

ISSN
2181-2128

2021
II SON



"ЛОГИСТИКА ВА ИҚТИСОДИЁТ"
илмий электрон журнали

"ЛОГИСТИКА И ЭКОНОМИКА"
научно-электронный журнал

"LOGISTICS AND ECONOMY"
scientific-electronic journal

www.economyjournal.uz

Электрон журнал Олий Аттестация комиссиясининг миллий илмий нашрлари рўйхатига киритилган.

Нишонов А.С.	Инвестицион муҳитни баҳолаш масалалари	316
Ниязметов И.М.		
Сафаров У.А.	Қўшилган қиймат солиғи механизмини такомиллаштириш	322
Раджапов Х.Ж.		
Ниязметов И.М.	Ўзбекистонда инвестицион солиқ кредитини жорий қилиш имкониятлари	336
Гиясов С.А.		
Рахмонов А.		
Нормурзаев У.Х.	Иқтисодий тармоқлари ўсишини тиклаш ва иқтисодиёт тармоқларига берилаётган солиқ имтиёзларининг таҳлили	357
Обидов М.Қ.	Ўзбекистонда валюта бозорини либераллаштириш йўллари	370
Раимжанова М.А.	Миллий иқтисодиётга хорижий инвестицияларни жалб қилиш ва улардан самарали фойдаланиш йўллари	374
Байджанова С.Р.		
Рахимов Қ.Ф.	Рақамли иқтисодиётга ўтиш шароитида масофавий банк хизматларини ривожлантириш йўллари	381
Сагатов Ф.Б.	Тижорат банкларида комплаенс назоратни ташкил этиш масалалари	389
Ахмедова Х.О.		
Саттаров Ш.Х.	Хизмат кўрсатишни ривожлантириш ва самарадорлигини оширишда прогноз кўрсаткичларидан фойдаланиш	394
Сидиков Ш.И.	Ўзбекистон банк капиталининг банк тизими барқорлигини таъминлашдаги ўрни	401
Табаев А.З.	Агрокимё хизматларни кўрсатишнинг ташкилий-иқтисодий механизмини такомиллаштириш	410
Тилаволдиев Н.Х.	Институционал инвесторлар фаолиятини ривожлантиришга доир назарий қарашлар ва ёндашувлар	419
Тўлаков У.Т.	Мол-мулк солиғи бўйича имтиёзларни такомиллаштириш	425
Ташходжаев М.М.	Ўзбекистон олий таълим муассасаларида талабаларга стипендия ва профессор-ўқитувчиларга иш ҳақи тўлашнинг молиявий менежментга таъсири	435
Холбоев А.Ю.	Страхование информационных рисков: понятие и основные аспекты	442
Худойкулов М.Р.	Корпоратив бошқарув миллий иқтисодиёт ривожланиши омили сифатида	451
Худойкулов Х.Х.	Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларини хусусий капитал қиймати баҳолашдаги кўрсаткичларинг хусусиятлари	455
Ҳамраева Ф.Ш.	Мажбурий суғуртани ривожлантириш истиқболлари	463
Шарипов Б.М.	Тижорат банкларида ликвидлилик riskини бошқаришни такомиллаштириш	471
Шеннаев Х.М.	Ўзбекистонда суғурта фаолиятини халқаро стандарт ва меъёрларга мувофиқ такомиллаштириш	477
Шермухамедов А.А.	Турли юк кўтарувчанликдаги автотранспорт воситаларини маршрутларга самарали тақсимлаш масаласининг комбинаторик усулини асосланиши	486
Жураев М.Н.		
Тоғаев Ж.Х.		
Ширинова Ш.С.	Анализ рынка криптовалют с точки зрения открытых инноваций	495
Шомиров А.А.	Инфляцион таргетлаш режими шароитида инфляцион кутилмаларнинг аҳамияти	507
Эрназаров К.Ю.	Бюджетдан молиялаштириш усуллари ва уларнинг ўзига хос хусусиятлари	514



ЎЗБЕКИСТОНДА АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИ ХУСУСИЙ КАПИТАЛ ҚИЙМАТИ БАҲОЛАШДАГИ КЎРСАТКИЧЛАРИНГ ХУСУСИЯТЛАРИ

Худойкулов Х.Х.

Тошкент давлат иқтисодиёт университети

Аннотация: Мақолада акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолашда таъсир қиладиган кўрсаткичлар ҳисобланган активлар қиймати, хусусий капитал қийматларини 2015 йилдан 2019 йилга бўлган маълумотлар асосида таҳлил қилинган. Жумладан, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларидан «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг капитал қийматига таъсир қиладиган омилларга асосий эътибор қаратилган. Шунингдек, мазкур акциядорлик жамиятларининг солиқдан кейинги операцион фойдаси NOPLAT ва маржа NOPLAT кўрсаткичлари ҳамда инвестиция қилинган капитал рентабиллиги (ROIC) коэффицентлар таҳлили баён қилинган. Ўз навбатида, акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолашда мавжуд муаммолар аниқланган ва уларни бартараф этишга қаратилаган илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Калитли сўзлар: акциядорлик жамияти; капитал қиймати; пул оқими; активлар қиймати; хусусий капитал қиймати; капитал рентабиллиги; операцион фойдаси; инвестиция.

CHARACTERISTICS OF PRIVATE CAPITAL VALUE ASSESSMENT OF JOINT STOCK COMPANIES IN UZBEKISTAN

Khudoykulov X.X.

