АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИДА КАПИТАЛ БОЗОР БАҲОСИНИ АНИҚЛАШНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ АСОСЛАРИ

Мавлянова Юлдузхон Турғуновна
Тошкент давлат иқтисодиёт университети
мустақил изланувчиси

Аннотация.
Молиявий менежмент тизимида капитал баҳосини аниқлашга доир назарий ёндашувлар тадқиқ этилган бўлиб, ривожланаётган бозорлар учун мақбул моделлар аниқланган. Халқаро ва миллий амалиётда капиталнинг ўртача тортилган баҳосини аниқлашдаги фарқли жиҳатлар ҳамда уларнинг асосий ҳусусиятлари баён этилган. Мамлакатимиз акциядорлик жамиятларида корпоратив баҳолаш амалиётидаги мавжуд муаммоларни такомиллаштиришга доир таклифлар ишлаб чиқилган.

Таянч иборалар: капитал баҳоси, капиталнинг ўртача тортилган қиймати (WACC), дисконтлашга асосланган моделлар (DDM), капитал активларни баҳолаш модели (CAPM), капиталнинг таркибий тузилиши.

Abstract.
Theoretical methods related to determining cost of capital in the financial management system have been explored, and optimal models for emerging markets have been identified. Different aspects of determining the weighted average cost of capital in international and national practice and their main features are described. Proposals have been developed to improve the existing problems in the practice of corporate valuation in joint-stock companies of the country.

Key words: cost of capital, weighted average cost of capital (WACC), Dividend discount model (DDM), Capital asset pricing model (CAPM), capital structure.

Кириш

Мамлакатимизда иқтисодий ислоҳотларни чуқурлашиб бораётганлиги шароитида акциядорлик жамиятларида халқаро андозаларга мос равишда замонавий молиявий бошқарув механизмини ривожлантириш муҳим аҳамиятга касб этмоқда. Молиявий менежмент тизимида молиялаштириш манбалари борасида молиявий қарорлар қабул қилишнинг бош масалалардан бири, капитал баҳосини аниқлаш ва унинг асосий ҳусусиятларини ёритиш ҳисобланади. Умуман олганда, капитал баҳоси ёки молиявий активларнинг ҳаққоний баҳосини аниқлаш нима учун керак бўлади? Айнан мазкур кўрсаткични аниқлаш механизмини жорий этиш мамлакатимиз амалиётида молиявий менежмент механизмини ривожлантиришдаги мавжуд муаммолардан бири ҳисобланади. Халқаро амалиётда компаниялар инвестицион жозибадорлиги ва рейтинги аниқлашда “бозор қиймати

(баҳоси)” каби иқтисодий атамалардан фойдаланилади. Капиталнинг реал баҳоси, компания бозор қийматини аниқлашдаги муҳим кўрсаткичлардан бири саналади. Айнан ушбу кўрсаткичлар ҳолатига асосланиб компанияларнинг қимматли қоғозлари ва бошқа фаолият соҳаларига инвесторларни янада кенгроқ жалб қилиш имконияти ошади.

Мавзуга оид адабиётлар шарҳи

Молиявий менежментда капитал баҳосини аниқлаш ва унинг таркибий тузилишини оптималлаштиришга доир муҳим илмий тадқиқотлар халқаро Нобел мукофоти лауреатлари Франко Модильяни ва Мертон Миллерлар (Franco Modigliani, Merton H.Miller) томонидан амалга оширилган [1]. Модильяни ва Миллерлар томонидан ишлаб чиқилган “Капитал қиймати, корпоратив молия ва инвестициялар назарияси” йиллар давомида қатор иқтисодчи олимлар томонидан амалга оширилган тадқиқотлар натижасида такомиллашган кўринишга келган. Мазкур назарияга мувофиқ, компания бозор баҳосини (қийматини) ошириш ҳамда молиявий ресурсларни шакллантиришда нафақат ўз маблағларидан фойдаланиш механизмини жорий этиш, балки қарз маблағларини кенг жалб этиш асосида капиталнинг қийматини ошириш мумкин.

Аввалги тадқиқот ишларимизда ҳам таъкидлаганимиздек, молиявий менежментнинг фундаментал концепцияларини бойитишга улкан хисса қўшган олимлардан бири Вашингтон (АҚШ) университети профессори Уильям Шарп (William Sharpe). Олим томонидан ишлаб чиқилган “Молиявий (капитал) активларни баҳолаш модели” (CAPM) молиявий менежментда акциядорлик капитал баҳосини аниқлашда муҳим ўрин эгаллайди [2]. Мазкур модел, молиявий активнинг талаб қилинган миқдордаги даромадлигини аниқлашда ушбу молиявий активга бозор риски таъсири даражасини аниқлашни назарда тутади. Назариянинг предмети эса, қимматли қоғозларнинг рисклилик даражаси ва даромадлигини аниқлаш ҳисобланади.

