



## DAVLAT ISHTIROKIDAGI KORXONALARDA AKSIYALAR QIYMATI VA DAROMADLILIGINI BAHOLASH

PhD, dots. **Axmedov Xasan Ruzibayevich**  
Toshkent moliya instituti  
ORCID: 0009-0001-4673-1381

**Annotatsiya.** Mazkur maqolada davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalari qiymatini va daromadliligini baholash masalalarini o'rganishda davlat ishtirokidagi korxonalar faoliyati, xususiyatlari, qimmatli qog'ozlar emissiyasi kabilar bo'yicha turli tadqiqotchilarning yondashuvlari tadqiq etilgan. Davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalari qiymatini va daromadliligini baholash usullari va yo'nalishlari tahlil qilingan. Davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalari qiymatini va daromadliligini baholash masalalarini o'rganish asosida tegishli xulosalar ishlab chiqilgan.

**Kalit so'zlar:** aksiya, IPO, SPO, bozor qiymati, aksiya daromadliligi, davlat ishtirokidagi korxonalar, dividend.

## ОЦЕНКА СТОИМОСТИ И РЕНТАБЕЛЬНОСТИ АКЦИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ

PhD, доц. **Ахмедов Хасан Рузибаевич**  
Ташкентский финансовый институт

**Аннотация.** В данной статье изучаются подходы различных исследователей к деятельности, характеристике, выпуску ценных бумаг и т.п. государственных компаний при исследовании вопросов оценки стоимости и доходности акций государственных компаний. Анализируются методы и направления оценки стоимости и доходности акций государственных компаний. Соответствующие выводы разработаны на основе изучения вопросов оценки стоимости и доходности акций государственных компаний.

**Ключевые слова:** акции, IPO, SPO, рыночная стоимость, доходность акций, государственные компании, дивиденды.

## ASSESSMENT OF VALUE AND PROFITABILITY OF STOCK IN STATE-OWNED COMPANIES

PhD, As. Prof. **Akhmedov Khasan**  
Tashkent Institute of finance

**Annotaion.** In this article, the approaches of various researchers on the activities, characteristics, issuance of securities, etc. of state-owned companies in the study of issues of assessing the value and profitability of the stocks of state-owned companies are studied. Methods and directions for assessing the value and profitability of stocks of state-owned companies are analyzed. Relevant conclusions are developed based on the study of issues of assessing the value and profitability of stocks of state-owned companies.

**Key words:** stock, IPO, SPO, market value, profitability of stock, state-owned companies, dividend.

### **Kirish.**

Iqtisodiyotda mulkka egalik shakllarining qanchalik darajada rivojlanganligi iqtisodiyotdagi muhim ishtirokchilarning faolligini belgilab beradi. Korxonalarda davlat ulushining yuqoriligi korporativ sektorning rivojlanishiga salbiy ta'sir qiladi. Shuningdek, aksariyat hollarda davlat ulushi yuqori korxonalarda rentabellik darajasi, aksiyalari likvidligi, foyda kabi moliyaviy ko'rsatkichlar past bo'ladi hamda mazkur jihatlar davlat ishtirokidagi korxonalarda moliyaviy munosabatlar tizimini samarali tashkil etish zarurligini ko'rsatadi. Davlat ishtirokidagi korxonalarda moliyaviy munosabatlar tizimini samarali tashkil etishda esa mazkur korxonalar aksiyalarining bozor qiymatini oshirish, uning qiymati va daromadlilikini baholash muhim ahamiyat kasb etadi. Shu sababli yuqorida ta'kidlangan jihatlarni o'rganish dolzarb hisoblanadi.

### **Adabiyotlar sharhi.**

Turli olimlar va tadqiqotchilar tomonidan olib borilgan izlanishlar asosida ta'kidlash mumkinki, davlat ishtirokidagi korxonalarda aksiyalar qiymatini va daromadlilikini baholash muhim ahamiyatga ega. Szarzec va boshqalar (2021) fikricha, "davlat korxonalarining iqtisodiy o'sishga ta'siri hal qiluvchi ahamiyatga ega bo'lib, bu ichki ijtimoiy-iqtisodiy muhitni o'zida aks ettiradigan institutsional sifat darajasiga bog'liq: davlat korxonalarida institutsional muhit qanchalik yaxshi bo'lsa, davlat korxonalarining umumiy samaradorligi shunchalik yuqori bo'ladi".

