

РИВОЖЛАНГАН МАМЛАКАТЛАР АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИ КАПИТАЛ ҚИЙМАТИНИ БАҲОЛАШНИНГ ПРОГРЕССИВ УСУЛЛАРИ

Худойқулов Хуршид Хуррамович

Тошкент давлат иқтисодиёт университети доценти, и.ф.ф.д.(PhD)

Аннотация: Мақолада ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятларини капитал қийматини баҳолашнинг прогрессив усулларининг илмий-амалий жиҳатлари тадқиқ этилган ва таҳлил қилинган. Шунингдек, бугунги кунда жаҳон амалиётида кенг қўлланилаётган усуллар, хусусан, капитал қиймати ва капитални ўртача тортилган қиймати усулларининг имкониятлари ёритиб берилган. Ўз навбатида, мазкур усуллар орқали Европа ва АҚШдаги акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолаш ҳолати таҳлил қилинган. Хусусан, капитал қийматини прогрессив баҳолашда дунёда йирик ҳисобланган тўртта аудиторлик-консалтинг компанияси усулларида фойдаланилган.

Калитли сўзлар: Капитални ўртача тортилган қиймати, қарз капитали қиймати, хусусий капитал қиймати, капиталдан кутилаётган даромад, дефолт риск, капитал, капитал структураси.

Аннотация: В статье рассматриваются и анализируются научные и практические аспекты прогрессивных методов оценки стоимости капитала акционерных обществ в развитых странах. В нем также описаны методы, обычно используемые в мировой практике, в том числе методы оценки стоимости капитала и средневзвешенной стоимости капитала. В свою очередь, методы, используемые для анализа стоимости капитала акционерных обществ в Европе и США. В частности, прогрессивная оценка капитала использовалась четырьмя крупнейшими бухгалтерскими и консалтинговыми фирмами в мире.

Ключевые слова: средневзвешенной стоимости капитала, стоимость заемного капитала, собственный капитал, ожидаемая доходность собственного капитала, риск дефолта, собственный капитал, структура капитала.

Abstract: The article examines and analyzes the scientific and practical aspects of progressive methods for estimation the cost of capital of joint-stock companies in developed countries. It also describes methods commonly used in world practice, including methods of cost of equity and weighted average cost of capital. In addition to this, the methods used to analyze the cost of capital of joint-stock companies in Europe and the United States. In particular, the progressive capital valuation was used by the four largest accounting and consulting firms in the world.

Key words: average weighted average cost of capital, cost of debt capital, cost of equity capital, expected return, default risk, capital structure.

Кириш

Дунёдаги ривожланган мамлакатлардаги компанияларнинг бизнес қийматини аниқлашда унинг капитал қийматини баҳолаш билан изоҳланади. Хусусан, 2018 йил ҳолатида мазкур кўрсаткич, АҚШ компанияларнинг капитал қийматидан кутилаётган даромади 7,0%ни, Европада 7,16%, Японияда 3,2%, Хитойда 9,14%, Ҳиндистонда 9,18% ни ташкил этмоқда¹. Бу эса, ўз навбатида, мазкур мамлакатлардаги компанияларнинг бизнес қийматини, инвестицион лойиҳаларни амалга ошириш даражасини ҳамда инвестиция салоҳиятини мавжуд эканлигини кўрсатади.

Ҳозирги кунда мамлакатимиздаги акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолаш тизимида ягона баҳолаш стандартини жорий қилинмаганлиги, баҳолаш миллий

¹ <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

стандартлари халқаро баҳолаш стандартлари билан мутоносиб эмаслиги капитал қийматини реал бозор баҳосини аниқлаш имконини бермайди.

Бугунги кунда дунё амалиётида йирик акциядорлик жамиятлар инвестиция салоҳиятини, бизнес қийматини, инвестиция лойиҳаларидан кутилаётган даромадни минимал даражасини ҳамда мамлакат рисклилиқ даражаси меъёрини аниқлашда капитал қийматини баҳолашнинг прогрессив усулларида фойдаланилмоқда. Ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятлари капиталини баҳолашда даромад ва таққослама усуллардан кенг фойдаланиб келишмоқда. Афсуски, мамлакатимизда эса ҳанузгача акциядорлик капитал қийматини баҳолашда харажатлар усулидан фойдаланилмоқда. Мамлакатимизда акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолаш тизими халқаро баҳолаш стандартига мувофиқлаштирилмаганлиги, хусусан ривожланган мамлакатлар кенг фойдаланаётган: капитал активларни баҳолаш модели (CAPM), капитални ўртача тортилган қиймати (WACC), активларни ўртача тортилган фойдаси (WARA) методларидан фойдаланилмаслиги сабаб акциядорлик капиталини реал бозор қийматини ҳисоблаш имконияти мавжуд эмас.

