



АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИНГ АКЦИЯЛАРИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАРНИ ЭКОНОМЕТРИК МОДЕЛЛАШТИРИШ

Худойқулов Хуршид Хуррамович

Тошкент давлат иқтисодиёт университети

ORCID:0000-0003-3105-9358

kh.khudoyqulov@tsue.uz

Аннотация. Мақолада акциядорлик жамиятларини акцияси қийматига таъсир қилувчи омиллар таъсирини ҳамда эконометрик модел шакллантирилган. Шунингдек, акциядорлик жамиятларини акцияси қиймати таъсир қилувчи омилларни 2015 йилдан 2023 йилга бўлган маълумотлар асосида таҳлил қилинган. Жумладан, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларидан «Қизилқумцемент», «Узметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг акцияси қийматига таъсир қиладиган омилларга ҳисобланган мультипликатор коэффициентларнинг прогнозлари баён қилинган. Ўз навбатида, акциядорлик жамиятини акцияси қийматини баҳолашда таъсир қилувчи омилларни прогнози билан мавжуд муаммолар аниқланган ва уларни бартараф этишга қаратилаган илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Калитли сўзлар: акциядорлик жамияти; акцияси қиймати; пул оқими; активлар қиймати; хусусий акцияси қиймати; акцияси рентабиллиги; операцион фойдаси; прогноз.

ЭКОНОМЕТРИЧЕСКОЕ МОДЕЛИРОВАНИЕ ФАКТОРОВ ВЛИЯЮЩИХ НА АКЦИИ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ

Худойқулов Хуршид Хуррамович

Ташкентский государственный экономический университет

Аннотация. В статье сформировано влияние факторов, влияющих на стоимость акций акционерных обществ, и эконометрическая модель. Также на основе данных с 2015 по 2023 год были проанализированы факторы, влияющие на цену акций акционерных обществ. В частности, представлены прогнозы коэффициентов мультипликатора, рассчитанных для факторов, влияющих на стоимость акций акционерных обществ в нашей стране «Кызылкумцемент», «Узметкомбинат», «Коъконский механический завод» и АО «Кварц». С другой стороны, были выявлены существующие проблемы с прогнозом факторов, влияющих на стоимость акций акционерного общества, и разработаны научные предложения и практические рекомендации, направленные на их устранение.

Ключевые слова: акционерная компания; стоимость акций; денежный поток; стоимость активов; стоимость прямых инвестиций; доходность акции; прогноз операционной прибыли;

ECONOMETRIC MODELING OF FACTORS AFFECTING SHARES OF JOINT STOCK COMPANIES

Khudoykulov Khurshid Khurramovich
Tashkent State University of Economics

Abstract. *In the article, the influence of factors affecting the value of shares of joint-stock companies and an econometric model are formed. Also, the factors influencing the share price of joint stock companies were analyzed based on the data from 2015 to 2023. In particular, forecasts of multiplier coefficients calculated for the factors affecting the value of shares of joint-stock companies in our country "Kyzilkumtsement", "Uzmetkombinat", "Ko'kon Mechanical Plant" and "Kvarts" JSCs are presented. On the other hand, existing problems were identified with the forecast of the factors affecting the value of the share of the joint-stock company, and scientific proposals and practical recommendations aimed at their elimination were developed.*

Keywords: *joint stock company; share value; cash flow; asset value; private equity value; profitability of the share; operating profit; forecast.*

Кириш.