Tashkent State University of Economics

Annotation: The article analyzes the value of assets, the value of private capital, based on data from 2015 to 2019, which are indicators that affect the assessment of the capital value of a joint stock company. In particular, the main attention is paid to the factors affecting the capital value of JSC "Kyzylkumtsement", "Uzmetkombinat", "Kokand Mechanical Plant" and "Quartz". The analysis of NOPLAT and margin NOPLAT indicators and return on invested capital (ROIC) coefficients of these joint-stock companies is also described. In turn, the existing problems in assessing the capital value of the company were identified and scientific proposals and practical recommendations were developed to address them.

Keywords: joint stock company; capital value; cash flow; asset value; value of private capital; capital return; operating benefits; investment

1. Кириш.

Бугунги кунда дунёдаги йирик инвестицияларни амалга ошираётган компаниялар ўзларини капитали баҳолашда турли хил усулларидан фойдаланиб келмоқда. Компаниянинг капитал қиймати унинг келажақдаги бизнес қиймати аниқлаш имконияти беради. Ривожланган мамлакатларда компанияларни капитал қийматини баҳолашда фундаментал таҳлилдан фойдаланган ҳолда активларга асосланган баҳолаш, чегирмавий пул оқимлари усулидан ва нисбий баҳолаш усулларидан фойдаланилади. Ўз навбатида, чегирмавий пул оқимлари усуллари фойдаланиш корхонанинг келажақда пул оқимларини ва инвестиция имкониятлари ҳамда бизнес қиймати аниқлаш имкониятин беради. Акциядорлик жамиятларининг акциялар пакетларини бирламчи ва иккиламчи оммавий реализация қилишда корхонанинг акцияларининг бозор қийматини аниқлашда чегирмавий пул оқималар усулидан фойдаланиш ҳамда мазкур

корхоналарнинг капитал қийматини аниқлаш бугунги кундаги асосий муаммолардан бири ҳисобланади. Бу эса, ўз навбатида, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларини капитал қийматини аниқлашда оптимал чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланиш зарурлигини намоён этади.

Ривожланган мамлакатларда компанияларнинг капитал қийматини аниқлашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдалиниб, капитални баҳолаш амалга оширилади. Бу эса, ўз навбатида, чегирмавий пул оқимларининг кўрсаткичлари компаниянинг активларидан келажакда кутилаётган пул оқимларини ҳамда бизнес қиймати кўрсатадиган кўрсаткичлар тизими ҳисобланади. Бироқ, ҳанузгача мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларини капитали қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулларида фойдаланмаслиги, замонавий корпоратив молия тизимини кўрсаткичларидан фойдаланмаслиги, капитални баҳолашда фундаментал баҳолаш (чегирмавий дивиденд, қолдиқ фойда, фойдани нотекис ўсиши) усулларида фойдаланмаётгани, юртимиздаги акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда бир қанча муаммолар мавжудлигини кўрсатади.

2. Адабиётлар шарҳи.

Акциядорлик жамиятларини хусусий капитали баҳолашда асосан уларни акцияларнинг ҳаққоний қиймати аниқлаш учун анъанавий усуллар, хусусан, бозор қиймати ва даромадларни баҳолаш ёндашувлари каби анъанавий усуллардан фойдаланилади. Шунингдек, иқтисодий фойда, қўшилган иқтисодий қиймат ва бозор қўшилган қийматига асосланган сўнгги молиявий кўрсаткичларни аниқлаш орқали хусусий капитал қиймати баҳоланади. Бугунги кунда, кўпчилик иқтисодчилар ва таҳлилчилар молиявий ҳисоботларни бухгалтерия баланс қийматлари ҳар доим ҳам ҳаққоний молиявий кўрсаткичларни акс этирилмаслигини таъкидлайдилар. Шу боисдан, ривожланган мамлакатларда акциядорлик жамияларида хусусий ва капитал қийматини баҳолашда кутилаётган пул оқимларининг жорий қийматдан фойдаланинг кенг қўлланилмоқда. Хусусан, дисконтланган пул оқимлари методологияси капитал лойиҳаларни баҳолашда фойдаланилмоқда. Акциядорлик жамиятларини хусусий капиталини адолатли қийматини баҳолаш учун даромадларни баҳолаш методологиясидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади (Knapová, Krabec and Roubíčková, 2011). Шунингдек, дисконтланган пул оқимлари моделлари акциядорлик жамиятини хусусий капиталини ички қийматини аниқлашга хизмат қилади ва хусусий капиталдан кутилаётган келажакдаги пул оқимларини жорий қиймат орқали ҳисоблаш принципага асосланади (Kogler, Krabec, 2012).

Дисконтланган пул оқими ҳар бир активларнинг ички қиймати мавжудлиги ва уларни баҳолашда ички қийматини ҳисобга олиш ҳисобланади. Бироқ, ҳалигача хусусий капитал қийматини баҳолашда активнинг ички қийматини қандай эканлигини ва уни қандай ҳисоблаш усули мавжуд эмаслиги хусусий капитал қийматини баҳолашда муаммолар борлигидан далолат беради (Damodaran, 2001). Умуман олганда, дисконтланган пул оқимлари усули акциядорлик жамиятларини қийматини ва хусусий капитал қийматини баҳолашнинг энг яхши усули ҳисобланади (Russell, 2007). Дисконтланган пул оқими усули капитални ўртача тортилган баҳосин ва терминал қийматини аниқлаш имкониятлари камроқ ҳисобланади. Сабаби, кичик ўзгаришлар компаниянинг якуний қийматига сезиларли даражада таъсир қилади. Шу боисдан, амалиётчилар ва таҳлилчилар керакли натижага эришиш учун дисконтланган пул оқимлари усулини осонгина бошқарадилар. Бундан ташқари, компаниянинг келажакдаги пул оқимларини, ўсиш саръатларини ва дисконтлаш ставкаларини аниқлаш учун жуда кўп маълумотлар талаб қилинади. Шунинг учун дисконтланган пул оқимлари усули жамиятни хусусий капитални баҳолашда эҳтиёткорлик билан ишлатилади (Damodaran, 2005).

