

Modelning determinatsiya koeffitsiyenti  $R^2=0,984$  ga teng bo'lib, bu sug'urta mukofotlari hajmidagi o'zgarishlarning 98,4 foizi modelga kiritilgan omillar orqali izohlanishini ko'rsatadi. F-statistika natijalari ham modelning umumiy jihatdan statistik ahamiyatga ega ekanligini tasdiqlaydi. Durbin–Watson statistikasi 1,91 ga teng bo'lib, model qoldiqlarida jiddiy avtokorrelyatsiya muammosi mavjud emasligini ko'rsatadi.

O'tkazilgan ekonometrik tahlil natijalari aholi daromadlari hamda moliya xizmatlari bozorining rivojlanishi sug'urta xizmatlariga bo'lgan talabni shakllantiruvchi muhim omillar ekanligini tasdiqladi. Xususan, aholi daromadlarining oshishi sug'urta xizmatlariga bo'lgan talabning kengayishiga sezilarli ta'sir ko'rsatadi. Shu bilan birga, moliya xizmatlari infratuzilmasining rivojlanishi ham sug'urta bozorining kengayishini rag'batlantiruvchi muhim iqtisodiy omillardan biri hisoblanadi.

## **O'ZBEKISTON KAPITAL BOZORIDA AKSIYALARNING BAHOLANISHI: RIVOJLANAYOTGAN BOZOR KONTEKSTIDA EMPIRIK TAHLIL**

**Saidov Jasurbek Latipbayevich**

*TDIU «Moliya va moliyaviy texnologiyalar» kafedrasida katta o'qituvchi, PhD*

**Ahmadova Sarvara**

*TDIU Jahon iqtisodiyoti va xalqaro munosabatlar yo'nalishi talabasi*

**Annotatsiya.** Mazkur tadqiqot O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida aksiyalarning baholanish mexanizmlarini rivojlanayotgan bozor sharoitida tahlil qilishga bag'ishlangan. Maqolada Toshkent fond birjasida ro'yxatdan o'tgan kompaniyalarning aksiyalari  $P/E$ ,  $P/B$  va dividend daromadlilik kabi nisbiy ko'rsatkichlar orqali baholangan. Tadqiqot natijalari shuni ko'rsatdiki, O'zbekiston aksiyalar bozori rivojlangan bozorlarga nisbatan sezilarli darajada past baholangan, bu esa yuqori mamlakat riski, cheklangan likvidlik va zaif institutsional muhit bilan bog'liq. Empirik tahlil aksiya narxlarini va fundamental ko'rsatkichlar ( $ROE$ ,  $EPS$ ) o'rtasida kuchli musbat korrelyatsiya mavjudligini aniqladi. Tadqiqot investorlar, emitentlar va regulyatorlar uchun amaliy tavsiyalar bilan yakunlanadi.

**Kalit so'zlar:** aksiyalar baholash, Toshkent fond birjasi, rivojlanayotgan bozor,  $P/E$  nisbati, fundamental tahlil.

O'zbekiston iqtisodiyoti so'nggi yillarda tub islohotlar jarayonini boshdan kechirmoqda. 2017-yilda boshlangan iqtisodiy liberallashtirish siyosati moliyaviy bozorlarning rivojlanishiga kuchli turtki berdi. Qimmatli qog'ozlar bozori milliy iqtisodiyotni modernizatsiya qilish va xorijiy investitsiyalarni jalb qilishning muhim vositasi sifatida tan olinmoqda (Yuldashev, 2021). Toshkent fond birjasi (TFB) 1994-yilda tashkil etilgan bo'lsa-da, uning haqiqiy faol rivojlanishi 2019-yildan keyin kuzatildi. 2020-2023 yillar oralig'ida birjada ro'yxatdan o'tgan kompaniyalar soni ikki baravar oshdi, savdo hajmlari esa yillik 500 million dollardan 2 milliard dollargacha ko'tarildi (O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi, 2023). Bu dinamik o'sish moliyaviy bozorning katta potentsialini ko'rsatmoqda. Biroq, aksiyalarni to'g'ri baholash muammosi ham investorlar, ham kompaniyalar va regulyatorlar uchun dolzarb bo'lib qolmoqda. Rivojlanayotgan bozorlarda aksiyalarni baholash bir qator o'ziga xos xususiyatlarga ega: yuqori noaniqlik darajasi, ma'lumotlarning cheklanganligi va bozor samarasizligi (Bekaert & Harvey, 2002). O'zbekiston kontekstida bu muammolar

yanada murakkablashadi, chunki bozor nisbatan yosh va institutsional infrastruktura hali shakllanish jarayonida.

