



ЎЗБЕКИСТОНДА АКЦИЯЛАР БОЗОР ҚИЙМАТИНИ АНИҚЛАШНИНГ ХОРИЖИЙ УСУЛЛАРИНИ ҚЎЛЛАШ

МУАММОЛАРИ

Караев Мансур Юлдашевич

Хусусийлаштириш ва давлат

активларини бошқариш муаммоларини тадқиқ этиш
маркази катта илмий ходими

<https://doi.org/10.5281/zenodo.19658900>

ARTICLE INFO

Received: 4th April 2026

Accepted: 5th April 2026

Published: 20th April 2026

KEYWORDS

фонд бозори, акциянинг
бозор нархи, баҳолаш усуллари,
дивидендларни дисконтлаш
моделли, капитал қиймати,
дисконтлаш ставкаси.

Мамлакатимизда фуқаролик жамиятини ислоҳ қилиш ва бозор иқтисодиётини шакллантиришнинг ҳозирги босқичида чуқур назарий ва амалий таҳлилни талаб қиладиган кўплаб янги муаммолар пайдо бўлмоқда. Бозорлар умумий тизимининг энг муҳим таркибий қисмларидан бири ҳисобланган қимматли қоғозлар бозорини шакллантириш ва ривожлантириш муаммоси ҳам шулар жумласидандир. Унинг аҳамияти шундаки, замонавий, ривожланган ва банк тизимига билан солиштирилганда анча мослашувчан молия-кредит тизими тузилмасисиз ишлаб чиқаришни ривожлантириш ва аҳоли эҳтиёжларини қондириш учун капитални жамлаб бўлмайди. Қимматли қоғозлар бозорининг замонавий иқтисодиётни ривожлантириш вазифаларига мос келишига эришишнинг зарурий шarti уни рақобат муносабатларини шакллантириш асосида такомиллаштириш ва халқаро амалиётга мувофиқлаштиришдан иборат. Мазкур йўналишда тўпланган хорижий тажрибани инобатга олган ҳолда, қимматли қоғозлар бозорида рақобатни ривожлантириш орқали мамлакатда қулай инвестиция муҳитини яратиш энг муҳим иқтисодий вазифалар сирасига киради.

Шу билан бирга, корхоналар, молия институтлари ва аҳолининг капиталини жалб қилиш ва бўш ресурсларини жойлаштиришнинг муқобил манбаи сифатида фонд бозорини ривожлантириш фонд бозори воситалари нархини белгилашнинг бозор механизмларини шакллантиришни тақозо этади. Шунинг учун акциялар бозор қийматини аниқлашнинг хорижий амалиётда қабул қилинган усулларида фойдаланиш имкониятларини ўрганиш катта назарий ва амалий аҳамиятга эга.

Акциялар бозор қийматини баҳолашнинг илмий-услубий адабиётларда тақдим этилган энг оммабоп усуллари республикамизда уларни қўллаш мумкинлиги нуқтаи назаридан ўрганиш натижалари қуйидагиларни кўрсатди.

1. Фундаментал омилларни таҳлил қилиш асосида бозор қийматини прогнозлаш усули молиявий активлар қийматига турли фундаментал омилларнинг таъсирини баҳолашни назарда тутди, бунда фундаментал омиллар деганда жамият, мамлакат ва

ABSTRACT

Мақолада хорижий мамлакатларда кенг тарқалган акцияларнинг бозор қийматини аниқлаш усуллари таҳлил қилиниб, уларни Ўзбекистонда қўллаш муаммолари ёритилган, шунингдек, дивидендларни дисконтлаш усулини Ўзбекистон шароитига мослаштиришга оид таклифлар берилган.

жаҳонда содир бўлаётган ва бозор конъюктурасининг ўзгаришига таъсир кўрсатувчи воқеалар, жараёнлар ва ҳодисалар тушунилади.

Бироқ, фундаментал омилларга ҳар доим ҳам таяниб бўлмайди, чунки мамлакатнинг иқтисодий аҳволига доир маълумотлар ва билдирилган фикрлар турли кунларда қарама-қарши натижаларга олиб келиши мумкин (ва кўпинча олиб келади). Бир сабабнинг ўзи турли оқибатларга олиб келади. Бу ҳол бозор иштирокчилари руҳиятининг беқарорлиги, айниқса «оммавий психоз» каби ҳодиса билан боғлиқ. Фундаментал таҳлилдан фойдаланишда барча омилларни ҳисобга олишнинг иложи йўқ, уларнинг баъзилари ҳар доим номаълум бўлиб қолади.