Ҳозирги кунда пул оқимларини дисконтлаш усулини иккита варианты мавжуд. Биринчиси, бутун бизнесни баҳолаш ҳисобланиб, ўз навбатида, акциядорлик жамияти учун дисконтланган пул оқим аниқланади. Мазкур ёндашув компания учун эркин пул оқимларига асосланган бўлиб, кредиторлар ва устав эгаларига пул оқимларини ҳамда компания фаолиятини молиялаштиришнинг барча манбаларини акс эттирадиган дисконт ставкасини кўрсатади. Иккинчиси, бизнесдаги улушини аниқлаш ҳисобланади. Капитални қийматини баҳолашда дисконт ставкани ҳисобга олган ҳолда баҳоланиш амалга оширилади (Dluhosova, 2005).

Дунёдаги кўпчилик тадқиқотчилар ва амалиётчилар чегипмавий пул оқимлари усули орқали компанияларнинг хусусий капиталини ички қийматини баҳоланганлар. Хусусан, хорижлик иқтисодчи олимлардан бири Шрадханджали Панда тадқиқотига кўра: “капиталнинг эркин пул оқимлари ва бозор қийматини ўртасидаги боғлиқликнинг бешта турли саноат корхоналарида тадқиқот ўтказиб, гипотезага асосан капиталнинг эркин пул оқимлари билан бозор қиймати ўртасида боғлиқлик мавжуд эмаслигини тадқиқотида кўрсатиб берди” (Shradhanjali Panda, 2013). Акциядорлик жамиятларининг капиталини баҳолаш усулларида пул оқимларини капиталлашуви, келажакдаги даромадни ва пул оқимларини дисконтлашганлиги ҳисобга олинади. McKinsey капитални баҳолаш усулида кўрсатадики, келажакдаги пул оқимларни дисконтлаш асосида ўтган операциялар билан келажакдаги операциялар мос келмаслиги корхона учун энг баҳолаш усули ҳисобланади. Математик нуқтаи назардан, келгусидаги режалаштирилган инвестиция даромадлари билан компания билан боғлиқ рисклар ва дисконт ставка билан боғлиқ бўлган бугунги кундаги қийматини тушунилади. Хорижлик олим Ричнинг тадқиқотига кўра: “Юқори риск юқори дисконт ставкани кўрсатади, шу боисдан капитални паст баҳолашнига олиб келди” (Rich, 2008). Фикримизча, иқтисодий нақтаи назардан, дисконлаш ставкаси “имконият қиймати” ҳисобланиб, таққасланаётган риск хусусиятларига эга бўлган бошқа инвестицияларни ўрнига муқобил инвестиция киритиш орқали кутилаётган даромаднинг даражаси ҳисобланади.

Акциядорлик жамиятларини капитал қийматини баҳолашда молия ва бухгалтерия назариясига асосан амалга оширилади. Назарияга кўра, энг кўп капитал қийматни баҳолашда дисконтланган пул оқими ва қолдиқ даромадларни баҳолаш моделларидан фойдаланилади. Бинобарин, дунё амалиётчилар акциядорлик жамиятини хусусий капитал қийматини аниқлашда мультипликатор коэффицентлар орқали баҳоланилади, сабаби ушбу баҳолаш усули мурракаб баҳолаш техникасини ўрнига қўланилади (Lie, 2002.). Мазкур мультипликатор коэффицентлар орқали капитал қийматни баҳолаш кўпчилик акциядорли жамиятлари ва инвестицион банкларларининг ҳисоботида ўз аксни топган. Шунингдек, мультипликатор коэффицентлар корпоратив транзакцияларини баҳолашни ҳам амалга оширилади. Хаттоки, мурракаб баҳолаш техникасидан фойдланувчи амалиётчилар терминал қийматини баҳолашда ва унинг ишончлигини текширишда мультипликатор коэффицентлардан фойдаланилади (Bhojraj, Lee, 2002).

Назаримизда, мультипликатор коэффицентлардан фойдаланиб баҳолашни машхурлигини асосий сабаби уларининг ҳисобланиши соддалигидир. Мультипликатор коэффицентлар акцияни бозор қийматини ўзгаришининг акциядорлик жамиятини даромадига нисбатини тадқиқ этади. Акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолашда мазкур усулдан фойдаланишда бир хил турдаги жамиятларини таққосландиган корпоратив операцияларини бозор қийматини орқали аниқланади. Шу сабабли, мультипликатор коэффицентлар орқали баҳолашда бозор қийматини мурожат қилиб, бозорга асосланган баҳолаш усули деб ҳам англатади. Хорижлик иқтисодчи олимлардан Демиракос Стронг ва Уокерларнинг тадқиқотига кўра: “Дунёдаги амалиётчилар ва таҳлилчиларнинг 67 фоизи мультипликатор коэффицентлар, 16 фоизи дисконтланган пул оқимлари, 10 фоизи қолдиқ даромадларни баҳолаш ва 7 фоизи эса, бошқа усуллардан фойдаланган ҳолда акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолашда фойдаланилган” (Demirakos, Strong & Walker, 2004).

