Хусусан, муаммоли кредитлар ўсиши асосан Ўзмилийбанк (+352 млрд сўм), Капиталбанк (-200,4 млрд сўм) ҳамда Ориент Финанс банклар ҳисобига тўғри келган. Октябрь ойи давомида муаммоли кредитлардан энг кўп Ипотека банк (-486,1 млрд сўм) қутулган. Кредит портфелдаги NPL улуши ўтган ойга нисбатан деярли ўзгармаган ҳолда 4,2% даражасида қолган<sup>18</sup>.

Бунда жисмоний шахслар депозитлари ҳажми 20,1 трлн сўмга ва юридик шахсларники эса 25,1 трлн сўмга ортган. Тўққиз ой давомида нодавлат банкларида жисмоний шахсларнинг депозитлари (+11,67 трлн сўм) давлатга банкларидагига қараганда (+8,4 трлн сўм) нисбатан кўпроққа ошган. Ушбу банкларда депозитлар ҳажми йил бошига нисбатан 21,7 трлн сўмга ёки 18 фоизга ортди. Энг катта ўсиш Халқ банки (+6 трлн сўм), Ўзсаноатқурилишбанк (+4,18 трлн сўм) ва Ўзмилийбанкда (+4 трлн сўм) кузатилган. Давлат банклари орасида Асакабанк (-1,4 трлн сўм) депозитлар ҳажми йил бошига нисбатан камайган. Агробанк (+3,79 трлн сўм), Алоқабанк (+2,5 трлн сўм), Бизнесни ривожлантириш банки (+1,35 трлн сўм), Микрокредитбанк (+683 млрд сўм), Туронбанкларда (+527 млрд сўм) ҳам жами депозитлар ҳажмининг йил бошига нисбатан ортиши кузатилди<sup>19</sup>.

Юқорида олинган маълумотлар асосида формуладаги дисконт ставкасини қийматини белгилаб олган ҳолда давлат банкларини ЕВО кўрсаткичларини ҳисоблаб топамиз.

Дисконт ставкаси 15 % га тенг.

$$\Delta x_{2017} = x_{2017} - i * SK_{t-1} = 899,336 - 0.15 * 146,26 = 11,100$$

$$V_{2017} = SK_t + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{E[\Delta x_t]}{(1+i)^t} = 899,336 - \frac{146,26}{(1+0,15)} = 908,988$$

Худди шундай қолган йиллар учун ЕВО кўрсаткичларини ҳисоблаб топамиз. Натижада қуйидаги диаграммага эга бўламиз.

3-жадвал

Давлат банкларини ЕВО кўрсаткичи<sup>20</sup>

Банклар	Йиллар						
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Ўзсаноатқурилиш банки	908,988	354,683	929,130	1105,130	1271,478	915,565	1155,474
Бизнесни ривожлантириш банки	951,277	1044,923	1193,421	1890,833	1843,579	1831,300	1686,509
Микрокредит банк	588,541	618,284	1457,732	1491,034	2035,294	3182,658	3390,887
Агро банк	7427,530	9734,871	67241,436	49779,857	69048,239	8012,132	10213,742

Олинган таҳлилларга қарайдиган бўлсак давлат банклари ичида ЕВО модели натижаси бўйича энг яхши кўрсаткич Агро банк юқори натижаларга эришган. Банкнинг кўрсаткичлари инвестор учун ижобий натижаларни кўрсатган.

<sup>18</sup> <https://bankers.uz/news/1895>

<sup>19</sup> <https://bankers.uz/news/1847>

<sup>20</sup> Муаллиф ишланмаси.

Ушбу кўрсаткичдан ташқари давлат банкларини инвесторларга жозибдорлигини кўрсатувчи кўрстаклардан бири бу уларнинг капиталини рентабеллиги ҳисобланади. Хусусий капиталнинг рентабеллиги коэффициенти банкларнинг ўз маблағларининг 1 сўмига қанча соф фойда олишини кўрсатади. Бу коэффициент эгалари ўзлари томонидан бизнесга қўйган маблағлардан қанчалик самарали фойдаланишини кўрсатади. Кўрсаткич инвесторларга банкни тезда таҳлил қилиш, уни соҳадаги рақобатчилари билан солиштириш ва сармоя учун энг жозибдорини танлаш имконини беради.

Мисол учун, иқтисодиётнинг муайян секторида ўртача ROE 15% ни ташкил қилади. Бундай ҳолда, ROE 10% бўлган банкнинг акциялари инвесторлар учун жозибдор бўлмайди. Аммо банкнинг ROE 25% бўлса, инвесторлар ўз портфелидаги ушбу эмитентнинг қимматли қоғозларини сотиб олишда фаолроқ бўлади.

Шунингдек, ROE коэффициенти инвестор қимматли қоғозларни банкнинг баланс қийматига тенг ёки тахминан тенг нарҳда сотиб олишда кутиши мумкин бўлган даромадни кўрсатади. Бундай даромад дивидендларда, шунингдек, банк акциялари нархининг ўсишида ифодаланиши мумкин. “ROE асосида энг тўғри хулосалар чиқариш учун уни бир неча йил давомида динамикада кўриб чиқиш ва Дупон формуласидан фойдаланган ҳолда омил таҳлилинини ўтказиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади”<sup>21</sup>.