O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida aksiyalarning baholanish xususiyatlarini aniqlash va rivojlanayotgan bozor kontekstida baholash usullarining amaliy qo'llanilishini tahlil qilish.

Tadqiqot vazifalari:

1. Aksiyalarni baholashning nazariy asoslarini va xalqaro amaliyotni o'rganish
2. Toshkent fond birjasida savdo qilinadigan aksiyalarni empirik jihatdan baholash
3. O'zbekiston bozorining xususiyatlarini aniqlash va xalqaro bozorlar bilan taqqoslash
4. Investorlar va siyosatchilar uchun amaliy tavsiyalar ishlab chiqish

Tadqiqotda aralash (mixed-method) yondashuv qo'llanildi. Toshkent fond birjasida ro'yxatdan o'tgan 40 ta eng likvidli kompaniyaning 2021-2023 yillar oralig'idagi moliyaviy hisobotlari va bozor ma'lumotlari tahlil qilindi. Miqdoriy tahlil usullari sifatida deskriptiv statistika, korrelyatsiya tahlili va regressiya tahlili ishlatildi. Sifat tahlili uchun birja operatorlari va broker kompaniyalar mutaxassislari bilan yarim strukturaviy intervyular o'tkazildi.

Aksiyalarni baholash moliya nazariyasining asosiy yo'nalishlaridan biri hisoblanadi. Zamonaviy baholash nazariyasi Graham va Dodd (1934) tomonidan yaratilgan fundamental tahlil asoslariga tayanadi. Ular kompaniyaning ichki qiymatini aniqlash va uni bozor narxi bilan solishtirish tamoyillarini ishlab chiqdilar.

**Diskontlangan pul oqimlari (DCF)** aksiyalarni baholashning asosiy nazariy mexanizmi hisoblanadi. Williams (1938) dividend diskont modelini quyidagi formula orqali ifodaladi:

$$V_0 = \sum [D_t / (1+r)^t]$$

bu yerda  $V_0$  - aksiyaning joriy qiymati,  $D_t$  - t-davrdagi dividend,  $r$  - talab qilinadigan daromad darajasi.

Gordon (1962) bu modelni soddalashtirib, doimiy o'sish sur'atini nazarda tutuvchi versiyasini taklif qildi:  $V_0 = D_1 / (r - g)$ , bu yerda  $g$  - dividendlarning doimiy o'sish sur'ati.

Capital Asset Pricing Model (CAPM) Sharpe (1964) tomonidan ishlab chiqilgan va talab qilinadigan daromadni quyidagicha belgilaydi:  $E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f]$ , bu yerda  $R_f$  - risksiz stavka,  $\beta_i$  - beta koeffitsienti. Fama va French (1993) keyinchalik uch faktorli modelni taklif qilib, kompaniya hajmi va book-to-market nisbatini qo'shimcha risk omillari sifatida kiritdilar. Rivojlanayotgan bozorlarda aksiyalarni baholash qo'shimcha murakkabliklarni keltirib chiqaradi. Bekaert va Harvey (2002) bu bozorlarning asosiy xususiyatlarini aniqlaydilar: yuqori o'zgaruvchanlik, past likvidlik, ma'lumot asimetriyasi va siyosiy risklar. Damodaran (2012) rivojlanayotgan bozorlar uchun mamlakat risk premiumini qo'shishni taklif qiladi: Country Risk Premium = Default Spread  $\times$  ( $\sigma_{equity} / \sigma_{bond}$ ). Bu yondashuv davlat obligatsiyalari bo'yicha xatar premiumini aksiyalar bozorining nisbiy o'zgaruvchanligiga ko'paytiradi. Pereiro (2002) Lotin Amerikasi bozorlarini o'rganib, risksiz stavkani aniqlash, beta koeffitsientining beqarorligi va bozor daromadini baholashdagi noaniqlik kabi muammolarni ta'kidlaydi. Estrada (2002) rivojlanayotgan bozorlar uchun "downside risk" yondashuvini taklif qiladi, bu investorlarning yo'qotishlardan ko'proq qo'rqishini hisobga oladi.