Хорижлик иқтисодчи олим Параккал Нирмал Кумар ва бошқалар илмий ишига кўра, дисконтланган пул оқими усули орқали акциядорлик жамиятини хусусий капиталини ички қийматини баҳолашда жамият учун фақат эркин пул оқимларини ҳисобга олинади. Шунингдек, эркин пул оқимлари усули орқали капитални ички қийматини, капитални ўртача тортилган қийматини, риск учун мукофот, бета коэффиценти ва рисксиз активлар даромадлиги даражаси аниқлаган. Унинг фикрига кўра, акциядорлик жамиятини акциялари юқори баҳоланган бўлиб, шу сабабли, мазкур акцияларни сотишни лозимлиги таъкидлаган (Kumar, Mohan & Jose, 2018). Бундан ташқари, Ивановская ва бошқалар тадқиқотига кўра: “дисконтланган пул оқими усули ёрдамида ҳисобланган акцияларнинг қиймати ўртача бозор қийматиша жуда яқин, шунинг учун дисконтланган пул оқими усули узоқ муддатли истиқболда корхона қийматини ҳисоблашда ишончли усул ҳисобландаи. Бу эса, ўз навбатида, инвесторларга акцияларни қийматини башорат қилишга ва инвестицион қарорларни қабул қилишга ёрдам беради” (Ivanovska and others, 2014). Уларнинг назарида,

акциядорлик жамиятини эркин пул оқимлари бошқаришда ликвидлик, рентабиллик ва леверж молиявий коэффицентлар инobatга олиш мақсадга мувофиқ бўлади.

3. Тадқиқот методологияси.

Тадқиқотда мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларидан «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖлар танланиб олиниб, уларнинг активлар қиймати, хусусий капитал қиймати, инвестицияга қилинган капитал рентабиллиги, солиқдан кейинги операцион фойдаси (NOPLAT)лар таҳлил қилинган. Шунингдек маълумотлар акциядорлик жамиятларининг ҳисоботлари асосида жамланган. Акциядорлик жамиятларини солиқдан кейинги операцион фойдаси (NOPLAT) қуйидагича аниқлаган:

NOPLAT= Операцион фойда (зарар)- даромад солиғи+(тўланадиган фоизлар×(1- даромад солиғи ставкаси))

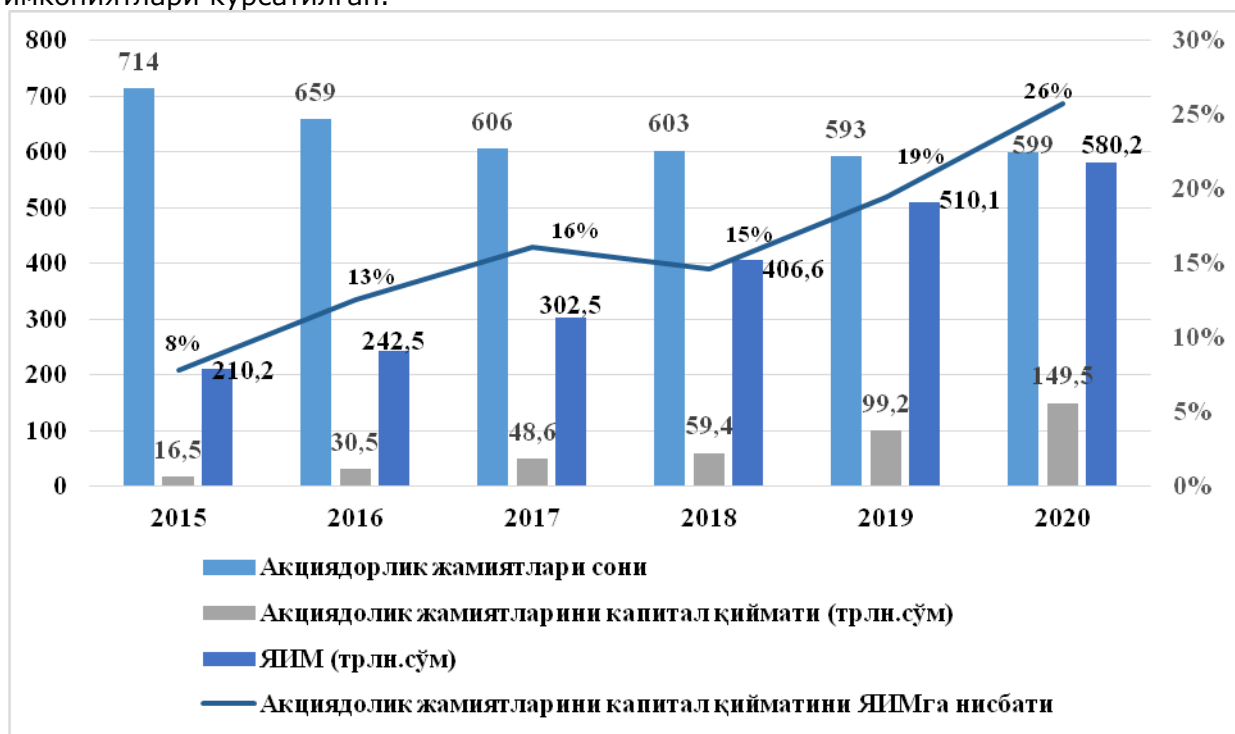
$$\text{Маржа NOPLAT} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Маҳсулот сотишдан тушган тушум}}$$

Илмий ишда акциядорлик жамиятларининг инвестиция қилинган капитал рентабиллиги (ROIC) қуйидаги формула орқали аниқланган.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPLAT}}{\text{Узок муддатли кредит + хусусий капитал}}$$

4. Таҳлил ва натижалар муҳокамаси.

