

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ВА
ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ DSc.27.06.2017.I.16.03
РАҚАМЛИ
ИЛМИЙ КЕНГАШ**

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

КАРАБАЕВ САНЖАР АБДУСАМАТОВИЧ

**АКЦИЯЛАР БОЗОР ҚИЙМАТИ ВА НАРХИ ЭКВИВАЛЕНТЛИГИНИ
ТАЪМИНЛАШ ЙЎЛЛАРИ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ**

Тошкент – 2019

УДК: 336.763(575.1)

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси
автореферати мундарижаси**

**Оглавления автореферата диссертации доктора философии (PhD) по
экономическим наукам**

**Contents of dissertation abstract of the doctor of philosophy (PhD) in
Economical sciences**

Карабаев Санжар Абдусаматович

Акциялар бозор қиймати ва нархи эквивалентлигини

таъминлаш йўллари3

Карабаев Санжар Абдусаматович

Пути обеспечения эквивалентности рыночной стоимости и цены акций31

Karabaev Sanjar Abdusamatovich

Ways of providing equivalency of market value and cost of stocks59

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works.....63

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ ВА
ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ БАНК-МОЛИЯ АКАДЕМИЯСИ
ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ DSc.27.06.2017.I.16.03**

**РАҚАМЛИ
ИЛМИЙ КЕНГАШ**

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

КАРАБАЕВ САНЖАР АБДУСАМАТОВИЧ

**АКЦИЯЛАР БОЗОР ҚИЙМАТИ ВА НАРХИ ЭКВИВАЛЕНТЛИГИНИ
ТАЪМИНЛАШ ЙЎЛЛАРИ**

08.00.07 – Молия, пул муомаласи ва кредит

**Иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ**

Тошкент – 2019

Фалсафа доктори (PhD) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида В2019.2.PhD/Iqt959 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Тошкент молия институтида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз) Илмий кенгаш веб-саҳифаси (www.tsue.uz) ва «Ziynet» ахборот-таълим порталида (www.ziynet.uz) жойлаштирилган.

Илмий раҳбар:

Каримов Нарбой Ганиевич
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Расмий оппонентлар:

Жумаев Нодир Хосиятович
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

Нуманова Барно Мухитдиновна
иқтисодиёт фанлари номзоди

Етакчи ташкилот:

Ўзбекистон Республикаси Президенти
ҳузуридаги Давлат бошқаруви академияси

Диссертация ҳимояси Тошкент давлат иқтисодиёт университети ва Ўзбекистон Республикаси Банк молия академияси ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc.27.06.2017.I.16.03 рақамли Илмий кенгашнинг 2019 йил «__»_____ куни соат ____ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100003, Тошкент шаҳри, Ислоҳ Каримов кўчаси, 49-уй. тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz).

Диссертация билан Тошкент давлат иқтисодиёт университети Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (__ рақами билан рўйхатга олинган). 100003, Тошкент шаҳри, Ислоҳ Каримов кўчаси, 49-уй. тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz).

Диссертация автореферати 2019 йил «__»_____ куни тарқатилди.
(2019 йил «__»_____ даги _____ рақамли реестр баённомаси).

А.Ш.Бекмуродов

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш
раиси, и.ф.д., профессор

У.В.Гафуров

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш
котиби, и.ф.д., профессор

Н.Х.Жумаев

Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш
қошидаги илмий семинар раиси, и.ф.д.,
профессор

КИРИШ (фалсафа доктори (PhD) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати. Жаҳон амалиётида фонд бозорининг асосий бўғини ҳисобланган акциядорлик жамиятларини ривожлантириш, замонавий бозор инструментларидан самарали фойдаланиш имкониятларини кенгайтиришга алоҳида эътибор қаратилмоқда. Бугунги кунда бир қатор давлатларда акциядорлик жамиятлари акцияларининг бозор қиймати ва нархи ўртасида кескин узилиш, яъни эквивалентлик даражасининг бузилиши ҳолатлари кузатилмоқда. Бунинг натижасида инвесторларда акцияларнинг аниқ адолатли қийматини билмасдан туриб, уларни сотиш ёки сотиб олишга доир қарорларни қабул қилишда маълум қийинчиликлар вужудга келмоқда. Халқаро амалиёт шуни кўрсатадики, қимматли қоғозлар бозори ривожланган давлатлар (АҚШ ва Европа мамлакатлари)да иқтисодий ўсиш юқори бўлиб, бунинг асосий сабабларидан бири сифатида транспарентлик даражасининг юқорилиги ҳамда акциядорлик жамиятлари устав капитали белгиланган миқдорининг нисбатан камлигини кўрсатиш мумкин. Чунки акциядорлик жамияти устав капитали акция қийматидан келиб чиққан ҳолда белгиланиши лозим. Масалан, акциядорлик жамиятлари устав капиталининг энг кам даражаси Германияда - 25,0 минг евро, Францияда - 37,0 минг евро, Швейцарияда - 100,0 минг швейцария франки, Россияда энг кам иш ҳақининг 1000 баробари, ёпиқ акциядорлик жамиятларида эса энг кам иш ҳақининг 100 баробарини ташкил этади¹.

Ҳозирги кунда жаҳон фонд бозорида рақобат муҳитининг кескинлашуви, қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиши ва молиявий технологиялар қўлланиш доирасининг кенгайтиришига таъсир кўрсатувчи омиллар, акциядорлик жамиятлари томонидан қимматли қоғозлар бозори орқали қўшимча молиявий ресурсларни жалб қилиш бўйича илмий тадқиқотлар амалга оширилмоқда. Ривожланган мамлакатлар, хусусан, АҚШ ва Европанинг бир қатор давлатларида акциялар қийматини баҳолаш масаласи уларнинг эмитенти бизнеси доирасида қаралади. Акцияларнинг бозор нархини шакллантириш масаласи эса фонд биржаларининг листинг ва котировка тартиб-қоидалари асосида кўрилади². Тадқиқотларда бизнес ва унинг таркибий қисми қийматини баҳолаш ва бошқариш масалалари кўриб чиқилган бўлса-да, бироқ акциялар бозор қиймати ва нархи эквивалентлигини таъминлаш масалаларининг етарлича очиб берилмаганлиги бу борада илмий тадқиқотлар олиб боришни тақозо этмоқда.

¹ Беликова К.М., Иншакова А.О. Директивы ЕС как универсальное средство гармонизации для создания режима публичности и открытости деятельности компаний //Евразийский юридический журнал. 2010, №7 (26). -С.30-35.

² Sharpe W.F. Capital Assets Prices: a Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk // Journal of Finance, 1964, September; Сидни Коттл, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок. “Анализ ценных бумаг” Грэма и Додда. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2000. – 674 с.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.; Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями/Пер. с англ.-М.: Альпина Букс, 2005. - 268 с.; Русинов В.Н. Финансовый рынок: инструменты и методы прогнозирования. - М.: Эдиториал УРСС, 2000.

Ўзбекистон Республикасини 2017-2021 йилларда ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясида³ қимматли қоғозлар орқали молия бозори капитализациясини чуқурлаштириш ва барқарорлигини ошириш ҳамда акциядорлик жамиятларининг молиявий барқарорлиги ва ишончилигини мустаҳкамлаш, истиқболли инвестицион лойиҳалар ишлаб чиқиш, мос равишда эмитентлар акциялари бозор қийматини баҳолашнинг сифат даражасини ошириш ва объектив бозор нархини шакллантириш, акциялар (жумладан, улар пакети) қиймати ва нархи эквивалентлигини таъминлаш масаласи алоҳида белгилаб берилди. Шунга кўра, иқтисодиётнинг ривожланишида муҳим касб этувчи акциянинг бозор қийматини адолатли баҳолаш ва объектив нархини шакллантириш ва эмитент бизнесининг молиявий аналоги (эквиваленти) сифатида намоён бўлиши, баҳолаш ёндашувлари билан боғлиқ бошқа масалалар чуқур тадқиқ этилишини ва тўлиқ ечимига эришишни талаб қилади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги, 2018 йил 17 январдаги ПФ-5635-сон «Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили»да амалга оширишга оид давлат Дастури тўғрисида», 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720-сон «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида»ги фармонлари, 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сон «Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги, 2019 йил 5 февралдаги ПҚ-4160-сон «Жаҳон банки ва Халқаро молия корпорациясининг «Бизнес юритиш» йиллик ҳисоботида Ўзбекистон Республикасининг рейтингини янада яхшилашга доир қўшимча чора-тадбирлари тўғрисида»ги, 2018 йил 1 июндаги ПҚ-3764-сон «Баҳолаш хизматлари бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарорлари ва бошқа ушбу соҳадаги норматив-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишга мазкур диссертация иши муайян даражада хизмат қилади.

Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги. Мазкур диссертация тадқиқоти республика фан ва технологияларини ривожлантиришнинг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш» устувор йўналиши доирасида бажарилган.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Акциялар қийматини баҳолаш масаласи хорижий иқтисодчи олимлардан: Г.Александр, Т.Б.Бердникова, У.Баффет, Франк Е.Блок, Дж.Бэйли, В.Г.Гребенников, А.Г.Грязнова, Г.М.Десмонд, Р.Э.Келли, Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей, Г.И.Микерин, Е.И.Нейман, В.Н.Русинов, А.Смирнов, W.F.Sharpe, М.А.Федотова, Дж.Р.

³Ўзбекистон Республикаси Президентининг «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли Фармони. 2017 йил 7 февраль. - www.lex.uz

Хикс, G.R.Chesley, У.Шарп ва бошқалар томонидан тадқиқ этилган⁴. Мазкур тадқиқотларда акцияларнинг бозор нарҳини шакллантириш масаласи фонд биржаларининг листинг ва котировка тартиб-қоидалари асосида кўрилиши, акциялар реал қиймати ва бозор нарҳининг ўзаро боғлиқлиги масаласи фонд бозорининг фундаментал ва техник таҳлили асосида амалга оширилиб, бунда, асосан, «кўпик» вужудга келиши эҳтимоли баҳоланиши негизида уларнинг эквивалентлигига баҳо бериш мумкинлиги эътироф этилади⁵. Демак, бу масалаларнинг комплекс ечими асосида акциялар қиймати бозор баҳоси ва нарҳининг ўзаро эквивалентлигини таъминлаш бўйича тадқиқот ишлари фрагментар тавсифга эга.

Шунингдек, бизнес ва қимматли қоғозлар қийматини баҳолаш ҳамда бошқариш масалаларига бағишланган бир қатор, жумладан, Б.Ю.Ходиев, А.В.Ваҳобов, Ш.Ш.Шоҳаъзамий, Б.Б.Беркинов, Б.Х.Пардаев, Р.А.Алимов, Н.Г.Каримов, Ф.А.Хамидова, И.Л.Бутиков, М.Б.Хамидулин, А.Р.Нагаев, А.И.Матяшин, М.М.Миркамоллов, А.Н.Кравченко, В.А.Котов, М.П.Эшов, А.Ф.Хакимов, Ж.Ф.Каримов ва бошқа иқтисодчи ва олимлар ишларининг⁶ мавжудлигига қарамадан, фақат айрим ишларда⁷ қимматли қоғозлар баҳоси ва нарҳи эквивалентлигини таъминлашнинг илмий концептуал асослари берилганлиги, аммо бу борада акциялар қийматини адолатли баҳолаш ва уларнинг объектив бозор нарҳини шакллантириш асосида ўзаро эквивалентлигини комплекс равишда таъминлаш масаласи доирасида чуқур

⁴ Chesley G.R. Valuing Business: Use of accounting earnings Saint Mary's University, Halifax, NS, 1999; Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал. – М.: Прогресс. 1988. – 365 с.; Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. – М.: Интерреклама, 2003. – 688 с.; Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 704 с.; Десмонд Г.М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса. – М.: РОО, 1996; Оценка стоимости ценных бумаг, Методическое пособие ИПО, Финансовая академия при правительстве РФ. – М.: 1999; Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг. – М.: Инфра-М, 2006.-144 с.; Sharpe W.F. Capital Assets Prices: a Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk // Journal of Finance, 1964, September; Сидни Коттл, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок. “Анализ ценных бумаг” Грэма и Додда. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2000. – 674 с.; Шарп У., Александер Г., Дж. Бэйли., Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – XII, 1028 с.; Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями/Пер. с англ. – М.: Альпина Букс, 2005. – 268 с.; Русинов В.Н. Финансовый рынок: инструменты и методы прогнозирования. – М.: Эдиториал УРСС, 2000. Смирнов А. Кредитный “пузырь” и перколяция финансового рынка. //Вопросы экономики, М., 2008. – №10. –С.4-31.;

⁵Смирнов А. Кредитный “пузырь” и перколяция финансового рынка. //Вопросы экономики, -М., 2008. – №10,-С.4-31.

⁶Ходиев Б.Ю., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н. Бизнес қийматини баҳолаш: Олий таълим муассасаларининг талабалари учун ўқув қўлланма. Ўзбекистон Республикаси олий ва ўрта махсус таълим вазирлиги, Тошкент Давлат иқтисодий университет. – Т.: “IQTISOD-MOLIYA”, 2007. -256 б.; Каримов Н.Г. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш масалалари. – Т.: Фан ва технология, 2007.; Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Автор-т к.э.н. БМА, 2008; Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы функционирования и развития. – Т.: Консаудитинформ-нашр, 2008. – 224 с.; Арифджанова С.А. Проблемы развития внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг в условиях либерализации экономики: Автореферат дисс.... канд. экон. наук. – Ташкент, 2002. -20 с.; Кахаров К.К. Развитие рынка ценных бумаг Узбекистана: Автореферат дисс....канд. экон. наук. – Москва, РЭА им.Г.Плеханова, 2010. – 25 с.

⁷Шоҳаъзамий Ш.Ш. Биржевая деятельность. – Т.: Илм зиё, 2011.- 288 с.; Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг. – Т.: ТФИ, 2004.-138 с.; Основы секьюритетики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.; Концепция сущности рынка ценных бумаг//Молия, Т., 2009. – №1. – С. 82-91.; Как можно оценить “пузырь” на рынке ценных бумаг//Биржа эксперт, Т., 2010. – №1. – С. 35-38.

илмий изланишларнинг зарурлиги мазкур диссертация мавзусини танлашга асос бўлди.

Диссертация мавзусининг диссертация бажарилган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари билан боғлиқлиги. Тадқиқот иши Тошкент молия институти илмий тадқиқот ишлари режасининг “Иқтисодийни модернизация қилиш шароитида молия, банк ва ҳисоб тизимини мувофиқлаштиришнинг илмий асослари” мавзусидаги стратегик илмий тадқиқот йўналиши доирасида бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади Ўзбекистон эмитентлари акциялари бозор қийматини баҳолаш ва объектив нархини шакллантиришга ҳамда акциялар қиймати ва нархи эквивалентлигини таъминлашга қаратилган таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари:

акция қиймати ва нархининг мазмун-моҳияти, турлари, ўзаро боғлиқлиги ва эквивалентлиги ҳамда уларга таъсир этувчи омиллар тўғрисидаги тушунча ва назарий қарашларни шакллантириш асосида уларни эмитент бизнесининг молиявий эквивалентлари эканлигини илмий асослаш;

жаҳон амалиётидаги акциялар қийматини баҳолаш ва нархини шакллантириш ёндашувлари ва усулларини тизимлаштириш асосида уларни Ўзбекистон шароитида қўллаш бўйича илмий хулоса ва тавсиялар бериш;

Ўзбекистон шароитида акциялар қийматининг баҳоланиши ва нархини шаклланиши тенденцияларини таҳлил қилиш, хусусиятлари ва муаммоларини аниқлаш, акциядорлик жамиятлари акцияларининг қиймати ва нархининг ўзаро эквивалентлиги даражасига баҳо бериш;

акциялар ва улар пакети бозор қийматини баҳолашнинг такомиллашган услубини ишлаб чиқиш;

акциялар қийматини баҳолаш ва бошқаришда эмитент ва акциядорлар рискларини ҳисобга олиш, бенчмаркинг ва информацион технологияларни қўллаш йўлларини аниқлаш;

акциялар бозор қиймати ва биржа нархи шаклланишида баҳолаш методологияси ва тизимини кенгайтириш.

Тадқиқотнинг объекти Ўзбекистонда акциялар қийматини баҳолаш хизматлари ва акциялар бозори ҳисобланади.

Тадқиқотнинг предмети акциялар бозор қийматини баҳолаш ва нархини шакллантириш ҳамда акциялар қиймати ва нархининг ўзаро эквивалентлигини таъминлаш жараёнида содир бўладиган муносабатлар ҳисобланади.

Тадқиқотнинг усуллари. Тадқиқот жараёнида кузатиш ҳамда маълумотларни гуруҳлаш ва статистик ишлов бериш, корреляцион-регрессион, таққослаш, тенденцияларни таҳлил қилиш ва прогнозлаш усулларидадан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

акция эмитентлари ва инвесторларининг мақсади, фаоллик ва риск даражаси ҳамда акциясининг ликвидлигига кўра турли тоифаларга

таснифлаш орқали корпоратив эмитентларнинг транспарентлик (информацион шаффофлик) даражасини ошириш асосланган;

акция қийматини баҳолашда унга алоҳида субстанция сифатида ёндашиш орқали акциянинг бозор нархи ҳамда унинг баҳолаш хизматлари томонидан белгиланган қиймати эквивалентлигини таъминлаш асосланган;

акциядорлик жамиятлари корпоратив бошқаруви тузилмасида ички баҳоловчи ва ҳолис инвестиция маслаҳатчиси хизматларини киритиш асосида акция қийматини баҳолашнинг харажатларга, даромадларга ва қиёсий солиштиришга асосланган ёндашув ва усуллари такомиллаштирилган;

Ўзбекистон шароитида акциялар қийматининг баҳоланиши ва нархи шаклланиши тенденцияларини ўзаро боғлиқликда таҳлил қилиш ҳамда акциядорлик жамиятлари акциялари қиймати ва нархининг ўзаро эквивалентлик даражасини баҳолаш услуби такомиллаштирилган.

Тадқиқотнинг амалий натижалари қуйидагилардан иборат:

жаҳон амалиётидаги акциялар қийматини баҳолаш ва нархини шакллантиришга оид ёндашувлар ва усуллар тизимлаштирилган;

Ўзбекистон шароитида акциялар қийматини баҳолашга мослаштирилган ва такомиллаштирилган услубларни қўллаш бўйича илмий хулоса ва таклифлар берилган;

Ўзбекистон шароитида акциялар ва улар пакети бозор қийматини баҳолашнинг ўзига хос хусусиятлари очиқ берилган;

эмитент ва акциядорлар рискларини ҳисобга олиш, бенчмаркинг ва информацион технологияларни қўллаш йўллари аниқланган;

акциялар бозор қиймати ва биржа нархининг шаклланишини баҳолаш методологияси такомиллаштирилган.

Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги акциялар қийматини баҳолаш ва нархини шакллантиришнинг асосий назарий ва амалий муаммоларига бағишланган маҳаллий ва хорижий олимлар ҳамда мутахассисларнинг илмий қарашлари тадқиқ қилинганлиги, илмий хулоса ва таклифларни ишлаб чиқишда Ўзбекистон Республикаси Давлат активларини бошқариш агентлиги, Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги ҳисобот ва маълумотларидан фойдаланилганлиги, асосий илмий натижаларнинг республикадаги йирик акциядорлик жамиятлари амалиётида жорий этилганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот ишининг илмий аҳамияти тадқиқот жараёнида олинган илмий хулоса ва тавсиялардан Ўзбекистонда акциялар бозор қийматини баҳолаш ва биржа нархини шакллантиришга ҳамда уларнинг ўзаро эквивалентлигини таъминлашга қаратилган келгусидаги махсус илмий-тадқиқот ишларида фойдаланиш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот ишининг амалий аҳамияти акциялар бозор қийматини баҳолаш ва нархини шакллантириш ва уларнинг ўзаро эквивалентлигини таъминлаш бўйича хулосалар, назарий тавсия ва амалий таклифлардан давлатнинг махсус чора- тадбирлар дастурини ишлаб чиқишда, баҳолаш ва молия-кредит

институтлари амалиётида ҳамда олий ва ўрта-махсус таълим муассасаларининг ўқув жараёнида фойдаланиш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларнинг жорий қилиниши. Акциялар бозор қиймати ва нархи эквивалентлигини таъминлаш йўллари тадқиқ этиш орқали олинган илмий натижалар асосида:

акция эмитентлари ва инвесторларининг мақсади, фаоллик ва риск даражаси ҳамда акциясининг ликвидлигига кўра турли тоифаларга таснифлаш орқали корпоратив эмитентларнинг транспарентлик даражасини ошириш таклифидан “Ўзпахтасаноат” акциядорлик жамияти таркибига кирувчи акциядорлик жамиятлари акцияларини таснифлаш жараёнида фойдаланилган (“Ўзпахтасаноат” акциядорлик жамиятининг 2019 йил 17 июлдаги 03-23/4318 ва 2019 йил 27 сентябрдаги 03-23/5633-сон маълумотномалари). Мазкур таклифнинг амалиётга жорий этилиши натижасида 98 та корхона акциялари листингига эришилган;

акция қийматини баҳолашда унга алоҳида субстанция сифатида ёндашиш орқали акциянинг бозор нархи ҳамда унинг баҳолаш хизматлари томонидан белгиланган қиймати эквивалентлигини таъминлаш таклифи “Ўзпахтасаноат” акциядорлик жамияти таркибидаги 42 та пахта тозалаш корхоналари акциялари қийматини баҳолаш жараёнида қўлланилган (“Ўзпахтасаноат” акциядорлик жамиятининг 2019 йил 17 июлдаги 03-23/4318 ва 2019 йил 27 сентябрдаги 03-23/5633-сон маълумотномалари). Мазкур таклифнинг амалиётга жорий этилиши акцияларнинг бозор қийматини тўғри аниқлаш имконини берган;

акциядорлик жамиятлари корпоратив бошқаруви тузилмасида ички баҳоловчи ва ҳолис инвестиция маслаҳатчиси хизматларини киритиш асосида акция қийматини баҳолашнинг харажатларга, даромадларга ва қиёсий солиштиришга асосланган ёндашув ва усулларидан “Ўзпахтасаноат” акциядорлик жамиятининг 42 та пахта тозалаш корхонаси ва 144 та пахта қабул қилиш масканлари акциялари қийматини баҳолашда фойдаланилган (“Ўзпахтасаноат” акциядорлик жамиятининг 2019 йил 17 июлдаги 03-23/4318 ва 2019 йил 27 сентябрдаги 03-23/5633-сон маълумотномалари). Мазкур таклифнинг амалиётга жорий этилиши натижасида 1255 млрд. сўмлик акция қийматини баҳолашга эришилган;

Ўзбекистон шароитида акциялар қийматининг баҳоланиши ва нархи шаклланиши тенденцияларини ўзаро боғлиқликда таҳлил қилиш ҳамда акциядорлик жамиятлари акциялари қиймати ва нархининг ўзаро эквивалентлик даражасини баҳолаш услубидан фойдаланиш таклифи “Ўзпахтасаноат” акциядорлик жамияти таркибидаги 42 та пахта тозалаш корхоналари фаолиятига жорий этилган (“Ўзпахтасаноат” акциядорлик жамиятининг 2019 йил 17 июлдаги 03-23/4318 ва 2019 йил 27 сентябрдаги 03-23/5633-сон маълумотномалари). Мазкур таклифнинг амалиётга жорий этилиши натижасида акциядорлик жамиятларининг 821 млрд. сўмлик акциялари қиймати ва нархининг ўзаро эквивалентлигини таъминлашга эришилган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Мазкур тадқиқот натижалари 14 та, жумладан, 9 та республика ва 5 та халқаро илмий-амалий конференцияларда муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилиниши. Диссертация мавзуси бўйича жами 19 та илмий иш, шу жумладан, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий илмий натижаларини чоп этиш бўйича тавсия этган илмий нашрларда 5 та илмий мақола, шундан 4 таси республика ва 1 таси хорижий журналларда нашр этилган.

Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация иши кириш, учта боб, хулоса ва фойдаланилган адабиётлар рўйхатини ўз ичига олган ҳолда 116 бетдан иборат.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида тадқиқотнинг долзарблиги ва аҳамияти асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва асосий вазифалари, объекти ва предмети тавсифланган, миллий иқтисодиёт ривожланишининг устувор йўналишларига монандлиги аниқланган. Шунингдек, киришда тадқиқот ишининг илмий янгилиги ва амалий натижалари келтирилган, олинган натижаларнинг илмий ва амалий аҳамияти баён этилган, натижаларини амалиётга жорий қилиш, нашр қилинган ишлар сони ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар берилган.

Диссертациянинг **«Акция қиймати ва нархи - эмитент бизнесининг молиявий эквивалентлари: назарий қараш ва ёндашувлар»** деб номланган биринчи бобида акция қиймати ва нархи, уларнинг мазмун-моҳияти, турлари, ўзаро боғлиқлиги ва эквивалентлиги, акция қиймати ва нархига таъсир этувчи омиллар ва акциялар қийматини баҳолаш ва нархини шакллантиришга оид ёндашувлар атрофлича тадқиқ қилинган ва тегишли хулосалар шакллантирилган.

Республикада мулкнинг акциядорлик шаклини ривожлантириш орқали компаниялар ишлаб чиқаришини модернизация қилишда инвестион фаолликни ошириш муҳим аҳамиятга эга бўлганлиги акциялар бозори (АБ) ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозори (АҚБХБ) мазмун-моҳиятини очиб бериш, уларни бир-бири билан боғлиқлиги ва ўзаро эквивалент мутаносибликда ривожланиши, мос равишда акциялар (жумладан, улар портфели) адолатли қийматини баҳолаш ва объектив бозор нархининг шакллантирилишида улар эквивалентлиги таъминланиши масалаларини келтириб чиқаради. Бунда, хусусан, акция қиймати ва нархи мазмуни, таснифи ва тавсифи ҳамда АБ ва АҚБХБнинг мазмун-моҳияти, уларга таъсир этувчи омилларни, бу бозорларнинг ўзаро боғлиқлиги ва эквивалентлиги тўғрисидаги, акциянинг адолатли бозор қиймати баҳоланиши ва объектив нархи шаклланиши жараёнларининг ўзаро боғлиқликда амалга оширилиш зарурлигини, бундай қиймат ва нархнинг эмитент бизнеси молиявий аналог (эквиваленти) сифатида намоён бўлиши тўғрисидаги тушунчалар ва назарий қарашларни шакллантириш ҳамда акция қийматини баҳолаш ва нархини шакллантириш ёндашув ва усуллари Ўзбекистон шароитида қўлланилиш

муаммолари ва хусусиятлари ҳамда маъқул услубларини аниқлаш⁸ муҳим аҳамиятга эга. Ушбу масалаларнинг назарий ва амалий ечимини 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналишлари бўйича «Харакатлар стратегияси» асосида давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати контекстида амалга ошириш мақсадга мувофиқ.

Иқтисодий мазмунга, юридик конструкцияга ва информацион таъминотга эга бўлган ва бир вақтнинг ўзида капитал, товар ва молиявий инструмент сифатида намоён бўлувчи акция баҳолаш фаолиятида етарли даражада алоҳида субстанция сифатида қаралмаяпти. Зеро, эмитент акцияси бозор қиймати ва нархи бир-бири билан узвий боғлиқликда бўлганлиги, лекин акция қиймати унинг нархи эмаслиги, ҳамда айнан бундай субстанция капиталга (акцияга ҳам) меҳнат, маблағ ва тадбиркорлик ташаббуси сарфланиши жараёнида акция эмитенти бизнесини шакллантиради ва қийматини оширади. Шу билан бирга, бундай капитал (яъни акция-капитал ва субстанция сифатида) эмитент фаолияти жараёнининг ҳосиласи сифатида қаралмоқда. Бундай ҳолат эса акциянинг капитал сифатидаги ролини камситмоқда. Айнан капитал ва унинг қийматини баҳолаш асосида ошириш имконияти эмитент ривожланишининг асоси ҳисобланади. Тадбиркорлик капита-лининг жамланиши ва фаол ишлатилиши жараёнида акция (акциядорлик капитали, акциялар портфели) қийматини баҳолаш ва бозор нархини шакллан-тириш масалалари доимо вужудга келаверади.

Акция – мулкнинг бошқа турларидан фарқли бир вақтнинг ўзида капитал, товар ва молиявий инструмент шаклида муомалада бўлувчи жамғарма ва инвестицион сифатларига ҳамда акция мазмуни билан белгиланган ва у берган ҳуқуқлар бўйича бошқарув имкониятларига эга алоҳида субстанция сифатида – қиймати ва нархи тушунчалари унинг иқтисодий мазмуни, юридик (ҳуқуқий) ва информацион хусусиятлари билан узвий боғлиқдир. Иқтисодий назария қарашлари асосида акция қиймати ва нархи унинг нафлилигига, эмитенти сифатига, реал иқтисодий шароитларда талаб қилинганлигига ҳамда унга бўлган талаб ва таклифнинг нисбатига, инвестиция муҳитига боғлиқ. Акциянинг жамғарма воситаси ва инвестицион сифатларига ишонччилик, барқарорлик, хавфсизлик, ликвидлик, даромадлилик, рискчилик киради. Умуман олганда, акциянинг жамғарма ва инвестицион сифатлари ҳамда акция мазмунига кўра берилган ҳуқуқлар бўйича бошқарув имкониятлари миқдори ва кўлами қанчалик кўп бўлса, унинг қиймати ва нархи шунчалик юқори бўлади (баҳоланади).

Акция қиймати унинг нархи эмас, чунки акция қиймати профессионал баҳоловчи, сотувчи, ҳаридор, эмитент ёки потенциал инвесторнинг адолат нуқтаи назаридан прагматик (аналитик формулавий ҳисоб-китобларга ва эксперт хулоса-ларига асосланган) фикри билан субъектив белгиланади, акция нархи эса фонд бозори талаб ва таклифи (объектив конъюнктураси)

⁸ Зеро, буларнинг барчаси турли омиллар таъсирида, айниқса, алоҳида олинган мамлакат шароитига мос равишда, узлуксиз такомиллашиб боради.

асосида содир этилган олди-сотди битими шартларини акс эттиради, яъни акция қиймати баҳоланади, унинг нархи эса бозор конъюнктурасига кўра тўланади.

Иқтисодиёт фанлари доирасида мулк, жумладан, акция қиймати ва нархи тушунчалари ўзбек ва рус (жумладан барча хориж) тилларидаги адабиётларда маълум даражада фарқланади. Масалан, ўзбек тилидаги адабиётларда, нарх ва баҳо синоним терминлар деб талқин қилинади. Зеро, рус тилидаги иқтисодий адабиётларда⁹ эса чет эллардагидек (АҚШ, Европа мамлакатлари) қиймат («стоимость», «cost», «value», «appraisal», «assess») ва унинг молиявий (пулдаги) баҳоси (яъни берилган баҳо – «оценка», «estimation», «valuation», «mark») ҳамда нарх («цена», «price») турли тушунча деб таъкидланади.

«Баҳолаш» (оценка, appraise, estimation, valuation, mark) сўзи бир неча маънони – нархни аниқлаш, қийматни белгилаш (баҳолаш), нафлилик ва қимматлилик даражасига баҳо бериш, миқдорни баҳолаш, сифати ёки кадр-қиммати тўғрисида хулоса чиқариш жараёни – маъноларини англатади. Бунда «баҳо» атамаси баҳолашнинг шarti ва мақсади мазмунига қараб бир неча маънони – баҳолаш доирасидаги ҳаракатни, қиймат ҳақидаги хулосани, ёхуд тадқиқот натижалари бўйича хулосаларни англатиши мумкин. Шунга кўра, «баҳоловчи» деган сўз русчада «оценщик» ва инглизчада «appraiser» деб қабул қилинган.

Акция қийматининг бозор баҳоси – бу макро-, микро- ва махсус омиллар таъсиридаги рақобат шароитида ҳолис баҳоловчи (эксперт) томонидан баҳоланиб ва баҳолашдан манфаатдор тарафлар томонидан адолат нуқтаи назаридан бозор нархига яқин деб қабул қилинган адолатли қийматдир.

Акциянинг объектив нархи – бу акциянинг эркин (очик), юқори даражада ташкиллашган ва ликвид бозорида талаб ва таклиф (конъюнктура) асосида ҳамда бозор рисклари ва ҳаракати психологияси таъсирида ихтиёрий тузилган олди-сотди битимлари қиймати асосида шаклланган объектив нархдир.

Ликвид бўлмаган ва паст ликвидли акциялар бозор қиймати ва иккиламчи бозордаги нархи мос равишда бир-бирига боғлиқлик даражаси жуда паст бўлади ва боғлиқ бўлмайди. Ликвид акциялар бозор қиймати ва нархининг ўзаро боғлиқлик даражаси эса юқори бўлади. Одатда, акция қиймати баҳолаш мақсадига кўра белгиланади (ҳисоблаб топилади), кейин эса бу қийматга дастлабки тарзда таянган ҳолда акция бўйича жорий

⁹ Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.-688 с.; Григорьев В.В., Федотова М.А. Оценка предприятий: теория и практика/Под ред. В.В.Григорьевой.- М.: ИНФРА-М, 1997. – 318 с.; Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. Учебник. - М.: Финансы и статистика, 2003. - 704 с.; Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с.; Шоҳаъзамий Ш.Ш. ва бошқалар. Мулк ва уни баҳолаш хизматлари бозорлари ҳамда реал иқтисодиётнинг ўзаро макрорегулятив боғлиқлиги: муаммолар ва назарий қарашлар.//Молия. -Т., №4, 2010.-б.58-63; Турли мулк қийматини баҳолашнинг услубий асослари: тизимлаштирилган назарий тушунчалар, ёндашув ва усуллар.// Биржа эксперт. -Т., №3, 2011.-сс.6-11; www.appraiser.ru.; www.mrsa.ru.

вақтдаги талаб ва таклифга кўра олди-сотти битими асосида акциянинг бозор нархи ўрнатилади.

Акциялар қийматини баҳолаш хизматлари ва бозор нархини шакллантириш бозорларида мос равишда адолатли қиймат (баҳо) ва объектив нархлар воситасида жамғарма, инвестиция ва акциялар самарали қайта тақсимланади.

Акциялар қиймати комплекс таъсир этувчи турли ички фундаментал, махсус ва ташқи омиллар ҳамда АҚБХБ ва АБ тенденциялари таъсирини ҳисобга олган ҳолда баҳоланади.

Акциянинг хилма хил қиймати ва нархи турига мос равишда ёндашув ва усуллар тўғри келиб, ҳозирда уларни аниқлашда иккита концепция қўлланилади.

Биринчи концепция – фонд бозорида нарх шаклланишининг бозор қонуниятлари, техник ва фундаментал таҳлил назарияларига асосланади.

Иккинчи концепция – ҳолис баҳоловчи томонидан акция қийматини баҳолаш бўлиб, унда ҳаражатлар ҳисобига, қиёсий солиштиришга ва даромадлар ҳисобига асосланган ёндашувларга асосланади.¹⁰ Бунда акция қийматини баҳолаш эмитентнинг турли фаолияти натижалари билан узвий боғлиқ бўлиб, асосан, активлар таҳлили ёки даромадлар динамикасини ўрганишга асосланади. Бунда ҳар бир ёндашув ва усулнинг ижобий ва салбий тарафларини ҳамда қўлланилиш соҳалари ва хусусиятларини ҳисобга олган ҳолда уларни акциялар қийматини баҳолашда комплекс равишда қўллаш лозим.

Диссертациянинг «**Ўзбекистон шароитида акциялар қийматининг баҳоланиши ва нархи шаклланиши тенденциялари ва хусусиятлари**» номли иккинчи бобида акциялар қийматини баҳолаш хизматлари ва нархи шаклланиши бозорларининг ривожланиш тенденциялари ва боғлиқлиги, акциялар бозор қийматини баҳолаш ва нархини шакллантириш механизмнинг хусусиятлари ва акциядорлик жамиятлари акцияларининг қиймати ва нархининг ўзаро эквивалентлигини баҳолаш, шунингдек, боб бўйича тегишли хулосалар келтирилган.

Акциялар қийматини баҳолаш ва нархини шакллантиришнинг асосий мезонлари бўлиб қуйидагилар хизмат қилади: баҳолаш мақсадлари (акцияга эгалик қилиш ва уни сотиб олиш мақсадлари билан боғлиқ), қиймат (нарх) тури, эмитент статуси ва кўрсаткичлари, жамғариш ва инвестицион сифатлар, акция мазмуни билан белгиланган ва у берган ҳуқуқлар бўйича бошқариш имкониятлари. Акция қиймати ва нархининг турлари, номинал қиймат, эмиссион қиймат, баланслаштирилган нарх, базис қиймат, дисконтланган қиймат, ҳисоб юритиш нархи, баланс қиймат, базавий соф қиймат, биржа нархи, котировка нархи, бозор қиймат, бозор нархи,

¹⁰ Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. - 688 с.; Григорьев В.В., Федотова М.А. Оценка предприятий: теория и практика/Под ред. В.В.Григорьева.- М.: Инфра-М, 1997. – 318 с.; Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006. -144 с.; Ходиев Б.Ю., Беркинов Б., Кравченко А. Бизнес қийматини баҳолаш. - Т.: Iqtisod-moliya, 2007. -256 б.

инвестицион қиймат, тугатиш қиймати, виртуал қиймат ва нарх акциялар бўйича турли фонд операцияларини бажариш учун зарур. Натижада, бир акция бир вақтнинг ўзида бир-биридан миқдорий фарқланувчи бир неча қиймат турига эга бўлиши мумкин. Масалан, тугатиш (ликвидацион) қиймати инвестицион қийматдан бир неча марта кам бўлиши, бозор қиймати эса номинал қийматдан анча юқори бўлиши мумкин. Виртуал нарх эса кўпроқ психологик омил, ахборот тақчиллиги, спекуляция ва манипуляциялар эвазига вужудга келади.

Акциялар қийматини баҳолаш қуйидаги ҳолларда қаралади: эмиссия жараёнида (акцияларни чиқариш ва жойлаштириш билан боғлиқ реал сарф-харажатлар қиймати, яъни асл қиймат, сифатида); сотиб олишда (келажакда олиш мумкин бўлган даромад сифатида); конвертация жараёнида (алмаштирилаётган молиявий активнинг ўрнини қопловчи қиймат сифатида); ликвидсиз ва паст ликвидли акциялар билан боғлиқ операцияларда мақсадли баҳолаш; регулятив ва акция қийматини бошқариш мақсадларида.

Иқтисодий системологиянинг эквивалентлик тамойилига кўра, АҚБХБ ва АБ ҳар бири тузилмавий ва мазмунан фарқли, лекин бир-бири билан умумий регулятор орқали узвий боғлиқ бўлганлиги учун уларни ўзаро узвий боғлиқ ва идеал ҳолатда АҚБХБ баҳолаган қиймат АБ шакллантирган нархга эквивалентлиги мазкур бозорларни ўзаро эквивалент деб қабул қилишга асос бўлади. Натижада, уларни шартли равишда бир бутун акциялар қиймати баҳоси ва нархи бозори (АБНБ) сифатида ифодаласа бўлади. Макроиқтисодий нуқтаи назардан ҳар иккала бозорни комплекс тартибга солиш ва бунинг асосида улар эквивалентлигини таъминлашда давлат (яъни унинг ваколатли органи)нинг регулятив функцияси муҳим роль ўйнайди. Мазкур функцияни умумий регулятор ёрдамида самарали бажарилиши ушбу бозорларнинг зарурий эквивалентлик даражасига эришиш демакдир. Айнан шу фикр нуқтаи назаридан уларни акцияларнинг регулятор томонидан ўзаро баланслаштирилувчи қиймат (баҳо) ва нархлари бозори (АБНБ) сифатида бир бутун бозор деб қабул қилиш мумкин. Бунда АҚБХБ ва АБ жараёнларига турли ички фундаментал, ташқи ва махсус омиллар таъсир қилиб, регулятор томонидан ҳар иккала бозорнинг тенденцион қонуниятлари динамикаси ҳисобга олинади.

Умуман олганда, АҚБХБда баҳоланган акция қиймати АБ нархига ва аксинча, трансформацияланиши ва бунда ҳар бир бозорнинг мазмун-моҳиятидан келиб чиқиб, улардаги тенденциялар омиллар таъсирини ўзида турлича намоён қилиши, улар орасидаги эквивалентликни – идеал ҳолатни – камданкам вужудга келишига сабаб бўлади.

Эквивалентликнинг бузилиши қуйидагиларга олиб келади:

1) агарда АҚБХБ баҳоси ва АБ нархи ўртасидаги тафовут улардан иккинчисининг фойдасига бўлса, у ҳолда АҚБХБ баҳоси ва АБ томонидан баландроқ нархланган бўлади, яъни бу ҳолат «кўпик» ҳосил бўлганидан далолат беради;

2) агарда АҚБХБ баҳоси ва АБ нархи ўртасидаги тафовут уларнинг биринчисини фойдасига бўлса, у ҳолда АҚБХБ баҳоси ва АБ томонидан

пастроқ нархланган бўлади, яъни бунда акциянинг бозордаги «кадрсизлиги» ҳолати вужудга келади.

Айнан АҚБХБ ва АБ орасидаги мутаносиблик ҳамда эквивалентликни таъминлаш ушбу бозорларни давлат томонидан комплекс мувофиқлаштириш ва назорат қилиниши (тартибга солиниши)ни талаб қилади.