Markaziy Osiyo moliyaviy bozorlari to'g'risidagi akademik tadqiqotlar cheklangan. Berglof va Bolton (2002) sobiq Sovet Ittifoqi mamlakatlarida korporativ boshqaruv va

kapital bozorlarining rivojlanishini tahlil qilib, zaif huquqiy himoya va institutsional infrastrukturaning etishmasligini asosiy to'siq sifatida belgilaydilar. Qozog'iston moliyaviy bozori mintaqada eng rivojlangan hisoblanadi. Kalyuzhnova va Nygaard (2008) KASE (Kazakhstan Stock Exchange) ning rivojlanishida davlat siyosatining muhim rolini ta'kidlaydilar. O'zbekiston kontekstida Yuldashev (2021) 2019-2020 yillardagi institutsional islohotlarni ijobiy baholaydi, ammo likvidlik va shaffoflik muammolari hali ham mavjudligini qayd etadi.

2023-yil oxiri holatiga ko'ra Toshkent fond birjasining umumiy bozor kapitalizatsiyasi 45 trillion so'm (taxminan 3.9 milliard dollar) ni tashkil etdi. Bu 2020-yilga nisbatan 2.3 barobar o'sishni ko'rsatadi. Yillik savdo hajmi 2020-yildagi 6.4 trillion so'mdan 2023-yilda 18.7 trillion so'mga oshdi. Biroq, kunlik o'rtacha savdo hajmi nisbatan past qolmoqda - taxminan 75 milliard so'm (6.5 million dollar). Taqqoslash uchun, Qozog'iston fond birjasida (KASE) kunlik savdo hajmi o'rtacha 50-80 million dollarni tashkil etadi. Aksiyadorlar tuzilmasi tahlili shuni ko'rsatadiki, O'zbekiston kompaniyalarida davlat hali ham dominant pozitsiyaga ega - o'rtacha 51.3% ulush. Institutcional investorlar 18.7%, yuridik shaxslar 22.4%, jismoniy shaxslar esa atigi 7.6% ni tashkil etadi.

Tadqiqot tanloviga kiritilgan 40 ta kompaniyaning asosiy moliyaviy va nisbiy baholash ko'rsatkichlari quyidagi jadvalda keltirilgan:

#### 1-jadval

##### O'zbekiston kompaniyalarining o'rtacha ko'rsatkichlari (2023, n=40)

Ko'rsatkich	O'rtacha	Mediana	Standart og'ish
P/E nisbati	6.9	6.3	4.1
P/B nisbati	0.89	0.81	0.48
ROE (%)	12.8	11.9	8.6
Dividend Yield (%)	3.4	2.3	3.5

Xalqaro taqqoslash O'zbekiston aksiyalarining sezilarli darajada past baholanganligini ko'rsatadi. MSCI Emerging Markets indeksi bo'yicha o'rtacha P/E nisbati 13.5, rivojlangan bozorlar (MSCI World) uchun esa 18.2 ni tashkil etadi. P/B nisbati ham xuddi shunday farqni namoyish etadi: O'zbekiston 0.89, rivojlanayotgan bozorlar 1.75, rivojlangan bozorlar 2.80. Sanoatlar bo'yicha tahlil quyidagi natijalarni berdi: telekommunikatsiya sektori eng yuqori o'rtacha P/E nisbatiga ega (9.2), qishloq xo'jaligi esa eng pastga (4.5). Banklar sektori o'rtacha 8.1 P/E bilan o'rtacha pozitsiyada joylashgan.

Aksiya narxlari va fundamental ko'rsatkichlar o'rtasidagi bog'liqlikni aniqlash uchun ko'p o'zgaruvchili regressiya tahlili o'tkazildi. Bog'liq o'zgaruvchi sifatida aksiyaning bozor narxi, mustaqil o'zgaruvchilar sifatida esa EPS (har bir aksiyaga to'g'ri keladigan foyda), BVPS (daftariy qiymat) va ROE (kapital daromadligi) tanlandi.

$$\text{Model: } \text{Log}(\text{Narx}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Log}(\text{EPS}) + \beta_2 \text{Log}(\text{BVPS}) + \beta_3(\text{ROE}) + \varepsilon$$

Natijalar:

