



## AKSIYALARNING ADOLATLI QIYMATINI BAHOLASHDA XALQARO BAHOLASH STANDARTLARI (IVS, IFRS 13) VA MILLIY ME'YORIY TALABLARNI UYG'UNLASHTIRISH MUAMMOLARI

*Ismailov Musabek Ruslan o'g'li*

*Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti mustaqil tadqiqotchisi*

*mismailov@gmail.com*

**Annotatsiya.** Mazkur tezisda aksiyalarning adolatli qiymatini baholashda Xalqaro baholash standartlari (IVS), 13-sonli Moliyaviy hisobotning xalqaro standarti (IFRS 13) va O'zbekiston Respublikasi milliy baholash standartlari (YaMBS) talablarini uyg'unlashtirish muammolari hamda ularni hal etishning ustuvor yo'nalishlari tadqiq etilgan. Me'yoriy-huquqiy hujjatlar, «Toshkent» respublika fond birjasi ma'lumotlari va ilmiy manbalar tahlili asosida korporativ amaliyotda MHXSga o'tilgan bo'lsa-da, milliy fond bozorining past likvidliligi sharoitida aksiyalar qiymatini baholash natijalari adolatli qiymat iyerarxiyasiga (Level 1–3) mazmunan bog'lanmagani ko'rsatilgan. Standartlarni uyg'unlashtirishning shartli ketma-ketligi, «bozor faolligi tahlili – adolatli qiymat iyerarxiyasi – diskontlangan pul oqimlari va bozor multiplikatorlari sintezi» tamoyili hamda uyg'unlashuv tayyorgarligini baholovchi beshta ko'rsatkich asoslab berilgan.

**Kalit so'zlar:** aksiyalar, adolatli qiymat, Xalqaro baholash standartlari (IVS), IFRS 13, Yagona milliy baholash standarti, adolatli qiymat iyerarxiyasi, fond bozori likvidliligi, kapital qiymati (WACC).



## PROBLEMS OF HARMONIZING INTERNATIONAL VALUATION STANDARDS (IVS, IFRS 13) AND NATIONAL REGULATORY REQUIREMENTS IN ASSESSING THE FAIR VALUE OF SHARES

**Ismailov Musabek Ruslan o'g'li**

Independent Researcher, Tashkent State University of Economics

*mismailov@gmail.com*

**Abstract.** This thesis explores the problems and priority directions for harmonizing International Valuation Standards (IVS), International Financial Reporting Standard 13 (IFRS 13), and the National Valuation Standards of the Republic of Uzbekistan in assessing the fair value of shares. Based on an analysis of regulatory documents, Tashkent Republican Stock Exchange data, and scholarly sources, it is shown that although large enterprises have transitioned to IFRS, share valuation practices under low domestic stock market liquidity are not substantively linked to the fair value hierarchy (Levels 1–3). A conditional sequence for harmonization, the "market activity analysis – fair value hierarchy – synthesis of discounted cash flows and market multiples" principle, and five readiness assessment indicators are substantiated.

**Keywords:** shares, fair value, International Valuation Standards (IVS), IFRS 13, Single National Valuation Standard, fair value hierarchy, stock market liquidity, weighted average cost of capital (WACC).

ПРОБЛЕМЫ ГАРМОНИЗАЦИИ МЕЖДУНАРОДНЫХ  
СТАНДАРТОВ ОЦЕНКИ (IVS, IFRS 13) И НАЦИОНАЛЬНЫХ  
НОРМАТИВНЫХ ТРЕБОВАНИЙ ПРИ ОЦЕНКЕ СПРАВЕДЛИВОЙ  
СТОИМОСТИ АКЦИЙ



## Исмаилов Мусабек Руслан угли

Самостоятельный соискатель Ташкентского государственного  
экономического университета

*mismailov@gmail.com*

**Аннотация.** В данных тезисах исследованы проблемы и приоритетные направления гармонизации Международных стандартов оценки (IVS), Международного стандарта финансовой отчетности (IFRS 13) и национальных стандартов оценки Республики Узбекистан при оценке справедливой стоимости акций. На основе анализа нормативно-правовых актов, данных Республиканской фондовой биржи «Тошкент» и научных источников показано, что несмотря на переход к МСФО, результаты оценки акций в условиях низкой ликвидности фондового рынка содержательно не увязаны с иерархией справедливой стоимости (Уровни 1–3). Обоснованы условная последовательность гармонизации, принцип «анализ рыночной активности – иерархия справедливой стоимости – синтез дисконтированных денежных потоков и рыночных мультипликаторов» и пять показателей оценки готовности.

