

УЎК: 658.15:33.012.324

АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИНГ КАПИТАЛ ҚИЙМАТИНИ БАҲОЛАШДА ЧЕГИРМАВИЙ ПУЛ ОҚИМЛАР УСУЛИДАН ФОЙДАЛАНИШДАГИ МУАММОЛАР

Худойкулов Хуршид Хуррамович,
иқтисодиёт фанлари бўйича фалсафа доктори (PhD),
«Молия ва солиқлар» кафедраси доценти

Тошкент давлат иқтисодиёт университети

Аннотация. Мақолада акциядорлик жамиятининг капитал қийматини баҳолашда чегирмали пул оқимлари усулидан фойдаланишнинг илмий-назарий жиҳатлари баён этилган бўлиб, ривожланган мамлакатларда фойдаланиладиган капитал қийматини баҳолашда нисбий даромадлар усулидан фойдаланишга асосий эътибор қаратилган. Жумладан, «Кварц» акциядорлик жамиятининг 2015 йилдан 2018 йилгача маълумотлари асосида мазкур жамиятнинг капитал қийматини баҳолашда, хусусий капиталдаги оддий акцияларнинг бозор қиймати, баланс қиймати ва акциядорлик жамиятларининг дивидендлари таҳлил қилиниб, капиталнинг бозор қиймати аниқланган. Бундан ташқари, тадқиқотда акциядорлик жамиятларининг инвестицион жозибадорлигини баҳолашда дунёда кенг қўлланилувчи мультипликатор коэффициентлари таҳлили ҳам келтирилган. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашдаги фундаментал таҳлилни ёритиб беради. Шунингдек, акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашда чегирмали пул оқимлари усулидан фойдаланишдаги мавжуд муаммолар аниқланган ва уларни бартараф этишга қаратилган илмий тақлиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Таянч тушунчалар: акциядорлик жамияти, капитал қиймати, пул оқими, дивиденд, акция, акциянинг бозор қиймати, капиталлашув, фундаментал таҳлил.

ПРОБЛЕМЫ ИСПОЛЬЗОВАНИЯ МЕТОДА ДИСКОНТИРОВАННЫХ ДЕНЕЖНЫХ ПОТОКОВ ДЛЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА

Худойкулов Хуршид Хуррамович,
доктор философии по экономическим наукам (PhD),
доцент кафедры «Финансы и налоги»

Ташкентский государственный экономический университет

Аннотация. В статье изложены теоретические аспекты использования метода дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости капитала акционерного общества. Сделан особый акцент на метод относительного дохода, применяемый при оценке капитала в развитых странах. В частности, на основе данных АО «Кварц» за период с 2015 по 2018 годы были проанализированы рыночная и балансовая стоимости, размер дивидендов, а также рассчитана рыночная стоимость капитала. Кроме того, в исследовании приводится анализ коэффициентов мультипликатора, широко используемых в мире при оценке инвестиционной привлекательности акционерных обществ. Это, в свою очередь, отражает фундаментальный анализ оценки стоимости капитала акционерного общества. Также были выявлены существующие проблемы при использовании метода дисконтированных денежных потоков для оценки стоимости капитала акционерного общества и разработаны научные предложения и практические рекомендации для их решения.

Ключевые слова: акционерное общество, стоимость капитала, денежный поток, дивиденд, акция, рыночная стоимость акций, капитализация, фундаментальный анализ.