Акциядорлик жамиятларининг хусусий акциясиини баҳолашда асосан уларнинг акциялари ҳаққоний қийматини аниқлаш учун анъанавий усуллар, хусусан, бозор қиймати ва даромадларни баҳолаш ёндашувлари каби анъанавий усуллардан фойдаланилади. Шунингдек, иқтисодий фойда, қўшилган иқтисодий қиймат (EVA), бозорнинг қўшилган қийматига (MVA) ва акциядорлар қўшилган қиймати (SVA) каби молиявий кўрсаткичларни аниқлаш орқали хусусий акцияси қиймати баҳоланади. Бугунги кунда, кўпчилик иқтисодчилар ва таҳлилчилар молиявий ҳисоботларнинг бухгалтерия баланси қийматлари ҳар доим ҳам ҳақиқий молиявий кўрсаткичларни акс эттирилмаслигини таъкидлайдилар. Шу боисдан, тараққий этан мамлакатларда акциядорлик жамиятларида хусусий ва акцияси қийматини баҳолашда кутилаётган пул оқимларининг жорий қийматидан фойдаланиш кенг қўлланилмоқда. Хусусан, дисконтланган пул оқимлари методологияси акцияси лойиҳаларини баҳолашда фойдаланилмоқда. Акциядорлик жамиятлари хусусий акцияси адолатли қийматини баҳолаш учун даромадларни баҳолаш методологиясидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Шунингдек, дисконтланган пул оқимлари моделлари акциядорлик жамияти хусусий акцияси ички қийматини аниқлашга хизмат қилади ва хусусий акциясидан кутилаётган келажакдаги пул оқимларининг жорий қиймати орқали ҳисоблаш тамойилига асосланади.

Акциядорлик жамиятлари акцияси қийматини баҳолаш, энг аввало, молия ва бухгалтерия назариясига асосан амалга оширилади. Назарияга кўра, энг кўп акцияси қийматини баҳолашда дисконтланган пул оқими ва қолдиқ даромадларни баҳолаш моделларидан фойдаланилади. Бинобарин, дунё амалиётчилари акциядорлик жамиятлари хусусий акцияси қийматини аниқлашда мультипликатор коэффицентлардан фойдаланади, сабаби ушбу баҳолаш усули мураккаб баҳолаш техникасининг ўрнига қўлланилади. Мазкур мультипликатор коэффицентлар орқали акцияси қийматини баҳолашда кўпчилик акциядорлик жамиятлари ва инвестицион банкларнинг ҳисоботида ўз аксни топган. Шунингдек, мультипликатор коэффицентлар орқали корпоратив транзакцияларини баҳолашда ҳам фойдаланилади. Ҳаттоки, мураккаб баҳолаш техникасидан фойдаланувчи амалиётчилар терминал қийматини баҳолашда ва унинг ишончлигини текширишда мультипликатор коэффицентлардан фойдаланилади.

Адабиётлар шарҳи.

Бугунги кунда дунё амалиётида акциядорлик жамиятлари акциясиини баҳолашда нисбий қийматлар баҳолаш усулидан фойдаланиш кенг қўлланиладиган усул ҳисобланади. Жумладан, тадқиқотчилар мазкур усулдан фойдаланишда акциядорлик жамияти акциялари бозор қийматини аниқлаш ва уларни прогноз қилишда ҳам фойдаланмоқда.

Бозор баҳосининг соф фойдага нисбати коэффиенти P/E (price earnings ratio) орқали саноат корхоналари таҳлил қилинган. Мазкур тадқиқотчилар хулосасига кўра, саноат корхоналарининг акцияси қийматини баҳолашда уларнинг даромадлари ўсиши инобатга олиниши лозим, деб таъкидлаганлар (Boatsman, and Bakin, 19981). Акциядорлик жамиятлари акциясиини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усули ҳамда мазкур акциядорлик жамиятлари қарз маблағлари юқори улуши шароитида солиқлар, фоизлар ва амортизация чегирилгунга қадар фойда (Earning before depreciation, interest and tax) мультипликатор коэффицентларига таъсири бўйича тадқиқотлар олиб борганлар. Уларнинг хулосасига кўра, солиқлар, фоизлар ва амортизация чегирилгунга қадар фойда кўрсаткичи ҳисобга олган ҳолда акцияси қийматни баҳолашда чегирмавий пул оқимлари билан баҳолаш усули эканлигини таъкидладилар (Kaplan, and Ruback, 1995). Мультипликатор коэффицентларни ҳисоблаб, хусусан, акцияси қиймати бозор баҳосининг соф фойдага нисбати коэффиенти ва акциянинг бозор баҳосини баланс қийматига нисбати коэффицентлари орқали акциядорлик жамиятлари акциясиининг бозор қийматини ҳамда мазкур коэффицентларнинг тортилган вазни комбинацияси орқали акциянинг бозор ва баланс қийматининг прогнозини амалга оширишга мувофиқ бўлган (Penman, 1998).