Бунда АҚБХБ энг идеал ҳолатда АБ билан эквивалент бўлади, демак, АБНБ ҳолатини ва у орқали мамлакатдаги ижтимоий, иқтисодий ва сиёсий ҳаётда рўй бераётган барча воқеа-ҳодисаларни АБ каби эквивалент равишда («барометр» сифатида) акс эттиришга ўз ҳиссасини қўшади.

Фикримизча, фақат шундагина АБНБ ва реал ижтимоий-иқтисодий жараёнларнинг ўзаро уйғунлиги ва барқарорлигини макрорегулятив таъминлаш мумкин. Бунда АБНБ ва реал ижтимоий-иқтисодий жараёнлар давлатнинг замонавий мулкый муносабатлар бозорини ривожлантириш сиёсати доирасида ва омиллар таъсирида қаралиши зарур.

Ўзбекистон шароитида акциялар қийматининг баҳоланиши ва нархи шаклланиши тенденцияларини ўзаро ва макроиқтисодий сиёсатга боғлиқликда таҳлил қилиш ҳамда акциядорлик жамиятлари акциялари қиймати ва нархининг ўзаро эквивалентлиги даражасини баҳолаш, мавжуд муаммоларни аниқлаш ва улар ечимига эришишда муҳим аҳамиятга эга.

Ўзбекистонда АБ ва АҚБХБ тенденциялари йилдан-йилга юқорилаб бораётган бўлса-да, лекин уларнинг иқтисодиётдаги роли пастлигича қолмоқда. Чунки уларнинг инфратузилмаси ва регулятив базаси мукамал эмас. Бунда АБда, асосан, ликвидсиз ва паст ликвидли акциялар муомалада, инвестиция rischi юқори, акцияларнинг барқарор давомий иккиламчи бозори ривожланмаганлиги сабабли, бозор нархининг шаклланиши юқори волатил бўлиб, объектив характерга эга эмас. Акциядорлик капитали тузилмасида давлатнинг иштироки юқори бўлишига қарамасдан, кўпчилик компанияларнинг молиявий натижалари ва даромадлари ўсиш тенденциясига эга. Акция эмитентлари сони йилдан-йилга камайиб борса-да, акция эмиссияси ва савдоси ҳажми ортиб борган.

Баҳолаш фаолиятида компаниялар акциялари қийматига микро омиллар сифатида уларнинг актив ва пассивлари, жорий молиявий-иқтисодий ва ишлаб чиқариш аҳволи, келажакда бизнесининг ривожланиш истиқболи, акциядорлик капитали тузилмаси ва унда давлатнинг иштироки, корпоратив бошқаруви механизми таъсир кўрсатади. Бунда компаниялар акциялари қиймати ва нархи – бу АБНБда қийматлар орасидаги ва нархлар ўртасидаги паритетлар бўлиб, улар (қиймат ва нархлар)нинг юқори чегараси макро омиллар билан белгиланади, қуйи чегараси эса микро омиллар ва эмитентларнинг ривожланиш истиқболлари билан белгиланади. Шунинг учун Ўзбекистон шароитида акцияларга муваффақиятли инвестициялаш ва улар портфелини самарали бошқариш учун нафақат “қиймат” ва “нарх” тушунчаларини тўғри англаш, балки уларни тўғри таҳлил қилиш ва ўз ўрнида қўллаш талаб этилади. Бироқ Ўзбекистон ва хорижий амалиёт шуни кўрсатмоқдаки, активларнинг виртуал таркиби (яъни “кўпик”) миқдори

(қиймати ва нархи)ни баҳолаш муаммолигича қолмоқда. Активларнинг виртуал таркиби миқдорини баҳолаш усуллари етарлича ёритилган бўлиб, уларни Ўзбекистон шароитида қўллаш ҳозирча акцияларнинг давомий иккиламчи бозори ривожланмаганлиги сабабли мушкул.

АБНБ муносабатлари ва тенденцион қонуниятлари ривожини ҳамда баҳолаш механизмининг ривожланишини белгиловчи омиллар 1-жадвалда кўрсатилганидек, учта йирик гуруҳга ажратилиб таснифланиши ва ҳар бир гуруҳга киритилган омилларни, уларнинг мазмун-моҳиятига кўра, қуйидагича тавсифлаш мумкин.

1-жадвал

Омиллар таснифи¹¹

	Тасниф гуруҳи	Таъсири турли сифатий ва миқдорий индикаторларда намоён бўлувчи асосий омиллар
1	Ташқи омиллар	молиявий глобаллашув тенденциялари иқтисодий цикллар ва уларга мос инқирозлар жаҳон бозоридаги нархлар жаҳондаги нобарқарорлик дунёдаги ҳар бир давлатнинг ўзига хос ривожланиш тенденциялари
2	Ички фундамен-тал омиллар	жамиятнинг танлаган ижтимоий-иқтисодий, сиёсий ва ҳуқуқий ривожланиши модели жамиятнинг ижтимоий-маданий ривожланиши ресурсларга эгаллиги ва географик жойлашуви макроиқтисодий шароит ва барқарорлик, инвестиция муҳити ва давлатнинг кредит рейтинги мамлакат минтақалари ва ҳудудларининг ўзига хос ривожланиш тенденциялари ва муаммолари мулкчилик тизимининг ривожланганлик даражаси, инсон омили давлат институтларининг ривожланганлик даражаси.
3	Махсус ички омиллар	мулккий муносабатлар бозорининг риск даражаси баҳолаш институтларининг рақобатбардошлик ва ривожланиш даражаси бозор инфратузилмасининг ривожланганлиги, унинг очиқлиги (транспарентлиги), халқаро даражада интеграллашганлиги баҳолаш бизнеси муҳити ва қабул қилинадиган қарорлар эмитент акцияларининг техник хоссалари, кўрсаткичлари ва сифатлари.

Айтиш жоизки, 1-жадвалда келтирилган ҳар бир гуруҳ омилларини комплекс тарзда – бир-бири билан боғлиқликда тавсифлаш ва уларни бошқа гуруҳ омилларига боғлиқликда тизимли ўрганиш зарур.

Жаҳон глобаллашувининг АБНБга таъсири миллий бойликнинг жамланиши омилига ўхшашдир. Мазкур жараён натижасида АБНБлар рисклар ва 1-жадвалда келтирилган омилларга таъсирчан халқаро миқёсда интеграллашган шаклга эга. Шу билан бирга, бу жараёнда дунёнинг етакчи индустриал ривожланган давлатларининг жаҳон АБНБда ҳукмронлиги сезиларлилигича қолмоқда.

Омиллар таъсиридаги АБНБнинг юқорида келтирилган ривожланиш тенденциялари ва уларга мос равишда баҳолаш механизмининг акциялар

¹¹Манба: муаллиф томонидан тузилган.

қийматини баҳолаш хизматлари бозори (АҚБХБ)да фаолият юритувчи институтлар амалиётидаги баҳолаш жараёнини юқоридаги модель (1-расм) билан ифодалаш мумкин.

Унга (1-расм) кўра, акциянинг ҳақиқий бозор қийматини ҳисоблаш жараёни икки таркибий қисмдан ва бунда уларнинг ҳар бирига ва умуман, баҳолаш жараёнига бирдек таъсир этувчи омиллар комплексидан иборат бўлади.



1-расм. Акция қийматини баҳолаш модели¹²

Илмий-услубий ва амалий нуқтаи назардан қаралганда, ҳар бир таркибий қисм бўйича акция қийматини алоҳида баҳолаш мақсадга мувофиқ.

Бунда акциянинг товар, пул хужжати ва капитал сифати (шакли)даги хоссалари ва параметрлари 2-жадвалда кўрсатилганидек аниқланади.

2-жадвал

Акциянинг ишлатилиш шакли, хоссалари ва параметрлари¹³

Ишлатилиш шакли	Хоссалари	Параметрлари
Товар сифатида	Нафлилиги	Дивиденд даромади, курс тафовути бўйича даромад, компанияни бошқаришда иштирок этиш, гаровга қўйиш, устав фондига киритиш.
	Сотиб олиш харажатлари	Сотиб олиш ва эгалик ҳуқуқини расмий-лаштириш харажатлари, акцияни эгасига етказиб бериш харажати; воситачи ва консалтинг хизматларига тўловлар.
	Сақлаш харажатлари	Депозитар хизмат харажатлари
Пул хужжати сифатида	Эгалик ҳуқуқини амалга ошириш харажатлари	Депозитар хизмат ва рўйхатга олиш харажатлари.
	Эмиссияни ташкил этиш ва уни жойлаштириш харажатлари	ОАВ орқали эълон ва реклама харажатлари; акциялар рисоласини ишлаб чиқиш ва давлат рўйхатидан ўтказиш харажатлари; акция чиқаришни ўз ичига олган акциядорлар умумий йиғилиши ўтказишнинг харажатлари; акцияларни жойлаштириш тўғрисидаги ҳисоботларни ОАВда чоп этиш харажатлари.
Капитал сифатида	Қийматини баҳолаш харажатлари	Баҳоловчи фирма хизмати харажатлари
	Сақлаш харажатлари	Депозитарий харажатлари

¹²Манба: муаллиф томонидан тузилган.

¹³ Манба: муаллиф томонидан тузилган.

Таъкидлаш жоизки, акциялар қийматини баҳолашда омиллар таъсири вақт бирлиги ичида ҳамда табиий, ижтимоий, иқтисодий, ҳуқуқий ва ҳудудий шарт-шароитларнинг турли ҳолатлари (параметрлари) ўзгаришига мос равишда доимо ўзгариб турганлиги сабабли акцияларнинг бозор баҳоси ва бозор нархи ҳам ўзгарувчан бўлади.

Шунинг учун, бунда турли омилларнинг (2-жадвал) АБНБга ҳамда унинг ликвид ва паст ликвидли акцияларга таъсири хусусиятларини 3-жадвалдагидек ифодалаш мумкин.

3-жадвал

Омилларнинг АБНБга ҳамда ундаги ликвид ва паст ликвидли акциялар қийматига таъсири хусусиятлари¹⁴

Ривожланаётган мамлакатларнинг АБНБга:		Ривожланган АБНБ
Ташқи ва макро омиллар таъсири кучли бўлади; Тармоқлар омиллари кучсиз ўзгаради; Микро омиллар мулкдорнинг ёки мулкчилик тузилмасининг ўзгаришига, компаниянинг молиявий ҳолати ва фаолиятига таъсир кўрсатади.		Микро омиллар кучли таъсир кўрсатади; Ташқи ва макро омиллар компания фаолиятига ва унинг ациялари қийматига тегишли тузатишлар киритиш нуқтаи назаридан таъсир кўрсатади.
Ликвид акциялар баҳоси ва нархи:	Паст ликвидли ва ноликвид акциялар баҳоси ва нархи:	
Эмитентнинг барқарор ҳолатига таъсир кўрсатувчи ҳодисалар: - компанияни қайта ташкил этиш; - компания фаолиятига давлатнинг аралашуви; - компания маҳсулоти нархларининг ўзгариши.	Компанида капитал ҳаракати таъсир кўрсатувчи ҳодисалар: - молиявий-иқтисодий ҳолатининг ўзгариши; - буюртмалар портфелининг ўзгариши; - акциядорлик капитали тузилмаси. Агарда компанияга ўрта ва узок муддатли капитал киритилса, у ҳолда унинг акцияси қиймати ошади.	

3-жадвал таҳлили асосида айтиш мумкинки, ривожланган мамлакатларда омиллар таъсири қуйидаги кетма кетликда амал қилади: 1) компаниянинг молиявий хўжалик фаолияти билан боғлиқ омиллар таъсири; 2) тармоқ омиллари таъсири; 3) макро омиллар таъсири. Ривожланаётган мамлакатларда эса: 1) ташқи ва макро омиллар таъсири; 2) микро омиллар таъсири.

Акцияларни баҳолашда ҳисобга олинадиган техник омиллар юқоридаги 4-жадвалда¹⁵ келтирилган бўлиб, уларнинг ичида муҳим омил сифатида бозор конъюнктурасини кўрсатиш мумкин.

¹⁴Манба: муаллиф томонидан тузилган.

¹⁵Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006. - 108 б.

Техник омиллар таснифи ва тавсифи¹⁶

Омиллар	Тавсифи
Нархлар тенденцияси	Талаб ва таклиф нархлари ўртасидаги тафовутни ҳамда минимал, ўртача ва максимал нархлар нархлар ўзгаришининг умумий йўналиши.
Бозор ҳажми тенденцияси	Бозорнинг инвестицияларга бўлган талаби.
Талаб ва таклиф динамикаси	Аввалги биржавий ва биржадан ташқари савдо сессиялари ҳажми
Сотув шарт (битим)лари шаффофлиги	Сотувчи ва инвесторнинг ноқонуний мотивацияларини аниқлаш
Битим турлари, ҳисоб-китоб шакли ва шартлари	Спот битим, олдиндан тўлиқ суммани тўлаш баҳолашга ижобий таъсир этади. Бунда пролонгация тўловни чўзиш каби салбий ҳолатлар эса баҳолаш қийматини пасайтиради.
Бозордаги битимлар динамикаси	Объектлар бўйича нархлар даражаси динамикасига вақт омили таъсирининг таҳлили
Таклифнинг ўртача нархи	Маълум муайян вақтга барча таклифлар бўйича ҳисоблаб топилган ўртача арифметик миқдор.
Талабнинг ўртача нархи	Маълум муайян вақтга барча талаблар бўйича ҳисоблаб топилган ўртача арифметик миқдор.
Битимларнинг ўртача нархи	Маълум муайян вақтга барча битимлар бўйича ҳисоблаб топилган ўртача арифметик миқдор.
Баҳолаш ва нархини белгилаш вақти	Эмитент бизнесини маълум муайян вақтда баҳолаш муҳим аҳамиятга эга, чунки у вақт ўтиши жараёнида ўзгарувчандир.
Риск	Акциядан кутиладиган даромад ва ликвидликнинг эҳтимоллий беқарорлиги.
Бозор конъюнктураси	Маълум муайян вақтда талаб ва таклифнинг нисбати.

Акциянинг бозор баҳосига таъсир этувчи омилларни статистик жиҳатдан таҳлил қилиш мақсадида қуйидаги регрессиядан фойдаланилди:

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \theta_i + \delta_t + \varepsilon_{it}$$

Бунда Y - акциянинг бозор баҳоси ($t+1$),

X_1 - устав капиталининг рентабеллик коэффициенти;

X_2 - дивиденднинг акция номиналига нисбати;

X_3 - EPS;

X_4 -эмитентнинг ўз маблағларининг қарз маблағларига нисбати;

X_5 -умумий тўловга лаёқатлиликни қоплаш коэффициенти;

X_6 - йиллик инфляция даражаси;

X_7 - валюта курси;

θ_i ва δ_t -акциядорлик жамиятлари ҳам йиллар таъсирини ифодаловчи ўзгарувчилар.

Ушбу регрессион таҳлилни амалга оширишда Ўзбекистон Республикасида фаолият юритаётган 6 та акциядорлик жамиятининг oreninfo.uz маълумотлар баъзаси асосида 2015 йилдан 2017 йилгача бўлган

¹⁶Манба: муаллиф томонидан тузилган.

молиявий кўрсаткичлари ҳамда World Bank расмий сайтидаги Ўзбекистонга тегишли айрим макроиктисодий кўрсаткичлардан фойдаланилди.

5-жадвал

Ўзгарувчиларнинг статистик таҳлили¹⁷

Ўзгарувчилар	Кузатувлар сони	Ўртачаси	Стандарт хатолик	Минимум	Максимум
Акциянинг бозор баҳоси	18	3322.884	3960.558	0.8	15760
Устав капиталининг рентабллик коэффиценти	18	32.189	51.06022	0.07	166.1
Дивиденднинг акция номиналига нисбати	18	13.81139	20.95518	0	68.36
EPS	18	11.33206	8.685575	1.002	27
Эмитентнинг ўз маблағларининг қарз маблағларига нисбати	18	45.924	95.70553	0.101	301.3
Умумий тўловга лаёқатлиликни қоплаш коэффиценти	18	44.08756	64.58951	0.539	175.6
Йиллик инфляция даражаси	18	8.566667	4.244581	5.6	14.4
Валюта курси	18	4693.333	2484.986	2780	8100

Юқоридаги жадвал маълумотларидан кўришимиз мумкинки, кузатувлар сони 18 тага тенг ҳамда акцияларнинг минимум ҳамда максимум қийматлари орасида катта фарқ мавжуд, бундан ташқари, устав капиталининг рентабеллик коэффиценти бўйича катта тафовутни кўришимиз мумкин. Эмитентнинг ўз маблағларининг қарз маблағларига нисбатининг ўртача миқдори деярли 46% ташкил этса, энг юқори миқдори 300%дан ошади. Деярли барча кўрсаткичларнинг минимум ва максимум миқдори орасида фарқ анчагина катта бўлиб, бу регрессион таҳлилимиз натижасининг ишончли бўлишини таъминлайди.

Регрессион таҳлилни амалга оширишга асосий эътибор қаратилиши лозим бўлган жиҳат мултиколлинеарлик ҳисобланади. Яъни икки ёки ундан ортиқ ўзгарувчилар бир-бирига ижобий ёки салбий корреляция бўлса, бу

¹⁷ Манба: openinfo.uz, data.worldbank.org маълумотларидан фойдаланиб муаллиф томонидан ҳисоблаб чиқилди

тахлилимининг натижаси аниқ чиқмаслигига олиб келиши мумкин. Шу сабабли уларнинг корреляцияси кўриб чиқилди.

6-жадвал

Ўзгарувчиларнинг корреляцияси¹⁸

Ўзгарувчилар	Y	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇
Y	1.0000							
X ₁	-0.3022	1.0000						
X ₂	-0.1032	-0.2591	1.0000					
X ₃	-0.1688	0.8067	0.1783	1.0000				
X ₄	0.4463	-0.0419	-0.2080	0.0338	1.0000			
X ₅	0.4772	0.3591	-0.2444	0.3845	0.8626	1.0000		
X ₆	0.2515	0.0918	-0.0654	0.1098	-0.1331	0.0332	1.0000	
X ₇	0.2424	0.0946	-0.0629	0.1141	-0.1320	0.0340	0.9981	1.0000

Юқоридаги жадвал маълумотларидан кўришимиз мумкинки, йиллик инфляция даражаси ҳамда валюта курси ўртасидаги корреляция юқори бўлгани учун регрессион таҳлилни амалга оширишда буни инобатга оламиз ҳамда ушбу иккита ўзгарувчини алоҳида регрессияга киритган ҳолда қуйидаги 7-жадвалда таҳлил қиламиз.

Буни қуйидагича изоҳлаймиз. Айрим акциядорлик жамиятларининг EPS кўрсаткичи юқори бўлишига қарамай уларнинг дивидендларни тўлаш бўйича мажбуриятлари борлиги, яъни дивидендларни тўлиқ ёки қисман тўланмасликлари ҳам акционерлик жамиятлари акцияларининг бозор баҳоси паст бўлишига олиб келади. Ўзгарувчилардан устав капиталининг рентабллик коэффициенти, дивиденднинг акция номиналига нисбати ижобий таъсир этса, EPS ва эмитентнинг ўз маблағларининг қарз маблағларига нисбати сингари ўзгарувчилар акциянинг бозор баҳосига, аксинча, таъсир этиши аниқланди. Яъни ушбу кўрсаткичларнинг ошиши акция бозор баҳосининг пасайишига олиб келади. Биринчи моделimizни кўрадиган бўлсак, унда барча ўзгарувчилар иштирок этган, мультиколинеарность туфайли умумий тўловга лаёқатлиликни қоплаш коэффициенти акциянинг бозор баҳоси ўзгаришига таъсир этмайди, деган натижа ҳосил бўлган. Аммо иккинчи ҳамда учинчи моделлардан бир-бирига ижобий корреляция бўлган йиллик инфляция даражаси ҳамда валюта курсининг алоҳида регрессияда қўлланилиши орқали умумий тўловга лаёқатлиликни қоплаш коэффицентининг ҳам акциялар бозор баҳосига акс таъсир этиши аниқланган.

¹⁸ Манба: openinfo.uz, data.worldbank.org маълумотларидан фойдаланиб муаллиф томонидан ҳисоблаб чиқилди

Регрессион таҳлил натижалари¹⁹

Ўзгарувчилар	Модель 1	Модель 2	Модель 3
Устав капиталнинг рентабеллик коэффициенти	198.2**	197.3*	198.3*
	(65.70)	(77.44)	(77.68)
Дивиденднинг акция номиналига нисбати	201.9*	201.7*	201.9*
	(93.16)	(92.84)	(92.16)
EPS	1,593**	1,577**	1,594**
	(529.7)	(514.0)	(510.3)
Эмитентнинг ўз маблағларининг қарз маблағларига нисбати	-127.0***	-126.4***	-127.1***
	(16.56)	(21.11)	(20.94)
Умумий тўловга лаёқатлилиқни қоплаш коэффициенти	-52.93	-53.198*	-52.9*
	(32.53)	(27.63)	(28.00)
Инфляция	8.901	83.67	
	(2,123)	(110.4)	
Валюта курси	0.129		0.144
	(3.821)		(0.199)
Ўзгармас	19,689**	19,494**	19,712**
	(6,842)	(5,121)	(5,170)
Кузатувлар сони	18	18	18
Р-квадрат	0.867	0.867	0.867
Акциядорлик жамиятлари сони	6	6	6
Стандардлаштирилган Р-квадрат	0.774	0.795	0.795
Стандарт хатоликлар даражаси *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$			

Йиллик инфляция даражаси ҳамда валюта курси каби ўзгарувчиларнинг статистик жиҳатдан таъсири йўқ деган натижага эришилди. Буни қуйидагича изоҳлашимиз мумкин. Тадқиқот йилларининг қисқалиги ҳамда 2017 йилда расмий валюта курсининг 2 баробардан ортиқ миқдорда ошганлиги сабабли регрессия натижаларига кўра, бу иккала кўрсаткич статистик жиҳатдан акцияларнинг бозор баҳосига таъсир этмайди деб баҳоланди.