PROBLEMS OF USING THE METHOD OF DISCOUNTED CASH FLOWS FOR EVALUATING THE CAPITAL COST OF JOINT-STOCK COMPANIES

Khudoykulov Khurshid Khurramovich,

Associate Professor of the Department of Finance and Taxes, Doctor of Economics

Tashkent State University of Economics

Abstract. *The article outlines the theoretical aspects of using the discounted cash flow method to evaluate the capital cost of a joint-stock company with special emphasis on the use of the relative income method used in developed countries. In particular, based on the data of the joint-stock company «Qvartz» for the period from 2015 to 2018, the market value, book value and dividends of joint-stock companies were analysed, and the market value of the capital calculated. In addition, the study provides the analysis of multiplier ratios that are widely used in the world in evaluating the investment attractiveness of joint-stock companies. This, in turn, reflects a fundamental analysis in assessing the cost of capital of a joint-stock company. The study identifies the existing problems in using the discounted cash flow method in evaluating a joint-stock company and develops scientific proposals and practical recommendations for their solution.*

Keywords: *joint-stock company, cost of capital, cash flow, dividend, stock, market value of stocks, capitalization, fundamental analysis.*

Кириш

Бугунги кунда дунёдаги йирик инвестицияларни амалга ошираётган компаниялар ўз капитали қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулларида фойдаланиб келмоқда. Чегирмавий пул оқимлари компаниянинг капитал қиймати ва унинг келажакдаги бизнес қийматини аниқлаш имконини беради. Бундан ташқари, акциядорлик жамиятлари акцияларини бирламчи IPO (Initial Public Offering) ва иккиламчи SPO (Secondary public offering) оммавий реализация қилишда чегирмавий пул оқимлари усулларида фойдаланган ҳолда акцияларнинг бозор қийматини аниқлаш учун йирик компаниялар молиявий менежерларидан фойдаланмоқда.

Ривожланган мамлакатларда компанияларнинг капитал қийматини баҳолашда фундаментал таҳлилдан фойдаланган ҳолда активларга асосланган баҳолаш, чегирмавий пул оқимлари ва нисбий баҳолаш усулларида фойдаланилади. Ўз навбатида, чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланиш корхонанинг келажакда пул оқимлари ва инвестиция имкониятлари ҳамда бизнес қийматини аниқлаш имконини беради.

Мамлакатимизда иқтисодиётни бошқаришнинг бозор механизмларини жорий этиш ва унга давлат аралашувини камайтириш

мақсадида акциядорлик жамиятларининг акциялар пакетларини бирламчи ва иккиламчи оммавий тақлиф асосида реализация қилиш назарда тутилган [1]. Акциядорлик жамиятларининг акциялар пакетларини бирламчи ва иккиламчи оммавий реализация қилишда корхона акцияларининг бозор қийматини аниқлашда чегирмавий пул оқимлар усулидан фойдаланиш ҳамда мазкур корхоналарнинг капитал қийматини аниқлаш бугунги кундаги долзарб масалалардан бири ҳисобланади. Бу эса, ўз навбатида, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини аниқлашда оптимал чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланиш заруратини юзага келтиради.

Ривожланган мамлакатларда компанияларнинг капитал қийматини аниқлашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланиб, капитални баҳолаш амалга оширилади. Бу эса, ўз навбатида, чегирмавий пул оқимларининг кўрсаткичлари компания активларидан келажакда кутилаётган пул оқимлари ҳамда бизнес қиймати кўрсаткичлари тизими ҳисобланади. Бироқ ҳанузгача мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари капитали қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулларида, замонавий корпоратив молия тизими кўрсаткичларидан, капитални баҳолашда

фундаментал баҳолаш (чегирмавий дивиденд, қолдиқ фойда, фойданинг нотекис ошиши) усулларида фойдаланилмаётгани, юртимиздаги акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда бир қанча муаммолар мавжудлигини кўрсатади.

Мавзуга оид адабиётлар шарҳи

XX асрнинг 30-йилларида Бенджамин Грэм «Қимматли қоғозлар таҳлили» китобида активлар баҳолаш усулларида тўхталиб ўтган [2]. Унинг фикрича, корхонанинг инвестицион қийматини аниқлаш мазкур компаниянинг капитал қиймати баҳоланишига жуда яқин бўлади, деб таъкидлайди. Кейинги йилларда молия бозорларидаги ўзгаришлар активларни баҳолашда қимматли қоғозларнинг бозор қийматидан фойдаланишни тақозо этди. Шуни инобатга олган ҳолда Бенджамин Грэм компания акцияларининг бозор қийматини мазкур компания моддий активларининг бозор қиймати орқали баҳолашни кўрсатди.