Акциядорлик жамиятлари акциясиини баҳолашда нисбий қиймат усулини қўллаб мультипликатор коэффицентларнинг акциядорлик жамиятлари банкротлик даражасини аниқлашда фойдаланганлар. Шунингдек, чегирмавий пул оқимлари коэффиенти ҳисобланган корхона қиймати EV (Enterprise Value) мазкур корхонанинг тушумига нисбати коэффиенти ҳамда корхона қиймати EV (Enterprise Value) мазкур корхонанинг активларига нисбати коэффицентлари орқали корхонанинг банкротлик даражасини аниқлаган. Жумладан, тадқиқот хулосаларига кўра, чегирмавий пул оқимлари коэффицентлари акциядорлик жамияти банкротлигининг эҳтимоллик даражасини 40-70 фоиз атрофида аниқлайди, деб таъкидладилар (Hotchkiss, and Moogadian, 1998) Демак, ушбу олимларнинг чегирмавий пул оқимлари коэффицентини қўллаган ҳолда олган таҳлиллари натижалари акциядорлик жамияти банкротлик ҳолатини 100 фоиз эмас, балки 40 фоиздан 70 фоизгача аниқлай олади, деган илмий хулоса келиб чиқади.

Акциядорлик жамиятлари акцияси қийматини ва акцияларнинг бозор баҳосини аниқлашда бозор асосий самарадорликни ифодаловчи мультипликатор коэффицентларни аниқлашнинг муқобил усулларида фойдаланишган. Уларнинг фикрига кўра, акцияси баҳолашда корхона қиймати EV (Enterprise Value) коэффицентларидан фойдаланиш зарур эканлигини асосланган. Ўз навбатида, акциянинг бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффицент P/E (price earnings ratio) ва акциянинг бозор баҳосини баланс қийматига нисбати P/B (price to book value ratio) коэффицентларига қараганда корхона қиймати EV (Enterprise Value) коэффицентларидан фойдаланиш акцияси баҳосини аниқроқ баҳоланиш имконияти беришини таъкидладилар (Liu, Nissim, and Thomas, 2007). Улар ривожланган G-7 давлатлари қимматли қоғозлар бозоридаги инвестиция имконияларига акциянинг бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффицент P/E (price earnings ratio) таъсири борасида тадқиқот олиб борган.

Қимматли қоғозлар бозоридаги инвестиция жозибаторлигига акция бозор баҳосининг соф фойдага нисбати коэффиенти фундаментал таъсир қилувчи омил

ҳисобланиб, P/E коэффициентининг ўсиб бориши қимматли қоғозлар бозоридаги акцияларнинг ликвидлиги юқори эканлиги билан изоҳлайди (Rahman, and Shamsuddin, 2019).

Замонавий корпоратив молия ривожланиши борасида илмий ишланиш олиб бораётган маҳаллий иқтисодчи олимлардан Элмирзаев (2019) фикрига кўра, акциядорлик жамиятлари акциясиини баҳолашда фойдаланиладиган акцияларни баҳолаш моделларининг бир-нечтасидан фойдаланиш ва уларнинг ўртачасини инобатга олиш мақсадга мувофиқ, деб таъкидлаган. Бундан ташқари, акциясини баҳолашда кенг қўлланиладиган нисбий қиймат усулидаги P/E коэффициент моҳиятини қуйидагича ифодалайди. Хусусан, P/E коэффициенти дастлаб келгуси даврда корхонанинг битта акциясига тўғри келадиган даромадни баҳолашни билан изоҳлайди (Элмирзаев, 2019).

Маҳаллий иқтисодчи олимлардан Тошмуродова ва Элмирзаев (2017) тадқиқотларида амалиётда кенг қўлланилаётган акцияси қийматини ҳисоб- китоб қилишнинг бир-нечта ёндашувларига тўхталган. Бу эса, ўз навбатида, дивидендларни дисконтлашнинг турли хил моделлари DDM (Dividend discount model), акцияси активларини баҳолаш модели CAPM (Capital asset pricing model), Модильяни — Миллер модели (Modigliani–Miller theorem) ва мультипликатор коэффициентлар билан акциясини баҳолашни изоҳлайдилар. Булардан ташқари, акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари оид тадқиқотида акцияси таркибини баҳолашда хусусий акцияси ва қарз акциясига нисбатлари орқали ифодаланишини таъкидлаган. Хусусан, қарз акцияси қийматини минималлаштириш хусусий акцияси рентабеллигини ошириш билан изоҳлайди (Карлибаева, 2007).