Умуман олганда, тадқиқот ишида келтирилган таҳлилий натижалар ижобий бўлса-да, компаниялар акциялари баҳоловчилар томонидан юқори баҳоланаётганини, фонд биржаси томонидан эса паст нархланаётганини пайқаш мумкин. Демак, Ўзбекистон эмитентларининг акциялари қийматини адолатли қиймат ва нархини объектив деб бўлмайди. Бундай ҳолат ликвидсиз ва паст ликвидли акцияларнинг ҳажми кўплигини, Ўзбекистонда уларнинг қиймати ва нархига омиллар таъсирининг ўзгача эканлигини, демак, акциялар бозор қиймати ва нархи ўртасидаги эквивалентликнинг бузилганлигини, натижада акцияларнинг, мос равишда эмитентлар бизнесининг, бозор қийматини баҳолаш услуги мукамал эмас.

Диссертациянинг «**Ўзбекистонда акциялар бозор қиймати ва нархи эквивалентлигини таъминлаш йўллари**» деб номланган учинчи бобида акциялар ва улар пакети бозор қийматини баҳоланишнинг такомиллашган

¹⁹ Манба: openinfo.uz, data.worldbank.org маълумотларидан фойдаланиб муаллиф томонидан ҳисоблаб чиқилди

услуги, акциялар қийматини баҳолаш ва бошқаришда рискларни ҳисобга олиш, бенчмаркинг ва инфорацион технологияларни қўллаш ҳамда акциялар бозор қиймати ва биржа нархи шаклланишида баҳолаш методологияси ва тизимини кенгайтириш масалалари кўриб чиқилган ҳамда боб бўйича хулосалар берилган.

Ўзбекистон шароитида компанияларнинг ликвид бўлмаган ва ликвидлиги паст бўлган акциялар ва улар пакетининг адолатли қийматини баҳолашнинг такомиллашган услубини қуйида берилган алгоритм шаклида ишлаб чиқиш мумкин: 1) баҳолаш объекти танланади; 2) эмитент-компаниянинг молиявий-хўжалик фаолияти ва захиралари аудити ҳамда диагностикаси ўтказилади; 3) компания фаолиятини аудиторлик текшириш ва диагностикаси маълумотлари асосида амалга оширилади; 4) акциялар бозор қийматини баҳолаш ёндашув ва усуллари танланади; 5) танланган ҳар бир ёндашув ва усул бўйича акцияларнинг бозор қийматини аниқлашнинг тўлиқ тартиби амалга оширилади; 6) танланган ҳар бир усул бўйича олинган натижалар асосида акциялар интеграл қийматини баҳолашнинг тўлиқ тартиби амалга оширилади; 7) интеграл қиймати баҳоланган акциялар бўйича аналог пакетнинг қиймати аниқланади ва улар солиштирилиб, тегишли тузатишлар киритилади; 8) акциянинг бозор қийматига энг яқин бўлган баҳосини, мавжуд тузатишларни ҳисобга олган ҳолда акциялар пакетининг қиймати белгиланади²⁰.

Акциялар қийматини баҳолашнинг ҳозирда мавжуд бўлган барча усуллари учта тоифага ажратиб қўллаш мумкин: 1) инфляцияни ва капиталнинг жойлаштири-лиши альтернатив вариантлари самарадорлигини ҳисобга олган ҳолда йўналтирилган пул маблағларидан вақт бирлиги ичида олинган даромад бўйича ҳисоблаш усуллари; 2) бир акцияга тўғри келадиган активлар улуши бўйича ҳисоблаш усуллари; 3) компанияни комплекс ифодаловчи коэффицент ва индексларни ҳисоблашга асосланган усуллар. Мавжуд усуллар акциялар (улар пакети)ни сотиб олиш мақсадига боғлиқ ҳолда танланади.

Ўзбекистон шароитида акциялар қийматини тўлиқ, аниқ ва тўғри баҳолаш учун акциялар бозори инвесторлари ва эмитентларини шартли равишда учта тоифага ажратиш мақсадга мувофиқ²¹.

²⁰Бунда тузатишнинг асосий гуруҳлари қуйидагилардан иборат: мамлакатларнинг аҳволига кўра тузатиш киритиш; тармоқларнинг ҳолатига қараб тузатиш киритиш; компаниянинг молиявий ҳолати ва бизнесининг ривожланиш истикболига қараб тузатиш киритиш.

²¹Инвестор тоифалари: АИ тоифаси – дивидендлар олиш мақсадида акцияларни сотиб олувчи инвестор, яъни пассив миноритар (индивидуал) инвестор; БИ тоифаси – нафақат дивидендлар олиш, балки компания устидан назоратга эга бўлиш ва бошқаришда иштирок этиш мақсадида акцияларни сотиб олувчи инвестор, яъни стратегик (одатда, узоқ муддатли) портфел инвестор; ВИ тоифаси – фонд бозори конъюнктураси ўзгаришига қараб акциялар бўйича курс тафовутидан фойда олиш мақсадида уларни қисқа (узоқ бўлмаган) муддатга сотиб олувчи инвестор, яъни спекулятив портфель инвестор. Эмитент тоифалари: АЭ тоифаси – акциялари ликвидсиз ёки паст ликвидли, фонд биржасининг ҳеч қандай листингига кирмаган, улар бўйича инвестиция rischi юқори бўлган, ўсувчан эмитент-компаниялар; БЭ тоифаси – акциялари ликвидли, фонд биржаси листингига кирган ва улар бўйича инвестиция rischi ўртача бўлган, барқарор ўсувчан, аммо оммавий даражага етмаган, эмитент-компаниялар; ВЭ тоифаси – акциялари фонд биржаларида “зангори фишкалар” каторига киритилган, юқори ликвидли ва инвестиция rischi паст бўлган йирик оммавий эмитент-компаниялар.

Бунда кўплаб компаниялар акцияларининг ликвидлиги паст эканлиги ва ликвид эмаслиги, натижада, жалбдорлик даражаси паст бўлганлиги сабабли уларнинг бозор қийматини баҳолашда юқорида берилган тавсия ва усуллардан ҳамда акциялар бирламчи эмиссияси самарадорлигини тавсифловчи кўрсаткичлардан ва акцияларнинг иккиламчи бозоридаги айланмасини ифодаловчи коэффицентлардан фойдаланиш лозим. Лекин акциялар пакети қийматини баҳолаш ўз хусусиятларига эга. Чунки замонавий баҳолаш амалиётида бир-бирига ўхшаш компания ва акция пакетлари қиймати кўп ҳолларда турлича миқдорда баҳоланиши методик ёндашувларнинг тартибга солинмагани ва такомил эмаслигидан, баҳолаш натижаларида адолатлилик, демак, ишончлилик даражаси пастлигидан далолат беради. Кўп ҳолларда бир-бирига ўхшаш, қимматли қоғозлар пакетларининг нотўғри баҳоланиши, методик ёндашувлар ва улар қийматини баҳолаш жараёнининг тўғри йўлга қўйилмаганлиги билан боғлиқ. Баҳолаш фаолиятида керакли малаканинг йўқлиги, баҳолашнинг алоҳида методик саволларининг тўла ишланмаганлиги баҳолаш натижаларининг объективлигига ва акциялар пакетини профессионал баҳолашга салбий таъсир кўрсатади.

Баҳолашда назоратли ва назоратсиз акциялар пакети ҳисобга олинади. Агарда қимматли қоғозлар пакети қиймати баҳоловчи томонидан аниқланса, у ҳолда асосий аниқловчи фактор бўлиб бизнес даражасининг хўжалик юритувчи субъектлар маълумотларига боғлиқлиги ҳисобланади. Сотиб олиш, сотиш, тугатилиши, қайта тиклаш (реструктуризация) ва гаров мақсадлари бўйича акциялар пакетларининг баҳолаш фарқлари мавжуд. Бу фарқлар баҳолаш натижаларини ишлатилиш шароитларининг аниқлигига боғлиқ бўлиб, қўшимча чегирмалар ёки мукофотларни назарда тутаяди.

Акциялар пакетини баҳолаш қуйидаги алгоритм бўйича амалга оширилади:

1) Фирманинг баҳоланиш қиймати кўрилатган акциялар пакетининг (100% оддий акциялар) улушига пропорционал камаяди: $V_{\text{пак}} = СК * d$, бунда:

СК – корхона бизнесини баҳолаш усулларидан бири ёрдамида баҳоланган бозор қиймати;

d – баҳоланувчи қисми;

2) Корхона устидан назорат даражасини ҳисобга олган ҳолда $V_{\text{пак}}$ кўрсаткичига ўзгартириш киритилади, инвесторга d ҳажмдаги акциялар пакетини харид қилиш орқали бериш мумкин;²²

3) Баҳоланаётган фирма акциялари ликвид ёки ликвидсизлигига боғлиқ ҳолда фирма акциялари пакети қийматининг коррективировкаси ўтказилади;

²² Бу ерда инвесторга таклиф этилаётган капиталда иштирок этишнинг назоратли ёки назоратсизлиги, харид қилинаётган пакет таркибидаги корхонанинг битта акцияси қийматига қандай таъсир этади деган савол туғилади. Хар хил баҳолаш бўйича “назорат учун мукофот” СКнинг дастлабки баҳосидан 30–40% ни ташкил қилиши мумкин.

4) Агарда баҳоланаётган фирма акциялари ликвидсиз ва фонд бозорида жойлаштирилмаган бўлса, Упак кўрсаткичининг олдинги коррективкалари натижасидан чегирма амалга оширилади.

Умуман олганда, баҳолаш – бу қийматни бошқаришга очиладиган тўғри йўл бўлганлиги сабабли, компания, унинг акциядори рисклар ва компания акциялари қийматини баҳолаш ва бошқариш ҳамда баҳолаш фаолияти сифатини ошириш, бенчмаркинг²³ ва замонавий инфор­мацион технологияларни қўллаш масалаларига эътиборни кучайтириш зарур. Бунда риск – муқаррар қарор қабул қилиш ҳолатида ноаниқ тасодифий ҳолатларни бартараф этиш билан боғлиқ фаолият бўлиб, ушбу фаолият жараёнида кутиладиган натижаларга эришиш, омадсизликлар ва мақсаддан оғишлар эҳтимолини миқдорий ва сифатий баҳолаш имкони мавжуд бўлади.²⁴ Риск ва ноаниқ тасодифий ҳолат орасидаги фарқ фақат ахборотни берилиш усулига тегишли бўлиб, бошқарилмайдиган ўзгарувчан миқдорларнинг эҳтимолий характеристикалари мавжудлиги (риск ҳолатида) ёки йўқлиги (ноаниқ тасодифий ҳолатда) билан белгиланади. Ушбу мазмунда мазкур тушунчалар операцияларни тадқиқ қилишнинг математик назариясида қўлланилиб, бунда риск мавжуд бўлганда ва ноаниқ тасодифий ҳолларда қарор қабул қилиш масалаларига ажратилади. Демак, риск (риск ҳолати) – бу ноаниқ тасодифий ҳолатнинг бир тури бўлиб, ҳодисанинг рўй бериши эҳтимолий бўлади ва уни аниқлаш мумкин, яъни фаолият жараёнида рўй бериши мумкин бўлган ҳодисалар эҳтимолини баҳолаш имконияти объектив мавжуд бўлади. Бунда риск табиатан субъектив ва объектив характерга эга. Зеро риск реал мавжуд бўлган ноаниқ ҳолларни сифатий-миқдорий ифодалаш шаклидир. Миқдорий ифодада риск компаниянинг қуйидаги кўрсаткичларининг ўзгариши деб белгиланади: келтирилган соф қиймат кўрсаткичи (NPV), даромадлиқнинг ички меъёр кўрсаткичи (IRR), қоплаш муддати кўрсаткичи (PB). Ликвидсиз ва паст ликвидли акциялар қийматини баҳолаш учун ўхшаш (аналог) компанияни бенчмаркинг асосида аниқлаш мумкин. Рақобатчи – компаниялар фаолиятининг самандорлигини баҳолаш учун молиявий барқарорлик, даромадлиқ, тўловга лаёқатлилиқ ва ишбилармон фаолияти кўрсаткичларини қўллаш мумкин²⁵. Бунда бозор акция (компания) қийматини аниқлаш тартиби қуйидагиларни камраб олади: ўхшаш компанияни танлаш; турли омилларга боғлиқ бўлган коэффицентларни аниқлаш; тўғрилаш коэффицентларини ҳисобга олган ҳолда акциялар бозор қийматини баҳолаш.

²³Бенчмаркинг – бу ўз фаолиятида бошқа компанияларнинг эришилган ижобий тажрибасини қўллаш мақсадида уларнинг фаолиятини ўрғаиш. АҚШ фирмалари бошқа етакчи хорижий компанияларнинг харажат ва товар сифатига нисбатан ўз харажатлари ва товарларининг сифатини таҳлил қилиш учун бенчмаркингни қўллайди.

²⁴Альгин А.П. Риск и его роль в общественной жизни. - М.: Мысль, 1989. -192 с.; Шапкин А.С., Шапкин В.А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2011. - 544 с.

²⁵Айтиш жоизки, ҳозирда бенчмаркинг асосида миллий компанияларни хорижий компаниялар фаолияти билан қиёслаш мумкин эмас, лекин келажакда бу ишларни амалга ошириш мумкин.

Компания ва унинг акциялари (жумладан, улар пакети) қийматини баҳолаш тизими қуйидаги йўналишларда кенгайтирилиши мақсадга мувофиқ:

1. Фонд биржаси эксперт комиссияси ва аналитик бўлими фаолиятида ҳолис баҳоловчи хизматидан мажбурий фойдаланиш асосида қимматли қоғозлар қийматини баҳолаш хизматлари бозори билан боғлиқликда бўлиш;

2. Акциядорлик жамиятлари корпоратив бошқаруви тузилмасида ички баҳоловчи ва ҳолис инвестиция маслаҳатчиси хизматларини киритиш асосида акциялар бозори ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозоридаги тенденцияларнинг узвий боғлиқлигини таъминлаш;

3. Акциялар бозоридаги нархлар ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозоридаги баҳоланган қийматларнинг бир-бирига эквивалентлигини таъминловчи бозорлараро регулятив меъёрлар киритиш.

ХУЛОСА

Диссертацион тадқиқот натижалари сифатида қуйидаги муҳим **хулосалар** ва улар таркибида илмий қарашлар ва тавсиялар берилди:

1. Акциялар бозори билан узвий боғлиқликда бўлган баҳолаш фаолияти ва хизматлари бозорининг иқтисодий мазмунига доир терминологик аппарат, назарий қарашлар ва мазкур фаолиятнинг методологик базиси турли омиллар таъсирида, айниқса, ҳар бир алоҳида олинган мамлакат шароитига мос равишда, узлуксиз такомиллашиб боради.

2. Ўзбекистон иқтисодиёти барқарор ўсиш тенденциясига эга бўлса-да, лекин акциялар бозори (АБ) ва акциялар қийматини баҳолаш хизматлари бозори (АҚБХБ), мос равишда акциялар қиймати баҳоси ва нархи бозори (АБНБ), давлатнинг замонавий макроиқтисодий сиёсати талабларига тўла жавоб бера олмаяпти. Бунда АБ ва АҚБХБ макро ва микро омиллар таъсирида бир-бири билан боғлиқ бўлиб, уларнинг ҳажми фарқланса-да, лекин ҳаракат тенденциялари синхрондир.

3. Ҳозирда баҳолаш фирмалари ва фонд биржаси фаолиятларида акциялар (жумладан, улар пакети) қийматини баҳолаш ва нархини шакллантириш ёндашув ва усулларидан Ўзбекистон шароитидаги реал омиллар таъсирини тўла ҳисобга олмасдан фойдаланилмоқда. Натижада, акциялар қиймати (баҳоси) ва нархи ўртасидаги фарқ анча сезиларли бўлмоқда, демак, Ўзбекистон эмитентларининг акциялари (жумладан, улар пакети) қийматини адолатли баҳо ва нархини объектив деб бўлмайди. Фикримизча, ижобий омиллар шарофати билан салбий омиллар таъсири ўрта муддатда пасайиб боради, бу эса борган сари Ўзбекистонда ликвидсиз ва паст ликвидли акциялар ҳажмининг камайишига, давомий иккиламчи бозорнинг равнақ топишига ва бундай акцияларнинг қиймати ва нархи орасидаги фарқни тўғриланишига (яъни уларнинг зарурий эквивалентлик даражасига) олиб келиши мумкин. Шунинг учун ҳам ҳозирда

Ўзбекистондаги акцияларнинг бозор қийматини баҳолашда адолатлилик ва эмитентлар транспарентлигини юқори даражага кўтариш мақсадида мавжуд “Бизнес қийматини баҳолаш” 9-сонли миллий стандарти ва унда берилган услуб (методика)ни такомиллаштириш ва тўлдириш зарур.

4. Ликвидсиз ва паст ликвидли акциялар фақат ички (фундаментал) қийматга эга бўлиб, бу қиймат аксарият ҳолларда мазкур акцияларнинг бозор қийматига яқин бўлган қиймат деб қабул қилиниши мумкин. Ички (фундаментал) қиймат компания-эмитентнинг ички омиллари, яъни унинг актив ва пассивлари, жорий молиявий-иқтисодий ва ишлаб чиқариш аҳволи, келажакда бизнесининг ривожланиш истиқболи таъсирида шаклланади.

5. Ўзбекистондаги компанияларнинг акциялари қиймати ва нархи – бу АБНБда қийматлар орасидаги ва нархлар ўртасидаги паритетлар бўлиб, улар (қиймат ва нархлар)нинг юқори чегараси макро омиллар билан белгиланади, қуйи чегараси эса микро омиллар ва эмитентларнинг ривожланиш истиқболлари билан белгиланади.

6. Компания бизнеси, акцияларининг бозор қиймати ва нархини барқарорлик асосида максималлаштириш жараёнида уларнинг ўзаро эквивалентлигини мониторинг қилиб баҳолаб бориш ва бошқариш зарур. Чунки маълум бир вақт мобайнида турли омиллар таъсирида компания бизнеси, акциясининг қиймати ва нархи ўзгариб боради.

7. Компаниянинг фундаментал кўрсаткичлари ва акциялари бозори тенденциялари мазкур компания бизнеси ва акциялари қиймати ҳамда нархини ҳар доим ҳам тўғри, тўлиқ ва аниқ бўлавермайди. Бунда виртуал активни тўғри ва тўлиқ баҳолаш муаммо бўлмоқда.