Яна бир хорижлик иқтисодчи олим Джон Берр Уильямс эса, компаниянинг капиталини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланишга «инвестицион қиймат назарияси» китобида тўхталиб, капитални баҳолашда чегирмавий пул оқимлари назариясини кўрсатиб берди [3]. Муаллифнинг тадқиқотига кўра, чегирмавий пул оқимлари назариясида учта модель муҳим ўрин тутди. Жумладан, компаниянинг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий дивиденд моделлари (Dividend discount models), эркин чегирмавий пул оқимлари моделлари (Free cash flow discount models) ва қолдиқ даромадлар (Residual income models) моделларидан фойдаланиш назарда тутилади. Мазкур моделларининг ҳисобланиши турлича бўлишига қарамай, назарий жиҳатдан компания капиталидан кутилаётган чегирмавий пул оқимлари қийматини аниқлаш бир хил бўлади.

Кейинчалик Миллер ва Модильяни илмий изланишларида чегирмавий дивиденд модели назарияси такомиллаштирилди [4]. Муаллифларнинг фикрича, инвесторлар компаниянинг қимматли қоғозларини сотиб олишда, икки турдаги пул оқимларини ҳисобга оладилар. Биринчиси, акцияларнинг эгалик қилинган даврдаги компания томонидан тўланувчи дивиденд миқдори, иккинчиси эса, компания

дивиденд эълон қилингунга қадар инвесторлар акцияларини сақлаб турган даврдаги ушбу акцияларнинг бозор қиймати ҳисобга олинади. Муаллифлар ҳулосасига кўра, компания қимматли қоғозларининг бозор қиймати мазкур қимматли қоғозлар эгаларининг сақлаб турган вақт мобайнида кутилаётган дивиденди орқали аниқланади.

Чегирмавий дивиденд модели ривожланишига Гордон ўз ҳиссасини қўшди [5]. У ўз тадқиқотлари давомида муаллифлик моделини яратди ва мазкур моделга кўра акцияларнинг қиймати доимий ошиб боровчи дивидендлар асосида аниқланади. Гордон назариясига кўра, компаниянинг дивиденд сиёсати барқарор бўлганда мунтазам акциядорларга дивиденд тўласа, Гордон моделидан фойдаланган ҳолда компаниянинг келгуси йилдаги дивиденд миқдорини ҳисоблаш имконини беради.

Хорижлик иқтисодчи олим Стивен Пенманнинг илмий изланишлари чегирмавий дивиденд моделига бағишланган бўлиб, акциянинг келажақдаги бозор қиймати дивиденд асосида аниқланмайди [6]. Унинг фикрича, бугунги кунда мазкур моделнинг амалиётда қўлланишида қийинчиликлар мавжуд, чунки қимматли қоғозлар олди-сотди йирик миқдорда ва уларнинг бозордаги баҳоси волатилиги юқори бўлганлиги ушбу моделдан фойдаланиш имконини бермайди.

Грюллон ва Майкларнинг тадқиқотига кўра, XX асрнинг 80-йилларида йирик компаниялар ўзларининг акцияларини йирик миқдорда қайта сотиб ола бошлади [7]. Бунинг натижасида компаниялардаги маблағлар инвесторларнинг маблағларига айланиши дивиденд моделининг қўллаш имконини бермади. Шундан сўнг кўпчилик тадқиқотчилар эркин чегирмавий пул оқимлари моделидан фойдалана бошладилар. Бироқ молия бозорларининг конъюнктураси ўзгариши сабабли, компаниянинг капитал қийматини баҳолашда нисбий баҳолаш усулидан фойдалана бошланди. Ўз навбатида, капитал қийматини баҳолаш мультипликатор коэффицентлардан фойдаланган ҳолда аниқланди.