**Ключевые слова:** акции, справедливая стоимость, Международные стандарты оценки (IVS), IFRS 13, Единый национальный стандарт оценки, иерархия справедливой стоимости, ликвидность фондового рынка, стоимость капитала (WACC).



## **KIRISH**

Aksiyalarning adolatli qiymatini baholash – korporativ boshqaruv shaffofligini ta'minlash, investitsiya qarorlarini qabul qilish, davlat ulushlarini xususiylashtirish va moliyaviy hisobotlarni xalqaro standartlarga muvofiq shakllantirishning asosiy bozor mexanizmi bo'lib [Tashmuradova, Elmirzayev 2021: 64-b.], uning ishonchliligi baholash jarayonida Xalqaro baholash standartlari (IVS) hamda 13-sonli Moliyaviy hisobotning xalqaro standarti (IFRS 13 «Adolatli qiymatni baholash») talablarining milliy me'yoriy baza bilan uyg'unlashganlik darajasiga bog'liq. Raqamli moliyaviy texnologiyalar va korporativ axborot oshkor etilishi tizimining rivojlanishi aksiyalar qiymatini baholashda tarixiy balans ko'rsatkichlaridan kutilayotgan pul oqimlari va bozor risklarini real vaqtda modellashtirishga o'tishni talab etmoqda [Elmirzayev va boshq. 2023: 186-b.].

O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlari va yirik soliq to'lovchilarda Moliyaviy hisobotning xalqaro standartlarini (MHXS) joriy etish [PQ-4611 2020], shuningdek, xalqaro tamoyillarga asoslangan O'zbekiston Respublikasining Yagona milliy baholash standartini (YaMBS) amaliyotga kiritish bo'yicha tizimli islohotlar amalga oshirildi [VMQ-454 2023]. Shu bilan birga, kapital bozorini rivojlantirish doirasida «Xalqchil IPO» dasturlarini o'tkazish va mahalliy emitentlar aksiyalarining erkin muomaladagi ulushini (free-float) oshirish vazifasi belgilandi. Milliy istiqbolli loyihalar agentligi va «Toshkent» respublika fond birjasi ma'lumotlariga ko'ra, 2025-yil yakunida fond bozori kapitallashuvi YaIMga nisbatan 15 foiz atrofida shakllangan bo'lib, birja listingidagi aksiyadorlik jamiyatlarining 80 foizdan ortig'ida erkin muomaladagi aksiyalar ulushi 5 foizdan past darajada qolmoqda [RFB Toshkent 2026].

Biroq xalqaro standartlarga rasmiy o'tilishi mahalliy fond bozorining past likvidliligi sharoitida har bir emitent aksiyasining adolatli qiymati xolis



aniqlanishini kafolatlamaydi. IVS 104 («Qiymat bazalari») bo'yicha «bozor qiymati» (Market Value) va IFRS 13 bo'yicha «adolatli qiymat» (Fair Value – bozor ishtirokchilari o'rtasidagi odatiy bitimda aktivni sotishdan olinadigan chiquvchi narx) tushunchalari iqtisodiy mazmunan yaqin bo'lsa-da, milliy amaliyotda kam hajmli va epizodik birja bitimlari asossiz ravishda IFRS 13 ning 1-darajali (Level 1 – faol bozordagi kotirovkalar) ma'lumotlari sifatida qabul qilinishi holatlari uchraydi. Bundan tashqari, 3-darajali (Level 3 – kuzatilmaydigan ma'lumotlar) baholashda kapitalning o'rtacha tortilgan qiymatini (WACC), mamlakat risk-premiyasini (CRP), nazorat paketi mukofoti (Control Premium) hamda past likvidlilik uchun chegirma (DLOM) me'yorlarini hisoblash bo'yicha YaMBS va IFRS 13 o'rtasida yagona uslubiy ko'rsatma mavjud emas. Natijada mustaqil baholovchilar xulosasi bilan MHXS asosidagi moliyaviy hisobotlarda aks ettirilgan aksiyalar adolatli qiymati o'rtasida sezilarli tafovutlar yuzaga kelmoqda.