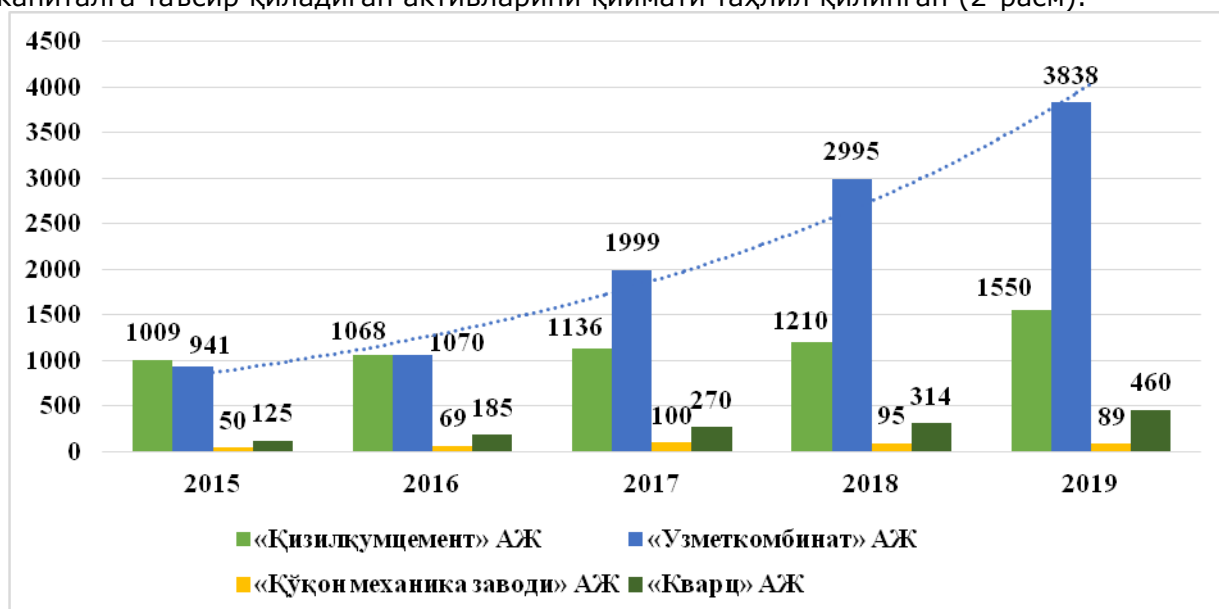
Тадқиқот ишида мамлакатимизда фаолият юритаётган йирик акциядорлик жамиятларнинг кўрсаткичлари таҳлил қилинган. Хусусан, «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг активларини қиймати, хусусий капитал қиймати, солиқдан кейинги операцион фойдаси (NOPLAT), маржа NOPLAT ва инвестиция қилинган капитал рентабиллиги (ROIC) коэффицентлари фойдаланган ҳолда акциядорлик жамиятларини капитал қиймати баҳолаш имкониятлари кўрсатилган.



1-расм.Ўзбекистондаги акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини ЯИМдаги салмоғи

1-расм маълумотлари таҳлилидан келиб чиққан ҳолда 2015 йилда мамлакатимизда акциядорлик жамиятлари сони 714 тани ташкил этган бўлса, 2019 йилда 599 тани ташкил этган. Шунингдек, акциядорлик жамиятлари қимматли қоғозларини номинал қиймати 2015 йилда 16,5 трлн.сўм бўлган бўлса, 2019 йилда 149,5 трлн.сўмга етган. Хусусан, акциядорлик жамиятларини капитал қиймати деярли 9 баробарга

ошганлигидан далолат беради. Акциядорлик жамиятини капитал қийматини ЯИМга нисбатини таҳлили шуни кўрсатадики, 2015 йилга жамиятни капитал қиймати ЯИМга нисбатан 8 фоизни ташкил этган бўлса, 2019 йилда эса, 26 фоиз бўлганлиги кўришимиз мумкин. Бу эса, ўз навбатида, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари йилдан-йилга қимматли қоғозларни чиқариш ортиб бормоқдалигидан далолат беради. Бироқ, назаримизда, акциянинг номинал қиймати хусусий капитални ҳақиқий бозор қийматини кўрсатмайди. Акциядорлик жамиятларини йиллар кесимида камайиб бориш тенденцияси сабаб бўладиган омиллардан бири, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йилнинг 24 апрелидаги "Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида"ги ПФ-4720-сонли фармони асосан бир нечта акциядорлик жамиятлари фаолияти якунланди ҳамда ташкилий-ҳуқуқий шакли ўзгартирилди. Хулоса қилиб айтиш мумкинки, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятини капитали қиймати ЯИМдаги салмоғи деярли паст ҳисобланади. Ривожланган мамлакатлар билан солиштирилса, ЯИМдан юқори бўлади. Бу эса, шуни кўрсатадики, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятни капитал қийматини ҳақиқий баҳосини аниқлашда бир нечта камчиликлар мавжудлигидан далолат беради. Юқоридаги таҳлилдан келиб чиққан ҳолда мамлакатимиздаги энг йирик ва доим фонд бозорида акциялари эркин муомалада бўладиган «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖлар тадқиқот объекти ҳисобланди. Мазкур акциядорлик жамиятларини капитал қийматини аниқлашдан олдин капиталга таъсир қиладиган активларини қиймати таҳлил қилинган (2-расм).