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Стоу раҳбарлигидаги тадқиқотчиларнинг илмий изланишларида компаниянинг капитал қийматини баҳолашда учта нисбий баҳолаш

узулидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ, деб таъкидланди [8]. Жумладан:

1. Нисбий даромадларни баҳолаш усули: P/E (Price–earnings ratio) ва PEG (price/earnings to growth ratio) коэффицентлари.

2. Нисбий пул оқимларини баҳолаш усули: P/EBIT, P/EBITDA, P/CFO, EV/EBITDA коэффицентлари.

3. Нисбий активларни баҳолаш усули: P/Book Value/M коэффицентлари.

Баркер илмий изланишларига кўра, профессионал инвесторлар ва молиявий менежерлар P/E мультипликатор коэффицентидан амалиётда жуда кўп фойдаланиши таъкидланди [9]. Бундан ташқари, таниқли иқтисодчи олимлардан Демиракос, Стронг ва Уокер тадқиқотларида эса, компанияларнинг 89 фоизи нисбий даромадларни баҳолаш усулидан фойдаланган ҳолда капиталини баҳолайди, деган хулосага келганлар [10].

Фикримизча, қимматли қоғозлар бозорида доимий муомалада бўлмаган корхоналар акцияларини сотиб олишда инвесторлар мазкур корхоналар акцияларидан кутилаётган дивиденд миқдорига эътиборни қаратади. Бироқ қимматли қоғозлар доимий муомалада бўлган корхоналар акцияларини сотиб олишда инвесторлар молиявий менежерлар томонидан аниқланган корхонанинг мультипликатор коэффицентларини ҳисобга олган ҳолда сотиб олади. Бундан кўриниб турибдики, корхоналарнинг капитал қиймати нисбий даромадларни баҳолаш усулига бевосита боғлиқ.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан Р.Х. Карлибаеванинг тадқиқотлари акциядорлик жамияти капитал таркибини оптималлаштиришга бағишланган бўлиб, акциядорлик капиталида оптимал капитал таркибини шакллантиришда хусусий капитал рентабеллиги оширилиши корхонанинг капитал қиймати ортишига сабаб бўлиши асосланган [11].

Шунингдек, маҳаллий иқтисодчи олимлардан яна бири Х. Қурбоновнинг тадқиқотида компаниянинг умумий капитал қийматини баҳолаш ҳамда корхонанинг инвестиция лойиҳалари талаб этилувчи даромадни аниқлашда, чегирмавий пул оқимларини баҳолашнинг молиявий капитални баҳолаш моделидан фойдаланиш корхонанинг капитал қийматини аниқлаш имконини бериши асос-

лаб берилган [12]. Фикримизча, акциядорлик жамияти капиталини аниқлашда чегирмавий пул оқимлари узулидан фойдаланиш, капитал таркиби ҳамда инвестицион лойиҳалардан кутилаётган даромад меъёрини аниқлаш имконини беради.

Тадқиқот методологияси

Тадқиқотда «Кварц» акциядорлик жамиятининг 2015 йилдан 2018 йиллар маълумотлари асосида нисбий даромад ва нисбий активларни баҳолаш усулларида кенг фойдаланилди. Корхонанинг капитал қийматини аниқлашда чегирмавий пул оқимларидан фойдаланган ҳолда мультипликатор коэффицентларининг таҳлили амалга оширилди. Корхонанинг инвестицияни жалб этувчи кўрсаткичларидан бири ҳисобланган қуйидаги мультипликатор коэффицентлари таҳлил қилинди:

$$\frac{P}{E} \text{ коэффицент} = \frac{P}{EPS}, \quad (1)$$

Бу ерда;

P – акциянинг бозор қиймати;

EPS – битта акцияга тўғри келувчи соф фойда;

$$EPS = \frac{(\text{соф фойдани имтиёзли акцияларга тўланган дивидендлар})}{(\text{оддий акцияларнинг сони})}$$

$$V/M = \frac{(\text{Корхона акциясининг баланс қиймати})}{(\text{корхона акциясининг бозор қиймати})}; \quad (2)$$