Tadqiqotning maqsadi – aksiyalarning adolatli qiymatini baholashda xalqaro baholash standartlari (IVS, IFRS 13) va milliy me'yoriy talablarni (YaMBS) uyg'unlashtirishning ustuvor yo'nalishlarini asoslash hamda uyg'unlashuv tayyorgarligini baholash ko'rsatkichlarini ishlab chiqishdan iborat. Maqsadga erishish uchun me'yoriy-huquqiy hujjatlar, xalqaro standartlar, fond birjasi tahliliy sharhlari va ilmiy tadqiqotlar tahlil qilindi. Tadqiqot natijalari quyidagilardan iborat.

Birinchidan, aksiyalarning adolatli qiymatini baholashda IVS, IFRS 13 va YaMBSni uyg'unlashtirishning institutsional poydevori to'rt element bo'yicha asoslandi: javobgarlik zanjiri (Davlat aktivlarini boshqarish agentligi, Milliy istiqbolli loyihalar agentligi, aksiyadorlik jamiyati Kuzatuv kengashining Audit qo'mitasi, sertifikatlangan mustaqil baholovchilar va tashqi auditorlar); «bozor qiymati» (IVS 104), «adolatli qiymat» (IFRS 13) va «investitsion qiymat» tushunchalarini baholash maqsadlari kesimida bog'laydigan yagona me'yoriy



glossariy; fond bozori faolligini (active market) aniqlashning miqdoriy mezonlari; xalqaro sertifikatga (RICS, TEGoVA, CFA) ega baholovchi va moliyaviy tahlilchilar salohiyati [PQ-4611 2020; VMQ-454 2023]. Amaliyotni kengaytirishda «shartli ketma-ketlik» taklif etiladi: emitent va baholash tashkilotlarida shu to'rt element shakllangach, IFRS 13 iyerarxiyasiga to'liq integratsiyalashgan baholashga o'tiladi.

Ikkinchidan, uslubiy va raqamli baholash uchun «bozor faolligi tahlili – adolatli qiymat iyerarxiyasi – diskontlangan pul oqimlari va bozor multiplikatorlari sintezi» tamoyili taklif etildi: birja savdolari hajmi, bitimlar chastotasi, emitentning moliyaviy hisobot ko'rsatkichlari hamda makroiqtisodiy parametrlar bitta avtomatlashtirilgan tahliliy modulda birlashtiriladi [Elmirzayev va boshq. 2023: 234-b.]. Har bir aksiya paketi bo'yicha adolatli qiymat uchta iyerarxiya darajasida (1-daraja – faol birja kotirovkalari, 2-daraja – qiyosiy bozor multiplikatorlari  $P/E$ ,  $EV/EBITDA$ , 3-daraja – DCF modeli asosida diskontlangan pul oqimlari) hamda past likvidlilik chegirmasi (DLOM) uchta ssenariyda (yuqori likvidli – 10 foizgacha, o'rta – 20 foiz, past likvidli – 35 foizgacha) hisoblanib, bozor parametrlariga asoslanmagan subyektiv tuzatishlar «tasdiqlanmagan» deb belgilanadi.

Uchinchidan, milliy va xalqaro baholash standartlari uyg'unlashuvi tayyorgarligini o'lchovchi beshta ko'rsatkich taklif etildi: IFRS 13 iyerarxiyasi darajalari (Level 1–3) aniq tasniflangan holda baholangan aksiyalar paketlari ulushi; 1-darajali (Level 1) baholashni qo'llash uchun aksiyaning erkin muomaladagi ulushi (free-float) va yillik savdo aylanmasi me'yori (muallif taklifi – free-float kamida 10 foiz, amalda ko'pchilik emitentlarda 5 foizdan past [RFB Toshkent 2026]); WACC va diskont stavkasini hisoblashda xalqaro va mahalliy bozor benchmarklariga bog'langan parametrlar ulushi; mustaqil baholash hisobotlari va tashqi audit xulosalarida adolatli qiymat bo'yicha tafovutlar koeffitsiyenti; korporativ boshqaruv va xususiylashtirish qarorlarida



IFRS 13 talablariga muvofiq oshkor etilgan baholash hisobotlari ulushi. Baholash modellarida bozor tomonidan kuzatiladigan (observable) indikatorlar ulushini kamida 70 foizga yetkazish – keyingi bosqichga o'tish sharti – muallif taklifi bo'lib, amaliy sinovdan o'tkazilishi zarur.