Замонавий корпоратив молиянинг назарий ва амалий муаммоларига бағишланган тадқиқотлар муаллифи А.Дамодаран (A.Damodaran)нинг фикрича, хусусий капиталнинг баҳоси – инвестор томонидан компания капиталига киритган инвестиция (сармоя)сидан кутаётган даромадлилик тушунилади [3]. Роджер Ибботсон (Roger G.Ibbotson)нинг фикрига кўра “капитал қиймати бир хил риск даражасига эга муқобил инвестициялар орқали олинадиган даромадга тенгдир”. Яъни, инвестор компаниянинг рақобатчиси бўлган бошқа компания қимматли қоғозларига сармоя киритишга қарор қилди. Бундай ҳолда, риск бир хил даражада бўлсада рақобатчи компаниянинг қимматли қоғозлари муқобил инвестиция ҳисобланади [4].

Таҳлил ва натижалар

Капитал қиймати ва молиявий активларнинг реал (ҳаққоний) баҳосини аналитик (таҳлилий) кўрсаткичлардан бири бўлиб, ушбу кўрсаткич компаниянинг барча молиялаштириш манбаларини ҳисобга олган ҳолда компаниянинг қийматини

аниқлаш имконини беради. Компаниянинг барча молиялаштириш манбаига қарз мажбуриятлари, имтиёзли ва оддий акциялар ҳамда ташқи мулкдорларнинг улуши киради. Умумий ҳолатда, компаниянинг бозор қийматини аниқлаш учун қуйидаги тенгламадан фойдаланамиз:

$$CV = MVS + MVE + MVD + MI - CI \qquad (1)$$

Бу ерда MVS – оддий акцияларнинг бозор баҳоси; MVE – имтиёзли акцияларнинг бозор баҳоси; MVD – қарз капиталининг бозор қиймати; MI – миноритар акциядорларнинг улуши; CI – пул маблағлари ва унга тенглаштирилган активлар.

Корхоналарда ҳар қандай турдаги молиявий активнинг қиймати *(fair value - V)* – молиявий актив ҳисобига вужудга келтирилган, келгусидаги пул оқимларининг дисконтланган қийматига тенг бўлади, яъни:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} \qquad (2)$$

Бу ерда V – молиявий активнинг реал (ҳақиқий) қиймати; CF_t – t вақтда актив бўйича тўлов; r – талаб қилинадиган ёки кутилаётган даромадлилик ставкаси;

Шунинг учун молиявий активларнинг реал қийматини аниқлашдаги муҳим омиллар бўлиб пул оқимларининг миқдори, даври ва дисконт ставка даражасини юқори прогноз қилиш ҳисобланади. Акциядорлик жамиятлари томонидан молиявий активларнинг қийматини аниқлашда икки хил тарафдан ёндашилади. Биринчи ёндашувда корхоналар ўзлари эмиссия қилган қимматли қоғозларни жойлаштириш асосида қанча миқдорда реал даромадлиликка эришиш аниқланади. Иккинчи ёндашувда эса корхоналар томонидан молиявий активларни сотиб олиш учун қилинадиган инвестиция натижасида кутилаётган фойданинг реал (бозор) қиймати аниқланади. Биз қуйида иккала ёндашув натижасида молиявий активлар қийматини аниқлаш услубиётини таҳлил қиламиз.

Бизга маълумки корхоналар фаолиятини ташкил этиш ва амалга ошириш учун турли манбалар ҳисобига капиталини шакллантиради. Фикримизча, корхоналар молиявий таъминоти турли манбалар шаклланишига қарамасдан уларнинг бари жалб қилиш усуллари ва энг асосийси жалб қилиш учун қилинган харажатлар яъни унинг қиймати (баҳоси) бўйича бир-биридан фарқ қилади. *Шунинг учун молиявий менежментда капиталнинг таркибий тузилиши дейилганда ўз ва қарз маблағларининг ўзаро нисбати тушунилади.*

Корхоналар томонидан муайян манбани жалб қилганлик ва маълум миқдордаги капиталдан фойдаланганлик учун тўланадиган умумий суммани фоизда ифодалайдиган бўлсак, бунда аниқланган натижа мазкур манбанинг ёки капиталнинг қиймати деб ифодаланади ҳамда қуйидагича аниқланади.

$$\text{Капиталнинг қиймати (баҳоси)} = \frac{\text{Капитал ёки манбанинг эгасига тўланадиган тўлов}}{\text{Жалб қилинган капитал миқдори}} * 100\%$$