Тадқиқот объекти сифатида «Кварц» акциядорлик жамияти танланган бўлиб, унинг маълумотлари асосида гуруҳлаш, қиёсий таҳлил, танланма кузатув таҳлили усулларида фойдаланилган ҳолда мультипликатор коэффицентлар аниқланган. Маълумотлар «Кварц» акциядорлик жамиятининг расмий веб-сайти (<http://kvarts.uz/>) маълумотларидаги йиллик ҳисоботлар ҳамда мазкур корхона акцияларининг бозор қиймати «Тошкент» республика фонд биржаси маълумотларидан фойдаланилган.

Таҳлил ва натижалар

Бугунги кунда мамлакатимизда 604 та акциядорлик жамияти мавжуд бўлиб, шулардан иккитаси «Кварц» ва «Қўқон механика заводи» акциядорлик жамиятларининг акциялари бирламчи IPO (Initial Public Offering) ва икки-

ламчи SPO (Secondary public offering) оммавий реализация қилишни амалга оширди.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги «Фонд биржасида акцияларнинг оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида»ги 268-сонли қарорига асосан мамлакат фонд бозорида IPO биринчи бўлиб «Кварц» АЖ томонидан ўтказилди. Ушбу корхона бугунги кунда шиша идиш, листланган ойна ва автомобиль саноати учун ойна, ўтга чидамли материаллар ва буюмлар ишлаб чиқариш бўйича Марказий Осиё минтақасидаги энг йирик корхона ҳисобланади.

Тадқиқотда акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланилди. Жумладан, Р/Е ва В/М мультипликатор коэффициентлари «Кварц» АЖнинг капитал қийматини баҳолаш имконини беради. Бугунги кунда «Кварц» АЖнинг молиявий ҳолати барқарор, тушум ва фойда динамикаси ўсиш характерига эга бўлганлиги учун инвесторларга дивиденд бериши соф тушумига нисбатан охириги йилларда 40-50 фоизни ташкил этмоқда (1-жадвал).

1-жадвал

«Кварц» АЖда дивидендлар ҳисобланиши ва тўланиши тўғрисида маълумот*, млрд сўм

Кўрсаткичлар	Йиллар			
	2015	2016	2017	2018
Соф фойда	31,1	56,2	88,2	82,5
Жами дивидендларга тўлашга ажратилган маблағлар	14,3	28,1	44,1	0

* «Кварц» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди (<http://kvarts.uz/>).

1-жадвалдаги маълумотларга кўра, «Кварц» акциядорлик жамиятининг соф фойдаси 2015 йилда 31,1 млрд сўмни ташкил этган бўлса, 2018 йилга келиб, қарийб 2,7 баробарга ошиб, 82,5 млрд сўмга етди. Бундан ташқари, «Кварц» акциядорлик жамияти соф фойдасининг деярли 50 фоизи дивидендга ажратилмоқда. Бироқ 2018 йилда акция-

дорлик жамияти капиталлашувини ошириш мақсадида акциядорларга дивиденд берилмади.

Таъкидлаш жоизки, ушбу акциядорлик жамиятининг акциялари мамлакатимиз қимматли қоғозлар бозорида ликвидлиги юқори ҳисобланади. Жумладан, «Тошкент» Республика фонд биржасига «Кварц» АЖ акциялари IPO шаклида реализация қилинганда, номинал баҳоси 1715 сўм бўлган бўлса, акциялари бозорга реализация қилинган, ушбу акциянинг бозор қиймати 4000 сўмни ташкил этди. 2018–2019 йиллар давомида мазкур акциядорлик жамияти акцияларининг бозор қиймати 5000 сўмдан 8500 сўмгача оралиқда тебраниб турди.