Фикримизча, акциядорлик жамиятлари акцияси қийматини ва уларининг фаолияти самарадорлигини баҳолашда дунё амалиётида кенг қўлланилаётган бозорни муҳим кўрсаткичлари ҳисобланган дивиденд тўлаш коэффициенти, дивиденднинг даромадлиги даражаси, корхона қийматини EV (Enterprise Value) солиқлар, фоизлар ва амортизация чегирилгунга қадар фойда EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) коэффициент, Гордон модели, PEG (price/earnings to growth) коэффициенти, акцияни бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффициент P/E (price earnings ratio) ва акциянинг бозор баҳосини баланс қийматига нисбати P/B (price to book value ratio) коэффициентлардан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Шунингдек, мазкур коэффициентлардан бугунги кунда мамлакатимиздаги йирик акциядорлик жамиятларида давлат улушини қисқартириш мақсадида ушбу акциядорлик жамиятлари акцияларини бирламчи оммавий жойлаштиришни амалга оширишда акцияларнинг бозор баҳосини аниқлашдан кенг фойдаланилмоқда.

Тадқиқот методологияси.

Тўплаган амалий маълумотларимиз, жумладан махсус кўрсаткич, яъни панель маълумотлари⁶² асосида таҳлил қилиниб, хусусан ушбу панель бирликлари сифатида мамлакатимиздаги “Қизилқумцемент”, “Ўзметкомбинат”, “Қўқон механика заводи” ва “Кварц” АЖларнинг акцияси қиймати таъсир этувчи омиллар, хусусан молиявий қарамлик (debt ratio), P/E (price-to-earnings ratio), P/B (price-to-book ratio), P/S (price-to-sales ratio) ва EV/S (enterprise value-to-sales) коэффициентларининг таъсирини акциядорлик жамиятлари кесимидаги маълумотлари базаси 2015-2020 йиллар ак этирилган Мазкур, маълумотлардан келиб чиққан ҳолда, панель маълумотлари асосида регрессион ва корреляцион таҳлил амалга оширилди. Панель маълумотлари асосидаги эконометрик таҳлилни амалга ошириш орқали “Қизилқумцемент”, “Ўзметкомбинат”, “Қўқон механика заводи” ва “Кварц” АЖларнинг акциясилари қиймати таъсир қилувчи омилларнинг таъсирини аниқ баҳолаш имкониятини беради.

⁶² <http://www.classes.ru/dictionary-english-russian-scienceenru-term-78341.htm>. Кўп ўлчовли вақтлар қатори маълумотлари

Шунингдек, акциядорлик жамиятларининг қийматига таъсир қилувчи омиллар орқали эконометрик модел шакллантирилиб, ушбу модел асосида прогноз кўрсаткичлари тизимлаштирилди. Ушбу моделларни тузишда ҳозирги кунда эконометрикада кенг қўлланилаётган “Eviews 9” дастуридан фойдаланамиз. Кўп омилли регрессион ва корреляцион эконометрик моделини тузишда натижавий омил сифатида танланган акциядорлик жамиятларининг қиймати (EV) ва унга таъсир қилувчи омиллар белгиланиб, тадқиқот гипотезалар аниқланди:

H_1 – молиявий қарамлик ($debt\ ratio$) коэффицентининг акциядорлик жамиятларининг акциясилари қийматининг ўсишига боғлиқ ва юқори таъсирга эга;

H_2 – P/E коэффицентининг акциядорлик жамиятларининг акциясилари қийматининг ўсишига боғлиқ ва юқори таъсирга эга;

H_3 – P/B коэффицентининг акциядорлик жамиятларининг акциясилари қийматининг ўсишига боғлиқ ва юқори таъсирга эга;

H_4 – P/S коэффицентининг акциядорлик жамиятларининг акциясилари қийматининг ўсишига боғлиқ ва юқори таъсирга эга;

H_5 – EV/S коэффицентининг акциядорлик жамиятларининг акциясилари қийматининг ўсишига боғлиқ ва юқори таъсирга эга.

