

## Анализ фондового рынка Узбекистана и оценка стоимости акций на рынке

**Камилова Севара Анваровна**  
Преподаватель кафедры «Финансы»  
Ташкентского финансового института

### ABSTRACT

Так как фондовые биржи построены и эффективно работают в развитых странах, все еще существуют определенные проблемы, связанные с процессом расчета рыночной стоимости акций в государствах с более низким уровнем экономического развития. В течение первого десятилетия 2000-х фондовый рынок в Узбекистане работал не очень хорошо, и инвесторы не считали акции акционерных обществ в Узбекистане надежными или прибыльными. В результате доля денег, инвестируемых через фондовый рынок в то время, была крайне низкой. Однако во втором десятилетии 2000-х годов на Ташкентском фондовом рынке в Узбекистане наблюдалась хорошая тенденция, и деятельность Фондовой биржи и АО также незначительно улучшилась после определенных измерений. Тем не менее, все еще есть некоторые вопросы, на которые необходимо ответить в отношении расчета справедливой рыночной стоимости акций. В данной статье исследуется текущая ситуация на фондовой бирже Узбекистана, оценивается влияние макроэкономических показателей на деятельность фондовой биржи, а также делаются некоторые выводы и даются некоторые рекомендации по результатам ее выводов

### ARTICLE INFO

Received: 11<sup>th</sup> February 2023

Revised: 11<sup>th</sup> March 2023

Accepted: 17<sup>th</sup> April 2023

**KEY WORDS:** акции, цена акции, рыночная цена, фондовая биржа, коэффициент добротности Тобина.

### Введение

Финансовые активы, такие как акции и облигации, в последние годы стали одним из наиболее эффективных способов создания и привлечения инвестиций. Подавляющее большинство инвесторов успешно получают значительную прибыль от своих инвестиций в акции и облигации. Однако есть некоторые проблемы с определением рыночной стоимости акций; иногда они могут быть переоценены, а иногда недооценены. В первые годы независимости Узбекистана у тех, кто хотел инвестировать свои собственные средства, не было большого выбора. В Узбекистане нет достаточно надежного вторичного фондового рынка. В первую очередь это связано с большим объемом неликвидных и мало ликвидных акций. В результате

оценка рыночной стоимости акций иногда проводится на упрощенном и неквалифицированном уровне.

Теория ценообразования и методы технического анализа не работают эффективно, поскольку вторичный рынок еще не превратился в стабильный долгосрочный рынок. Однако для фундаментального анализа используются методы оценки стоимости акций, поскольку они более точны. В Узбекистане наблюдается серьезное недоверие к рыночной стоимости акций акционерных предприятий из-за отсутствия конкретной методики или стратегии определения стоимости акций на рынке. Имеющийся в настоящее время метод не удовлетворяет требованиям самой современной макроэкономической политики. Это рассматривается как одна из проблем, которые необходимо преодолеть, чтобы успешно привлечь иностранные инвестиции в страну. Благодаря ряду реформ в законодательстве, с 2014 года можно наблюдать значительные положительные изменения на фондовом рынке. Шавкат Мирзиёев выступил с ежегодным обращением к Олий Мажлису и народу Узбекистана. Одним из ключевых направлений развития экономики глава государства обозначил улучшение среды для частных инвестиций — как внешних, так и внутренних. За последние шесть лет они обеспечили рост ВВП на дополнительные **30%**.

В 2023 году Узбекистан планирует привлечь \$30 млрд вложений, из которых частный сектор предоставит \$25 млрд. Намечается запуск 300 предприятий общей стоимостью \$8 млрд., а также начало работы по 40 новым крупным проектам.

### **Подходы к определению рыночной стоимости акций**

Владение акциями, относящимися к отдельной уникальной категории ценных бумаг, дает их владельцу возможность участвовать в управлении акционерным обществом и получать часть прибыли эмитента. Есть два разных пути, по которым можно получить прибыль от торговли акциями. Первый подход заключается в осуществлении выплат в виде дивидендов, которые рассчитываются в процентах от общей прибыли бизнеса. Второй способ заключается в торговле акциями на фондовой бирже, как при покупке, так и при продаже. Рыночная цена акции или ее стоимость на рынке в определенный момент времени является важным аспектом акции, который инвесторы должны принимать во внимание. Капитализация компании может быть рассчитана путем умножения текущей цены акции на общее количество выпущенных акций (рыночная стоимость собственного капитала компании-эмитента). Эту цену можно предвидеть, и соответствующие сделки купли-продажи могут быть выполнены для получения прибыли.

В современной мировой практике существует три способа определения рыночной стоимости акций. Решение предпринять тот или иной образ действий в результате наличия необходимых знаний.