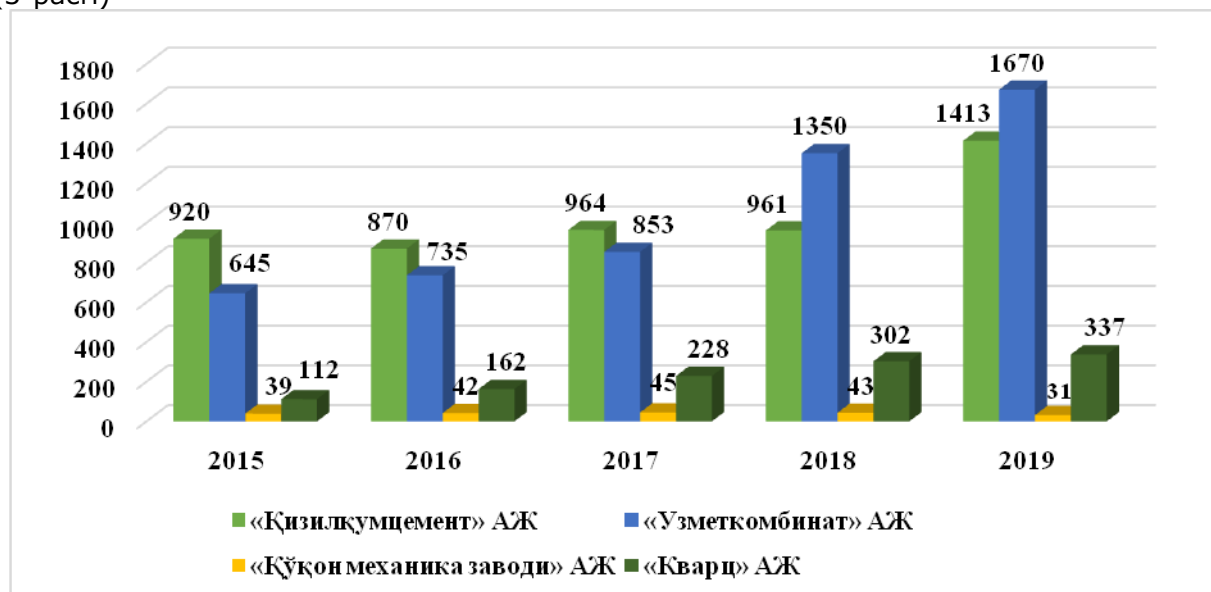
2-расм. Акциядорлик жамиятларини активлари динамикаси (2015-2019) йиллар, млрд.сўм¹.

2-расмдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, «Ўзметкомбинат» АЖнинг активлари қиймати 941 млрд.сўм бўлган бўлса, 2015 йилда 4 баробарга ўсган. Бунинг асосий сабаби, жамиятнинг металпрокат ишлаб чиқариши 2017 йил ва 2018 йилларда 1,4 баробарга ошганлиги ҳисобланади. Шунингдек, маҳсулот ишлаб чиқариш экспорти 1,32 баробарга ўсган. «Қизилқумцемент» АЖнинг активлари қиймати 2015 йилда 1009 млрд.сўмни ташкил этган бўлса, 2019 йилда келиб 65 фоизга ўсганлиги кўришимиз мумкин. Сабаби, мамлакатимизда цементга бўлган талабга юқори бўлиши акциядорлик жамиятини активларини ўсишига таъсир қилмоқда. Шунингдек, бозордаги шароитларининг ўзгаришидан қатъи назар жамиятининг цемент маҳсулотлари ишлаб чиқари ўсиб бормоқда. «Кварц» АЖнинг активлари қиймати 2015 йилда 125 млрд.сўм бўлган бўлса, 2019 йилда 460 млрд.сўмни ташкил этган. Бунга сабаб, 2019 йилда шиша нархлари 2018 йилга нисбатан сезиларли даражада тушган бўлиб, натижада жамият ишлаб чиқарган маҳсулотини арзонлаштирилган нархда сотмаслиги тўғрисида қарор қилган. Бу эса, ўз навбатида, жамиятнинг жорий активларини 52 фоизга ўсишига,

¹ Акциядорлик жамиятларининг ҳисоботи маълумотлари асосида муаллиф томонидан таёрланган.

шунингдек сотиш нархини 10 фоиз ўсишига олиб келган. Шу билан бирга, корхонанинг маҳсулот сотишдан тушган тушуми ўртача 24 фоизга ўсган ҳисобланади. «Қўқон механика заводи» АЖнинг активлари қиймати 2015 йилда 50 млрд.сўм бўлган бўлса, 2019 йилда 78 фоизга ўсганлигини кўришимиз мумкин. Бироқ, жамиятнинг активлари қиймати 2018 йилда 95 млрд.сўмни ташкил этиб, 2019 йилда эса, 6 млрд.сўмга камайган. Бунинг асосий сабаби, жамиятнинг маҳсулот сотишдан тушган тушуми 80 млрд.сўмдан 31 млрд.сўмгача тушуб кетганлиги ҳисобланади. Хулоса қилиб айтиш мумкинки, қурилиш соҳасида ишлаб чиқараётган акциядорлик жамиятларининг маҳсулотлари, хусусан «Қизилқумцемент» ва «Кварц» АЖлари маҳсулотларига бозорда талаби юқори ҳисобланади. Бу эса, ўз навбатида, маҳсулот сотишдан тушган тушумни ортишига, шунингдек активларини ортишига ҳам олиб келади. Бундан ташқари, «Ўзметкомбинат» АЖнинг ҳам активларини қийматини йиллар кесимида ортишига рангли металлларнинг нархи бозорда ошиб бориши ҳисобланади.