Юқоридаги гипотезадан келиб чиққан ҳолда, қуйидаги математик функциялар шакллантирилди:

$$E_{ev} = \alpha + \beta_1(debt\ ratio)_1 + \beta_2\left(\frac{P}{E}\right)_2 + \beta_3\left(\frac{P}{B}\right)_3 + \beta_4\left(\frac{P}{S}\right)_4 + \beta_5\left(\frac{EV}{S}\right)_5 + \varepsilon_i \quad \beta > 0 \quad (4.1)$$

Бу ерда:

E_{ev} - акциядорлик жамияти акциясининг қиймати;

$debt\ ratio$ - молиявий қарамлик коэффиценти;

P/E - акциянинг бозор қиймати/ ((соф фойдани-имтиёзли акцияларга тўланган дивидендлар)/ оддий акцияларнинг сони коэффиценти);

P/B - акциянинг бозор қиймати (компаниянинг бозор қийматини)/ акциянинг баланс қиймати коэффиценти;

P/S - акциянинг бозор қиймати (компаниянинг бозор қийматини)/сотиш ҳажми коэффиценти;

EV/S - компаниянинг бозор қийматини/солиқ ва фоизларда олинган фойда компаниянинг қиймати=компаниянинг бозордаги акциясилашуви+компания соф қарзи коэффиценти;

Биринчи босқичда: Панель маълумотлари асосида корреляцион матрицани амалга оширамиз. Чунки, кўп омилли функцияни шакллантиришда эрксиз ўзгарувчилар орасида қандайдир даражада корреляция мавжуд бўлиб бу эса мультиколлинеарлик⁶³ муаммосини келтириб чиқаради.

Иккинчи босқичда: Танланган ўзгарувчилар ўртасидаги мультиколлинеарлик муаммосини ҳал қилинганидан сўнг, панель моделларини шакллантирамиз.

Учинчи босқичда: Шакллантирилган панель моделларининг қайси бири яхшироқ модел эканлигини танлаш учун тест ўтказилади.

Тўртинчи босқичда: Танланган яхшироқ модел орқали акциядорлик жамиятининг акцияси қиймати 2023 йилгача бўлган давр учун прогнози амалга оширилади.

Таҳлил ва натижалар муҳокамаси.

Эконометрик таҳлил натижасида йиғма, ўзгармас эффект ва тасодифий эффект моделларининг кўрсаткичларини ҳисоблашни амалга оширамиз (1-жадвал).

⁶³ <https://translate.academic.ru/multicollinearity/en/ru/>. Регрессион таҳлилда икки ва ундан ортиқ мустақил (боғлиқ бўлмаган) ўзгарувчилар ўртасида юқори корреляциядир.

1-жадвал

Регрессион моделлар кўрсаткичларининг натижалари
(2014-2020 йиллар маълумоти асосида)

Эрксиз ўзгарувчи (ln_ev)	(1)	(2)	(3)
	Йиғма модел	Ўзгармас эффектлар модели	Тасодифий эффектлар модели
ev_s	18,8907*** (0,0008)	5.6346*** (0.0678)	18.8907*** (0.0000)
p_s	-17.8469*** (0.0008)	-2.7743*** (0.0554)	-17.8469*** (0.0000)
debt_ratio	-5.612523 (0.0008)	1.234082 (0.2543)	-5.6125 (0.0000)
C(constant)	6.25170** (0.0000)	5.1804** (0.0000)	6.2517** (0.0000)
Кузатувлар сони	20	20	20
R-квадрат	0.6008	0.9548	0.6008

Манба: «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖЛарнинг маълумотлари асосида Eviews-9.0 дастури ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

Қавслар ичидаги кўрсаткичлар стандарт хатолик Р-қийматдаги, ***P<0,01, **P<0,05, ***P<0,1