Мазкур тенгламадан хулоса қилиш мумкинки, корхона жалб қилинган жами капиталнинг умумий қиймати унинг хар бир таркибий элементлари қийматининг йиғиндиси асосида аниқланади. Тадқиқот натижалари шуни кўрсатдики, молиявий менежментда капиталнинг қиймати муҳим кўрсаткичлардан бири бўлиб, кўплаб муҳим вазифаларни ҳал қилишда кенг фойдаланилади, бунга асосий сабаб сифатида қуйидагиларни келтириш мумкин:

- инвесторлар томонидан киритилаётган маблағларнинг кутилаётган даромадлилик меъёрини аниқлаш имконини беради;
- бир нечта инвестицион лойиҳалар орасидан энг оптимал бўлган лойиҳани танлашда ёрдам беради;
- корхона акциядорлари учун қўшимча қийматни шаклланиши учун хизмат қилади ҳамда корхонада молиявий бошқарувни самарадорлигини оширувчи муҳим инструментлардан бири сифатида намоён бўлади.

14-сонли БҲМС «Хусусий капитал тўғрисида ҳисобот» да умумий қоидалар, ахборотни очиб беришнинг асосий қоидалари ва ҳисоботнинг хусусий капитал тўғрисидаги қисмига тушунтиришлар кўрсатилган. Бироқ мазкур кўрсаткичлар, бугунги замонавий молиявий бошқарув стандартларига тўлиқ жавоб бермаётганлигини алоҳида таъкидлашимиз мумкин.

Фикримизча, ҳусусий капитал тўғрисидаги ҳисоботда капиталнинг таркибий тузилиши бўйича алоҳида моддаларни киритиш ҳамда акциядорлик жамияти хусусий капиталининг ҳар бир манбаи бўйича қийматини акс эттириш жараёнини жорий этиш лозим. Бу эса ўз навбатида акциядорлик жамиятини инвестицион шаффофлигини таъминлаш билан бир қаторда корхона учун жалб қилинаётган манбалар орасидан оптимал қарорлар қабул қилишда муҳим аҳамият касб этади.

Тан олиш керак, корхона капитали баҳосини аниқлаш ўзига ҳос мураккаб жараён бўлиб, капиталнинг алоҳида компонентлари (таркибий элементлари) бўйича математик ҳисоб-китобларни талаб қилади. Баъзи капиталнинг манбаларини ҳисоблаш содда бўлса (қарз маблағлари қатъий белгиланган фоиз тўлаш асосида жалб қилинганлиги учун), айримларини аниқлаш солиқ солиш ва солиқ бўйича белгиланадиган имтиёзлар нуқтаи-назаридан мураккаблик касб этади. Бундан ташқари, манбаларни жалб қилиш жараёнида қўшимча тўланадиган маблағларнинг ҳам мавжуд эканлиги қарз ёки ўз капитали қийматини аниқлашда мураккабликларни юзага келтириш мумкин. Масалан, қимматли қоғозларни эмиссия қилиш, кредит шартномаларини расмийлаштириш, суғурта, кафиллик, гаров объектларини расмийлаштириш, консалтинг хизматларидан фойдаланиш кабилар билан боғлиқ харажатлар шулар жумласидандир. Молиявий менежментда капиталнинг қийматини аниқлашда вақт ва риск омилларини ҳам эътиборга олишиши зарур бўлади.

Тадқиқот натижаларидан маълумки, ўзига хос қийинчиликлар ва объектив, субъектив омилларнинг мавжуд эканлигига қарамасдан, корхона молиявий менежерлари ёки ижро органлари раҳбарлари фаолиятнинг самарадорлигини аниқлаш ҳамда инвестицион, молиявий қарорлар қабул қилишда капитал ва унинг алоҳида компонентларини тахминий баҳосини аниқлаши зарур. Аксарият қарз

манбаларининг қийматини жалб қилинган умумий сумма ва уни қоплаш бўйича амалга оширилган тўловларнинг йиғиндиси асосида аниқлаш мумкин. Бунинг учун пул оқимлари бўйича даромадлиликнинг ички меъёри (IRR)ни аниқлаш формуласидан фойдаланамиз.

$$\sum_{t=1}^{N} \frac{CF_t}{(1+R)^t} - (D_0 - TC) = 0 \qquad (3)$$

Бу ерда CF_t – пул оқимлари; R – қарз маблағининг жами (умумий) қиймати; N – умумий тўловлар сони; D_0 – t=0 даврда жалб қилинган қарз маблағнинг суммаси; TC – қарз маблағини олиш билан боғлиқ харажатлар миқдори.