"Jahon miqyosida davlat korxonalarini xususiyashtirish nazariy va empirik nuqtai nazardan keng o'rganilgan, chunki bunday faoliyat siyosatchilar, investorlar, iste'molchilar va ishchilarni o'z ichiga oladi. Umuman olganda, davlat korxonalarini xususiyashtirishda davlat daromadlarini oshirish, iqtisodiy samaradorlikni oshirish, davlatning iqtisodiyotga aralashuvini kamaytirish, aksiyalarga egalik huquqini kengaytirish, raqobatni joriy etish imkoniyatini ta'minlash, davlat korxonalarini bozor intizomiga bo'ysundirish va milliy kapital bozorini rivojlantirish kabilar asosiy maqsadlar hisoblanadi" (Farinós, García & other 2007). Davlat ishtirokidagi korxonalarini xususiyashtirish aksiyalar bozor qiymatini oshirishda muhim hisoblanadi.

"Davlat korxonalarini ko'pgina mamlakatlar uchun strategik ahamiyatga ega bo'lishi mumkin. Siyosiy sabablar yoki amaldagi vaziyatlarga ko'ra ushbu korxonalarining ba'zilar to'liq davlat mulki bo'lib qolishi mumkin. Bunday korxonalarda aksiyalar sotuvining yo'qligi real bozorga asoslangan baholash qiymatini yuzaga kelishiga to'sqinlik qiladi. To'liq davlat egaligidagi korxonalar, ayniqsa, konchilik va bank sohasidagi davlat korxonalarining hisobdorligi va samaradorligini ta'minlash uchun yangi vositalar va mexanizmlarni ishlab chiqilishi zarur" (Rodrigo, 2018).

Li va boshqalar (2022) ta'kidlashicha, "globalashuv, texnologik taraqqiyot va raqobatning kuchayishi ko'plab davlat korxonalarini uchun sharoitlarni o'zgartirdi. Binobarin, davlat mulkdor sifatida vaqt o'tishi bilan kompaniyalar portfelini moslashtirishga majbur bo'ldi. Davlat korxonalarini rivojlantirish amaliyotiga turli xil yondashuv mavjud bo'lib, ularning asosiylaridan biri xususiyashtirish amaliyoti hisoblanadi". Davlat ishtirokidagi korxonalar rivojlanishida zamonaviy tendensiyalarni inobatga olinganligiga e'tibor qaratish lozim.

"Davlat ulushini ifodalovchi aksiyalar ham davlat korxonalarini tomonidan chiqariladi hamda davlat korxonalarini tomonidan egalik qilinadi. Davlat korxonasi qimmatli qog'ozlarni chiqarganda uning bir qismi davlat tashkilotida yoki davlat tomonidan vakolat berilgan xolding kompaniyasida bo'ladi" (Minkang, Robert, 1996).

"Davlatga qarashli korxonalarda xodimlarning ish haqini oshirish xodimlarning o'rtacha ish haqiga nisbatan taqqoslash natijalariga bog'liq bo'lishi mumkin, bu esa rag'batlantiruvchi rol o'ynamaydi. Shu sababli kelgusida ish haqini isloh qilishda, shuningdek, davlat

korxonalarining ishlab chiqarish va faoliyat samaradorligini oshirishda institutsional yordam ko'rsatilishi zarur" (Chuang, Yuhao, 2022).

Elmirzayev va Omonov (2020) aksiyadorlik jamiyatlarida davlat ulushini qisqartirish zarurligiga e'tibor qaratgan. "Aksiyadorlik jamiyatlarida davlat ulushini kamaytirish va ularda samarali korporativ boshqaruvni tashkil etish orqali aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatini yaxshilash zarur". Bu orqali korxonalar faoliyatini rivojlantirish imkoniyati yuzga keladi.