1-жадвалдаги учта моделдаги танлаган эрки ўзгарувчиларнинг йиғма моделидаги Р-қиймати 0,001 дан кичик эканлигини кузатиш мумкин. Бироқ, ўзгармас эффектлар моделида танланган эрки ўзгарувчи ҳисобланган ev_s, p_s, ва debt_ratio кўрсаткичлари Р-қиймати 0,001 кичик эканлигини кузатиш мумкин. Тасодифий эффектлар модели барча эрки ўзгарувчилари Р-қиймати 0,001 дан эканлигидан далолат беради. Агар биз мазкур эрки ўзгарувчилар бўйича гипотеза тестини ўтказсак, учта моделда ҳам ln_ev ўзгарувчининг коэффициенти 90 фоизлик даражада статистик муҳим эканлиги кузатилади. Бундан ташқари, тасодифий эффектлар модели ev_s, p_s, ва debt_ratio эрки ўзгарувчи ҳам 99 фоизда статистик муҳим даражасида таъсир этмоқда. Бу шуни англатадики, иккита эрки ўзгарувчи эрксиз ўзгарувчига тўлиқ таъсир этишини ифодалай олади. R-квадратга назар ташласак, учала моделда ҳам қийматнинг 1 га яқинлигини кўриш мумкин. Айниқса, Ўзгармас эффектлар моделида R-квадрат кўрсаткичи деярли 1 га яқинлашган.

Ҳисобланган йиғма, ўзгармас ва тасодифий эффектлар моделларининг кўрсаткичларига назар ташласак, фарқ жуда катта эмаслигини кузатиш мумкин. Мазкур моделлардан қайси бири яхшироқ эканлигини аниқлаш учун хорижлик иқтисодчи олим Ж.Хаусман тестидан фойдаланган ҳолда ҳисоб-китоблар амалга оширилди.

2-жадвал

Ж.Хаусман тести натижалари

Ўзгарувчилар	Ўзгармас таъсир (a)	Тасодифий таъсир (b)	Ўзгарувчиларнинг фарқи (a-b)	Эҳтимоллик даражаси
EV_S	5.634634	18.890747	5.086046	0.0000
P_S	-5.774357	-17.846915	4.908149	0.0000
DEBT_RATIO	1.234082	-5.612523	0.811982	0.0000
Тасодифий эффектларнинг кросс-секционни (Cross-section random)		Чи-квадрат (χ^2) статистикаси	Чи-квадрат тақсимоти	Эҳтимоллик даражаси
		101.988938	3	0.0000

Манба: «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖЛарнинг маълумотлари асосида Eviews-9.0 дастури ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

Тест эҳтимоллиги 5 фоиздан кам бўлса, ўзгармас эффектлар модели яхшироқ модель ҳисобланади. Агар мазкур эҳтимоллик кўрсаткичи 5 фоиздан катта бўлса, тасодифий эффектлар модели яхшироқ деб қаралади. Ушбу тестнинг таҳлили қуйидаги жадвалда келтирилган (2-жадвал).

2-жадвалдаги Хаусман тести натижалари тасодифий эффектлар модели бошқа моделларга нисбатан яхшироқ эканлигини кўрсатмоқда. Тасодифий эффектлар модели яхшироқ эканлиги Р-қиймат эҳтимоллиги кўрсаткичига кўра нолинчи гипотеза ва муқобил гипотеза фаразидан фойдаланиб аниқланди. Унга кўра, нолинчи гипотеза сифатида тасодифий таъсир модели қабул қилиниб, унинг муқобил варианты, яъни ўзгармас таъсир модели рад этилди. Тадқиқотимиздаги Хаусман тестдаги (χ^2)ни статистик муҳимлилик даражаси 5 фоиздан кичик бўлгани ва Р-қиймат 0.0000 га тенглиги ўзгармас эффектлар модели бошқа моделларга нисбатан яхшироқ эканлигини кўрсатади. Мазкур тестдан кейин, қолдиқлар (residuals) ўртасидаги корреляцион боғлиқлик тестини ўтказамиз. Ушбу тестнинг натижасини қуйидаги жадвалдан кўришимиз мумкин.