Мазкур усул Ўзбекистонда ишлаши учун акциядорлик жамиятлари (АЖ), холдинглар, хўжалик бошқаруви органлари, тармоқ вазирликлари ва идоралари ўз фаолиятларининг батафсил ҳисоботлари ва прогнозларини (режаларини) эълон қилиши керак. Ҳозирги вақтда улар томонидан тақдим этилаётган маълумотлар бундай таҳлил учун етарли эмас.

2. Техник таҳлил қуйидаги фаразияга асосланади – бозор нархлари барча бозор иштирокчиларининг хоҳиш-истаклари ва саъй-ҳаракатларини ифодалайди. Натижада нарх ҳам, ҳажм ҳам минглаб трейдерлар томонидан амалга оширилган ҳар бир битимни акс эттиради. Техник таҳлил нархлар ўзгаришининг турли графикларини батафсил ўрганишга асосланади.

Ўзбекистонда 2026 йил 1 январь ҳолатига кўра 593 та АЖ рўйхатдан ўтган бўлиб, шундан «Тошкент» РФБнинг биржа котировка варақасида 145 та акциядорлик жамияти мавжуд бўлиб, 2025 йил давомида 103 та эмитентнинг қимматли қоғозлари билан битимлар амалга оширилган [1]. Аксарият акциядорлик жамиятларининг (490 та жамият) акциялари савдосининг мавжуд эмаслиги ва қолган компаниялар акциялари савдосининг тизимсиз даврийлиги республикамизда таҳлилнинг техник усулидан фойдаланишни шартли қилиб қўяди.

3. Қимматли қоғозларни баҳолашнинг рейтинг усули. Бозор иқтисодиёти ривожланган мамлакатларда иқтисодиётнинг турли тармоқларидаги корпорацияларни рейтинг орқали баҳолаш методикаси кенг қўлланилади ва у мазкур соҳага ихтисослашган компаниялар экспертлари томонидан амалга оширилади. Аслида, рейтинг экспертнинг бозорнинг объектив кўрсаткичлари ҳақидаги, асосий қарз ва фоизларни тўлаш эҳтимоли борасидаги, муайян фонд қимматликларининг сифати ҳақидаги фикр-мулоҳазасини ифодалайди. Рейтинг баҳоларини ҳосил қилиш бозорни тавсифлаш усулларида бири ҳисобланади. Ўзбекистонда фақат тижорат банклари қимматли қоғозларининг рейтинги юритилади. Бундан ташқари, рейтингнинг ўзи қимматли қоғозни фақат сифат жиҳатдан тавсифлайди, лекин у аниқ миқдорий баҳо бера олмайди. Шунинг учун акцияларнинг қийматини аниқлаш учун рейтингдан қиймати тенг таваккалчиликка тенг даромадлилик тамойили бўйича қандайдир бошқа усул билан аниқланган актив билан таққослаш орқали фойдаланиш мумкин.

4. Акцияларни Р/Е коэффициенти ёрдамида баҳолаш. Акциялар қийматини тезда баҳолашнинг кенг қўлланиладиган ушбу усули акциядан олинadиган соф фойданинг режалаштирилган миқдорини олиб, уни таққосланаётган компаниялар фаолиятини тавсифловчи Р/Е коэффициентига кўпайтиришдан иборат. Мазкур усулнинг камчилиги шундаки, у таққосланаётган компанияларнинг инвестициявий имкониятларини ҳисобга олмайди. Янги инвестицияларининг даромадлилиги бошқаларга қараганда юқори бўлган компанияларнинг акциялари бозорда қимматроқ туради.

5. Дивидендларни дисконтлаш усули ёки дивидендларни дисконтлаш моделида акция қиймати кутилаётган дивидендларнинг келтирилган (дисконтланган) қиймати сифатида ҳисобланади. Ушбу усул жаҳон амалиётида энг оммабоп бўлиб, мазкур усул бўйича ҳисоблашда қўлланиладиган формула бир неча модификацияларга эга бўлди

(оддий такрор ишлаб чиқариш сиёсатини амалга оширувчи компания акцияларининг бозор қийматини ҳисоблаш; дивидендларнинг доимий ўсиш суръатини ифодаловчи модель; компаниянинг инвестициявий имкониятларини ҳисобга олган ҳолда акцияларнинг бозор қийматини ҳисоблаш). Барча ушбу моделлар [2] адабиётда яхши ёритилган.