Солиқ солиш нуқтаи назаридан ёндашадиган бўлсак, қарз маблағини муҳим ҳусусиятларидан бири, улар бўйича тўланадиган фоизлар маҳсулот таннархига киритилади ва фойда солиғи базасидан чегириб ташланади. Шунинг учун, (3) формуланинг махражидаги R кўрсаткич мазкур натижани акс эттириш мақсадида (1-T) га кўпайтирилади. Демак, юқорида ўзгартириш киритилган сўнг, жалб қилинган қарз капиталининг баҳоси тўланадиган солиқ суммасига таъсирини инобатга олган ҳолда қуйидагича аниқлаш мумкин:

$$k_D = R * (1 - T) \qquad (4)$$

Бу ерда k_D – қарз капитали баҳоси; T – фойда солиғи ставкаси.

Навбатдаги босқичда эса, акциядорлик жамиятлари томонидан ўз маблағлари ҳисобига шакллантириладиган капитал (оддий ва имтиёзли акциялар, тақсимланмаган фойда ва унга тенглаштирилган маблағлар ва ш.к.) нинг баҳосини аниқлаш жараёнларини таҳлил қиламиз. Назарий нуқтаи назардан қарайдиган бўлсак, хусусий капитал баҳоси дивиденд тўловлари даражасидан келиб чиққан ҳолда корхона таъсисчилари талаб қиладиган даромадлилик меъёрига тенг деб олинади. Бироқ амалиётда корхона хусусий капиталнинг алоҳида таркибий элементлари бўйича баҳосини аниқлаш мураккаб жараён ҳисобланади. Муаммонинг мавжудлиги шундаки, хусусий капиталнинг ҳар бир элементи моҳиятан бир-биридан фарқ қилиб алоҳида ўзига ҳусусиятга эга эканлигидадир. Фикримизча, ушбу фарқли ҳусусиятлар қуйидаги жиҳатлар асосида юзага келади:

Биринчидан, оддий ва имтиёзли акциялар шаклланиш манбаига кўра ташқи ёки жалб қилинган манба ҳисобланса, асосий фаолиятдан олинган фойда шаклланишига кўра ички манба бўлиб уни жалб қилиш учун қўшимча харажатлар талаб қилинмайди.

Иккинчидан, оддий ва имтиёзли акциялар ўртасида фарқли жиҳатлар мавжуд бўлиб, корхона имтиёзли акциялар ҳисобига капитални шакллантирадиган бўлса қатъий белгиланган фоиз ставкаларда ёки уставда белгинланган фоизларда тўловларни амалга ошириш мажбурияти ўз зиммасига олади. Бу каби ҳусусият имтиёзли акцияларни қарз инструментига ўхшашлигига олиб келади. Албатта, инвестор учун мазкур активга сармояни киритишдан олинадиган даромад юқори бўлмасада, риск даражаси бошқа активларга нисбатан паст бўлади.

Юқоридагилардан айтиш мумкинки, молиявий менежерлар оддий ва имтиёзли акциялар ҳамда тақсимланмаган фойда сингари манбаларнинг баҳосини аниқлашда турлича илмий, назарий ва амалий ёндашувларни ҳисобга олиши лозим бўлади. Агар корхона капитални шакллантириш жараёнида имтиёзли акциялар эмиссия қилиб, бу турдаги акцияларни P_i номинал баҳода жойлаштирса ва бу турдаги акциялар бўйича қатъий белгиланган фоиз ставка дивиденд (DIV_i) тўлашни режалаштирган бўлса, бунда акцияларни эмиссия қилишга кетган барча харажатларни ҳисобга олган корхонанинг капитал баҳосини қуйидагича аниқлаш мумкин:

$$k_{ps} = \frac{DIV_i}{P_i(1 - e_h)} \qquad (5)$$

Бу ерда e_h – қимматли қоғозлар эмиссияси билан боғлиқ харажатлар, % да.

Оддий акциялар ҳақида гапирадиган бўлсак, юқорида таъкидлаганимиздек, корхона томонидан оддий акциялар ҳисобига шакллантирилган капитални баҳолаш мураккаб жараён бўлиб, бунинг асосий сабаби сифатида олдиндан тўланадиган дивидендлар миқдорини прогноз қилишнинг номаълум эканлиги билан изоҳлаш мумкин. Халқаро амалиётда мазкур усулда шакллантирилган корхона капиталини баҳолашнинг бир қанча ёндашувлари мавжуд бўлиб, буларга қуйидагиларни мисол қилишимиз мумкин:

- дивидендларни дисконтлашнинг турли моделлари (DDM);
- капитал активларни баҳолаш модели (CAPM);
- Модильяни – Миллер модели (MM);
- коэффициентлар усулида аниқланадиган моделлар.