Акциядорлик жамиятлари капитал қийматини хусусий капитал қиймати ҳам ўз таъсирини кўрсатади. Шу боисдан, «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг хусусий капитал қиймати таҳлил қилинган (3-расм)



3-расм. Акциядорлик жамиятларини хусусий капитали динамикаси (2015-2019) йиллар, млрд.сўм².

3-расм маълумотлари шуни кўрсатадики, «Ўзметкомбинат» АЖ хусусий капитал қиймати 2015 йилда 645 млрд.сўм бўлиб, 2019 йилда 1025 млрд.сўмга кўпайган ҳисобланади. Жамиятнинг хусусий капитали қийматини ортиб боришига энг асосий сабаб соф фойдаси 2015-2019 йилларда деярли 11 баробарга ошганлиги билан изоҳлаш мумкин. «Қизилқумцемент» АЖ хусусий капитал қиймати 2015 йилда 920 645 млрд.сўмни ташкил этган бўлиб, 2019 йилда эса, 81 фоизга ошган. Бунинг сабаб шундан иборатки, акциядорлик жамият 2019 йилда жами узоқ муддатли қарзларини 60 млрд.сўмни сўндириши натижасида хусусий капитални 15 фоизга оширишига олиб келинди. «Кварц» АЖнинг хусусий капитали қиймати 2015 йилда 112 млрд.сўм бўлиб, 2019 йилда эса, 3 баробарга кўпайган. Акциядорлик жамиятни янги линиясини қуриш учун «Асакабанк»дан 41,5 млн АҚШ доллари миқдорида ва корхонанинг ўз маблағлари 28,7 млн АҚШ доллари миқдорида маблағлар жалб қилинган. Мазкур олинган маблағлар корхонанинг соф фойдасига ва рентабиллигини пайсатирди. «Қўқон механика заводи» АЖнинг хусусий капитал қиймати 2015 йилда 39 млрд.сўмни ташкил этган бўлса, 2019 йилда 8 млрд.сўмга камайган. Акциядорлик жамиятини ялпи фойдасини пасайиши натижасида операцион харажатларни қопланмаслигига олиб келинди. Бунинг натижасида хусусий капитални 27,8 фоизга каптолишига олиб келинди.

Хусусий капиталга таъсир қиладиган энг асосий кўрсаткич солиқдан кейинги операцион фойдаси (маржа) (NOPLAT) ҳисобланади. Акциядорлик жамиятини ушбу

² Акциядорлик жамиятларининг ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан таёрланган.

кўрсаткичи хусусий капитални қийматини ўсишига туғридан-туғри таъсир қилади. Шунинг учун ҳам мазкур кўрсаткичнинг илмий ишимизга таҳлил қилинди (1-жадвал).

1-жадвал

Акциядорлик жамиятларини солиқдан кейинги операцион фойдаси (маржа) (NOPLAT) динамикаси (2015-2019) йиллар, (фоизда)

йиллар	«Қизилқумцемент» АЖ	«Ўзметкомбинат» АЖ	«Қўқон механика заводи» АЖ	«Кварц» АЖ
2015	18%	4%	18%	12%
2016	1%	8%	14%	26%
2017	7%	15%	10%	33%
2018	5%	12%	7%	22%
2019	19%	10%	-1%	2%

1-жадвалдан шуни кўрсатадики, «Қизилқумцемент» АЖ маржа жамиятларини солиқдан кейинги операцион фойдаси кўрсаткичи 2015 йилда 18 фоиз бўлган бўлса, 2020 йилда 19 фоизни ташкил этган. Бундан кўриниб турибдики, акциядорлик жамиятини иқтисодий фойдаси ошганлигини кўрсатади. Иқтисодий фойдани ошиши жамиятини капитал қийматинини ошиши олиб келади. «Ўзметкомбинат» АЖни 2015 йилда маржа NOPLAT 4 фоиз бўлган бўлса, 2019 йилда 10 фоизни ташкил этган. Бу эса, ўз навбатида, корхонанинг иқтисодий фойдасини 10 фоизга ошганлигини ҳамда капитали қийматини ҳам 10 фоиз ошганлигини кўрсатади. Бироқ, «Қўқон механика заводи» АЖ эса, 2015 йилда маржа NOPLAT 18 фоиз бўлса, 2019 йилда -1 фоизни ташкил этган. «Кварц» АЖда эса, 2015 йилда 12 фоиздан 2020 йилда 2 фоизгача тушган. Хулоса қилиб шуни айтиш жоизки, маржа NOPLAT кўрсаткичинини ўсиши акциядорлик жамиятини иқтисодий фойдасини ва капитал қийматини ошишига олиб келади.

Бундан ташқари акциядорлик жамиятини капитал қиймати топишда инвестиция қилинган капитал рентабиллиги (ROIC) кўрсаткичинини инобатга олиш лозим ҳисобланади. Мазкур кўрсаткич акциядорлик жамиятини капиталига қилинган инвестицияни қанча самара беришини кўрсатади (2-жадвал).