#### *Фундаментальный подход*

Подход основан на предположении о дисконтированном будущем доходе. При стабильном рынке может быть применима следующая формула для расчета рыночной цены акций:

$$Pa = \sum_{k=1}^{\infty} \frac{Ea}{(1+R)^k}$$

Где

Ea – потенциальный доход

k - количество лет

R – требуемая норма доходности

В случае постоянного размера дивиденда рыночная цена определяется как:

$$Pa = \frac{D}{R}$$

D – сумма годового дивиденда

Когда дивиденды неуклонно растут, следует использовать формулу:

$$Pa = \frac{D_1(1+L)}{R-L}$$

$D_1$  – сумма последнего дивиденда

L – процент роста дивидендов

*Технократический подход*

Использование технического анализа для ценообразования рыночных цен Технократический подход основан на применении и анализе статистических данных акций, с помощью которых строятся различные тренды в разные временные интервалы. Как правило, такой вариант используется в практике Узбекистана. Его недостатком является недостаточность информации, необходимой для оценки (неэффективное использование рыночных механизмов, недостаточная ликвидность эмитентов).

*Подход «наугад»*

Этот подход характеризуется только анализом текущих показателей и отрицает зависимость от прошлых цен. Такой подход часто не может дать объективной оценки.

Таким образом, рыночная цена акций является объективным показателем, обусловленным как перспективами рынка, так и ожиданиями его владельцев.

*Причины изменения рыночной цены*

Как вы знаете, рыночная цена акций постоянно меняется. Более того, характер этих изменений может быть представлен на графике в виде определенных волн. Специалисты выделили несколько факторов, оказывающих важное влияние на рыночную цену:

- конкурентное положение на финансовом рынке компании, акциями которой владеют инвесторы;
- спрос и предложение на этот тип ценных бумаг;
- повышение экономической стабильности страны, в которой находится компания-эмитент;
- глобальный курс экономической политики;
- политическая напряженность между государствами;
- взаимоотношения крупных финансовых корпораций между собой.

### **Методология**

В Узбекистане объем инвестиций, привлеченных через фондовый рынок, был очень низким. По сравнению с общим объемом инвестиций в Узбекистане, т.е. инвестиций через фондовый рынок, общий объем инвестиций составил около 1 процента с 2010 по 2003 год. С 2014 по 2018 год он незначительно увеличился и в 2008 году составил 5,7 процента. Однако в 2011 году он снизился и составил 4,5 процента от общего объема инвестиций в Узбекистане. Инвестиции через фондовый рынок не составили даже 6 процентов от общего объема инвестиций в период с 2010 по 2020 год. Это указывает на то, что существует актуальная проблема, которую следует немедленно принять во внимание. Доля инвестиций через ценные бумаги в ВВП составила 0,4 процента в 2015 и 2016 годах. Самый высокий показатель составил 1,3 процента в 2018 году. Но в 2020 году он снизился и составил 1,1 процента ВВП. Очевидно, что эти показатели свидетельствуют о том, что привлекательность фондового рынка Узбекистана была не очень высокой для инвесторов.

Ниже мы оцениваем влияние макроэкономических показателей на фондовый рынок Узбекистана, используя данные Статистического комитета Узбекистана.

Годы	Инвестиционный рост X1	Коэффициент монетизации X2	Ставка рефинансирования X3	Ставка обязательного резервирования X4	Налог на прибыль X5	ВВП X6	Объем торгов на фондовом рынке Y
2010	1,0	10,2	32,3	20	31	3,8	138,2
2011	3,7	10,2	26,8	20	26	4,2	152,9
2012	3,8	9,4	34,5	20	24	4,0	159,8
2013	4,5	9,3	27,1	20	20	4,4	180,5
2014	5,2	10,3	18,8	20	18	7,4	154,1
2015	7,0	14,2	16,0	15	15	7,0	123,8
2016	9,1	14,9	14,0	15	12	7,5	232,1
2017	22,9	17,3	14,0	13	10	9,0	117,8
2018	28,3	18,8	14,0	15	10	9,0	181,2
2019	47,7	20,0	14,0	14,0	10,0	8,1	106,0
2020	22,8	21,5	12,0	9,0	9,0	8,5	197,5

**Рисунок 1** Макроэкономическая (монетарная и фискальная) политика, динамика показателей фондового рынка  
**Окончательный вывод**

<i>Регрессионный анализ</i>			
R-квадрат	0.7259		
Скорректированный R-квадрат	0.3148		
Стандартная ошибка	401.6727		
Наблюдения	11		
	<i>Коэффициенты</i>	<i>Стандартная ошибка</i>	<i>t-статистика</i>
Y-точка пересечения	-401.7938	401.6727	-1.00
X 1 переменная	-6.923485	2.399134	-2.89
X 2 переменная	0.375751	16.46815	2.28
X 3 переменная	1.297859	4.39806	0.30
X 4 переменная	29.27025	14.18539	2.06
X 5 переменная	-11.70916	5.006449	-2.34
X 6 переменная	-28.03277	18.57205	-1.51