Karimov (2021) fikricha, "qimmatli qog'ozlar bozorini har tomonlama rivojlantirish mamlakatning iqtisodiy barqarorligi bilan chambarchas bog'liq hisoblanadi. Ya'ni yuridik va jismoniy shaxslarning bo'sh qolgan moliyaviy resurslarini fond bozori orqali davlatdagi yirik va investitsiya talab qiluvchi biznes subyektlariga samarali yo'naltirish va ularning nazoratini tashkil etish hozirgi kunning dolzarb muammolaridan" hisoblanadi. Mazkur jarayonda davlat ishtirokidagi korxonalar yuridik va jismoniy shaxslarning bo'sh qolgan moliyaviy resurslarini jalb qilish uchun fond bozori imkoniyatlaridan foydalanish zarur.

"O'zbekistonda banklar innovatsion mahsulotlarini keng joriy qilinishi tendensiyalari va muammolari davlatning innovatsion rivojlantirish strategiyasi bilan belgilangan" (Абдурахимова, 2023), chunki davlat ishtirokidagi tijorat banklari faoliyatida innovatsion bank mahsulotlarini keng joriy qilish investitsion jozibadorlikni oshirishga xizmat qiladi.

Davlat ishtirokidagi korxonalarda "biznesni kengaytirish, istiqbolli loyihalarni amaliyotga tatbiq etish, faoliyat samaradorligini oshirish maqsadida innovatsion texnologiyalarni qo'llash kabi masalalarni ijobiy hal etishda moliyaviy resurslarga ehtiyoj seziladi" (Жўрабекович и др. 2021). Mazkur jihat davlat ishtirokidagi korxonalarda xususiy lashtirish amaliyotlarini muvaffaqiyatli o'tkazishda qo'l keladi.

Yuqoridagilar asosida ta'kidlash mumkinki, davlat ishtirokidagi korxonalar iqtisodiyotdagi ulushini qisqartirish bilan bir qatorda ularning moliyaviy ko'rsatkichlarini yaxshilash orqali aksiyalar bozor qiymatini oshirish hamda daromadlilikini oshirish lozim.

### **Tadqiqot metodologiyasi.**

Davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalari qiymatini va daromadlilikini baholash masalalarini o'rganishda bir qator tadqiqot usullaridan foydalanilgan. Xususan, turli tadqiqotlarni o'rganishda ilmiy abstraksiyalash va taqqoslash usullaridan foydalanilgan. Shuningdek, aksiyalar qiymatini va daromadlilikini baholashni samarali tashkil etishni tadqiq etishda induksiya, deduksiya, qiyosiy tahlil kabi tadqiqot usullari qo'llanilgan.

### **Tahlillar va natijalar muhokamasi.**

Bugungi kunda milliy iqtisodiyotda davlat ulushi yuqori aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalari qiymatini va daromadlilikini baholashda ma'lumotlar ochiqligi va shaffofligini ta'minlash zarur. Amaliyotda aksiyalarni baholashning ko'plab usullari mavjud. Ushbu usullardan ba'zilar sifatida quyidagilarni ta'kidlash mumkin:

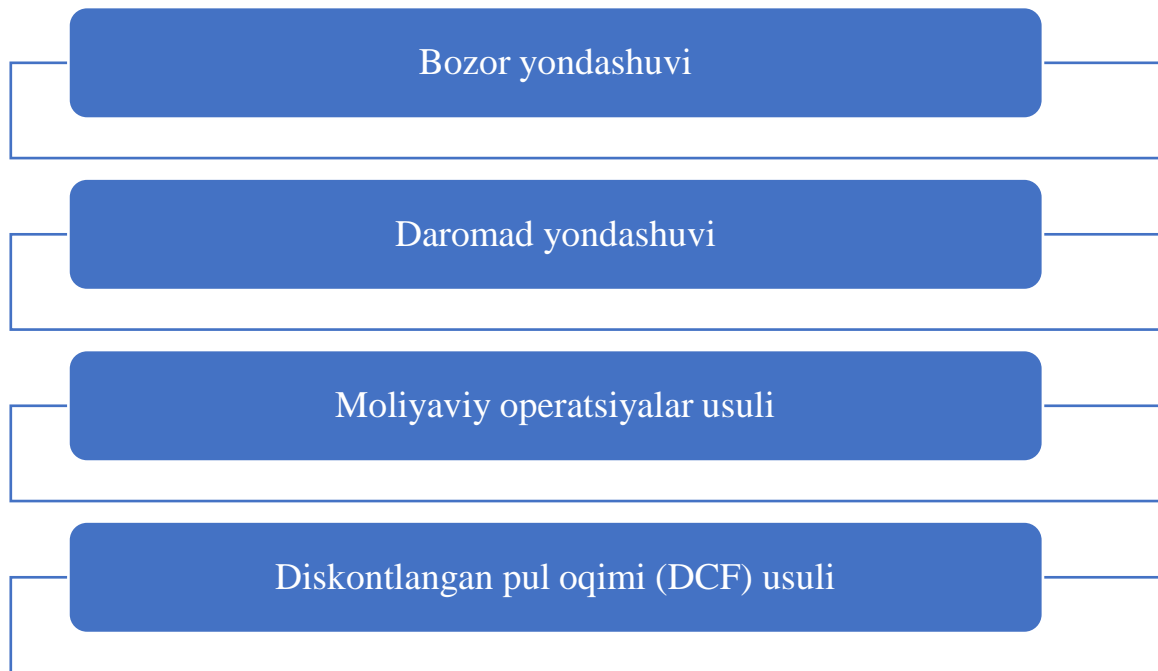
**Bozor yondashuvi:** Bu yondashuv kompaniyani o'xshash kompaniyalarning bozor narxlarini asosida baholaydi.

**Daromad yondashuvi:** Daromad yondashuvi kompaniyani daromadiga qarab baholaydi.

**Moliyaviy operatsiyalar usuli:** Bu usul ularning qiymatini aniqlash uchun kompaniyaning o'tmishdagi aksiyalari bitimlarini ko'rib chiqishni o'z ichiga oladi.

**Diskontlangan pul oqimi (DCF) usuli:** Bu usul kompaniyani hozirgi qiymatiga diskontlangan kelajakdagi pul oqimlari asosida baholaydi.

Har bir usul o'zining kuchli va cheklovlariga ega va usulni tanlash ko'pincha baholash bilan bog'liq muayyan holatlarga bog'liq.



**1-rasm. Aksiyalar qiymatini baholash usullari<sup>23</sup>**

Aksiyadorning daromadi dividendlar va aksiya bozor bahosining o'zgarishidan shakllanadi. Investitsiyalar bitta davrli bo'lgan holatda aksiya qiymati quyidagi formula yordamida aniqlanishi mumkin:

$$V = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r}$$

bu yerda  $DIV_1, P_1$  – mos ravishda  $t=1$  davrda dividend va aksiya bahosi. Mos ravishda, investitsiya daromadliligi quyidagicha bo'ladi:

$$Y = \frac{DIV_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

bu yerda  $P_0 - t=0$  davrdagi aksiya bahosi yoki aksiyaning boshlang'ich ma'nosi.  $n$  davrli muddatga investitsiyalar uchun esa quyidagicha:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

Aksiyalarning muomala muddati formal jihatdan cheklanmaganligi sababli  $n \rightarrow \infty$  sharoitida oxirgi qo'shiluvchi nolga intiladi. Shunda quyidagicha hisoblanadi:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}$$

Yuqoridagi hisoblash usuli dividendlarni diskontlash modeli (DDM) bo'lib, mazkur modelga muvofiq oddiy aksiyalar qiymati joriy vaqtda diskontlangan barcha dividendlar summasiga teng bo'ladi.