2-жадвал

Акциядорлик жамиятларининг инвестиция қилинган капитал рентабиллиги (ROIC), (фоизда)

	«Қизилқумцемент» АЖ	«Ўзметкомбинат» АЖ	«Қўқон механика заводи» АЖ	«Кварц» АЖ
2015	42%	4%	22%	22%
2016	16%	7%	14%	46%
2017	32%	5%	10%	49%
2018	36%	16%	7%	26%
2019	46%	13%	-0,5%	18%

2-жадвал таҳлили шуни кўрсатадики, «Қизилқумцемент» АЖнинг инвестиция қилинган капитал рентабиллиги кўрсаткичи 2015 йилда 42 фоиз бўлса, 2019 йилда 46 фоизни ташкил этган. «Ўзметкомбинат» АЖ эса, 2015 йилда 4 фоизни ташкил этган бўлиб, 2019 йилда 13 фоизни кўрсатади. Бироқ, «Қўқон механика заводи» АЖ инвестиция қилинган капитал рентабиллиги 2015 йилдан 22 фоиз бўлса, 2019 йилда -0,5 фоизни ташкил этган. «Кварц» АЖ эса, 2015 йилда 22 фоиздан 2018 йил 18 фоизгача тушган. Бу кўрсаткичлардан хулоса қилиб шуни таъкидлаш жоизки, акциядорлик жамиятининг капиталига жалб қилинган инвестицион капиталдан канчаси даромад бўлиб вайтишини кўрсатади. Таҳлилмизда «Қизилқумцемент» АЖнинг капитали қилинган инвестицияни 46 фоизи самарали, «Ўзметкомбинат» АЖни эса, 13 фоизи самарали ҳамда «Кварц» АЖни 18 фоиз самарали эканлигини кўрсатади. Бироқ, «Қўқон механика заводи» АЖни капиталига қилинадиган инвестициянинг капитал самарадорлиги -0,5 фоизни ташкил этмоқда.

5. Хулоса ва таклифлар.

Уқорида олиб борилган илмий иш асосида қуйидаги хулоса ва таклифлар шакллантирилди:

Биринчидан, акциядорлик жамиятини капитали қийматини аниқлашда ривожланган мамлакатлар баҳолаш кўрсаткичларидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ бўлади. Хусусан, акциядорлик жамиятларини активлар қийматини, хусусий капитал қиймати инobatган олган ҳолда капитал қийматни баҳолаш, капитал қийматнинг реал бозор қийматини аниқлаш имконияти беради.

Иккинчидан, акциядорлик жамиятини қўшилган қийматини, иқтисодий фойдасини аниқлашда солиқдан кейинги операцион фойдаси (NOPLAT) кўрсаткичини инobatга олиш лозим. Ушбу кўрсаткич иқтисодий қўшилган қийматни ҳисоблашда NOPLAT кўрсаткичи фойдаланилади. Акциядорлик жамиятларини хусусий капитал қийматини баҳолашга хизмат қилади.

Учинчидан, акциядорлик жамиятини капитал рентабиллигини аниқлашда ривожланган мамлакатлар кенг фойдаланиладиган инвестиция қилинган капитал рентабиллиги (ROIC) коэффицентидан фойдаланиш лозим. Мазкур коэффицент акциядорлик жамиятини капиталга қилингани инвестициясини самарадорлиги аниқлашга хизмат қилади.

Адабиётлар/Литература/Reference:

Bhojraj, S., Lee, C.M.C., (2002) Who Is My Peer? A Valuation Based Approach to the Selection of Comparable Firms. *Journal of Accounting Research* 40, 407-439

Demirakos, Strong & Walker (2004), DCF covers multi-period and hybrid cash flow valuation models. RIV covers multi-period and hybrid accrual flow valuation models p. 230-231.

Damodaran A. (2001) *The dark side of valuation: Valuing old tech, new tech and new economy companies*, Upper Saddle River: Prentice Hall.

Damodaran A. (2005) *Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence*, Hanover: Publishers Inc, pp. 693-784

Dluhosova D. (2005) Application Possibilities of Real Option Methodology to Company Valuation, *ECON'05*, Vol.12, No.1, pp.51-59

Ivanovska, Nadica, Zoran Ivanovski, and Zoran Narasanov. (2014) Fundamental Analysis and Discounted Free Cash Flow Valuation of Stocks at Macedonian Stock Exchange. *UTMS Journal of Economics* 5 (1): 11-24

Knapová B., Krabec T. and Roubíčková J. (2011). EBIT criterion: Financial analysis issues, *International Journal of Mathematical Models and Methods in Applied*. Issue 3, Volume 5

Kogler P., Krabec T. (2012) Firms as a bundle of core competencies: A valuation approach using the Dresdner reference model, In *proceedings of 6th WSEAS International Conference on Business administration*, Cambridge, pp. 124-129.

Lie, E., Lie, H.J., (2002) Multiples Used to Estimate Corporate Value. *Financial Analysts Journal* 58, 44-54.

Parakkal Nirmal Kumar, Vishal Mohan & Alwin Paul Jose (2018) "Validity of Discounted Cash Flow Valuation" *Research Review International Journal of Multidisciplinary*, Volume-03 ISSN: 2455-3085 (Online) Issue-12, ISSN: 2455-3085

Rich, A., (2008) Commentary: Using a projection-based business valuation approach, *Daily Record*, Jun 20, http://findarticles.com/p/articles/mi_qn4180/is_20080620/ai_n27515461/?tag=content

Russell J.P. (2007) Valuation of Imaging Centers: Alternative Methods and Detailed Description of the Discounted Cash Flow Approach, *Journal of the American College of Radiology*, vol. 4, no. 1, pp. 53-64.

Shradhanjali Panda (2013) "Valuation of Selected Indian Stocks Using Discounted Cash Flow Technique" *International Journal of Business and Management Invention* ISSN (Online): 2319 – 8028, ISSN (Print): 2319 – 801X www.ijbmi.org Volume 2 Issue 7, PP.09-17. (Chapter 24, pp-750)