Булар орасида кенг тарқалган моделлардан бири Гордон модели бўлиб, ушбу модел дивидендларни доимий ўсишга асосланади, яъни оддий акция бўйича ҳар йиллик дивиденд миқдори бир хил g миқдорда ўсиб боради деб фараз қилинади ($D_1=D_0\times(1+g)$, $D_2=D_0\times(1+g)^2$, $D_n=D_0\times(1+g)^n$). Модел бўйича ишимизнинг кейинги қисмида батафсил тўҳталамиз. Гордон моделига асосан корхона капитали оддий акциялар ҳисобига шакллантириладиган бўлса, унинг баҳоси қуйидагича аниқланади.

$$k_s = \frac{DIV_s}{P_s(1 - e_h)} + g \qquad (6)$$

Бу ерда g – дивидендларни ўсиш даражаси, % да. P_s – оддий акциянинг жорий даврдаги бозор баҳоси.

Бундан ташқариш оддий акциялар бўйича капитал баҳосини аниқлашда корхона томонидан тўланадиган дивидендлар миқдори йиллар мобайнида ўзгармас деб фараз қилинади ($DIV_1=DIV_2=\ldots=DIV_n=const$), натижа эса қуйидагича аниқланади:

$$k_s = \frac{DIV_s}{P_s(1 - e_h)} \qquad (7)$$

Агар корхона томонидан олинган фойда акциядорларга дивиденд

кўринишида тақсимланмайдиган бўлса, бундай вазиятда акциядорлик капиталини жорий манба ҳисобига шаклланганлиги сабабли баҳосини аниқлаш алоҳида ёндашувга эга бўлади. Бошқача айтадиган бўлсак, мазкур манбанинг баҳоси акциядорлар талаб қиладиган даромадлилик меъёрига (нормасига) тенг бўлади. Гордон моделидан фойдаланган ҳолда тақсимланмаган фойда ҳисобига шакллантирилган капиталнинг баҳосини аниқлаш формуласини қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$k_{re} = \frac{DIV_s}{P_s} + g \qquad (8)$$

Акциядорлик жамиятининг хусусий капитали турли манбалар ҳисобига шаклланганлигини эътиборга оладиган бўлсак, унинг умумий капитали баҳоси (k_e) ҳар бир алоҳида таркибий манбанинг умумий капиталдаги улушини ҳисобга олган ҳолда ўртача тортилган қиймати орқали қуйидагича аниқлаш мумкин.

$$k_e = w_{re}k_{re} + w_s k_s + w_i k_i \qquad (9)$$

Бу ерда: w_{re},w_s,w_i – хусусий капитал таркибида тақсимланмаган фойданинг улуши, мос равишда оддий ва имтиёзли акцияларнинг ҳам улуши; k_{re}, k_s, k_i – мос равишдаги (тақсимланмаган фойда, оддий ва имтиёзли акция) манбанинг баҳоси.

Корхонани молиялаштириш манбалари турлича эканлигини инобатга олган ҳолда, молиявий менежерлар корхона самарадорлигини ошириш, капитал таркибини оптималлаштиришда жалб қилинаётган ҳар бир манбага қилинадиган харажатлар миқдорини имкон қадар минималлаштиришга эришиш лозим. Шунга мувофиқ, корхона мулкдорлари капиталнинг алоҳида компонентлар (таркиби) бўйича кутиладиган даромадлилик миқдорига мос равишда (IRR бўйича), корхона фаолиятига жалб қилинаётган ҳар бирлик капиталнинг (WACC миқдори) етарли даражада даромадлилиги таъминланиши лозим.

Шунинг учун, молиявий менежмент назариясида корхона капитали баҳоси (WACC) дейилганда, корхона эгалари томонидан кутилаётган даромадлилик миқдоридан келиб чиққан ҳолда, капиталнинг алоҳида компонентлари бўйича ўрта тортилган қиймати тушунилади ҳамда қуйидагича аниқланади:

$$WACC = \sum_{i=1}^{N} w_i * k_i \qquad (10)$$

Бу ерда: WACC – капитал баҳосининг ўртача тортилган миқдори, w_i – і инчи капиталнинг жами капиталдаги улуши, k_i – і инчи капиталнинг солиқ тўлангандан кейинги баҳоси.