#### 4-жадвал

Давлат банкларини ROE кўрсаткичи<sup>22</sup>

Банклар	Йиллар							
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
Ўзсаноатқурилиш банки	5,27	5,43	1,61	10,2 7	0,80	2,14	2,22	1,28
Бизнесни ривожлантириш банки	36,5 1	6,85	9,63	1,97	12,3 5	8,21	10,2 5	2,92
Микрокредит банк	12,3 5	2,14	0,99	1,62	2,14	0,28	13,1 7	0,08
Агро банк	1,21	7,65	11,5 2	3,91	0,66	1,06	32,0 5	-6,90

Давлат банкларини соф капитали рентабеллигини таҳлил қилганимизда, банкларнинг кўрсаткичлари жуда паст эканлигини кўриш мумкин. Юқорида айтиб ўтганимиздек иқтисодиётнинг муайян секторида ушбу кўрсаткич 15 фоиздан паст бўлмаслиги кераклигини ҳисобга олсак, деярли барча банкларимизда ушбу кўрсаткич айрим даврларга нисбатан паст бўлган.

Юқоридагилардан келиб чиқиб давлат банкларини акцияларини инвесторлар учун жазибдор бўлишини тaminлашда ҳамда капиталнинг етарли эмаслиги - қимматли қоғозлар бозорининг профессионал иштирокчиси сифатида фаолиятни амалга оширишда юзага келиши мумкин муаммони қуйидаги йўллар билан ҳал қилиш мумкин ҳисобланади:

- банклар томонидан жойлаштирилган акцияларнинг номинал қийматини

<sup>21</sup> <https://gazprombank.investments/blog/education/roe/?ysclid=lh66me1vh916753875>

<sup>22</sup> Муаллиф ишланмаси.

уларнинг сони ўзгармаган ҳолда ошириш;

- доимий номинал қийматда эълон қилинган эмиссия доирасида қўшимча акцияларни жойлаштириш;

- бир вақтнинг ўзида номинал қиймати ва жойлаштирилган акциялар сонини ошириш.

Давлат банкларининг аниқланган муаммоларини таклиф этилаётган усуллар орқали бартараф этиш жаҳон банк тизимининг самарали ривожланишига хизмат қилади. Қимматли қоғозлар бозори айни пайтда энг сўнгги ахборот тизимлари, хавфсиз дастурий маҳсулотлардан фойдаланган ҳолда бозорда ўз позицияларини фаол ривожлантираётган давлат банкларига даромаднинг асосий қисмини келтирмоқда, бу эса кредит ташкилотларига кўплаб рақобатчилар орасида етакчилик қилиш, миқозлар базасини кенгайтириш билан бирга хусусийлаштириш жараёнларини янада тезлаштириш имконини беради.

**Хулоса ва таклифлар:** Олинган таҳлиллар асосида қуйидаги хулосалар шакллантирилди:

1. ЕВО модели бундай банкларни келажақдаги истиқболларини ҳисобга олган ҳолда инвесторлар учун акцияларни жозибадорлигини баҳолаш имконини бериши асослаб берилди.

2. Давлат банклари томонидан жойлаштирилган акцияларнинг номинал қийматини уларнинг сони ўзгармаган ҳолда ошириш таклиф этилди.

3. Давлат банклари томонидан доимий номинал қийматда эълон қилинган эмиссия доирасида қўшимча акцияларни жойлаштириш тавсия этилди.

4. Давлат банкларини бир вақтнинг ўзида номинал қиймати ва жойлаштирилган акциялар сонини ошириш асослаб берилди.

### **Фойдаланилган адабиётлар рўйхати.**

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2023 йил 1 мартдаги ПҚ-83-сонли “Давлат иштирокидаги корхоналарни ислоҳ қилиш жараёнларини жадаллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида” ги қарори.

2. Agarwal (July 14, 2017). «Introduction to the Stock Market». Intelligent Economist. Retrieved December 18, 2017.

3. Dr. B. Charumathi and Suraj . E. S. Comparing Stock Valuation Models for Indian Bank Stocks. International Journal of Accounting and Taxation June 2014, Vol. 2, No. 2, pp. 111-127.

4. Щербина Оксана Юрьевна. Исследование методов оценки акций коммерческого банка. sovman.ru/article/7101/.

5. Пыркова Г.Х., Симержидина Г.Ю. Современные тенденции деятельности коммерческих банков на рынке ценных бумаг (<https://cyberleninka.ru/article/n/sovremennye-tendentsii-deyatelnosti-kommercheskih-bankov-na-rynke-tsennyh-bumag>)

6. <https://bankers.uz/news/1567>

7. <https://bankers.uz/news/1611>

8. <https://bankers.uz/news/1830>

9. <https://bankers.uz/news/1847>
10. <https://bankers.uz/news/1895>
11. <https://companiesmarketcap.com/jp-morgan-chase/marketcap/>.
12. <https://dzen.ru/a/ZwV5uuQp-Sfkx3lY?ysclid=m3zjs8gffs483053476>
13. <https://dzen.ru/a/ZwV5uuQp-Sfkx3lY?ysclid=m3zjs8gffs483053476>
14. <https://gazprombank.investments/blog/education/roe/?ysclid=lhh66me1vh916753875>
15. <https://www.oocities.org/wallstreet/1257/ebo.html>

Copyright: © 2025 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution-4.0 International License (CC - BY 4.0)