Хулоса қилиб айтиш мумкинки, панель маълумотлари асосида учта модель орқали таҳлил қилинганда ўзгармас эффектлар модели энг мақбули ҳисобланади. Мазкур моделнинг мустаҳкамлигини аниқлаш тести, яъни қолдиқлар ўртасидаги боғлиқлик мавжуд эмаслиги моделнинг прогноз қилиш имконияти мавжуд эканлигидан далолат беради. Акциядорлик жамиятларининг акцияси қийматига ev_s , p_s , ва $debt_ratio$ коэффицентлар таъсири ўрганилганда, ev_s , p_s коэффицентлари бевосита таъсир қилишини кўрсатди. Ўзгармас эффектлар моделидаги бошқа омиллар ўзгармаган ҳолда ev_s коэффицентни бир бандга ўсиши акциядорлик жамияти акцияси қийматининг 5,6 баробарга ўсишига олиб келади. P_S коэффицент бир поғонага ўсиши акциядорлик жамияти акцияси қийматининг 2,7 баробарга тушишига олиб келади. Шундан келиб чиққан ҳолда акциядорлик жамиятларининг акциясилари қийматига бевосита таъсир этувчи омилларни баҳолашда тасодифий таъсир моделидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятлари акциясилари қийматини ўрта ва қисқа муддатда ўзгаришини ҳамда яқин келажакда акциядорлик жамиятлари акциясиларига бўлган инвестиция салоҳиятини аниқлашга хизмат қилади.

Тадқиқотимизда танланган ўзгармас эффектлар модели энг мақбул ҳисобланади. Шу сабабли, танланган моделнинг диагностика тести шуни кўрсатдики, ўзгармас эффектлар модели тўғри прогноз қилиш имкониятига эга.

3-жадвал

Акциядорлик жамиятлари акциясилари қийматининг ўсиши йиллар кесимидаги прогнози 2020-2023 йиллар, млрд.сўм

Йиллар	Акциядорлик жамияти акциясиининг қиймати (млрд.сўм)	EV/S коэффицентлари	P/S коэффицентлари	Debt ratio коэффицентлари
2019	244,25	0,5415	0,5063	0,2061
2020	240,69	0,4205	0,3908	0,2445
2021	258,55	0,3526	0,2961	0,3713
2022	378,08	0,3718	0,3415	0,3064
2023	396,19	0,7115	0,6860	0,3809
2024	398,78	0,5670	0,5372	0,4253
2025	409,24	0,5961	0,5682	0,4664
2026	411,66	0,6252	0,5992	0,5076
2027	419,31	0,6544	0,6302	0,5487

Манба: «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Кўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг маълумотлари асосида Eviews-9.0 дастури ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

Шунинг учун илмий ишимизда ўзгармас эффектлар модели орқали акциядорлик жамиятлари акциясилари қийматига таъсир этувчи омиллар ҳисобланган коэффицентлар билан прогнозни амалга оширамиз (3-жадвал).

3-жадвал маълумотларидан кўришиб турибдқи, акциядорлик жамиятларининг акциясилари қиймати 2027 йилга келиб, деярли 1,7 барбарга ошганлигини кўришимиз мумкин. Бунинг асосий сабабларидан бири, акциядорлик жамиятларининг маҳсулот сотишдан тушган тушумининг ва акциялари бозор қийматининг ошиши энг асосий омилардан бири ҳисобланади. Шу билан бирга, акциядорлик жамиятларининг қарз акцияси ошиши эвазига ҳам акциясилар қиймати ошиши кутилмоқда. Таҳлилга назар ташласак, акциядорлик жамиятлари қарз коэффицентлари 2023 йилда 2019 йилдан нисбатан 1,42 барбарга ошиши кутилмоқда. Хулоса қилиб шуни таъкидлаш жоизки, республикамиздаги акциядорлик жамиятлари акциясилари қийматининг ўсишини таъминловчи асосий кўрсаткичлар акциядорлик жамиятлари акциялари бозор қийматининг ўсиши, қарз акциясининг ортиши ва маҳсулотдан тушган тушумларнинг ўзгариши ҳисобланади. Қарз акциясининг ортиши акциядорлик жамиятлари акциясилари қийматига салбий таъсир қилади. Чунки, тадқиқотларимизга асосланиб айтишимиз мумкинки, қарз акциясининг ортиши акциядорлик жамияти акцияси реал қийматининг тушушига, мажбуриятларининг ошишига ва молиявий ҳолатининг ёмонлашишига олиб келади.

Хулоса ва таклифлар.