Юқорида, биринчи ёндашувга мувофиқ корхоналар ўзлари эмиссия қилган қимматли қоғозларни жойлаштириш асосида қанча миқдорда реал даромадлиликка эришиш тартибини кўриб чиқдик. Қуйида эса, иккинчи ёндашувга мувофиқ, корхоналар томонидан молиявий активларни сотиб олиш учун қилинадиган инвестиция натижасида кутилаётган фойданинг реал (бозор) қиймати аниқлаш

жараёнларини таҳлил қилиб чиқамиз. Акция эгасининг даромади ёки акциянинг даромадлилиги тўланган дивиденд миқдори ва халқаро амалиётдаги сингари компаниянинг бозор қийматини ўзгариши орқали аниқланади. Киритилаётган инвестиция бир даврли (n=1) бўлган ҳолатда акциянинг қиймати қуйидагича аниқланади

$$V = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r} \qquad (11)$$

Бу ерда DIV_1, P_1 – t=1 давр мобайнида акция баҳоси ва дивиденд миқдори, r- бозор ставкаси (дисконт меъёри)

Юқоридагига мос равишда, инвестициянинг даромадлилиги қуйидагича кўринишга эга бўлади:

$$V = \frac{DIV_1 + (P_1 - P_0)}{P_0} + \frac{P_1}{1+r} \qquad (12)$$

Бу ерда, P_0 – t=0 даврда акция баҳоси.

n давр муддатга киритилган инвестициянинг қиймати қуйидагича аниқланади:

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{DIV_1}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n} \qquad (13)$$

Акцияни муомалада бўлиш муддати қатъий чекланмаганлигини эътиборга олиб, $n \to \infty$ ҳолатда формуланинг иккинчи қисми 0 га интилади ҳамда қуйидагича кўриниш ҳосил қилади:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t} \qquad (14)$$

Мазкур моделга мувофиқ оддий акциянинг қиймати жорий даврдаги барча дивидендларнинг дисконтланган суммасига тенг. Агар жорий даврга акциянинг бозор баҳоси маълум бўлса, унинг ички даромадлилиги *Y* қуйидаги тенглама орқали аниқланиши мумкин:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+Y)^t} = 0 \qquad (15)$$

Y кўрсаткичи – пул оқимлари учун ички даромадлиликнинг миқдорий чегарасини ифодалайди, яъни мазкур акция орқали минимум даражада олиниши лозим бўлган даромадлиликнинг фоиз кўрсаткичини аниқлаш имконини беради. 14 ва 15 формулаларни амалиётда қўлланилиши ҳамда акцияга киритилган инвестиция самарадорлигини баҳолашнинг чегараланганлиги DIV_t хажмини аниқлашдаги мураккаблик ҳисобланади, яъни инвесторлар томонидан келгуси ҳисобот йилида корхонанинг оладиган фойдаси ва тўланадиган дивиденд миқдорини аниқ прогноз қилиш имконияти мавжуд эмас. Шунинг учун таҳлил жараёнида корхонанинг молиявий ҳолатини турли вазиятларда фараз қилиш асосида баҳолаш ҳамда дивидендларни ўсиш даражаси ёки дивидендлар миқдори ўзгармас бўлган эҳтимолликлардан келиб чиқилади. Бу жараёнда ҳисоблаш нуқтаи-

назаридан энг оддий бўлган ҳолат инвестицион давр мобайнида дивидендлар миқдори ўзгармас деб фараз қилинган ҳолатдир, яъни:

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

Бундай ҳолда, акция қийматини баҳолаш (14) формуласи қуйидагича кўринишга эга бўлади:

$$V = DIV\left[\sum_{t=1}^{\infty}\frac{1}{(1+r)^t}\right] \qquad (16)$$

$n \to \infty$ сабабли квадрат қавс ичидаги миқдор r га интилади, шунинг учун баҳолаш модели ихчамлашади:

$$V = \frac{DIV}{r} \qquad (17)$$

17-тенглама халқаро амалиётда Дж.Гордон (J.Gordon) нинг ноллик ўсиш модели деб аталиб, имтиёзли акцияларни баҳолаш учун ҳам фойдаланиш мумкин. Ноллик ўсиш моделида акциянинг даромадлилиги қуйидагича аниқланади:

$$Y = \frac{DIV}{P} \qquad (18)$$

Акциялар қийматини баҳолашнинг машҳур моделларидан бири доимий ўсиш модели ҳисобланади. Мазкур моделнинг замирида акциялар бўйича дивиденд тўловлар миқдори қандайдир g (яъни, бир хил ўсиш суръати) хажмига тўғри пропорционал равишда ўсиб боради деган фараз ётади. Бу ҳолда $DIV_t = DIV_{t-1}(1+g)$ ёки $DIV_t=DIV_0(1+g)^t$ бўлади ҳамда акциянинг қиймати қуйидагича аниқланади:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty}\frac{DIV_0(1+g)^t}{(1+r)^t} = DIV_0\left[\sum_{t=1}^{\infty}\frac{(1+g)^t}{(1+r)^t}\right] \qquad (19)$$