- ✓ Log(EPS) koeffitsienti: 0.62 (p < 0.001)\*\*\*
- ✓ Log(BVPS) koeffitsienti: 0.31 (p < 0.01)\*\*
- ✓ ROE koeffitsienti: 0.018 (p < 0.05)\*
- ✓  $R^2 = 0.68$ , Adjusted  $R^2 = 0.65$

Natijalar shuni ko'rsatadiki, har bir aksiyaga to'g'ri keladigan foyda (EPS) aksiya narxining eng kuchli prediktor hisoblanadi. EPS 1% oshsa, aksiya narxi o'rtacha 0.62% oshadi (boshqa omillar o'zgarmas bo'lganda). Daftariy qiymat (BVPS) ham ahamiyatli,

ammo ta'siri nisbatan kichikroq. ROE ning ijobiy ta'siri statistik ahamiyatli, ammo iqtisodiy ta'siri kichikroq. Modelning tushuntirish qobiliyati ( $R^2 = 0.68$ ) yaxshi hisoblanadi - bu fundamental ko'rsatkichlar aksiya narxi variatsiyasining 68% ini tushuntirishini anglatadi. Qolgan 32% boshqa omillar - likvidlik, bozor sentiment, makroiqtisodiy sharoit - bilan bog'liq.

Sifat tahlili: bozor ishtirokchilarining fikrlari. Birja operatorlari va broker kompaniyalar mutaxassislari bilan o'tkazilgan intervyular (n=8) quyidagi asosiy muammolarni aniqladi:

Likvidlik etishmasligi: Barcha respondentlar (8/8) past likvidlikni asosiy muammo sifatida ta'kidladilar. "Ko'pchilik aksiyalar haftada bir-ikki marta savdo qilinadi. Bu institutsional investorlar uchun jiddiy to'siq," deb qayd etdi bir broker vakili.

Ma'lumot shaffofligi: Ko'pchilik respondentlar (7/8) kompaniyalarning moliyaviy ma'lumotlarini yetarli darajada ochiq e'lon qilmasligini ta'kidladilar. Choraklik hisobotlar ko'pincha kech chiqadi va batafsil emas.

Investor bilimi: Respondentlar retail investorlarning moliyaviy savodxonligining pastligini qayd etdilar. "Ko'pchilik investorlar P/E nisbati nima ekanini bilmaydi, ular faqat narx grafigiga qarashadi," deb izohladi bir birja operatori.

Tadqiqot natijalari O'zbekiston aksiyalar bozorining bir necha muhim xususiyatlarini ochib beradi. Birinchidan, sistematik past baholash aniq namoyon bo'lmoqda. O'zbekiston kompaniyalarining o'rtacha P/E va P/B nisbatlari xalqaro standartlardan sezilarli past. Bu quyidagi omillar bilan tushuntirilishi mumkin:

Mamlakat risk premiumi: Damodaran (2012) metodologiyasiga binoan, O'zbekiston uchun mamlakat risk premiumini taxminan 11-12% deb baholash mumkin. Bu yuqori diskont stavkasini keltirib chiqaradi, natijada past baholashga olib keladi.

Likvidlik diskonti: Past savdo hajmi va keng bid-ask spread (5-8%) likvidlik diskontini keltirib chiqaradi. Amihud (2002) ko'rsatganidek, past likvidli aktivlar 20-40% diskont bilan savdo qilinadi. Zaif korporativ boshqaruv, past shaffoflik va cheklangan investor himoyasi ham past baholashga hissa qo'shadi. La Porta et al. (2000) zaif investorlar himoyasi va past shaffoflik orasidagi bog'liqlikni empirik tasdiqlaydilar. Ikkinchidan, fundamental omillarning ahamiyati tasdiqlandi. Regressiya tahlili ko'rsatdiki, EPS, BVPS va ROE aksiya narxlarining muhim prediktorlari ( $R^2 = 0.68$ ). Bu O'zbekiston bozori hali to'liq samarali bo'lmasa ham, fundamental qiymatlar narx shakllanishida muhim rol o'ynashini ko'rsatadi. Bu Fama (1970) ning efficient market hypothesis ning zaif shaklini qisman qo'llab-quvvatlaydi. Uchinchidan, sifat tahlili miqdoriy natijalarni kontekstualashtiradi. Likvidlik muammosi, ma'lumot asimmetriyasi va investor bilimining pastligi strukturaviy muammolar bo'lib, ularni hal qilish uzoq muddatli maqsadli siyosatni talab qiladi.