Ривожланган мамлакатларда акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашнинг прогрессив ҳисоблаш тартибларидан бири ҳисобланган даромад усулидан фойдаланиб акциядорлик жамиятини капиталдан кутилаётган даромadini, дисконтланган пул оқимларини, эркин пул оқимларини, қарз капитал қийматини ва акциядорлик жамиятини капитал бюджетини тузишда ҳамда капитал таркибини аниқлашда фойдаланилмоқда. Мазкур усуллардан фойдаланиш, маҳаллий ва хорижий инвесторлар капитал қўйиши мумкин бўлган мамлакатдаги акциядорлик жамиятларида мавжуд инвестиция лойиҳаларини аниқлашга хизмат қилади. Хусусан, мазкур усуллар мамлакатда корпоратив бошқарув амалиётини қай даражада ривожланганлигини ҳамда миллий иқтисодиётнинг халқаро индекслардаги кредит рейтингини кўрсатади.

Мавзуга оид адабиётлар шарҳи

Бугунги кунда корпоратив молияда акциядорлик жамиятларини капитал қийматини баҳолаш энг муҳим муаммолардан бири ҳисобланади. Ривожланган мамлакатларда акциядорлик жамиятлари фаолиятини баҳолаш учун молиявий менежерлар капитални баҳолаш усулидан фойдаланади. Инвесторлар учун эса, мазкур усул акциядорлик жамияти капиталини келажакдаги дисконтланган пул оқимларини аниқлайди. Хорижий амалиётда акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда қарз ва хусусий капитал қиймати ҳисобга олинади. Райнер Боле тадқиқотида кўра, компаниянинг капитал қийматини баҳолашда энг асосий элемент қарз капитал қийматини баҳолаш кўрсаткичи ҳисобланади. Хусусан, компаниянинг капитал бюджетини тузишда ва унинг қийматини баҳолашда қарз капитали элементлари энг муҳим таркибий қисми ҳисобланади. Унинг фикрича, қарз капиталидан кутилаётган даромад эса рисксиз активлар даромади билан қарз қимматли қоғозлар бозоридаги активларнинг даромадига боғлиқ бўлади (Baule R., 2018). Хорижлик иқтисодчи олим Дамодаран илмий изланишида акциядорлик жамиятининг капитал қийматини баҳолашда энг асосийси капиталнинг ўртача тортилган қиймати усулидан фойдаланишда дефолт даражасини инобатга олиш кераклигини таъкидлаган. Мазкур усул киритилиши мумкин бўлган инвестиция ҳажми ҳамда ундан кутилаётган даромаднинг минимал даражасини аниқлашга хизмат қилади. Унинг фикрича, акциядорлик жамиятида инвестицион, молиявий ва дивидент бўйича қарорларни қабул қилишда капитал қийматини баҳолаш усули энг муҳим восита ҳисобланади. (Damodaran A., 2016).

Раджеш Кумар акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашда капитални ўртача тортилган қиймати усулидан фойдаланиб, ушбу усул орқали қарз ва хусусий капитал қийматини самарали баҳолашни кўрсатиб берган. У тадқиқотида, хусусий капитални қийматини баҳолашда рисксиз актив ва риск учун мукофот кўрсаткичлари ҳисобга олишни таъкидлаган. Қолаверса, молиявий таҳлилчилар капитал қийматини баҳолаш даврида сўндириш муддати турли хил бўлган облигацияларни даромадлилиқ даражасидан фойдаланганлар. Ўз навбатида, рисксиз активларда эса узоқ муддатли хазина мажбуриятларининг даромадлилиқ даражасидан фойдаланишни тавсия этганлар. Уларнинг назарида, хусусий капитал қийматини баҳолашда риск учун мукофот кўрсаткичи аниқлаш энг муҳим жараён эканлиги таъкидланган. Жумладан, акциянинг риск учун мукофоти акциянинг бозор индексини ўртача қайтимидан хазина мажбуриятини ўртача қайтимини айриш орқали аниқланади. Шу билан бирга, у бозор рискин аниқлаш орқали

акциядорлик жамиятларини хусусий капитал қийматини баҳолаш усулини тадқиқ этган. Бундан ташқари, тадқиқотчи капитални ўртача тортилган қиймати усулидан фойдаланган ҳолда акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолаш жиҳатларига ўз илмий ишида тўхталган. Ўз навбатида, корхона капиталини қарз ва хусусий капиталга бўлиб ўрганиб, қарз капитали қийматини баҳолашда корхонадаги қарзни баланс қийматини ҳисобга олган ҳолда баҳолаш усулини кўрсатган (Rajesh Kumar., 2016).