Ўзбекистонда дивидендларни дисконтлаш усулини қўллашнинг мураккаблиги шундаки, уни қўллаш учун бозор ҳисоб ставкаси ёки таваккалчиликни назарда тутган ҳолда тузатишлар киритилган ҳисоб ставкаси деб аталадиган дисконтлаш ставкасининг қийматини билиш керак. Бу инвестор томонидан кутилаётган, у ўз маблағларини ушбу акцияларни сотиб олишга сарфлаш учун талаб қилинадиган даромадлилик ставкасидир. Мазкур ставка капитал қиймати (k) деб ҳам номланади. Республикамизда ушбу кўрсаткичнинг қиймати ҳисобланмайди.

Илмий адабиётларда ривожланган мамлакатларда дисконтлаш коэффициентининг қийматини қайта ҳисоблаш бўйича таклифлар берилган, лекин муайян усуллар (формулалар) берилмаган.

Бизнинг фикримизча, турли мамлакатлар учун капитал қийматини қайта ҳисоблашнинг бундай методикасини ишлаб чиқиш Ўзбекистон учун долзарб бўлиб, ўз ечимини талаб қилади. Ушбу масалани ҳал қилишнинг муқобил усули сифатида Ўзбекистон ва иқтисодиёт ривожланишининг бир хил даражасига эга бўлган мамлакатлар учун капитал қийматини ҳисоблашнинг янги усулини ишлаб чиқишни таклиф қилиш мумкин. Аммо ушбу методикаларнинг иккаласини ҳам ишлаб чиқиш тўғрироқ бўлади. У ҳолда бир методикани асосий методика сифатида, иккинчисини эса биринчи методиканинг тўғрилигини (мақбуллигини) тасдиқловчи назорат методикаси сифатида қўллаш мумкин.

Юқорида баён этилганлардан келиб чиқиб, шундай хулосага келиш мумкинки, ушбу мақолада кўрсатилган акцияларнинг бозор қийматини аниқлаш усуларидан Ўзбекистонда фойдаланиш имкони йўқлигининг асосий сабабларидан бири зарур ахборот базасининг мавжуд эмаслигидир. Бу эса, акциядорлик жамиятининг ахборот ва дивиденд сиёсатини, улар томонидан ахборотни ошкор қилишга қўйиладиган талабларни такомиллаштириш зарурлигини тақозо этади.

ФОЙДАЛАНИЛГАН МАНБАЛАР РЎЙХАТИ:

1. Биржевое обозрение за 2025 год РФБ «Тошкент» // www.uzse.uz/system/analytics/pdfs.
2. Каюмов Р.И., Сидикова Г. Рыночная цена акций и дивидендная политика компании. // Бизнес эксперт, 2019, № 5, с. 83-88.
3. Зви Боди, Роберт, К. Мертон Финансы: пер. с англ.: Уч. пос. – М.: Издательский дом «Вильямс», 2008. – 592 с.
4. Камнев И.М., Жулина А. Ю. Методы обоснования ставки дисконтирования/ И.М. Камнев // Проблемы учета и финансов. — 2012. — № 2(6). — с. 30–35. «MODERN SCIENTIFIC CHALLENGES AND TRENDS» SCIENCECENTRUM.PL ISSUE 3(37) PART 2 ISBN 978-83-949403-3-1 95.
5. Погодин Сергей. Модель оценки стоимости капитала для рынка недвижимости России. // <https://pandia.ru/text/80/154/52943.php>.
6. Подрез О.В. Ставка дисконтирования как инструмент учета рисков в оценке стоимости бизнеса доходным подходом // Молодой ученый. — 2018.
7. Найман Э.Л. Малая Энциклопедия Трейдера – К. ВИРА-Р Альфа Капитал, 1999. – 236 с., ил. 134 – Библиогр.
8. Джон Дж. Мэрфи «Технический анализ фьючерсных рынков: теория и практика». М. «Диаграмма» 2004. с 18-21.