Диссертацион тадқиқот доирасида ишлаб чиқилган қуйидаги амалий таклифлар мақсадга мувофиқ:

1) акциялар қийматини баҳолашнинг ҳозирда мавжуд бўлган барча усуллари қуйидаги учта тоифага ажратиб қўллаш лозим:

инфляция ва капиталнинг жойлаштирилишининг альтернатив вариантлари самарадорлигини ҳисобга олган ҳолда йўналтирилган пул маблағларидан вақт бирлиги ичида олинган даромад бўйича ҳисоблаш усуллари;

бир акцияга тўғри келадиган активлар улуши бўйича ҳисоблаш усуллари;

компанияни комплекс ифодаловчи коэффициент ва индексларни ҳисоблашга асосланган усуллар;

2) Ўзбекистон шароитида акциялар қийматини тўлиқ, аниқ ва тўғри баҳолаш учун акциялар бозори инвесторларини учта тоифага ажратиш мақсадга мувофиқ:

АИ тоифаси – дивидендлар олиш мақсадида акцияларни сотиб олувчи инвестор, яъни пассив миноритар (индивидуал) инвестор (бундай инвестор, асосан, баҳолашнинг мавжуд ёндашувларидан ва фундаментал таҳлил усулларида фойдаланади, унинг талаблари акциядорлик капитали тузилмаси кўпроқ «stakeholder capitalism» («акциялар назорат пакетини ушлаб

турувчилар» капитализми)га асосланган эмитент-компаниялар томонидан қондирилади);

БИ тоифаси – нафақат дивидендлар олиш, балки компания устидан назоратга эга бўлиш ва бошқаришда иштирок этиш мақсадида акциялар (улар пакети)ни сотиб олувчи инвестор, яъни стратегик (одатда узоқ муддатли) портфель инвестор (бундай инвестор мавжуд баҳолаш усулларида ҳамда фундаментал ва техник таҳлил усулларида бирдек фойдаланади, унинг талаблари акциядорлик капитали тузилмаси кўпроқ «stakeholder capitalism»га асосланган эмитент-компаниялар томонидан қондирилади);

ВИ тоифаси – фонд бозори конъюнктураси ўзгаришига қараб акциялар бўйича курс тафовутидан фойда олиш мақсадида уларни қисқа (узоқ бўлмаган) муддатга сотиб олувчи инвестор, яъни спекулятив портфель инвестор (бундай инвестор, асосан, спекулятив фонд бозорининг мавжуд назариялари ва техник таҳлил усулларида фойдаланади, унинг талаблари акциядорлик капитали тузилмаси ўта майдаланган очиқ ва оммавий эмитент-компаниялар томонидан қондирилади);

3) акция эмитентлари учта тоифага бўлиниши лозим:

АЭ тоифаси – акциялари ликвидсиз ёки паст ликвидли, фонд биржасининг ҳеч қандай листингига кирмаган, улар бўйича инвестиция rischi юқори бўлган, акциядорлик капитали тузилмаси «stakeholder capitalism»га асосланган ўсувчан эмитент-компаниялар;

БЭ тоифаси – акциялари ликвидли, фонд биржаси листингига кирган ва улар бўйича инвестиция rischi ўртача бўлган, барқарор ўсувчан, лекин акциядорлик капитали тузилмаси «stakeholder capitalism» ҳолатидан ўтган, аммо оммавий даражага етмаган эмитент-компаниялар;

ВЭ тоифаси – акциялари фонд биржаларида «зангори фишкалар» қаторига киритилган, юқори ликвидли ва инвестиция rischi паст бўлган йирик оммавий эмитент-компаниялар;

4) Ўзбекистон шароитида акциялар қийматини тўлиқ, аниқ, тўғри ва ишончли баҳолаш учун корпоратив эмитентларнинг транспарентлигини баҳолаш мезонига эга бўлиш ва унинг даражасини ошириш зарур, чунки инфор­мацион шаффофлик-ка эга бўлмаган компаниялар инвесторларнинг риск даражасини оширади;

5) компания ва инвесторлар фаолияти рискларини баҳолаш йўли билан акциялар қийматини баҳолаш ва бошқариш самарадорлиги оширилади. Умуман олганда, баҳолаш – бу қийматни бошқаришга очиладиган тўғри йўлдир. Амалда компания ва унинг акциядори рискларни ва компания акциялари қийматини баҳолаш ва бошқариш йўлларини ўргана бориб, ўз бизнеси қийматини рискларни ҳисобга олиб баҳолаш ва бошқариш малака­сига ҳам эга бўлиб бориш лозим;

б) бизнес ва акция қийматини баҳолаш жараёнида тадбиркорлик ва инвестиция rischi табиатини тушуниш учун риск ва фойданинг бир-бирига пропорционал боғлиқликда эканлиги ва бунда риск ва ноаниқ тасодифий

ҳолатларнинг муҳим роль ўйнаши сабабли, барча учун маълум бўлган “Ҳар қандай риск бизнес ва акция қийматини пасайтиради”, деган иборалар кучга эга. Айнан шунда тадбиркорлик ва инвестиция rischi регулятив функциясининг маҳсулли (конструктив) шакли намоён бўлади;

7) компания ва унинг акциялари қийматини баҳолаш тизими қуйидаги йўналишларда кенгайтирилиши мақсадга мувофиқ:

фонд биржаси эксперт комиссияси ва аналитик бўлими фаолиятида ҳолис баҳоловчи хизматидан мажбурий фойдаланиш асосида қимматли қоғозлар қийма-тини баҳолаш хизматлари бозори билан боғлиқликда бўлиш;

акциядорлик жамиятлари корпоратив бошқаруви тузилмасида ички баҳоловчи ва ҳолис инвестиция маслаҳатчиси хизматларини киритиш асосида акциялар бозори ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозоридаги тенденцияларнинг узвий боғлиқлигини таъминлаш;

акциялар бозоридаги нархлар ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозоридаги баҳоланган қийматларнинг бир-бирига эквивалентлигини таъминловчи бозорлараро регулятив меъёрлар киритиш.

8) ликвид бўлмаган ва паст ликвидли акциялар фақат ички (фундаментал) қийматга эга бўлганлиги учун мазкур қийматни уларнинг бозор қийматига яқин бўлган қиймат деб қабул қилиш ва уни акциянинг фонд бозоридаги бошланғич нархи бўлиб хизмат қилишига асос сифатида қабул қилиш.

9) акциялар бозори ва улар қийматини баҳолаш хизматлари бозорида секьюриметрик усулни қўллаш.

Диссертацион тадқиқотда берилган хулоса, тавсия ва таклифларни амалиётга жорий этиш орқали миллий иқтисодиётни либераллаштириш, модернизациялаш, омиллар таъсири ва рисклар шароитида корпоратив эмитентлар акциялари ишончли (адолатли) бозор қийматини баҳолаш ва объектив нархини шакллантиришга ҳамда акциялар қиймати ва нархи эквивалентлигини таъминлашга, акциялар баҳоси ва нархи бозорини реал иқтисодиёт билан боғлиқликдаги самарали фаолиятига эришиш мумкин.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.27.06.2017.I.16.03 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ И БАНКОВСКО-
ФИНАНСОВОЙ АКАДЕМИИ РЕСПУБЛИКИ УЗБЕКИСТАН**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

КАРАБАЕВ САНЖАР АБДУСАМАТОВИЧ

**ПУТИ ОБЕСПЕЧЕНИЯ ЭКВИВАЛЕНТНОСТИ РЫНОЧНОЙ
СТОИМОСТИ И ЦЕНЫ АКЦИЙ**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

**АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам**

Ташкент – 2019

Тема диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам зарегистрирована в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан за номером B2019.2.PhD/Iqt959.

Диссертация выполнена в Ташкентском финансовом институте.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекский, русский, английский (резюме)) размещён на веб-сайте Научного совета (www.tsue.uz) и на Информационно-образовательном портале «ZiyoNet» (www.ziyo.net).

Научный руководитель:

Каримов Нарбой Ганиевич,
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты:

Жумаев Нодир Хосиятович,
доктор экономических наук, профессор,

Нуманова Барно Мухитдиновна,
кандидат экономических наук

Ведущая организация:

**Академия государственного управления при
Президенте Республики Узбекистан**

Защита диссертации состоится «__» _____ 2019 г. в __ часов на заседании Научного совета по присуждению ученой степени DSc.27.06.2017.I.16.03 при Ташкентском государственном экономическом университете и Банковско-финансовой академии Республики Узбекистан. Адрес: 100003, Ташкент, ул. Ислама Каримова, 49. Тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: tdiu@tdiu.uz

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (зарегистрирована за № __). Адрес: 100003, Ташкент, ул. Ислама Каримова, 49. Тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: tdiu@tdiu.uz

Автореферат диссертации разослан «__» _____ 2019 г.
(Реестр протокола рассылки № __ от «__» _____ 2019 г.)

А.Ш. Бекмуродов,
Председатель Научного совета по
присуждению ученых степеней, доктор
экономических наук, профессор

У.В. Гафуров,
Секретарь Научного совета по присуждению
ученых степеней, доктор экономических наук,
профессор

Н.Х. Жумаев,
Председатель научного семинара при
Научном совете по присуждению ученых
степеней, доктор экономических наук,
профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. В мировой практике отдельное внимание уделяется развитию акционерных обществ, считающихся основным звеном фондового рынка, расширению возможностей эффективного использования современных рыночных инструментарий. На сегодняшний день в ряде государств наблюдается резкий отрыв между ценой и рыночной стоимостью акций акционерных обществ, то есть прослеживаются случаи нарушения уровня эквивалентности. В результате этого у инвесторов возникают определенные сложности в принятии решений купли-продажи акций, не зная их истинной объективной стоимости.

Международная практика показывает высокой экономической рост в государствах (США и страны Европы), где развит рынок ценных бумаг, основными причинами этого можно указать высокий уровень транспарентности, а также относительно малое количество определенного уставного капитала акционерных обществ. Потому что уставной капитал акционерных обществ должен определяться, исходя из стоимости акций.

Например, самый меньший уставной капитал в акционерных обществах в Германии составляет 25,0 тыс. евро, во Франции – 37,0 тыс. евро, Швейцарии – 100,0 тыс. швейцарских франков, в России – 1000 минимальной заработной платы, в закрытых акционерных обществах составляет 100 минимальной заработной платы.¹

На сегодняшний день осуществляются научные исследования по вопросам обострения конкурентной среды на мировых фондовых рынках, развития рынка ценных бумаг и факторам, оказывающим влияние на расширение круга использования финансовых технологий, по привлечению дополнительных финансовых ресурсов через рынки ценных бумаг со стороны акционерных обществ. В развитых странах, в частности США и ряде стран Европы, вопрос оценки стоимости акций рассматривается в рамках их эмитента. А вопрос формирования рыночной стоимости акций рассматривается на основе правил котировки и листинга фондовых бирж.² В исследованиях, хоть и рассматривались вопросы управления и оценки бизнеса и стоимости его составной части, однако недостаточное раскрытие вопросов обеспечения эквивалентности цены и рыночной стоимости акций требует проведения научных исследований в этом вопросе.

¹ Беликова К.М., Иншакова А.О. Директивы ЕС как универсальное средство гармонизации для создания режима публичности и открытости деятельности компаний //Евразийский юридический журнал. 2010, №7 (26). С.30-35.

² Sharpe W.F. Capital Assets Prices: a Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk // Journal of Finance, 1964, September; Сидни Коттл, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок. “Анализ ценных бумаг” Грэма и Додда. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2000. – 674 с.; Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции: Пер. с англ. - М.: ИНФРА-М, 1999. - XII, 1028 с.; Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями/Пер. с англ.-М.: Альпина Букс, 2005. - 268 с.; Русинов В.Н. Финансовый рынок: инструменты и методы прогнозирования. - М.: Эдиториал УРСС, 2000.

В Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах определены вопросы повышения стабильности и углубления капитализации финансового рынка через ценные бумаги, а также укрепления финансовой устойчивости и надежности акционерных обществ, разработки перспективных инвестиционных проектов, повышения, соответственно, уровня качества оценки рыночной стоимости акций эмитентов и формирование объективной рыночной цены, обеспечения эквивалентности стоимости и цены акций (в том числе пакета акций). В связи с этим, справедливая оценка рыночной стоимости и формирование объективной цены акции, являющейся важной в экономическом развитии, а также проявление в качестве финансового эквивалента бизнеса эмитента, других вопросов, связанных с оценочными подходами, требует глубокого исследования и достижения полного решения.

Данная диссертационная работа в определенной степени служит осуществлению задач, определенных в Указах и Постановлениях Президента Республики Узбекистан, таких как: № УП – 4947 от 7 февраля 2017 г. “О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан”, № УП – 5635 от 17 января 2018 г.”³ “О государственной программе по реализации Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах в «Год активных инвестиций и социального развития», № УП – 4720 от 24 апреля 2015 г. “О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах”, № ПП – 2454 от 21 декабря 2015 г. “О дополнительных мерах по привлечению иностранных инвесторов в акционерные общества”, № ПП – 4160 от 5 февраля 2019 г. “О дополнительных мерах по улучшению рейтинга Республики Узбекистан в ежегодном отчете Всемирного банка и международной финансовой корпорации “Ведение бизнеса”, № ПП – 3764 от 1 июня 2018 г. “О мерах по дальнейшему развитию рынка оценочных услуг” и других нормативно-правовых документах по данной сфере.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий в республике. Данное диссертационное исследование выполнено в рамках приоритетного направления развития науки и технологий в республике I «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

Степень изученности проблемы. Вопрос оценки стоимости акций исследован такими зарубежными учеными-экономистами, как: Г.Александр, Т.Б.Бердникова, У.Баффет, Франк Е. Блок, Дж.Бэйли, В.Г.Гребенников, А.Г.Грязнова, Г.М.Десмонд, Р.Э.Келли, Сидни Коттл, Роджер Ф.Мюррей,

³Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида”ги ПФ-4947-сонли Фармони. 2017 йил 7 февраль. - www.lex.uz

Г.И.Микерин, Е.И.Нейман, В.Н.Русинов, А.Смирнов, W.F.Sharpe, М.А.Федотова, Дж.Р. Хикс, G.R.Chesley, У.Шарп и другими⁴.

В данных исследованиях признаны рассмотрение вопроса формирования рыночной стоимости акций на основе правил котировки и листинга биржевых фондов, по вопросу взаимосвязи реальной стоимости и рыночной цены акций, осуществляя на основе фундаментального и технического анализа фондового рынка, оценки возможности появления “пузыря”, можно дать оценку их эквивалентности.⁵

Значит, научные исследования по обеспечению эквивалентности рыночной стоимости и цены акций на основе комплексного решения вопросов носят фрагментарный характер.

Несмотря на существование работ, посвященных оценке бизнеса и стоимости ценных бумаг и вопросам управления, ряда экономистов и ученых таких, как: Б.Ю.Ходиев, А.В.Вахобов, Ш.Ш.Шохаъзамий, Б.Б.Беркинов, Б.Х.Пардаев, Р.А.Алимов, Н.Г.Каримов, Ф.А.Хамидова, И.Л.Бутиков, М.Б.Хамидулин, А.Р.Нагаев, А.И.Матяшин, М.М.Миркамолов, А.Н.Кравченко, В.А.Котов, М.П.Эшов, А.Ф.Хакимов, Ж.Ф.Каримов и другие⁶, только в отдельных работах⁷ были даны научно-концептуальные основы обеспечения эквивалентности цены и стоимости ценных бумаг, однако необходимость глубоких научных исследований в рамках вопроса обеспечения в комплексе взаимозаменимости на основе формирования

⁴ Chesley G.R. Valuing Business: Use of accounting earnings Saint Mary's University, Halifax, NS, 1999; Хикс Дж.Р. Стоимость и капитал. – М.: Прогресс. 1988. – 365 с.; Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. – М.: Интерреклама, 2003. – 688 с.; Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. Учебник. – М.: Финансы и статистика, 2003. – 704 с.; Десмонд Г.М., Келли Р.Э. Руководство по оценке бизнеса. – М.: РОО, 1996; Оценка стоимости ценных бумаг, Методическое пособие ИПО, Финансовая академия при правительстве РФ. – М.: 1999; Бердникова Т.Б. Оценка ценных бумаг. – М.: Инфра-М, 2006.-144 с.; Sharpe W.F. Capital Assets Prices: a Theory of Market Equilibrium under Condition of Risk // Journal of Finance, 1964, September; Сидни Коттл, Роджер Ф. Мюррей, Франк Е. Блок. “Анализ ценных бумаг” Грэма и Додда. – М.: ЗАО “Олимп-Бизнес”, 2000. – 674 с.; Шарп У., Александер Г., Дж. Бэйли., Инвестиции: Пер. с англ. – М.: ИНФРА-М, 1999. – XII, 1028 с.; Баффет У. Эссе об инвестициях, корпоративных финансах и управлении компаниями/Пер. с англ. – М.: Альпина Букс, 2005. – 268 с.; Русинов В.Н. Финансовый рынок: инструменты и методы прогнозирования. – М.: Эдиториал УРСС, 2000. Смирнов А. Кредитный “пузырь” и перколяция финансового рынка. //Вопросы экономики, М., 2008. – №10. –С.4-31.;

⁵Смирнов А. Кредитный “пузырь” и перколяция финансового рынка. //Вопросы экономики, -М., 2008. – №10,-С.4-31.

⁶Ходиев Б.Ю., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н. Бизнес кийматини бахолош: Олий таълим муассасаларининг талабалари учун ўқув қўлланма. Ўзбекистон Республикаси олий ва ўрта махсус таълим вазирлиги, Тошкент Давлат иқтисодий университет. – Т.: “IQTISOD-MOLIYA”, 2007. -256 б.; Каримов Н.Г. Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестиция фаолиятини молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш масалалари. – Т.: Фан ва технология, 2007.; Хамидова Ф.А. Анализ и пути привлечения портфельных инвестиций в приватизированные предприятия. Автор-т.к.э.н. БМА, 2008; Бутиков И.Л. Рынок ценных бумаг Узбекистана: проблемы функционирования и развития. – Т.: Консаудитинформ-нашр, 2008. – 224 с.; Арифджанова С.А. Проблемы развития внебиржевого рынка корпоративных ценных бумаг в условиях либерализации экономики: Автореферат дисс.... канд. экон. наук. – Ташкент, 2002. -20 с.; Кахаров К.К. Развитие рынка ценных бумаг Узбекистана: Автореферат дисс....канд. экон. наук. – Москва, РЭА им.Г.Плеханова, 2010. – 25 с.

⁷Шохаъзамий Ш.Ш. Биржевая деятельность. – Т.: Илм зиё, 2011.- 288 с.; Качество индустрии рынков: финансового и ценных бумаг. – Т.: ТФИ, 2004.-138 с.; Основы секьюритетики.-Т.: Iqtisod-moliya, 2005.-376 с.; Концепция сущности рынка ценных бумаг.//Молия, Т., 2009. – №1. – С. 82-91.; Как можно оценить “пузырь” на рынке ценных бумаг.//Биржа эксперт, Т., 2010. – №1. – С. 35-38.

объективной рыночной цены и справедливой оценки стоимости акций является основой выбора темы данной диссертации.

Связь диссертационного исследования с планом научно-исследовательских работ высшего образовательного учреждения, где выполнена диссертация. Данное диссертационное исследование выполнено в рамках стратегических научных исследований плана научно-исследовательских работ Ташкентского финансового института на тему “Научные основы координирования финансовой, банковской и учетной системы в условиях модернизации экономики”.

Целью исследования является разработка предложений и рекомендаций, направленных на оценку рыночной стоимости и формирование объективной цены акций эмитентов Узбекистана, а также обеспечения эквивалентности стоимости и цены акций.

Задачи исследования:

научно обосновать финансовые эквивалентности бизнеса эмитента на основе формирования теоретических взглядов и понятий о значении стоимости и цены акции, видов, взаимосвязанности и эквивалентности, а также факторов, влияющих на них;

дать научные заключения и рекомендации по использованию в условиях Узбекистана формирования цены и оценки стоимости акций на основе систематизации методов и подходов мировой практики;

анализировать тенденции формирования цены и оценки стоимости акций, определить свойства и проблемы, оценить уровень взаимной эквивалентности стоимости и цены акций акционерных обществ в условиях Узбекистана;

разработать усовершенствованную методологию оценки рыночной стоимости акций и пакета акций;

учитывать риски эмитентов и акционеров в управлении и оценке стоимости акций, определить пути применения информационных технологий и бенчмаркинга;

расширить систему и методологию оценки при формировании рыночной стоимости и биржевой цены акций.

Объектом исследования считаются службы оценки стоимости акций и рынок акций в Узбекистане.

Предметом исследования считаются отношения, возникающие в процессе обеспечения эквивалентности стоимости и цены акций, а также формирования цены и оценка рыночной стоимости акций.

Методы исследования. В процессе исследования использованы методы наблюдения, систематизации и группировки сведений, корреляционно-регрессионный, сравнения, анализа тенденций и прогнозирования.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

обосновано повышение уровня транспарентности (информационной прозрачности) корпоративных эмитентов путем классификации на различные категории по ликвидности акций, а также уровню риска и активности, цели эмитентов и инвесторов акций;

обосновано обеспечение эквивалентности стоимости и рыночной цены акций определённой оценочными услугами путем подхода к ней в качестве отдельной субстанции;

совершенствование методов и подходов, основанном на затратном, доходном и сравнительном сопоставлении оценки стоимости акции на основе введения службы независимого инвестиционного консультанта и внутреннего оценщика в структуре корпоративного управления акционерных обществ;

совершенствован анализ взаимосвязи тенденций формирования цены и оценки стоимости акций, а также метод оценки уровня эквивалентности стоимости и цены акций в акционерных обществах в условиях Узбекистана.

Практические результаты исследования состоят в следующем:

систематизированы методы и подходы формирования оценки стоимости и цены акций в мировой практике;

даны научные заключения и предложения по применению совершенствованной и соответствующей методологии оценки стоимости акций в условиях Узбекистана;

раскрыты своеобразие оценки рыночной стоимости акций и пакета акций в условиях Узбекистана;

определены пути применения информационных технологий и бенчмаркинга, учета рисков эмитентов и акционеров;

совершенствована методология оценки формирования рыночной стоимости и биржевой цены акций.