Бироқ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 23 майдаги «Қурилиш материаллари саноатини жадал ривожлантиришга оид қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-4435-сонли қарорига асосан «Кварц» АЖда листланган ойна ишлаб чиқаришчи янги флоат-линиясини қуриш бўйича инвестиция лойиҳасини молиялаштиришга мақсадли йўналтириш учун жамият устав фондиди ошириш (капиталлашуви)га 59,5 млрд сўм маблағ, шу жумладан, устав фондиди 72,01 фоизга ошириш мақсадида акциядорлик жамияти 48 224 609 дона акцияни фонд бозорига жойлаштирди.

Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамияти акциялари бозор баҳосининг 4000 сўмга тушишига олиб келди. Бунинг натижасида, акциядорлик жамияти хусусий капиталининг бозор қиймати ҳам пасайди. «Кварц» АЖ хусусий капиталининг бозор қиймати пасайиши инвестиция жалб қилиш имконияти пасайишига олиб келди. Жумладан, йирик инвесторлар ушбу акциядорлик жамияти акцияларини йирик миқдорда сотиши сабабли, акцияларининг бозор қиймати пасайишига таъсир қилди.

«Кварц» АЖнинг дивиденд тўлаши доимий эмаслиги ҳамда акцияларининг бозордаги қиймати тебранишини ҳисобга олган ҳолда, акциядорлик жамиятининг даромадлар усулида капитал қийматини баҳолаш ҳамда ушбу акциядорлик жамиятини молия бозори орқали инвестициялар жалб этувчи мультипликатор коэффициентлари ҳисоблаб чиқилди (2-жадвал).

2-жадвал

«Кварц» АЖнинг Р/Е мультипликатор коэффициенти таҳлили*

Кўрсаткичлар	Йиллар				
	2014	2015	2016	2017	2018
Битта акциянинг бозор қиймати (сўм)	1000	1715	1715	4500	5400
Битта акцияга тўғри келувчи дивиденд (сўм)	534,4	597,4	1172,3	914,8	0
Р/Е мультипликатори	1,87	2,87	1,46	4,92	0,00

*«Кварц» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди (<http://kvarts.uz/>).

2-жадвал маълумотлари кўрсатадики, «Кварц» АЖнинг акциялари бозор қиймати ўсиш тенденциясига эга. Хусусан, 2014 йилда акциядорлик жамияти битта акциясининг бозор қиймати 1000 сўм бўлган бўлса, 2018 йилга келиб, 5,4 баробар ошган ҳолда 5400 сўмни ташкил қилди. Битта акцияга тўғри келувчи дивиденд эса 2014 йилда 534,4 сўмни ташкил этган бўлса, 2017 йилда 1,7 баробарга ошиб, 914,8 сўмга етган.

Таҳдилларга кўра, акциядорлик жамиятининг битта акцияга тўғри келувчи дивиденди деярли 50 фоизни ташкил этган, бироқ 2018 йилда эса акциядорлик жамияти акциядорларга дивиденд тўламаган. «Кварц» АЖни Р/Е мультипликатори йилдан-йилга ўсиб бормоқда. 2014 йилда ушбу коэффициент 1,87 бўлган бўлса, 2017 йилга келиб 4,92 ни ташкил этган. Бироқ 2018 йилда акциядорлик жамияти устав фондини капиталлаштириш натижасида дивиденд тўланмаганлиги сабабли, Р/Е коэффициент нолини ташкил этган. Р/Е коэффициент «Кварц» АЖнинг инвестицион жозибдорлигини баҳоловчи кўрсаткич ҳисобланади. Ушбу коэффициент натижалари кўрсатадики,

«Кварц» АЖнинг ҳисобот даврида фойдаси камайиши натижасида акцияларнинг бозор қиймати паст баҳоланди.