$n \to \infty$ учун квадрат қавс ичидаги ифода r>g бўлганда (1+g)/(r-g) миқдорга интилади. Бундай ҳолда доимий ўсиш модели қуйидаги кўринишга эга бўлади:

$$V = DIV_0\left[\frac{1+g}{r-g}\right] = \frac{DIV_1}{r-g} \qquad (20)$$

Доимий ўсиш моделида инвестициянинг даромадлилигини қуйидагича аниқлаш мумкин:

$$Y = \frac{DIV_0(1+g)}{P} + g = \frac{DIV_1}{P} + g \qquad (21)$$

Умуман олганда Гордон моделидан молиявий сиёсати ва ўсиш даражаси барқарор бўлган ва тармоқ бўйича ўртача ўсиш суръатларига яқин ўсаётган корхоналар амалиётида фойдаланиш мумкин. Халқаро амалиётда умумтан олинган ва юқори реал натижавийликка асосланган дивидендларни дисконтлаш моделларидан бири ўзгарувчан ўсиш модели ҳисобланади.

Ўзгарувчан ўсиш моделларидан фойдаланиш инвестор учун корхонани ривожланиш даврига мос равишда ўсиш даражасини аниқлаш имконини беради. Молиявий менежмент назария ва амалиётида ўзгарувчан моделнинг ҳусусий ҳолатлари учун икки ва уч даврли моделлардан фойдаланилади. Икки даврли ўсиш

моделида, қандайдир T давр мобайнида дивидендларни ўзгариши аниқ бир қонунийлик билан боғлиқ эмас деб тахмин қилинади.

Бироқ T давр бошлангандан сўнг корхона g доимий коэффициент билан ўсиб боради. Шунинг учун инвестор дивидендлар кўрсаткичи D_1,D_2, … D_3 ни ва T даврни прогноз қилиши лозим. Бундай ҳолатда акциялар бўйича тўловларни икки қисмга ажратиш мумкин, яъни T давргача ва T даврдан кейин тўланадиган дивидендлар. Мос равишда акциянинг қиймати иккала тўловлар қийматининг йиғиндисига тенг бўлади: $V=V_t+V_{t+1}$. Бундан келиб чиққан ҳолда акциянинг қийматини қуйидагича аниқлаш мумкин:

$$V = V_t + V_{t+1} = \sum_{t=1}^{T} \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{DIV_{t+1}}{(r-g)(1+r)^T} \qquad (22)$$

Инвестициянинг ички даромадлилиги эса қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$P = \sum_{t=1}^{T} \frac{DIV_t}{(1+Y)^t} + \frac{DIV_{T+1}}{(Y-g)(1+Y)^T} \qquad (23)$$

Уч босқичли ўсиш модели асосан корхоналарнинг иқтисодий ривожланиш циклининг турли фазаларидан келиб чиққан ҳолда ишлаб чиқилади, яъни дастлабки ривожланиш даври, ўсиш даври ва юқори риовжланиш даври. Корхоналар ривожланиш циклининг хар бир босқичидаги даромад ва дивидендларнинг ўсиш даврига мос равишда акцияларнинг даромадлилини аниқлашга доир услубиёт жорий этилади. Умумий ҳолатда корхонани муваффақиятли фаолият юритишининг биринчи босқичида дивиденд тўловлари ўсиши g_1 ўртача тармоқ даражасидан юқори ёки паст бўлиши мумкин. Корхонанинг ўсиш даврида дивидендлар миқдори g_2 коэффициентига мос равишда ўзгаради. Корхоналар иқтисодий ривожланиш циклининг юқори босқичида эса дивидендлар миқдори барқарорлашиб g_3 даражасида ўсиб боради. Шунинг учун молиявий менежерлар корхонани иқтисодий ривожланиш босқичларига мос равишда дивидендларни ўсиш кўрсаткичларини g_1,g_2,g_3 прогноз қилиши лозим.

Хулоса ва таклифлар

Молиявий менежментда капитал баҳосини аниқлашга доир амалга оширилган тадқиқот натижаларига асосан қуйидаги хулоса шакллантирилди.