Юқорида олиб борилган илмий иш асосида қуйидаги хулоса ва таклифлар шакллантирилди:

Биринчидан, Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларининг акциясилари қийматини баҳолашда харажатлар ёндашувидан фойдаланган ҳолда ишлаб чиқариш харажатларини ҳисоблаш ва эскириш қолдиқларини ҳисоблаш орқали амалга оширилиб келинмоқда. Тараққий этган мамлакатларда даромад ва таққослама ёндашувлардан фойдаланган ҳолда акцияси қийматни баҳолашда активлардан келадиган пул оқималари ва даромадлар билан амалга оширилмоқда. Таққослама ёндашувида эса, акциядорлик жамиятининг активларига ўхшаш ҳисобланган активларни инобатга олган ҳолда баҳолаш амалга оширилмоқда. Шу сабабли, республикамизда акциясилар қийматини баҳолашда даромад ва таққослама ёндашувдан фойдаланган ҳолда баҳолаш жараёнини амалга ошириш мақсадга мувофиқ бўларди. Натижада, акциядорлик жамиятларининг акциясилари реал бозор қийматини баҳолаш имконияти яратиларди.

Иккинчидан, панель маълумотлари асосида учта модель орқали таҳлил қилинганда ўзгармас эффектлар модели энг мақбули ҳисобланади. Мазкур моделнинг мустаҳкамлигини аниқлаш тести, яъни қолдиқлар ўртасидаги боғлиқлик мавжуд эмаслиги моделнинг прогноз қилиш имконияти мавжуд эканлигидан далолат беради. Акциядорлик жамиятларининг акцияси қийматига ev_s , p_s , ва $debt_ratio$ коэффицентлар таъсири ўрганилганда, ev_s , p_s коэффицентларини бевосита таъсир қилиши кўрсатди. Ўзгармас эффектлар моделидаги бошқа омиллар ўзгармаган ҳолда ev_s коэффицентни бир бандга ўсиши акциядорлик жамияти акцияси қийматининг 5,6 барбарга ўсишига олиб келади. P_S коэффицент бир поғонага ўсиши акциядорлик жамияти акцияси қийматининг 2,7 барбарга тушишига олиб келади. Шундан келиб чиққан ҳолда акциядорлик жамиятларининг акциясилари қийматига бевосита таъсир этувчи омилларни баҳолашда тасодифий таъсир моделидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Учинчидан, чегирмавий пул оқимлар орқали акциядорлик жамиятлари акциясилари қийматини баҳолашнинг истиқболли йўналишларини йиллар давомида амалга ошириш лозим. Мазкур истиқболли йўналишларнинг амалга оширилиши, акциядорлик жамиятларининг акциясилари таркибидаги акциялари ва облигациялари

даромадини, мазкур қимматли қоғозлардан кутилаётган даромадни ва бозор рискинни аниқлаш имкониятини беради. Бундан ташқари, акциядорлик жамиятларининг акциясилари таркибини аниқлаш ва диверсификация қилиш ҳамда мазкур акциясидан қанча даромад олишни аниқлашга хизмат қилади.

Адабиётлар/Литература/Reference:

Boatsman, J., and Bakin, E. (1981). *Asset valuation with incomplete markets. The Accounting Review*, Vol. 56, No. 1, pp.38–53

Elmirzayev S. va boshqalar. (2019) *Moliya bozori. Darslik*. – Т.: “Iqtisod-moliya”, – 324 b.

Hotchkiss, E. and Mooradian, R. (1998) *Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11. Journal of Financial Intermediation*, vol. 7, issue 3, pp.240-262

Kaplan, S., and Ruback, R. (1995). *The valuation of cash flow forecasts: An empirical analysis. The Journal of Finance*, Vol. 56, No. 4, pp.1059–1093.

Liu, J., Nissim, D., and Thomas, J. (2007). *Is Cash Flow King in Valuations? Financial Analyst Journal*, Vol 63, Issue 2, pp.56–65.

Penman, S. (1998). *Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 3, pp.291-324

Rahman, M. L., and Shamsuddin, A. (2019). *Investor sentiment and the price-earnings ratio in the G7 stock markets. Pacific-Basin Finance Journal*, 55, 46-62

Toshmurodova B., Elmirzayev S., Tursunova N. (2017) *Moliyaviy menejment. Darslik*. –Т.: “Iqtisod-moliya”, – 325 b.

Карлибаева Р. (2007) “Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари” Автореферат, –Т., 1-30 бет.