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования определяется исследованием научных взглядов местных и зарубежных ученых, а также специалистов, посвященных основным теоретическим и практическим проблемам формирования цены и оценки стоимости акций, использованием отчетов и сведений Агентства управления государственными активами Республики Узбекистан, Агентства развития рынка капитала, внедрением на практике крупных акционерных обществ республики основных научных результатов исследования.

Научное и практическое значение результатов исследования. Научное значение исследования определяется возможностью использования полученных в процессе исследования научных заключений и рекомендаций в перспективных специальных научно-исследовательских работах, направленных на обеспечение эквивалентности, а также формирование биржевой цены и оценку рыночной стоимости акций в Узбекистане.

Практическое значение исследования определяется возможностью использования заключений, теоретических рекомендаций и практических предложений по обеспечению эквивалентности, формированию цены и оценке рыночной стоимости акций в разработке государственных программ специальных мер, на практике институтов оценки и финансово-кредитных институтов, а также в учебном процессе высших и средне-специальных образовательных учреждениях.

Внедрение результатов исследования. На основе научных результатов, полученных исследованием путей обеспечения эквивалентности рыночной стоимости и цены акций, внедрено:

предложение по повышению уровня транспарентности корпоративных эмитентов путем классификации на различные категории по ликвидности акции, а также уровня активности и риска, цели эмитентов и инвесторов акции было использовано в процессе классификации акций акционерных обществ, входящих в состав акционерного общества «Узпахтасаноат» (справки акционерного общества «Узпахтасаноат» № 03-23/4318 от 17 июля и № 03-23/4318 от 27 сентября 2019 года). В результате внедрения данного предложения был достигнут листинг акций 98 предприятий;

предложение обеспечения эквивалентности рыночной цены акции, а также стоимости, определенной со стороны службы оценивания, путем подхода в качестве отдельной субстанции к оценке стоимости акции использовано в процессе оценки стоимости акций 42 хлопкоочистительных предприятий в составе АО «Узпахтасаноат» (справки акционерного общества «Узпахтасаноат» № 03-23/4318 от 17 июля и № 03-23/4318 от 27 сентября 2019 года). Внедрение данного предложения на практике позволило правильно оценить рыночную стоимость акций;

методологии и подходы, обоснованные на затратах, доходах и сравнительном сопоставлении оценки стоимости акции на основе введения службы независимого инвестиционного консультанта и внутреннего оценщика в структуру корпоративного управления акционерных обществ, использованы при оценке стоимости акций 42 хлопкоочистительных предприятий и 144 пунктов приема хлопка (справки акционерного общества «Узпахтасаноат» № 03-23/4318 от 17 июля и № 03-23/4318 от 27 сентября 2019 года). В результате внедрения на практике данного предложения достигнута оценка стоимости акции на 1255 млрд. сум;

предложение использования методологии оценки уровня взаимозаменяемости стоимости и цены акций акционерных обществ, а также анализ во взаимосвязи тенденций формирования цены и оценки стоимости акций в условиях Узбекистана внедрено на практике деятельности 42 хлопкоочистительных предприятий в составе АО «Узпахтасаноат» (справки акционерного общества «Узпахтасаноат» № 03-23/4318 от 17 июля и № 03-23/4318 от 27 сентября 2019 года). В результате внедрения на практике данного предложения достигнуто обеспечение взаимозаменяемости стоимости и цены акций на сумму 821 млрд. сум.

Апробация результатов исследования. Результаты данного исследования обсуждены на 14, в частности, 9 республиканских и 5 международных научно-практических конференциях.

Опубликованность результатов исследования. По теме диссертации опубликованы всего 19 научных работ, в том числе 5 статей изданы в научных журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией, из них 4-в республиканских, 1-в зарубежном журнале.

Структура и объем диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, трех глав, заключения и списка использованной литературы и состоит из 116 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении обоснованы актуальность и востребованность исследования, охарактеризованы цели и основные задачи, объект и предмет исследования, соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологии. Приведены сведения о научной новизне и практических результатах, о научном и практическом значении полученных результатов, внедрении результатов на практике, а также даны сведения о количестве опубликованных работ, структуре и объему диссертации.

В первой главе диссертации, названной **“Стоимость и цена акции – финансовые эквиваленты бизнеса эмитента: теоретические воззрения и подходы”**, всесторонне исследованы и сформированы соответствующие заключения по стоимости и цене акции, их значении, видам, взаимосвязанности и эквивалентности, факторам, влияющим на стоимость и цену акций, подходам оценки стоимости акций и формирования цены.

В республике важное значение имеет повышение инвестиционной активности при модернизации производства компаний путем развития акционерной формы имущества, это приводит к возникновению вопросов раскрытия значения рынка акций (РА) и рынка оценочных услуг их стоимости (РОУСА), развития во взаимосвязи и эквивалентности, обеспечения их эквивалентности при формировании объективной рыночной цены и объективной оценки стоимости, соответственно, акций (в том числе портфели акций). Здесь, в частности, важное значение имеет определение содержания, характеристики и классификации стоимости и цены акции, содержание рынка акций и рынка оценочных услуг стоимости акций, факторов, влияющих на них, взаимосвязанности и эквивалентности этих рынков, формирования объективной цены и объективной оценки рыночной стоимости акции, необходимости осуществления взаимосвязанности этих процессов, формирования теоретических взглядов и понятий о проявлении в качестве финансового аналога (эквивалента) бизнеса эмитента стоимости и цены акции, а также проблем использования в условиях Узбекистана подходов и методов формирования цены и оценки стоимости акции и определение свойств и приемлемой методологии.⁸

Теоретическое и практическое решение этих вопросов целесообразно осуществлять в контексте современной государственной макроэкономической политики на основе **“Стратегии действий”** по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годы.

⁸Все это непрерывно совершенствуется, соответственно, в условиях отдельно взятой страны, под влиянием различных факторов.

Деятельность по оценке акции, обладающей экономическим содержанием, юридической конструкцией и информационным обеспечением и одновременно проявляющейся в качестве капитала, товара и финансового инструмента, не рассматривается в должной степени в качестве отдельной субстанции.

Хотя рыночная стоимость и цена акции эмитента непрерывно связаны друг с другом, однако стоимость акции – это не её цена, а также именно такая субстанция в процессе затрат на капитал (акции), труд, средства и инициативу предпринимательства формирует и повышает стоимость бизнеса эмитента акции.

Вместе с этим, такой капитал (акция как капитал и субстанция) рассматривается в качестве продукта процесса деятельности эмитента. Такое положение принижает роль акции в качестве капитала. Именно возможность повышения на основе оценки капитала и его стоимости считается основой развития эмитента. В процессе накопления и активного использования капитала постоянно будут возникать вопросы формирования рыночной цены и оценки стоимости акции (акционерный капитал, портфель акций).

Акция, в отличие от других видов имущества, - накопление, которое в обращении одновременно в форме капитала, товара и финансового инструмента, и в качестве отдельной субстанции определена инвестиционными свойствами, а также содержанием акции и имеет возможности управления по данным правам, её экономическим содержанием являются понятия стоимости и цены, непрерывно связанные с правовыми и информационными свойствами.

На основе воззрений экономической теории стоимость и цена акции связаны с её пользой, качеством эмитента, востребованностью в реальных экономических условиях, а также соотношением потребности и предложения, с инвестиционной средой. В средства и инвестиционные качества фонда акции входят достоверность, стабильность, безопасность, ликвидность, доходность и рискованность.

В общем, чем больше количество и масштаб управленческих возможностей по данным правам в соответствии с содержанием акции, а также инвестиционным свойствам и фонду акции, тем выше (оценка) её стоимость и цена.

Стоимость акции – это не её цена, потому что стоимость акции определяется субъективно, с прагматическим мнением (обоснованным аналитическими формулами учета и заключениями экспертов) с точки зрения справедливости профессиональным оценщиком, продавцом, покупателем, эмитентом или потенциальным инвестором, а цена акции отражает условия договора купли-продажи, возникшего на основе предложений и потребностей фондового рынка (объективная конъюнктура), то есть оценивается стоимость акции, её цена оплачивается в соответствии с рыночной конъюнктурой.

В рамках экономических наук понятия имущество, акция, стоимость и цена в литературе на узбекском и русском языках (в том числе и зарубежном) в определенной степени имеют различное значение. Например, в литературе на узбекском языке цена и оценка объясняются как синонимичные термины. А в экономической литературе на русском языке, также как и в зарубежном (США, страны Европы), подчеркивается, что стоимость⁹ («cost», «value», «appraisal», «assess») и его финансовая цена (то есть «оценка», «estimation», «valuation», «mark»), а также цена («price») - это различные понятия.

Слово оценка (appraise, estimation, valuation, mark) имеет несколько значений: определение цены, определение стоимости (оценка), оценка уровня пользы и ценности, количественная оценка, процесс заключения о ценности или качестве. Здесь термин «оценка», смотря на содержание цели и условия оценки, может выражать несколько значений: действие в рамках оценивания, заключение о стоимости или заключение по итогам исследования. Поэтому на русском языке оценивающее лицо называют «оценщик», а на английском - «appraiser».

Рыночная цена стоимости акции – это справедливая (объективная) стоимость, оцененная со стороны независимого эксперта (оценщика) в условиях конкуренции под влиянием макро-, микро- и специальных факторов и принятая как близкая к рыночной цене с точки зрения объективности заинтересованными сторонами.

Объективная цена акции – это объективная цена, сформированная на основе свободной, высокоорганизованной, в соответствии со спросом и предложением ликвидного рынка, а также на основе стоимости договоров купли-продажи, составленных добровольно под действием психологии рыночных рисков и движений, акции.

Уровень взаимосвязи рыночной стоимости неликвидных и низколиквидных акций и цены вторичного рынка, соответственно, является очень низким и не связанным. А взаимосвязь рыночной стоимости и цены ликвидных акций бывает высокой. Обычно стоимость акции определяется в соответствии с целью оценивания, затем устанавливается рыночная цена акции на основе договора купли-продажи в соответствии с предложением и спросом текущего времени акций, опираясь в первое время на эту стоимость.

На рынках формирования рыночной цены и службах оценки стоимости акций, соответственно, эффективно перераспределяются фонды, инвестиции и акции посредством объективных цен и справедливой стоимости.

⁹ Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003.-688 с.; Григорьев В.В., Федотова М.А. Оценка предприятий: теория и практика/Под ред. В.В.Григорьева.- М.: ИНФРА-М, 1997. – 318 с.; Грязнова А.Г., Федотова М.А. Оценка бизнеса. Учебник. - М.: Финансы и статистика, 2003. - 704 с.; Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006.-144 с.; Шоҳаъзамий Ш.Ш. ва бошқалар. Мулк ва уни баҳолаш хизматлари бозорлари ҳамда реал иктисодиётнинг ўзаро макрорегулятив боғлиқлиги: муаммолар ва назарий қарашлар.//Молия. -Т., №4, 2010.-6.58-63; Турли мулк қийматини баҳолашнинг услубий асослари: тизимлаштирилган назарий тушунчалар, ёндашув ва усуллар.// Биржа эксперт. -Т., №3, 2011.-сс.6-11; www.appraiser.ru.; www.mrsa.ru.

Стоимость акций оценивается комплексно с учетом влияния различных внутренних фундаментальных, специальных и внешних факторов, а также тенденций рынка акций и рынка оценочных услуг стоимости акций.

Различной стоимости и цены акции, соответственно, подходят методы и подходы, поэтому в современное время используются две концепции при их определении.

Первая концепция – она основывается на теории фундаментального, технического и анализа закономерностей рынка формирования цены на фондовом рынке.

Вторая концепция – это оценка стоимости акции со стороны независимого оценщика, которая основывается на учете затрат, сравнительном сопоставлении и учете доходов.¹⁰ Здесь оценка стоимости акции неразрывно связана с результатами различной деятельности эмитента и основывается, в основном, на анализе активов и изучении динамики доходов. Здесь необходимо, учитывая положительные и отрицательные стороны каждого подхода и метода, сферы использования и особенности, использовать их комплексно при оценке стоимости акций.

Во второй главе диссертации, «Свойства и тенденции формирования цены и оценки стоимости акций в условиях Узбекистана», рассмотрены вопросы связанности и тенденций развития рынков формирования цены и службы оценки стоимости акций, свойства механизма формирования цены и оценки рыночной стоимости акций, оценки взаимозаменяемости цены и стоимости акций акционерных обществ, а также приведены соответствующие заключения по данной главе. Основными критериями формирования цены и оценки стоимости акций служат следующие: цели оценки (связанные с целью приобретения акций в собственность), вид стоимости (цены), статус и показатели эмитента, инвестиционные и накопительные свойства, определенные с содержанием акции и возможности управления по законодательным правам.

Для выполнения различных фондовых операций по акциям необходимы виды цены и стоимости акций, номинальная стоимость, эмиссионная стоимость, балансирующая цена, базисная стоимость, дисконтированная стоимость, цена для учета, балансовая стоимость, базовая чистая стоимость, биржевая цена, цена котировки, рыночная стоимость, рыночная цена, инвестиционная стоимость, стоимость ликвидации, виртуальная стоимость и цена. В результате одна акция одновременно может обладать несколькими видами стоимости, отличающиеся количественными различиями.

Например, ликвидационная стоимость может быть в несколько раз меньше инвестиционной стоимости, а рыночная стоимость может быть намного больше номинальной стоимости. Виртуальная цена – больше

¹⁰ Микерин Г.И., Гребенников В.Г., Нейман Е.И. Методологические основы оценки стоимости имущества. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2003. - 688 с.; Григорьев В.В., Федотова М.А. Оценка предприятий: теория и практика/Под ред. В.В.Григорьева.- М.: Инфра-М, 1997. – 318 с.; Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006. -144 с.; Ходиев Б.Ю., Беркинов Б., Кравченко А. Бизнес кийматини бахолош. - Т.: Iqtisod-moliya, 2007. -256 б.

психологический фактор, возникает за счет недостаточной информированности, спекуляций и манипуляций.

Оценка стоимости акций рассматривается в следующих случаях: в процессе эмиссии (стоимости затрат, связанных с выпуском и размещением акций, то есть чистая стоимость), при покупке (в качестве доходов, получаемых в перспективе), в процессе конвертации (в качестве стоимости, покрывающей обмениваемую финансовую активность), в целевом оценивании операций, связанных с безликвидными и низколиквидными акциями, в вопросах регулятивного управления стоимостью акций. На основе принципа эквивалентности экономической системологии, рынок оценочных услуг стоимости акций и рынок акций структурно и содержательно различны, однако через общий регулятор они связаны между собой и, в идеальном случае, эквивалентность оценки стоимости и сформированной цены является основанием принять данные рынки как взаимозаменяемые. В результате их условно можно выражать в качестве единого рынка цены и оценки стоимости акций.

С точки зрения макроэкономики, в комплексном регулировании двух рынков и на этой основе в обеспечении их эквивалентности важную роль играет регулятивная функция государства (то есть его полномочного органа). Эффективное выполнение данной функции посредством общего регулятора позволит достичь необходимую эквивалентность этих рынков.

Именно с этой точки зрения их можно принять как единый рынок в качестве рынка взаимосбалансированных рыночных стоимости и цены со стороны регулятора акций. Здесь со стороны регулятора учитывается динамика тенденционных закономерностей обеих рынков, так как на эти процессы оказывают влияние различные внутренние фундаментальные и внешние факторы.

В общем, влияние оцененной стоимости акции на цену и, наоборот, их трансформация, исходя из значения каждого рынка, проявляется по-разному, влияния тенденций и различных факторов.

Нарушение эквивалентности приводит к следующим:

1) если разница между оценкой рынка оценочных услуг и стоимостью акций будет в пользу второго, то в этом случае цена рынка оценочных услуг на рынке акций будет оценена выше, то есть это свидетельствует о появлении состояния «пузыря»;

2) если разница между рынком оценочных услуг и ценой на рынке акций будет в пользу первого, то в этом случае цена рынка оценочных услуг относительно рынка акций будет оценена ниже, то есть появляется положение «обесценения» в рынке акций.

Обеспечение соответствия и эквивалентности между рынком оценочных услуг и рынком акций требует комплексного контроля и приведения в соответствие (регулирования) со стороны государства этих рынков.

Здесь, в идеальном случае, рынок оценочных услуг стоимости акций будет эквивалентен рынку акций, значит, состояние рынка и через него все

события, происходящие в социальной, экономической и политической жизни страны, подобно рынку акций, будут отражены (в качестве «барометра») в эквивалентном качестве.

По нашему мнению, только в этом случае можно макрорегулятивно обеспечить взаимную связь и стабильность рынка акций и реальных социально-экономических процессов. Здесь РА и реальные социально-экономические процессы необходимо рассматривать под влиянием факторов и в рамках политики развития рынка современных имущественных отношений государства.

В условиях Узбекистана важное значение имеют анализ тенденций формирования цены и оценки стоимости акций во взаимосвязи с макроэкономической политикой, оценка уровня взаимозвешиванности цены и стоимости акций акционерных обществ, определение существующих проблем и достижение их решения.

Несмотря на то, что из года в год в Узбекистане повышаются тенденции рынка ценных бумаг и рынка оценочных услуг, их роль в экономике остается низкой. Потому что их инфраструктура и регулятивная база несовершенны. На рынке акций, в основном, в обращении неликвидные и низколиквидные акции, инвестиционный риск высокий, из-за неразвитости стабильного вторичного долгосрочного рынка акций, формирование рыночной цены, являясь высоковолатильной, не имеет объективного характера. Несмотря на высокое участие государства в структуре акционерного капитала, финансовые результаты и доходы многих компаний имеют тенденцию роста. Количество эмитентов акции из года в год уменьшается, а объем продаж и эмиссия акции увеличивается.

В оценочной деятельности на стоимость акций компаний оказывают влияние их активы и пассивы в качестве микрофакторов, текущее финансово-экономическое и производственное состояние, приоритеты развития бизнеса в перспективе, структура акционерного капитала и участие в ней государства, механизм корпоративного управления. Здесь стоимость и цена акций компаний – это паритеты среди цен и между стоимостями в рынка стоимости и цены акций, их (стоимости и цены) верхняя граница определяется макрофакторами, а нижняя граница определяется микрофакторами и перспективами развития эмитентов. Поэтому в условиях Узбекистана для успешного инвестирования акций и эффективного управления их портфелем требуется не только правильно осознать понятия стоимости и цены, но и правильно их анализировать и использовать. Однако практика Узбекистана и зарубежья показывает, что оценка (стоимости и цены) количества виртуального состава (то есть «пузырь») активов остается все еще проблемой. Методы оценки количества виртуального состава активов достаточно освещены, но в условиях Узбекистана их применение трудно из-за неразвитости вторичного рынка акций.

Классификация факторов¹¹

	Группы классификации	Основные факторы, проявляющиеся в количественных индикаторах и различных качественных влияниях
1	Внешние факторы	<ul style="list-style-type: none"> - финансовые глобализационные тенденции - экономические циклы и соответствующие им кризисы - цены мировых рынков - мировая нестабильность - тенденции своеобразного развития каждого мирового государства
2	Внутренние фундаментальные факторы	<ul style="list-style-type: none"> - модель, выбранного обществом социально-экономического, политического и правового развития - социально-культурное развитие общества - обладание ресурсами и географическое положение - макроэкономическое условие и стабильность, инвестиционная среда и кредитный рейтинг государства - проблемы и тенденции своеобразного развития регионов и районов страны - уровень развития системы собственности, человеческий фактор - уровень развития государственных институтов
3	Специальные внутренние факторы	<ul style="list-style-type: none"> - уровень риска рынка имущественных отношений - уровень развития и конкурентоспособности институтов оценки - развитость рыночной инфраструктуры, её открытость (транспарентность), уровень международной интегрированности - среда бизнеса и принимаемые решения - технические свойства, показатели и качества акций эмитента

Как показано в таблице 1, отношения рынка стоимости и цены акций и развитие тенденционных закономерностей, а также факторы, определяющие развитие механизма оценки, можно классифицировать, разделив на три крупные группы, и факторы каждой группы по их содержанию можно охарактеризовать следующим образом.

Необходимо характеризовать в комплексном порядке во взаимосвязи друг с другом факторы каждой группы, приведенной в таблице 1, и изучить их системно.

Влияние на РАРЦ мировой глобализации похоже на фактор накопления национального богатства. В результате данного процесса рынок стоимости и цены акций обладает интегрированной в мировом масштабе формой, влияющую на риски и факторы, приведенные в таблице 1.

Тенденции развития под влиянием факторов рынка стоимости и цены акций, приведенные выше, в процесс оценки на практике институтов, осуществляющих деятельность на рынке службы оценки стоимости акций в соответствии с механизмом оценки, можно отразить в следующей модели (Рис.1).

¹¹Источник: составлен автором.