Мамлакатимиз акциядорлик жамиятларида капитал баҳосини аниқлаш тартиби ва унда фойдаланиладиган асосий кўрсаткичларни фойдаланишдаги меъёрий хужжатларни такомиллаштириш лозим. Жумладан, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2015 йил 28 июлдаги 207-сонли Қарорига илова “Давлат улуши бўлган акциядорлик жамиятлари ва бошқа хўжалик юритувчи субъектлар фаолияти самарадорлигини баҳолаш мезонлари тўғрисида” ги Низомнинг 3а иловасида келтирилган самарадорликнинг муҳим кўрсаткичларини аниқлаш тартиби ва норматив меъёрлари келтирилган. Мазкур Низомда халқаро амалиётда кенг фойдаланиладиган самарадорликнинг муҳим кўрсаткичлар яъни фоизлар, солиқ ва амортизация тўлагунга қадар фойда (EBITDA - Earnings Before

Interest, Taxes, Depreciation & Amortization), даромад ва харажатлар нисбати, (CIR - Cost Income Ratio), жалб қилинган капитал рентабеллиги (ROCE - Return on Capital Employed), акциядорлик (хусусий) капиталнинг рентабеллиги (ROE - Return On Equity) ҳамда акциядорлар томонидан киритилган инвестициялар рентабеллиги (TSR - Total Shareholders Return) каби кўрсаткичларни ҳисоблаш усуллари келтирилган. Бироқ, мазкур коэффициентлар молиявий ҳисоботнинг халқаро стандартлари ёки шу каби стандартларга (IFRS,GAAP) мос келиши келтирилмаган шунингдек, мазкур коэффициентлар халқаро рейтинг агентликлари ҳисоблаш методикаларига қай даражада тўғри келишини аниқ кўрсатиш лозим.

Таклиф сифатида мазкур коэффициентларни аниқлашда қайси халқаро стандартларга мос келиш ҳамда халқаро рейтинг агентликлари (Standard&Poor's, Bloomberg L.P., «Рейтер» ва ш.к) ҳисоблаш методикасига асосланишини, ишлаб чиқилган Низомга алоҳида тушунтириш шаклида батафсил келтириш лозим. Биз мазкур коэффициентлар асосида халқаро молиявий экспертлар ёки инвесторларга ҳисоботлар тақдим этадиган бўлсак, самарадорликнинг муҳим кўрсаткичлари бўйича тушунмовчиликлар юзага келиши табиий.

Тадқиқот жараёнида фойдаланилган DDM (дивидендларни дисконтлашнинг турли моделлари)нинг турли кўринишлари дивидендларни ўсиш даражаси ва дивидендлар миқдорини прогноз қилишга асосланади. Бироқ, назарий жиҳатдан батафсил асосланганлигига қарамай мазкур моделлардан фойдаланишда айрим камчиликлар ҳам мавжуд. Масалан, умуман дивиденд тўламайдиган (ташкилий-ҳуқуқий шаклидан келиб чиққан ҳолда), дивиденд тўловларини мунтазам равишда амалга оширмайдиган корхоналар ёки жуда кам миқдорда дивиденд тўлайдиган корхоналарнинг акцияларини баҳолашдан наф йўқ. Шунинг учун молиявий менежерлар томонидан акциядорлик жамиятлари фаолиятини таҳлил қилиш ҳамда инвестицион имкониятларини баҳолаш мақсадида юқоридаги моделларнинг ҳар бирини алоҳида хусусиятларини инобатга олган ҳолда амалда қўллаши лозим.

ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ.

1. Modigliani F., Miller M.H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment//American economic Review.

2. Jonathan Berk, Peter DeMarzo, Jarrad Harford, Fundamentals of corporate finance. – 2 nd ed. Prentice Hall, 2012 y, p. 41

3. Damodaran, A. Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence//Foundations and Trends in FinanceVolume 1, Issue 8, 2007, Pages 693-784.

4. Roger G. Ibbotson, Gary P. Brinson «Global Investing: The Professional's Guide to the World Capital Markets» Fourth edition, Cambridge University Press, 2009 – 339 c.

5. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2015 йил 28 июлдаги "Давлат улуши бўлган акциядорлик жамиятлари ва бошқа хўжалик юритувчи субъектлар фаолияти самарадорлигини баҳолаш мезонларини жорий этиш тўғрисида" ги 207-сонли Қарори.

6. Ковалев П.П. Особенности оценки рисков инвестиционных проектов//Экономика: вчера, сегодня, завтра. 2017 г., том 7. ст. 251-260.

7. Шимко П.Д. Международный финансовый менеджмент: учебник и практикум. 2-е изд., перераб., и доп. – М.: Юрайт - 2019 г. 494 ст.

8. Burxonov A.U., Xamdamov O.N. Moliyaviy menejment. Darslik. – T.: “Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi” - 2020 y. 468 b.

9. Xudoyqulov X.X. Aksiyadorlik jamiyatlarining kapital qiymatini baholashning metodologik asoslarini takomillashtirish. DSc. ilm.dar. disser. avtoref. –T.: 2021 - 21 b.

10. Hamdamov O., Otakhonova S., Baratova Z. BOND MARKET ANALYSIS IN THE COUNTRIES OF THE ASIAN REGION //International Finance and Accounting. – 2020. – Т. 2020. – №. 2. – С. 23