Маълумки, Р/Е мультипликатор коэффициенти қиймати 0 дан 10 гача бўлса, акциядорлик жамиятининг хусусий капитал қиймати ва соф фойдаси паст ҳисобланади ҳамда акциядорлик жамияти активларини сотишдан фойда олади. Р/Е мультипликатор коэффициенти қиймати 10 дан 17 гача бўлса, акциядорлик жамияти акциялари қиймати юқори ҳисобланиб, ушбу корхонанинг ҳисобот давридаги фойдаси юқори эканлигидан далолат беради. Бу эса, ўз навбатида, мазкур акциядорлик жамияти акцияларининг бозор қиймати ошиши кутилиши яққол намоён бўлади. Р/Е мультипликатор коэффициентининг қиймати 17 дан юқори бўлса, акциядорлик жамияти капиталининг бозор қиймати юқори бўлиб, ушбу корхоналарнинг акциялари спекулятив хусусиятга эга бўлади.

Юқоридаги таҳдиллардан хулоса қилиш мумкинки, «Кварц» АЖ ўз активларини сотиши натижасида фойдаси камайишига олиб келади. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жа-

3-жадвал

«Кварц» АЖнинг Р/В мультипликатор коэффициенти таҳлили*

Кўрсаткичлар	Йиллар			
	2015	2016	2017	2018
Битта акциянинг бозор қиймати (сўм)	1715	1715	4500	5400
Битта акция тўғри келадиган актив (сўм)	2632	4050	6114	6887
Р/В мультипликатори	0,65	0,42	0,74	0,78

*«Кварц» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди (<http://kvarts.uz/>).

мияти хусусий капиталининг бозор қиймати пасайишини кўрсатади. Бундан ташқари, «Кварц» АЖнинг Р/В коэффиценти таҳлили 3-жадвалда ўз аксини топган.

3-жадвал маълумотлари «Кварц» АЖнинг Р/В коэффиценти бирдан пастлиги молиявий қарзлари ортиши ва корхонанинг капиталидан кутилаётган даромад пасайишини кўрсатади. 2015 йилда Р/В коэффицент 0,65 бўлган бўлса, 2018 йилга келиб, ушбу коэффицент 0,78ни ташкил этган. Таҳлилдан кўриниб турибдики, акциядорлик жамиятининг баланс қиймати бозор қийматидан юқорилиги хусусий капиталнинг бозор қиймати арзон эканлигини намоён қилади. Жумладан, 2017 йилда «Кварц» АЖнинг акцияларининг бозор қиймати 5500 сўм бўлган бўлса, 2018 йилга келиб 36,4 фоизга ошиб, 7500 сўмни ташкил қилган. Бундан кўриниб турибдики, «Кварц» АЖ қимматли қоғозларининг бозор қиймати арзон баҳоланмоқда. Бу эса инвесторларни ушбу корхонанинг қимматли қоғозларини сотиб олиш имконини беради ва акциядорлик жамиятининг капитали арзонга сотилишига олиб келади. Натижада «Кварц» АЖнинг капитал қиймати бозор қийматига нисбатан арзон баҳоланишини кўрсатади.

Хулоса ва таклифлар

Таҳлиллардан хулоса қилиш мумкинки, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан деярли фойдаланилмайди. Бунга асосий сабаб, юртимизда қимматли қоғозлар бозори ривожланмаганлиги ҳисобланади. Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланишда қуйидаги муаммолар мавжуд:

1. Мамлакатимизда акциядорлик жамиятларининг бозор капиталашуви жуда паст даражада. Чунки бир қатор акциядорлик жамиятларида давлат улуши юқори бўлиб, хусусий инвестор улуши паст даражада қолмоқда.

2. Мамлакатимиздаги юқори рисклар туфайли акциядорлик жамиятлари капиталидан кутилаётган даромад юқори бўлмоқда. Бу эса, ўз навбатида, қимматли қоғозлар орқали инвестицияларни жалб этиш имкониятларини сезиларли даражада чеклайди.