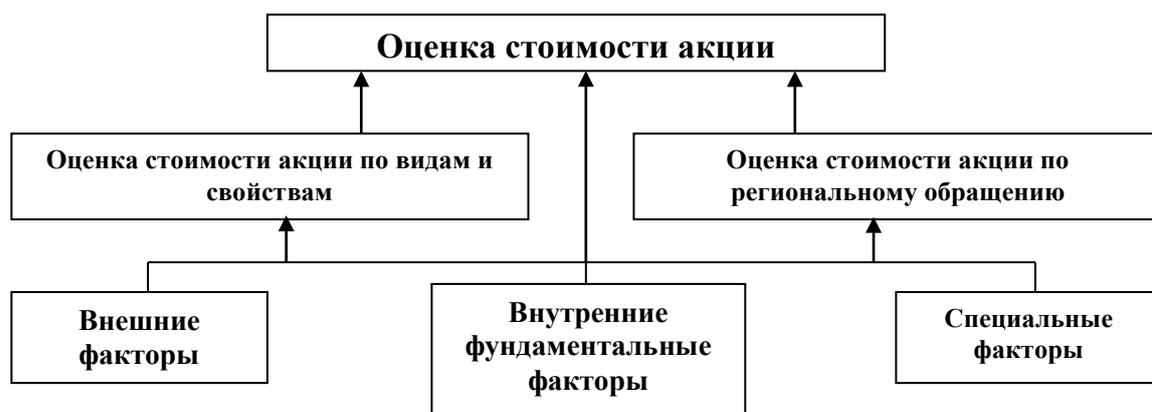


Рис. 1. Модель оценки стоимости акции¹²

По рис. 1 видно, что процесс учета действительной рыночной стоимости состоит из двух структурных частей и комплекса факторов, влияющих одинаково на каждый из них и, в общем, на процесс оценки.

Если смотреть с научно-методологической и практической точки зрения, то целесообразно оценивать отдельно стоимость акции по каждой структурной части. Здесь параметры и свойства акции как товара, денежного документа и качества капитала определяются, как показано в таблице 2.

Необходимо подчеркнуть, что при оценке стоимости акций влияние факторов из-за причины постоянного изменения в соответствии с изменениями различных параметров природных, социальных, экономических, правовых и региональных условий внутри временной единицы, рыночная оценка и рыночная цена акций тоже бывают изменчивыми.

**Таблица 2
Формы, свойства и параметры использования акции¹³**

Форма использования	Свойства	Параметры
В качестве товара	Доходность	Дивиденды, доход от разницы курса, участие в управлении компанией, заложить, внести в фонд устава
	Затраты на приобретение	Затраты на покупку и оформление права собственности, затраты на доведение акции до акционера, оплата посредников и консалтинговой службы
	Затраты на хранение	Затраты депозитарной службы
В качестве денежного документа	Затраты на осуществление права собственности	Затраты на депозитарную службу и регистрацию
	Затраты на организацию эмиссии и её размещение	Затраты на объявление в СМИ и рекламу, затраты на издание брошюры по акциям и регистрацию, затраты на проведение общего собрания акционеров, выпускающих акции, затраты на издание в СМИ отчетов по размещению акций
В качестве капитала	Затраты на оценку стоимости	Затраты за службу оценочной фирмы
	Затраты за сохранение	Затраты на депозитарий

¹²Источник: составлен автором.

¹³Источник: составлен автором.

Свойства влияния различных факторов на рынок стоимости и цены акций (Табл.2), а также на его ликвидные и низколиквидные акции можно отразить, как в таблице 3.

Таблица 3

Свойства влияния факторов на РАРЦ и стоимости ликвидных и низколиквидных акций¹⁴

На РАРЦ развивающихся стран:		Развитые РАРЦ
Влияние внешних и макрофакторов сильное. Факторы отраслей слабо изменятся. Микрофакторы окажут влияние на собственников или изменение структуры собственности, на деятельность и финансовое положение компаний.		Микрофакторы окажут сильное влияние. Внешние и макрофакторы окажут влияние на деятельность компаний и их акций и с точки зрения введения соответствующих изменений.
На стоимость и цену ликвидных акций	На стоимость и цену неликвидных и низколиквидных акций	
Ситуации, оказывающие влияние на стабильное положение эмитента: -реорганизация компании; -государственное вмешательство в деятельность компании; -изменение продукции и цены сырья компании	Ситуации, оказывающие влияние на движение капитала в компании: -изменение финансово-экономического положения; -изменение портфеля заказов; -структура акционерного капитала. Если в компанию ввести средне- и долгосрочный капитал, то стоимость её акций повышается	

На основе анализа таблицы 3 можно сказать, что в развитых странах влияние факторов осуществляется в следующей последовательности: 1) влияние факторов, связанные с финансово-хозяйственной деятельностью компании; 2) влияние отраслевых факторов; 3) влияние макрофакторов. В развивающихся странах – это: 1) влияние внешних и макрофакторов; 2) влияние микрофакторов.

Технические факторы, учитываемые в оценке акций, приведены в таблице 4,¹⁵ среди них в качестве важного фактора можно указать на конъюнктуру рынка.

¹⁴Источник: составлен автором.

¹⁵Бердникова Т.В. Оценка ценных бумаг: Учебное пособие. -М.: ИНФРА-М, 2006. – С. 108.

Таблица 4

Характеристика и классификация технических факторов¹⁶

Факторы	Характеристика
Тенденция цен	Общее направление изменения цен при учете излишек минимальных, средних и максимальных цен, а также различий между спросом и предложением.
Тенденция объема рынка	Потребность рынка в инвестициях.
Динамика потребности и предложения	Объем предыдущих биржевой и внебиржевой торговых сессий.
Прозрачность условий (договора) продаж	Определение незаконных мотиваций продавца и инвестора.
Виды договора, форма учета и условия	Спот-договор, предварительная оплата полной суммы оказывает положительное влияние на оценку. Отрицательная ситуация, как растягивание оплаты пролонгации, снижает стоимость оценки.
Динамика рыночных договоров	Анализ влияния временного фактора на динамику уровня цен по объектам.
Средняя цена предложения	Средне-арифметическое количество, учтенное по всем предложениям в определенное известное время.
Средняя цена спроса	Средне-арифметическое количество, учтенное по всем потребностям в определенное известное время.
Средняя цена договоров	Средне-арифметическое количество, учтенное по всем договорам в определенное известное время.
Время оценки и определения цены	Оценка в определенное известное время бизнеса эмитента имеет важное значение, потому что со временем он изменяется.
Риск	Возможная нестабильность ликвидности и доходности, ожидаемой от акции.
Рыночная конъюнктура	Соотношение потребности и предложения в определенное известное время.

С целью анализа со статистической точки зрения факторов, влияющих на рыночную стоимость акций, использовали следующую регрессию:

$$Y = \beta_1 X_1 + \beta_2 X_2 + \beta_3 X_3 + \beta_4 X_4 + \beta_5 X_5 + \beta_6 X_6 + \beta_7 X_7 + \theta_i + \delta_t + \varepsilon_{it}$$

Где: Y – рыночная цена акции ($t+1$);

X_1 - коэффициент рентабельности уставного капитала;

X_2 - соотношение дивиденда к номиналу акции;

X_3 - EPS;

X_4 - соотношение собственных средств эмитента к задолженностям;

X_5 - коэффициент покрытия способности общих затрат;

X_6 - уровень годовой инфляции;

X_7 - курс валюты;

θ_i и δ_t - акционерные общества, изменчивые, отражающие влияние годов.

¹⁶ Источник: составлен автором.

При осуществлении этого регрессионного анализа были использованы финансовые показатели за 2015-2017 годы 6 акционерных обществ, осуществляющих деятельность в Республике Узбекистан, на основе базы сведений openinfo.uz, а также некоторых макроэкономических показателей касательно Узбекистана официального сайта World Bank.

Таблица 5

Статистический анализ изменчивых¹⁷

Изменчивые	Кол-во наблюдений	Среднее	Станд. ошибка	Минимум	Максимум
Рыночная цена акции	18	3322.884	3960.558	0.8	15760
Коэффициент рентабельности уставного капитала	18	32.189	51.06022	0.07	166.1
Соотношение дивиденда к номиналу акции	18	13.81139	20.95518	0	68.36
EPS	18	11.33206	8.685575	1.002	27
Соотношение собственных средств эмитента к задолженностям	18	45.924	95.70553	0.101	301.3
Коэффициент покрытия способности к общей оплате (затрате)	18	44.08756	64.58951	0.539	175.6
Уровень годовой инфляции	18	8.566667	4.244581	5.6	14.4
Курс валюты	18	4693.333	2484.986	2780	8100

Из сведений вышеизложенной таблицы видно, что количество наблюдателей равно 18, а также имеется большая разница между минимумом и максимумом стоимости акций, кроме этого, по коэффициенту рентабельности уставного капитала можно увидеть большую разницу. Если соотношение собственных средств эмитента с задолженностью составляет в среднем 46%, то самое высокое количество превысит 300%. Между количеством минимума и максимума почти всех показателей очень большая разница, это обеспечивает достоверность результатов регрессионного анализа.

Основной стороной, на которую необходимо обратить внимание при осуществлении регрессионного анализа, считается мультиколлинеарность. То есть, если два и более изменчивых будут друг другу в положительной или отрицательной корреляции, то это может привести к неопределенному результату нашего анализа. Поэтому была рассмотрена их корреляция.

¹⁷ Источник: рассчитан автором на основании сведений openinfo.uz, data.worldbank.org.

Таблица 6

Корреляция изменчивых¹⁸

Изменчивые	Y	X ₁	X ₂	X ₃	X ₄	X ₅	X ₆	X ₇
Y	1.0000							
X ₁	-0.3022	1.0000						
X ₂	-0.1032	-0.2591	1.0000					
X ₃	-0.1688	0.8067	0.1783	1.0000				
X ₄	0.4463	-0.0419	-0.2080	0.0338	1.0000			
X ₅	0.4772	0.3591	-0.2444	0.3845	0.8626	1.0000		
X ₆	0.2515	0.0918	-0.0654	0.1098	-0.1331	0.0332	1.0000	
X ₇	0.2424	0.0946	-0.0629	0.1141	-0.1320	0.0340	0.9981	1.0000

Из сведений таблицы видно, что корреляция высокая между курсом валюты и уровнем годовой инфляции, поэтому при осуществлении регрессионного анализа это должно быть учтено, а также эти две изменчивые будут отдельно введены в регрессионный анализ.

Таблица 7

Результаты регрессионного анализа¹⁹

Изменчивые	Модель 1	Модель 2	Модель 3
Коэффициент рентабельности уставного капитала	198.2**	197.3*	198.3*
	(65.70)	(77.44)	(77.68)
Соотношение дивиденда с номиналом акции	201.9*	201.7*	201.9*
	(93.16)	(92.84)	(92.16)
EPS	1,593**	1,577**	1,594**
	(529.7)	(514.0)	(510.3)
Соотношение собственных средств эмитента с задолженностями	-127.0***	-126.4***	-127.1***
	(16.56)	(21.11)	(20.94)
Коэффициент покрытия способности к общей оплате	-52.93	-53.198*	-52.9*
	(32.53)	(27.63)	(28.00)
Инфляция	8.901	83.67	
	(2,123)	(110.4)	
Курс валюты	0.129		0.144
	(3.821)		(0.199)
Неизменчивый	19,689**	19,494**	19,712**
	(6,842)	(5,121)	(5,170)
Количество наблюдателей	18	18	18
R-квадрат	0.867	0.867	0.867
Количество акционерных обществ	6	6	6
Стандартизованный R-квадрат	0.774	0.795	0.795
Уровень стандартных ошибок *** $p < 0.01$, ** $p < 0.05$, * $p < 0.1$			

При осуществлении регрессионного анализа используется метод твердого эффекта (fixed effect).

¹⁸ Источник: рассчитан автором на основании сведений openinfo.uz, data.worldbank.org

¹⁹ Источник: рассчитан автором на основании сведений openinfo.uz, data.worldbank.org

При рассмотрении результатов анализа определено влияние на рыночную цену акции таких изменчивых, как коэффициент рентабельности уставного капитала, соотношение дивиденда с номиналом акции, EPS и соотношение собственных средств эмитента с задолженностями. Если в зарубежных странах показатель EPS оказывает положительное влияние на рыночную цену акции, то результаты нашего анализа определили отрицательное влияние этого показателя. Это можно прокомментировать следующим образом.

Несмотря на то, что в некоторых акционерных обществах показатели EPS высокие, их обязательства по выплате дивидендов, то есть если дивиденды не будут выплачены полностью или даже частично, то это приведет к понижению рыночной стоимости акций акционерных обществ.

Если из изменчивых – коэффициент рентабельности уставного капитала, соотношение дивиденда с номиналом акции – оказывают положительное влияние, то такие изменчивые, как EPS и соотношение собственных средств эмитентов с задолженностью, оказывают обратное влияние на рыночную стоимость акций. То есть повышение этих показателей приведет к снижению рыночной стоимости акций. Если мы рассмотрим первую модель, то в ней участвуют все изменчивые, возникает результат о том, что из-за мультиколлинеарности коэффициент покрытия способности общей выплаты не влияет на изменение рыночной стоимости акции.

Однако определено, что во второй и третьей модели положительные друг другу корреляции уровня годовой инфляции, а также коэффициент покрытия способности к общей выплате через применение в отдельной регрессии валютного курса тоже оказывают отрицательное влияние на рыночную стоимость акции.

Был достигнут результат, что уровень годовой инфляции и курс валюты со статистической стороны не влияет. Это можно прокомментировать следующим образом. Из-за причины краткости годов исследования, а также повышения в 2017 году курса валюты более 2 раза, на основании результатов регрессии эти два показателя со статистической стороны были оценены как не оказывающие влияние на рыночную стоимость акций.

В общем, если аналитические результаты, приведенные в исследовании, положительные, однако можно заметить, что со стороны оценщиков акции компаний высоко оцениваются, хотя со стороны фондовой биржи они оцениваются низко. Значит, стоимость акций эмитентов Узбекистана нельзя считать справедливой стоимостью и объективной ценой. Такое положение говорит о большом объеме неликвидных и низколиквидных акций, об ином влиянии факторов на цену и стоимость акций в Узбекистане, значит, эквивалентность между ценой и рыночной стоимостью акций нарушена, методология оценки рыночной стоимости акций, соответственно, бизнеса эмитентов несовершенна.

В третьей главе диссертации, названной “Пути обеспечения эквивалентности цены и рыночной стоимости акций в Узбекистане”,

рассмотрены вопросы совершенствованной методологии оценки рыночной стоимости акций и пакета акций, учета рисков в управлении и оценке стоимости акций, использования бенчмаркинга и информационных технологий, расширения системы и методологии оценки в формировании биржевой цены и рыночной стоимости акций, а также даны заключения по данной главе.

Совершенствованную методологию оценки справедливой стоимости неликвидных и низколиквидных акций в условиях Узбекистана можно разработать в форме следующего алгоритма:

- 1) выбирается объект оценки;
- 2) проводится аудит и диагностика запасов и финансово-хозяйственной деятельности эмитента-компании;
- 3) деятельность компании осуществляется на основе сведений аудиторской проверки и диагностики;
- 4) выбираются методы и подходы оценки рыночной стоимости акций;
- 5) осуществляется полный порядок определения рыночной стоимости акций по выбранным каждым методам и подходам;
- 6) осуществляется полный порядок оценки интегральной стоимости акций на основе полученных результатов по выбранным методам и подходам;
- 7) определяется стоимость пакета аналога по интегральной стоимости оцененных акций, они сопоставляются, вносятся необходимые изменения;
- 8) определяется стоимость пакета акций с учетом существующих изменений, на основе самой близкой к рыночной стоимости акции.²⁰

Все существующие современные методы оценки стоимости акций можно использовать, разделив их на три категории;

- 1) методы учета по полученному доходу внутри временной единицы от денежных средств с учетом эффективности альтернативных вариантов инфляции и размещения капитала;
- 2) методы учета по доле активов, соответствующей одной акции;
- 3) методы, основанные на учете коэффициентов и индексов, комплексно отражающие компанию.

Существующие методы выбираются в соответствии с целями покупки акций (пакета акций).

Для полной, определенной и правильной оценки стоимости акций в условиях Узбекистана целесообразно разделить условно на три категории инвесторов и эмитентов рынка акций, соответственно.²¹

²⁰Здесь основные группы исправлений следующие: по состоянию стран, по состоянию отраслей, по финансовому состоянию компании и перспективному развитию бизнеса.

²¹Инвестор тоифалари: АИ тоифаси – дивидендлар олиш мақсадида акцияларни сотиб олувчи инвестор, яъни пассив миноритар (индивидуал) инвестор; БИ тоифаси – нафақат дивидендлар олиш, балки компания устидан назоратга эга бўлиш ва бошқаришда иштирок этиш мақсадида акцияларни сотиб олувчи инвестор, яъни стратегик (одатда узоқ муддатли) портфел инвестор; ВИ тоифаси – фонд бозори конъюнктураси ўзгаришига қараб акциялар бўйича курс тафовутидан фойда олиш мақсадида уларни қиска (узоқ бўлмаган) муддатга сотиб олувчи инвестор, яъни спекулятив портфел инвестор. Эмитент тоифалари: АЭ тоифаси – акциялари ликвидсиз ёки паст ликвидли, фонд биржасининг ҳеч қандай листингига қирмаган, улар бўйича инвестиция rischi юқори бўлган, ўсувчан эмитент-компаниялар; БЭ тоифаси – акциялари ликвидли, фонд

По причине неликвидности и низкой ликвидности акций многих компаний и в результате низкой привлекательности, при оценке рыночной стоимости этих акций необходимо воспользоваться вышеданными рекомендациями и методами, показателями, характеризующими эффективность эмиссии первичных акций и коэффициентами, отражающими оборот акций во вторичном рынке. Однако оценка стоимости пакета акций имеет свои свойства.

Потому что в современной практике оценки похожие друг на друга компании и стоимости пакетов акций во многих случаях оцениваются в разных размерах, что свидетельствует о неурегулированности методических подходов и несовершенствовании, о низком уровне справедливости, значит достоверности. Во многих случаях неправильная оценка идентичных, пакетов ценных бумаг, методических подходов и процесса оценки их стоимости связаны с неправильной организацией. Отсутствие необходимой квалификации в деятельности оценки, неполная разработка вопросов отдельной методики оценивания отрицательно влияют на объективность результатов оценки и профессиональную оценку пакета акций. При оценке учитываются контрольные и неконтрольные пакеты акций. Если стоимость пакета ценных бумаг определяется со стороны оценщика, то в этом случае основным определяющим фактором считается уровень бизнеса, связанный со сведениями хозяйствующих субъектов. Существует разница в оценке пакетов акций по таким целям, как купля, продажа, ликвидация, реструктуризация и залог.

Эти различия, являясь связанными с определенностью условий использования результатами оценки, имеют ввиду дополнительные отчисления.

Оценка пакета акций осуществляется по следующему алгоритму:

1) Стоимость оценки фирмы уменьшается пропорционально доле рассматриваемого пакета акций (100% простые акции):

$$V_{\text{пак}} = СК * d,$$

здесь: СК – рыночная стоимость, оцененная с помощью одного из методов оценки бизнеса предприятия;

d – оцениваемая часть.

2) Учитывая уровень контроля над предприятием, вносятся изменения в показатель **V_{пак}**., инвестору можно предоставить через продажу пакет акций в объеме **d**.²²

биржаси листингига кирган ва улар бўйича инвестиция rischi ўртача бўлган, барқарор ўсувчан, аммо оммавий даражага етмаган, эмитент-компаниялар; ВЭ тоифаси – акциялари фонд биржаларида “зангори фишкалар” каторига киритилган, юкори ликвидли ва инвестиция rischi паст бўлган йирик оммавий эмитент-компаниялар.

²² Бу ерда инвесторга таклиф этилаётган капиталда иштирок этишнинг назоратли ёки назоратсизлиги, харид қилинаётган пакет таркибидаги корхонанинг битта акцияси қийматига қандай таъсир этади деган савол туғилади. Хар хил баҳолар бўйича “назорат учун мукофот” СКнинг дастлабки баҳосидан 30–40% ташкил қилиши мумкин.

3) Проводится корректировка стоимости пакета акций фирмы в связи с ликвидностью и неликвидностью акций оцениваемой фирмы.

4) Если акции оцениваемой фирмы являются неликвидными и неразмещенными в фондовом рынке, то осуществляется отчисление V пак от результатов предыдущей корректировки.

Оценка – это правильный путь к управлению стоимостью, поэтому компания, его акционер должен усилить внимание вопросам рисков, управлению и оценке стоимости акций компании, повышения качества деятельности оценки, применения бенчмаркинга²³ и современных информационных технологий.

Здесь риск – это деятельность, связанная с устранением неопределенных, неожиданных случаев при принятии неизбежных решений, в процессе этой деятельности существуют возможности количественной и качественной оценки достижения ожидаемых результатов, невезения, отклонений.²⁴

Разница между риском и неопределенным неожиданным положением относится к методу подачи информации, определяется существованием неуправляемых изменчивых количественных возможных характеристик (в условиях риска) или их отсутствием (при неопределенных неожиданных случаях).