<sup>23</sup> Iqtisodiy adabiyotlar asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Agar ayni vaqtdagi aksiya bozor bahosi ma'lum bo'lsa, uning ichki daromadliligi  $Y$  quyidagi tenglama yordamida aniqlanishi mumkin:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+Y)^t} = 0$$

Aksiyalar muomala muddatining cheklanmaganligi sababli mazkur moliyaviy instrument bo'yicha investitsiyalar samaradorligini baholash uchun yuqoridagi formulalarni amaliy qo'llash  $DIV_t$  miqdorni aniqlashning murakkabligidan kelib chiqqan holda chegaralangan. Chunki investorlar tomonidan kelajakdagi dividendlarni aniq bilish imkonini mavjud emas. Shuning uchun ham tahlil o'tkazishda odatda dividendlarning mumkin bo'lgan yoki kutilayotgan o'sish sur'atlari borasidagi taxminlardan kelib chiqiladi.

Eng oddiy taxmin investitsiya butun muddati davomida dividendlar miqdorining o'zgarmay qolishi hisoblanadi, ya'ni:

$$DIV_0 = DIV_1 = \dots = DIV_n = DIV = const.$$

Shunda aksiya qiymatini baholash formulasi quyidagi ko'rinishga keladi:

$$V = DIV \left[ \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} \right]$$

$n \rightarrow \infty$  sababli kvadrat qavs ichidagi miqdor  $r$  ga intiladi va baholash modeli soddalashadi:

$$V = \frac{DIV}{r}$$

Yuqoridagi formula J.Gordonning nollik o'sish modelini ifodalaydi va bu modeldan qat'iy belgilangan dividend to'lanuvchi imtiyozli aksiyalarni baholash uchun foydalanish mumkin.

Kompaniyalar hajmi va chiqargan aksiyalari soni bo'yicha farq qilganligi sababli turli aksiyalarning qiymatini solishtirish uchun nisbatlardan foydalanish mumkin. Bir nechta asosiy koeffitsientlarni kompaniyaning daromadlari to'g'risidagi hisobotlaridan olish mumkin. Qimmatli qog'ozlarni baholash uchun odatda qo'llaniladigan bir nechta koeffitsientlar mavjud bo'lib, quyidagilarni misol keltirish mumkin:

Bir dona aksiya bo'yicha daromadlilik (EPS): Kompaniyaning umumiy daromadini aksiyalar soniga bo'lish yo'li bilan hisoblangan kompaniyaning har bir aksiyaga to'g'ri keladigan daromadi turli o'lchamdagi kompaniyalarning moliyaviy natijalarini solishtirish imkonini beradi. Shu sababli EPS kompaniyaning hozirgi moliyaviy kuchining ko'rsatkichlaridan biri hisoblanadi.

Narx-daromad nisbati (P/E): Aksiyaning joriy narxini uning EPSga bo'lish yo'li bilan hisoblangan P/E nisbati aksiya qiymatining keng tarqalgan kotirovkasi hisoblanadi. P/E aksiyadorlar kompaniya daromadining bir dollari uchun qancha to'layotganligini ko'rsatadi. Misol uchun, agar A kompaniyaning P/E ko'rsatkichi 25 ga, B kompaniya esa 20 ga teng bo'lsa, investorlar A kompaniya tomonidan ishlab topgan har bir dollar uchun B kompaniyaning har bir dollaridan ko'ra ko'proq to'laydi.

### Xulosa va takliflar.

Mazkur maqolada davlat ishtirokidagi korxonalar aksiyalari qiymatini va daromadlilikini baholash masalalarini o'rganish orqali quyidagi xulosalar shakllantirilgan.