3. Акциядорлик жамиятлари акциялари-

нинг инвестицион жозибадорлиги деярли паст даражада бўлмоқда. Бунга асосий сабаб, дивиденд сиёсати тўғри олиб борилмаётганлигидир. Чунки акциядорлик жамиятлари биринчи икки йилгача бўлган муддатда дивиденд тўлови акциянинг номиналига нисбатан 50 фоизда тўлаб, кейинги йилларда эса акциядорлик жамиятининг соф фойдасини устав фондининг капиталлашувига йўналтириши натижасида дивиденд тўламаслик устунлик қилмоқда.

Юқоридаги муаммоларни бартараф этиш учун қуйидаги чора-тадбирларни амалга ошириш мақсадга мувофиқдир:

1. Мамлакатимизда капитал бозорини комплекс ривожлантириш бўйича дастур ишлаб чиқиш лозим. Бу капитал бозоридаги молиявий инструментларнинг ликвидлигини оширишга хизмат қилади. Бундан ташқари, акциядорлик жамиятларида молиявий менежерлар томонидан фундаментал таҳлилнинг амалга оширилиши, корпоратив бошқарув амалиёти ривожлантириш имконини яратади.

2. Акциядорлик жамиятларининг бозор капиталлашувини ошириш керак. Жумладан, давлат улушига эга акциядорлик жамиятларида давлат улушини қисқартириш чора-тадбирларини ишлаб чиқиш лозим. Хусусан, йирик акциядорлик жамиятларида давлат улушини қисқартиришда уларнинг акцияларини бирламчи IPO (Initial Public Offering) ва иккиламчи SPO (Secondary public offering) оммавий реализация қилиш усулидан фойдаланган ҳолда амалга ошириш мақсадга мувофиқ.

3. Акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини тўғри олиб бориш учун миноритар акциядорларнинг ҳам ҳуқуқларини ҳимоя қилиш мақсадга мувофиқ. Жумладан, давлат улуши юқори бўлган акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатини амалга оширишда миноритар акциядорларнинг овозларини ҳисобга олиш лозим.

Юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда хулоса қилиш мумкинки, акциядорлик жамиятларида дивиденд сиёсатининг тўғри олиб борилиши ушбу акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланиш имконини беради.

Манба ва адабиётлар

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 17 январдаги «2017–2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили» да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида» ги ПФ-5635-сонли фармони.
2. Graham and Dodd (1934). *Security Analysis*. First Edition. – Pp.725.
3. Williams, J. (1938). *The theory of investment value*. – Cambridge, MA, Harvard University Press. – Pp. 613.
4. Miller M.H. and Modigliani F. (1961). *Dividend policy, growth, and the valuation of shares*. *Journal of Business*. – No. 4. – Pp. 411-433.
5. Myron J. Gordon (1962). *The investment financing and valuation of the corporation*. R.D. Irwin edition. – Pp. 270.
6. Stephen H. Penman (1992). *Return to fundamentals*. *Journal of Accounting research*, 45 (2). – Pp. 427-467.
7. Grullon G., Michaely R. (2002). *Dividends, share repurchases and the substitution hypothesis*. *Journal of Finance*, 57. – Pp. 1649-1684.
8. Stowe John D., Thomas R. Robinson, Jerald E. Pinto and Dennis W. McLeavey (2002). *Analysis of equity investments: Valuation*. – AIMR.
9. Barker R. (1999). *The role of dividends in valuation models used by analysts and fund managers*. *The European Accounting Review*, 8 (2). – Pp. 195-218.
10. Demirakos, Efthimios G., Norman Strong and Martin Walker (2002). *The valuation methodologies of financial analysts*. *Working paper, University of Manchester*.
11. Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали таъкил этиш йўллари. Иқ. фан. док. ил. дар. олиш учун ёз. дисс. автореферати. – Тошкент, 2018. – 30 б.
12. Курбонов Х.А. Корпоративные финансы. – Т.: Иктисод-Молия, 2007. – С. 40.

Тақризчи:

Элмирзаев С.Э., иқтисодиёт фанлари доктори,

«Корпоратив молия ва қимматли қоғозлар» кафедраси мудири, Тошкент молия институти