To'rtinchidan, aksiyalarning adolatli qiymatini baholash natijalarini emitentlarning korporativ harakatlari (qo'shimcha emissiya, aksiyalarni qayta sotib olish, yirik bitimlar va IPO/SPO) hamda moliyaviy hisobotlariga bog'lash mexanizmi taklif etildi: Korporativ axborot yagona portalida «Adolatli qiymat va baholash parametrlari reyestri» yuritilib, aksiyalar bilan bog'liq yirik korporativ qarorlarni tasdiqlashda YaMBS va IFRS 13 muvofiqlik xulosasi (dual-compliance) majburiy ilova qilinadi. Ushbu mexanizm minoritar aksiyadorlar huquqlari buzilishining hamda davlat aktivlarini xususiylashtirishda qiymatning asossiz pasaytirilishi xatarlarining [Tashmuradova, Elmirzayev 2021: 71-b.; RFB Toshkent 2026] oldini olishga xizmat qiladi.

## **XULOSA**

Xulosa qilar ekanmiz, fikrimizcha, aksiyalarning adolatli qiymatini baholashda xalqaro standartlar (IVS, IFRS 13) va milliy me'yoriy talablarni (YaMBS) uyg'unlashtirishda asosiy e'tibor me'yoriy hujjatlarni shaklan tarjima qilishdan bozor faolligi mezonlari, adolatli qiymat iyerarxiyasi va diskontlash parametrlarini yagona uslubiy zanjirda birlashtiruvchi institutsional hamda raqamli infratuzilmani shakllantirishga o'tishi lozim. Yirik korxonalarda MHXS va YaMBS joriy etilgan bo'lsa-da, mahalliy fond bozorida likvidlilik va free-float ulushining pastligi (ko'pchilik emitentlarda 5 foizdan kam) aksiyalarni IFRS 13 asosida baholashda uslubiy ziddiyatlarni yuzaga keltirmoqda [RFB Toshkent 2026]. Tadqiqot o'z oldiga qo'ygan maqsadga erishdi: standartlarni



uyg'unlashtirishning shartli ketma-ketligi, integratsiyalashgan baholash tamoyili hamda tayyorgarlikni o'lchovchi beshta ko'rsatkich asoslandi.

Natijalar ikkilamchi tahlilga tayanadi, 1-darajali (Level 1) baholash uchun 10 foizlik free-float va 70 foizlik kuzatiladigan bozor indikatorlari chegaraviy qiymatlari esa muallif taklifi bo'lib, ularni «Toshkent» RFB listingidagi aksiyadorlik jamiyatlarida sinash keyingi tadqiqot vazifasidir. Ko'rsatkichlarni joriy etish aksiyalarning adolatli qiymatini baholashni shaffof, xalqaro investorlar uchun tushunarli va bozor tamoyillariga mos jarayonga aylantirishga xizmat qiladi.

#### **FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI**

1. Tashmuradova B.E., Elmirzayev S.E. Korporativ moliya: darslik. – Toshkent: Iqtisod-Moliya, 2021. – 368 b.
2. Moliya bozori va moliyaviy texnologiyalar: darslik / S. Elmirzayev, N. Shavkatov, N. Sherkuziyeva, A. Karimov. – Toshkent: Diadema Nur Servis, 2023. – 412 b.
3. Moliyaviy hisobotning xalqaro standartlariga o'tish bo'yicha qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida: O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2020-yil 24-fevraldagi PQ-4611-son Qarori. – Toshkent: Adolat, 2020. – 24 b.
4. O'zbekiston Respublikasining Yagona milliy baholash standartini tasdiqlash to'g'risida: O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2023-yil 6-sentabrdagi 454-son Qarori // Qonunchilik ma'lumotlari milliy bazasi, 07.09.2023-y., 09/23/454/0680-son.
5. «Toshkent» respublika fond birjasi. 2025-yil yakunlari bo'yicha birja bozori tahliliy sharhi. URL: <https://uzse.uz/analytics> (murojaat sanasi: 18.10.2026).