Birichidan, xususiyl korxonalar va davlat ishtirokidagi korxonalar o'rtasidagi samaradorlik ko'rsatkichlari o'rtasidagi farqni bartaraf etish uchun bevosita va bilvosita



davlatga tegishli bo'lgan korxonalar aksiyalarini xususiylashtirish maqsadga muvofiq. Mazkur jarayonda aksiyalar bozor qiymatini aniqlash va daromadlilikini prognoz qilish investorlar uchun ahamiyatli hisoblanadi;

Ikkinchidan, davlat ishtirokidagi korxonalar faoliyatini tashkil etishda iqtisodiyotdagi o'zgarishlar, pandemiya, moliyaviy krizis va boshqalarning yuzaga kelishi davlat korxonalari aksiyalari qiymatini pasayishiga sabab bo'ladi. Shu sababli dividend to'lovlarini oshirish orqali davlat ishtirokidagi korxonalarning investitsion jozibadorligi saqlab qolinishi zarur;

Uchinchidan, aksiyadorlik jamiyatlarida davlat ishtirokini qisqartirishda aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotlari (IPO va SPO)dan keng foydalanish zarur. Bu orqali nafaqat aksiyadorlik jamiyatlarida davlat ishtirokini qisqartirishga erishiladi, balki aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotlari orqali fond bozorida savdo hajmini oshirish mumkin. Mazkur jarayonda aksiyalar qiymatini va daromadlilikini baholashga alohida e'tibor qaratiladi.

### **Adabiyotlar / Лумепамыпа / Reference:**

Katarzyna Szarzec, Ákos Dombi, Piotr Matuszak. (2021) *State-owned enterprises and economic growth: Evidence from the post-Lehman period.* // *Economic Modelling, Volume 99, June.* –P.20;

José E.Farinós, C. José García, Ana Malbáñez. (2007) *Operating and stock market performance of state-owned enterprise privatizations: The Spanish experience.* // *International Review of Financial Analysis, Volume 16, Issue 4, Pages 367-389.*

Rodrigo Wagner (2018). *Can the market value state-owned enterprises without privatizing them? An application to natural resources companies.* // *Resources Policy, Volume 59, December, Pages 282-290* <https://www.sciencedirect.com/science/article/abs/pii/S0301420717306633>

Wencong Li, Xingquan Yang, Xingqiang Yin. (2022) *Non-state shareholders entering of state-owned enterprises and equity mispricing: Evidence from China.* // *International Review of Financial Analysis, Volume 84, November*

Minkang Gu, Robert C. Art. (1996) *Securitization of State Ownership: Chinese Securities Law.* // *Michigan Journal of International Law, Volume 18, Issue 1, – P.128;*

Chuang Lu, Yuhao Niu. (2022) *Do companies compare employees' salaries? Evidence from state-owned enterprise group.* // *China Journal of Accounting Research, Volume 15, Issue 3, September.* – p 20. <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1755309122000326>

Elmirzayev S., Omonov S. (2020) *DIVIDEND POLICY ANALYSIS IN DEVELOPED COUNTRIES AND DIVIDEND ARISTOCRATS* // *International Finance and Accounting.* – T. 2020. – №. 2. – С. 22.

Каримов Акрамжон Икромжон Ўғли. (2021) *АҲОЛИНИНГ БЎШ ПУЛ МАБЛАҒЛАРИНИ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР БОЗОРИГА ЖАЛБ ҚИЛИШ МЕХАНИЗМЛАРИ САМАРАДОРЛИГИ ТАҲЛИЛИ* // *Экономика и финансы (Узбекистан).* №10 (146). URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/a-olining-b-sh-pul-mabla-larini-immatli-o-ozlar-bozoriga-zhalb-ilish-mehanizmlari-samaradorligi-ta-lili> (дата обращения: 22.11.2023).

Абдурахимова Д.К. (2023) *ИННОВАЦИОН БАНК МАҲСУЛОТЛАРИНИНГ ЖАҲОН ИҚТИСОДИЁТИ ТАРАҚҚИЁТИДАГИ РОЛИ ВА УЛАРДА ҚЎЛЛАНИЛАДИГАН ТУРЛАРИ* // *PEDAGOGS jurnali.* – Т. 36. – №. 1. – С. 161-170.

Жўрабекович Қ.Ж. и др. (2021) *Халқаро IPO амалиётлари таҳлили: ташкилий хусусиятлари ва институционал инвесторлар иштироки* // *Экономика и финансы (Узбекистан).* – №. 1 (137). – С. 53-61.