В этом содержании данные понятия используются в математической теории исследования операций, здесь выделяются вопросы принятия решений при существовании риска и в неопределенных неожиданных случаях. Значит, риск (случай риска) является одним из видов неопределенного неожиданного случая, возникновение случая будет возможным и его можно определить, то есть существует объективная возможность оценить возможные случаи, которые могут появиться в процессе деятельности. Здесь риск, по природе, обладает объективным и субъективным характером. Так как риск – это форма количественно-качественного выражения реально существующих неопределенных случаев. В количественном выражении риск определяется как изменение следующих показателей компании: показатель приведенной чистой стоимости (NPV), показатель внутренней нормы доходности (IRR), показатель срока покрытия (PB). Для оценки стоимости неликвидных и низколиквидных акций можно определить аналогичную компанию на основе бенчмаркинга. Для оценки эффективности деятельности компаний-конкурентов можно использовать показатели финансовой стабильности, доходности, платежеспособности и предпринимательской деятельности.²⁵

²³Бенчмаркинг – это изучение деятельности положительного опыта другой компании с целью использования в своей деятельности. Фирмы США используют бенчмаркинг для анализа качества товаров и затрат других ведущих зарубежных компаний в соотношении с качеством своих затрат и товаров.

²⁴Альгин А.П. Риск и его роль в общественной жизни. М.: Мысль, 1989. -192 с.; Шапкин А.С., Шапкин В.А. Экономические и финансовые риски. Оценка, управление, портфель инвестиций. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К», 2011. - 544 с.

²⁵Необходимо сказать, что на основе бенчмаркинга нельзя сравнивать узбекские компании с деятельностью зарубежных, однако в перспективе можно будет осуществить это сравнение.

Здесь порядок определения рыночной стоимости акции (компания) вбирает в себя следующие: выбор аналогичной компании, определение коэффициентов, связанных с различными факторами, оценка рыночной стоимости акций с учетом коэффициентов исправления. Систему оценки стоимости компании и его акций целесообразно расширить в следующих направлениях:

1. В деятельности экспертной комиссии фондовой биржи и аналитического отдела быть связанным с рынком услуг оценки стоимости ценных бумаг на основе обязательного использования службы независимого оценщика.

2. В структуре корпоративного управления акционерных обществ обеспечить непрерывную связь тенденций рынка услуг оценки стоимости акций и рынка акций на основе введения служб внутреннего оценщика и независимого инвестиционного консультанта.

3. Ввести межрыночные регулятивные нормы, обеспечивающие эквивалентность друг другу оцененных стоимостей на рынке услуг оценки стоимости и цены акций на рынке.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В качестве результатов диссертационного исследования даны следующие важные заключения и в их составе научные взгляды и рекомендации:

1. Деятельность оценки, неразрывна связанная с рынком акций, терминологический аппарат, теоретические взгляды и методологическая база данной деятельности, соответствующие экономическому содержанию рынка услуг и особенно условиям отдельно взятой страны, под влиянием различных факторов неразрывно совершенствуются.

2. Экономика Узбекистана имеет тенденцию стабильного роста, однако рынок акций (РА) и рынок оценочных услуг стоимости акций, соответственно, оценка стоимости акций и рыночной цены не отвечают полностью требованиям современной макроэкономической политики государства. Здесь рынок акций и рынок оценочных услуг стоимости акций под влиянием макро- и микрофакторов связаны друг с другом, несмотря на различия их объемов, тенденция движения синхронна.

3. Сейчас в деятельности фирм оценки и фондовой биржи используются подходы и методы формирования цены и оценки стоимости акций (пакета акций) без полного учета влияния реальных факторов в условиях Узбекистана. В результате разница между стоимостью и ценой акций становится очень ощутимой, значит, нельзя сказать об объективности цены и справедливости стоимости акций (пакета акций) эмитентов Узбекистана. Мы думаем, что в среднесрочной перспективе влияние негативных факторов на положительные факторы уменьшится, это может привести к уменьшению объема неликвидных и низколиквидных акций в Узбекистане, развитию

вторичного рынка, исправлению разницы между ценой и стоимостью акций (на уровень необходимой эквивалентности). Поэтому необходимо дополнить и совершенствовать национальный стандарт № 9 “Оценка стоимости бизнеса” и данные в нем методики с целью повышения на более высокий уровень транспарентность эмитентов и справедливость в оценке рыночной стоимости акций в Узбекистане.

4. Неликвидные и низколиквидные акции обладают внутренней (фундаментальной) стоимостью, эту стоимость в большинстве случаев можно принять как стоимость, близкую к рыночной стоимости акций. Внутренняя (фундаментальная) стоимость формируется под влиянием внутренних факторов компании-эмитента, то есть его активов и пассивов, текущим финансово-экономическим и производственным состоянием, приоритетом развития бизнеса в перспективе.

5. Стоимость и цена акций компаний в Узбекистане – это паритеты между ценой и стоимостью, их высшая граница определяются макрофакторами, низшая граница – микрофакторами и перспективами развития эмитентов.

6. В процессе максимизации бизнеса компании на основе стабильности рыночной стоимости и цены акций необходимо провести мониторинг их взаимозаменяемости, оценивать и управлять. Потому что в течение определенного времени под влиянием различных факторов меняются бизнес компании, стоимость и цена акции.

7. Фундаментальные показатели компании и тенденции рынка акций, бизнес компании и стоимость и цена акций не всегда могут быть правильными, полными и определенными. Здесь проблемой является правильная и полная оценка виртуального актива.

Целесообразны следующие практические предложения, разработанные в рамках диссертационного исследования:

1) все методы оценки стоимости акций, существующие сейчас, необходимо использовать, разделив их на следующие категории:

методы учета по полученному доходу за единицу времени от привлеченных денежных средств с учетом эффективности альтернативных вариантов размещения капитала и инфляции;

методы учета по доле активов, приходящих на одну акцию;

методы, основанные на учете коэффициентов и индексов, комплексно отражающие компанию;

2) Для полной, определенной и правильной оценки стоимости акций в условиях Узбекистана целесообразно выделить три категории инвесторов рынка акций:

категория ИА – инвестор, покупающий акции с целью получения дивидендов, то есть пассивный миноритарный (индивидуальный) инвестор (такой инвестор обычно пользуется существующими подходами и методами фундаментального анализа оценки, его потребности удовлетворяются со

стороны эмитентов-компаний, основанных на капитализме “держателей контрольных акций” (stakeholder capitalism) в структуре акционерного капитала);

категория БИ – инвестор, покупающий акции не только с целью получения дивидендов, а с целью управления и контроля над компанией, то есть инвестор стратегического портфеля (обычно долгосрочный) (такой инвестор одинаково пользуется методами существующей оценки, а также методами фундаментального и технического анализа, его потребности удовлетворяются со стороны эмитентов-компаний, основанных во многом на «stakeholder capitalism» структуры акционерного капитала);

категория ВИ – инвестор, покупающий акции на короткий срок с целью получения дохода от разницы курсов по акциями, смотря на изменение конъюнктуры фондового рынка, то есть инвестор спекулятивного портфеля (этот инвестор, в основном, использует методы технического анализа и существующие теории спекулятивного фондового рынка, его потребности удовлетворяются открытым и общим эмитентом-компанией, структура акционерного капитала которой очень размельчена.).

3) Эмитенты акции необходимо подразделить на три категории:

категория АЭ – эмитенты-компании, акции которых неликвидные или низколиквидные, не внесенные в листинг ни одного биржевого фонда, по ним очень высок инвестиционный риск, основанные на структуре «stakeholder capitalism» акционерного капитала;

категория БЭ – эмитенты-компании, акции которых ликвидны, внесены в листинг биржевого фонда и по ним инвестиционный риск бывает средним, стабильно растущие, однако перешедшие состояние «stakeholder capitalism» структуры акционерного капитала, но не достигшие уровня массовости;

категория ВЭ – крупные массовые эмитенты-компании, акции которых внесены в ряд «голубых фишек» в биржевых фондах, высоколиквидные и с низким инвестиционным риском.

4) Необходимо обладать критериями оценки прозрачности корпоративных эмитентов и повысить их уровень для достоверной, полной и правильной оценки стоимости акций в условиях Узбекистана, потому что компании, не обладающие информационной прозрачностью, повышают уровень риска инвесторов.

5) Путем оценки рисков деятельности компании и инвесторов повышается эффективность управления и оценки стоимости акций. В общем, оценка – это верный путь к управлению стоимостью. На практике компания и его акционеры должны изучать риски и оценку стоимости акций, а также пути их управления, они должны обладать квалификацией управления и оценки стоимости своего бизнеса с учетом рисков.

6) В процессе оценки бизнеса и стоимости акции, для того, чтобы понять природу предпринимательства и инвестиционного риска, необходимо знать пропорциональную взаимосвязь риска и прибыли и здесь из-за важной роли

риска и неопределенных неожиданных случаев становится сильным выражение «Любой риск снижает бизнес и стоимость акции». Именно тогда проявляется конструктивная форма регулятивной функции предпринимательства и инвестиционного риска.

7) Систему компании и оценки стоимости её акций целесообразно расширить в следующих направлениях:

в деятельности экспертной комиссии и аналитического отдела фондовой биржи на основе обязательного использования услуг независимого оценщика необходимо осуществлять совместно оценку ценных бумаг с рынком услуг оценки;

в структуре корпоративного управления акционерного общества обеспечить неразрывную связь тенденций рынка услуг оценки стоимости акции и рынка акций на основе введения службы внутреннего оценщика и независимого инвестиционного консультанта;

введение межрыночных регулятивных мер, обеспечивающих эквивалентность стоимостей, оцененных на рынке услуг оценки стоимости и рыночной цены акций.

8) Неликвидные и низколиквидные акции имеют только внутреннюю (фундаментальную) стоимость, поэтому данную стоимость необходимо принять как стоимость, близкую к рыночной стоимости, и как основу начальной цены акции в фондовом рынке.

9) На рынке акций и рынке услуг оценки их стоимости предлагается использовать секьюритизационный метод. Путем внедрения на практике заключений, предложений и рекомендаций, разработанные в диссертационном исследовании, можно добиться либерализации национальной экономики, модернизации, формирования объективной цены и достоверной оценки рыночной стоимости акций корпоративных эмитентов в условиях влияния факторов и рисков, а также обеспечения эквивалентности цены и стоимости акций и эффективной деятельности в связи с реальной экономикой рынка цены и стоимости акций.

**SCIENTIFIC COUNCIL DSc.27.06.2017.I.16.03 ON THE AWARENESS OF
ACADEMIC DEGREES AT THE TASHKENT STATE ECONOMIC
UNIVERSITY AND BANKING
FINANCIAL ACADEMY OF THE REPUBLIC OF UZBEKISTAN**

TASHKENT STATE ECONOMIC UNIVERSITY

KARABAEV SANJAR ABDUSAMATOVICH

**WAYS OF PROVIDING EQUIVALENCY OF MARKET VALUE
AND COST OF STOCKS**

08.00.07 - Finance, money circulation and credit

ABSTRACT
of the dissertation of the Doctor of Philosophy (PhD) in economic sciences

Tashkent - 2019

The topic of the dissertation of the Doctor of Philosophy (PhD) in economic sciences is registered in the Higher Attestation Commission under the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan under the number B2019.2.PhD/Iqt959.

The dissertation was completed at the Tashkent Financial Institute.

An abstract of the dissertation in three languages (Uzbek, Russian, English (resume)) is available on the website of the Scientific Council (www.tsue.uz) and on the Information and Education Portal "ZiyoNet" (www.ziynet.uz).

Scientific adviser: **Karimov Narboy Ganievich,**
Doctor of Economics, Professor

Official opponents: **Jumaev Nodir Hosiyatovich,**
Doctor of Economics, Professor,

Numanova Barno Mukhitdinovna,
PhD in Economics

Leading organization: **Academy of Public Administration under
the President of the Republic of Uzbekistan**

The dissertation will be defended on _____ «___» 2019 at ___ hours at a meeting of the Scientific Council for the award of the academic degree DSc.27.06.2017.I.16.03 at the Tashkent State University of Economics and the Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan. Address: 100003, Tashkent, st. Islam Karimov, 49. Tel: (99871) 239-28-72, fax: (99871) 239-43-51, e-mail: tdu@tdiu.uz

The dissertation can be found at the Information Resource Center of Tashkent State Economic University (registered for No. ___). Address: 100003, Tashkent, st. Islam Karimov, 49. Tel: (99871) 239-28-72, fax: (99871) 239-43-51, e-mail: tdu@tdiu.uz

Abstract of the dissertation sent «___» _____ 2019
(mailing protocol register № ___ of «___» _____ 2019)

A.Sh. Bekmurodov

Chairman of the Scientific Council for Awarding Scientific Degrees, Doctor of Economics, Professor

U.V. Gafurov

Scientific secretary of the Scientific Council for Awarding Scientific Degrees, Doctor of Economics, Professor

N.H. Jumaev

Chairman of the Scientific Seminar under the Scientific Council for Awarding Scientific Degrees, Doctor of Economics, Professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the doctor of philosophy (PhD))

The purpose of the research work is to develop scientific proposals and conclusions aimed at assessing the market value and forming an objective share price of issuers of Uzbekistan, as well as ensuring the equivalence of the value and price of shares.

The object of the research work is considered to be the stock price valuation services and the stock market in Uzbekistan.

The scientific novelty of the research work comprised of followings:

Increased transparency (information transparency) of corporate issuers is justified by categorizing the liquidity of shares, as well as the level of risk and activity, the goals of issuers and investors of shares;

It is justified to ensure the equivalence of a certain value on the part of the valuation service, as well as the market price in the valuation of the share by approaching it as a separate substance;

Improving cost-based, revenue-based and comparative comparisons of equity valuation through the introduction of an independent investment advisor service and an internal assessment into corporate governance Public companies;

Improved analysis of the relationship between trends in price formation and valuation of shares, as well as the method of assessing the level of equivalence of the value and price of shares in equity companies in Uzbekistan.

Implementation of the research results. Based on the scientific results obtained by the study of ways to ensure the equivalence of market value and share price:

Proposal to increase transparency of corporate issuers by categorizing into different categories by equity liquidity, as well as the level of activity and risk, the goals of issuers and investors of the stock was used in the process of classifying the shares of the companies that are part of the Uzpakhtasanoat company (references of The Uzpakhtasanoat Company No. 03-23/4318 of July 17 and No. 03-23/4318 of September 27, 2019). As a result of the implementation of this proposal, a listing of shares in 98 enterprises was achieved;

Offer to ensure the equivalence of the market price of the stock, as well as the value determined by the valuation service, by approaching as a separate substance to the valuation of the share used in the valuation of the stock 42 cotton-cleaning companies within Uzpakhtasanoat (Uzpakhtasanoat No. 03-23/4318 of July 17 and No. 03-23/4318 of September 27, 2019). Implementation of this proposal in practice made it possible to correctly estimate the market value of the shares;

Methodology and approaches based on costs, revenues and comparative comparison of with the valuation of a stock based on the introduction of an independent investment advisor and internal appraiser into the corporate governance structure of equity companies used in the valuation of the shares of 42 cotton-cleaning companies and 144 cotton reception points (references of the Uzpakhtasanoat Company No. 03-23/4318 of July 17 and No. 03-23/4318 of September 27, 2019). As a result of the implementation of this proposal, an estimate of the value of the stock was reached at 1255 billion. Sum.

The proposal to use the methodology of assessing the level of mutual equivalence of the value and price of shares of public companies, as well as analysis in the relationship between trends in price formation and valuation of shares in Uzbekistan, has been implemented in practice 42 cotton-cleaning companies within Uzpakhtasanoat (Uzpakhtasanoat No. 03-23/4318 of July 17 and No. 03-23/4318 of September 27, 2019). As a result of the implementation of this proposal, the mutual equivalence of the value and share price of the amount of 821 billion shares has been achieved. Sum.

The results of the research. The results of the research were discussed at 14 scientific conferences, including 9 Republican and 5 International conferences.

Publication of research results. There are 19 scientific papers on dissertation, in turn, in scientific publications which recommended by the Supreme Attestation Commission on the publication of the main scientific results of doctoral dissertations, 5 scientific articles were published, of which 4 articles were in Republican and 1 article was in Foreign Journals.

Structure and extent of dissertation. The dissertation consists of 116 pages, including introduction, three chapters, conclusions and a list of references and bibliography.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть, part I)

1. Karabaev S.A. Analysis of past and current state of stock exchange and determining market price of stocks in Uzbekistan.//International Jurnal of Economics, Commerce and Management. United Kingdom ISSN 2348 0386 Vol. VII, Issue 4, April 2019. (Global impact factor - 0.656).

2. Карабаев С.А. Акция қиймати ва нархига таъсир этувчи омиллар.// «Молия». – Тошкент, 2019. - №3. 11-20 б. (08.00.00; №12).

3. Карабаев С.А. Акциялар бозор қиймати ва нархи эквивалентлигини таъминлаш йўллари ТДИУ.// Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар/ ТДИУ 2019. - №3. май-июнь. (08.00.00; №3).

4. Карабаев С.А. Акциялар баҳоси ва нархи бозорининг ривожланиш тенденциялари.// «Бозор, пул ва кредит». - Тошкент, 2011. - №11. 51-53 б. (08.00.00; №4).

5. Карабаев С.А. Корхоналар бизнес – базиси, акциялар бозор баҳосининг ўзаро эквивалентлигини таъминлаш муаммолари ва ечими.//«Молия». - Тошкент, 2009. - №3. 67-71 б. (08.00.00; №12).

6. Карабаев С.А. Анализ и пути обеспечения эквивалентности рыночной цены акций и их реальной базисной рыночной стоимости.//Двадцать четвёртые Международные Плехановские чтения: Тезисы докладов. - Москва, 2011. 320-321с.

7. Карабаев С.А. О необходимости обеспечения эквивалентности справедливой рыночной стоимости и цены акций во взаимосвязи с рыночной стоимостью реального актива.//Тезисы и доклады международной научно-практической конференции на тему: Трансформация экономических отношений в условиях преодоления последствий глобального финансово – экономического кризиса. - Москва, 2010. 159-160 с.

8. Карабаев С.А. О проблеме анализа эквивалентности стоимостей акций и их эмитентов в условиях финансовой глобализации и кризисов.// «Жахон молиявий – иқтисодий инқирози шароитида бухгалтерия ҳисоби, аудит ва таҳлилни такомиллаштириш масалалари». Республика илмий-амалий конференция материаллари. - Тошкент, 2009. 185-189 б.

9. Карабаев С.А. К проблеме анализа и обеспечения эквивалентности рыночной стоимости акций и их бизнес-базиса.// «Иқтисодий оқимлар доиравий айланиш жараёнининг ижтимоий йўналтирилган бозор иқтисодиётини шакллантиришдаги роли: назарий қарашлар ва замонавий талқинлар». Республика илмий-амалий семинар материаллари. - Тошкент, 2009. 113-115 б.

II бўлим (II часть, part II)

1. Карабаев С.А. Оценка инвестиционной привлекательности компаний в условиях рыночной экономики.// «I Международная конференция стоматологов», Ташкент 2017. 526-527 с.

2. Карабаев С.А. Акциялар бозор қиймати ва нархи эквивалентлигини таъминлаш йўллари.// «Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида молия бозорини ривожлантириш истиқболлари» Республика илмий амалий конференция материаллари Т.: 2012, 254-257 б.

3. Карабаев С.А., Абдикаримова Д.Р. Оценка рыночной стоимости акций и их эквивалентность бизнес – базису компаний.// «Иқтисодиётни модернизациялаш шароитида молия бозорини ривожлантириш истиқболлари», Республика илмий амалий конференция материаллари -Т.: 2012. 204-206 б.

4. Карабаев С.А. О факторе нарушения принципа эквивалентности акций и их бизнес – базиса на мировых фондовых рынках в свете книги Президента Республики Узбекистан И.А. Каримова «Мировой финансово-экономический кризис, пути и меры по его преодолению в условиях Узбекистана».// «Жахон молиявий – иқтисодий инқирози шароитида молия ва бюджет тизимини такомиллаштириш масалалари». - Тошкент, 2010. 157-159 б.

5. Шохазамий Ш.Ш., Карабаев С.А. Проблемные вопросы анализа и обеспечения эквивалентности рыночной стоимости акций и их бизнес – базиса.//Сборник научных трудов МГЭИ. - Москва, 2009. 54-57 с.

Автореферат “Жамият ва бошқарув ” журналида таҳрирдан ўтказилди
(08.10.2019)

Босишга рухсат этилди: 02.11.2019 йил.
Бичими 60x84. «Times New Roman»
Гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табағи 3,6. Адади: 100. Буюртма №58

«IQTISOD-MOLIYA» нашриёти,
100000, Тошкент, Амир Темури кўчаси, 60^а.

«HUMOYUNBEK-ISTIQLOL MO‘JIZASI»
босмахонасида чоп этилди.
100000, Тошкент, Амир Темур кўчаси, 60^а.