По результатам R-квадрат равен 0,726. Он показывает тесную связь между этими экономическими показателями. Результат показывает, что рост налогов, ВВП и инвестиций негативно влияет на объем торгов на фондовом рынке. Среди этих показателей увеличение обязательных резервов на 1 единицу приводит к увеличению объема торгов на фондовом рынке на 29 270 единиц. Коэффициент монетизации не влияет на объем торгов на фондовом рынке.

Мы попытаемся определить, переоценены ли акции АО, используя коэффициент Q Тобина. На самом базовом уровне фактор качества Тобина выражает взаимосвязь между рыночной

оценкой и внутренней стоимостью. Другими словами, это средство оценки того, является ли данный бизнес или рынок переоцененным или недооцененным.

*Q ratio*

$$= \frac{\text{Рыночная стоимость акций} + \text{Рыночная стоимость обязательств}}{\text{Балансовая стоимость собственного капитала} + \text{Балансовая стоимость обязательств}}$$
Часто предполагается, что рыночная стоимость и балансовая стоимость обязательств компании эквивалентны. Это сводит эту версию добротности Тобина к следующему:

$$\text{Tobin's } Q \text{ – соотношение} = \frac{\text{Рыночная стоимость акций}}{\text{Балансовая стоимость собственного капитала}}$$

Однако существуют некоторые проблемы с определением коэффициента качества в Узбекистане, поскольку, хотя мы можем получить балансовую стоимость капитала и обязательств, определение их рыночной стоимости довольно сложно и требует для определения большого количества данных. Грубое использование этих данных может ввести инвесторов в заблуждение и привести к неверным результатам. Однако расчет рыночной стоимости капитала и обязательств становится проще, на наш взгляд, использование коэффициента качества Тобина будет хорошим методом для определения справедливой стоимости акций JSC.

## Вывод

В соответствии с нашим анализом и исследованиями были разработаны следующие выводы и предложения:

- После обретения независимости потребовалось значительно больше времени, чтобы развить деятельность фондовой биржи в Узбекистане. Мы даже считаем, что он все еще улучшается с меньшей скоростью, чем ожидалось. Фондовая биржа начала работать лучше с 2014 года.
- Первое IPO состоялось в 2018 году, и, с нашей точки зрения, это IPO внесло положительный вклад в нынешний прогресс Узбекистана;
- Увеличение ставки обязательного резервирования приводит к более высокому увеличению объема торгов на фондовом рынке.
- Коэффициент добротности Тобина не может быть использован для определения того, являются ли акции недооцененными или переоцененными. Потому что существуют некоторые проблемы с определением рыночной стоимости собственного капитала и обязательств.
- Торговый механизм фондовой биржи недостаточно развит. На фондовой бирже нет информации о соотношении  $\beta$  акций, поэтому инвесторы не могут определить свою премию за риск. С нашей точки зрения, если JSC предоставит информацию о своих ценных бумагах, это увеличит объем торгов на фондовой бирже.
- Теоретически существует множество подходов к определению рыночной стоимости акций, но из-за отсутствия информации о дивидендной политике JSC эти подходы не могут быть использованы для определения рыночной стоимости акций

## Использованная Литература

1. Послание Президента Узбекистана Шавката Мирзиёева на 2023 год
2. Юджин Ф. Фама, «Поведение цен на фондовом рынке», The Journal of Business. Том. 38, № 1 (январь 1965 г.), стр. 34–105 (72 страницы)
3. Иоаннис Лазаридис, Димитриос Трифонидис, Взаимосвязь между управлением оборотным капиталом и прибылью зарегистрированных на бирже компаний в журнале финансового менеджмента и анализа Афинской фондовой биржи, Vol. 19, № 1, январь-июнь 2006 г. 12 стр.
4. Абдуллаева Ш.З. Пул, кредит в банклар. - Т.: Иктисод-молия, 2007. - 348 б.

5. Альгин А.П. Риск и его роль в общественной жизни. М.: Мысль, 1989. – 192 с.
6. Гранатуров В.М. Экономический риск: сущность, методы измерения, пути красоты. - М.: Дело и сервис, 1999. - 112 с.
7. Рубцов Б.Б. Современные финансовые рынки. - М.: Альпина Бизнес Букс, 2007. - 926 с.
8. Русинов В.Н. Финансовый рынок: инструменты и методы прогнозирования. - М.: Редактор УРСС, 2000. - 215 с.