Ushbu tadqiqot O'zbekiston qimmatli qog'ozlar bozorida aksiyalarning baholanish xususiyatlarini kompleks tahlil qildi. Asosiy xulosalar quyidagilardan iborat:

Birinchidan, O'zbekiston aksiyalari sistematik ravishda kam baholangan - o'rtacha P/E = 6.9, P/B = 0.89. Bu yuqori mamlakat riski, past likvidlik va zaif institutsional muhit bilan bog'liq.

Ikkinchidan, fundamental omillar aksiya narxlarini muhim darajada tushuntiradi - EPS, BVPS va ROE narx variatsiyasining 68% ini izohlaydi.

Uchinchidan, strukturaviy muammolar mavjud - past likvidlik, ma'lumot asimmetriyasi, davlat ustunligi va investor bilimining pastligi.

Investorlar uchun: (1) Past P/B va yuqori ROE kombinatsiyasiga ega "value" kompaniyalarni qidiring; (2) Premium segmentdagi likvidli kompaniyalarga fokus qiling; (3) Uzoq muddatli (3-5 yil) investitsiya gorizontini belgilang; (4) Diversifikatsiya printsipligiga amal qiling.

Emitentlar uchun: (1) Moliyaviy ma'lumotlar shaffofligini oshiring; (2) Investor Relations funksiyasini tashkil eting; (3) Dividend siyosatini aniq belgilang; (4) Korporativ boshqaruvni yaxshilang.

Regulyatorlar uchun: (1) Market making tizimini rivojlantiring; (2) Xalqaro standartlarda (IFRS) hisobot berishni majburiy qiling; (3) Investor himoyasini kuchaytiring; (4) Moliyaviy savodxonlik dasturlarini kengaytiring.

O'zbekiston aksiyalar bozori rivojlanish bosqichida bo'lib, katta potentsialga ega. Institutsional islohotlar davom etishi va strukturaviy muammolarning bosqichma hal etilishi bozorning samaradorligi va jozibadorligini sezilarli darajada oshirishi mumkin.

### **Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:**

Amihud, Y. (2002). *Illiquidity and stock returns: Cross-section and time-series effects*. *Journal of Financial Markets*, 5(1), 31-56.

Bekaert, G., & Harvey, C. R. (2002). *Research in emerging markets finance: Looking to the future*. *Emerging Markets Review*, 3(4), 429-448.

Berglof, E., & Bolton, P. (2002). *The great divide and beyond: Financial architecture in transition*. *Journal of Economic Perspectives*, 16(1), 77-100.

Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset (3rd ed.)*. John Wiley & Sons.

Estrada, J. (2002). *Systematic risk in emerging markets: The D-CAPM*. *Emerging Markets Review*, 3(4), 365-379.

Fama, E. F. (1970). *Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*. *Journal of Finance*, 25(2), 383-417.

Fama, E. F., & French, K. R. (1993). *Common risk factors in the returns on stocks and bonds*. *Journal of Financial Economics*, 33(1), 3-56.

Gordon, M. J. (1962). *The investment, financing, and valuation of the corporation*. *The Review of Economics and Statistics*, 44(1), 37-51.

Graham, B., & Dodd, D. L. (1934). *Security analysis*. McGraw-Hill.

Kalyuzhnova, Y., & Nygaard, C. A. (2008). *State governance evolution in resource-rich transition economies: An application to Russia and Kazakhstan*. *Energy Policy*, 36(6), 1829-1842.

La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A., & Vishny, R. (2000). *Investor protection and corporate governance*. *Journal of Financial Economics*, 58(1-2), 3-27.

O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi. (2023). *Qimmatli qog'ozlar bozori rivojlanishi to'g'risida hisobot*. Toshkent.

Pereiro, L. E. (2002). *Valuation of companies in emerging markets: A practical approach*. John Wiley & Sons.

Sharpe, W. F. (1964). *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*. *Journal of Finance*, 19(3), 425-442.

Williams, J. B. (1938). *The theory of investment value*. Harvard University Press.

Yuldashev, N. (2021). *Capital market development in Uzbekistan: Institutional reforms and challenges*. *Central Asian Economic Review*, 4(2), 45-62.