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Микела Арнаболди, Джованни Аззоне ва Марко Джорджинолар молиявий активлар ва капитални ўртача тортилган қиймати усулларида фойдаланган ҳолда капитал қийматини баҳолаш жараёнини амалга ошириш мумкинлигини ўзларини илмий ишида асослаб ўтганлар (Michela A., Giovanni A., Marco G., 2015). Молиявий активларни баҳолаш усулидан фойдаланиш акциядорлик жамиятини акциядорларига боғлиқ бўлади. Бироқ, капитални ўртача тортилган қиймати усулидан фойдаланиш акциядорлик жамиятини акциядорлари билан кредиторлари ўзаро боғлиқлигини кўрсатади. Уларнинг фикрига кўра корхонанинг қарз капитал қийматини баҳолашда рисксиз актив билан бир қаторда кредит дефолт спредни ҳам инобатга олган ҳолда баҳоланиш лозимлигини таъкидлаганлар. Акциядорлик жамиятларида қарз ва хусусий капитал қиймати ҳамда капитални ўртача тортилган қиймати усулларида фойдаланган ҳолда уларнинг капитал қийматини баҳолаш жараёни амалга оширилади. Мазкур фикрни кўплаб иқтисодчилар, жумладан, бу ҳақида Стефано Казелли ҳам таъкидлаган: "Корхонанинг капитал қийматини баҳолашда хусусий ва қарз капитал қиймати ҳамда капитални ўртача тортилган қиймати баҳоланиши лозим. Ушбу баҳолаш усуллари корхонанинг истикболи белгилаш ва уни баҳолаш ҳамда эркин дисконтланган пул оқимларини ҳисоблашда фойдаланилади. Хусусий капитал қийматини баҳолаш усули корхонанинг қарзини ҳам ҳисобга олган ҳолда дисконтланган пул оқимлари ҳисобласа, капитал ўртача тортилган қиймати усули дисконтланган пул оқимларини аниқлашда корхонанинг қарз капиталини инобатга олмайди. Мазкур усулларни ҳисоблашда акциядорлик жамиятлари баланс маълумотларидан фойдаланилади" (Stefano C., 2010).

Иқтисодчи олимлардан Марк Бертонеч ва Рори Найт илмий тадқиқотига кўра: "Акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда ушбу жамиятнинг балансидаги хусусий ва қарз капитали қиймати ҳисобга олинади". Уларнинг фикрига кўра акциядорлик жамияти капиталида қарз капитали 40 фоизни хусусий капитал эса 60 фоизни ташкил этиши керак. Тадқиқотчилар капитални ўртача тортилган усулидан фойдаланган ҳолда капитал қийматини баҳолаш жараёнини амалга ошириш мумкинлигини ўзларининг илмий ишларида кўрсатган (Marc Bertoneche, RoryKnight., 2011). Фикримизча, тез суръатларда ривожланган мамлакатларда молиявий менежерлар томонидан акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолашда молиявий активларни баҳолаш ва капитални ўртача тортилган қийматини ҳисоблаш усулидан кенг фойдаланаётганлиги бежизга эмас. Ушбу усуллардан фойдаланиш акциядорлик жамиятларини хусусий ва қарз капитал қиймати тўлиқ аниқлаш имконини беради.

Йирик молиявий институтлардан бири ҳисобланган "Goldman Sachs Group" томонидан ҳам акциядорлик жамиятларини хусусий капитал қийматини аниқлашда молиявий активларни баҳолаш моделидан фойдаланиб келмоқда. Ўз навбатида, хусусий капитал қийматини баҳолашда, қимматли қоғозлар рискин бозор риски учун мукофотга кўпайтириб натижасини рисксиз активлар даромадига қўшиб, бундан чиққан натижага суверен даромадни қўшган ҳолда ҳисоблайди. Хусусий капитал қийматини баҳолаш усули қуйидагича акс эттирилган.

Капитал қиймат = суверен даромад + рисксиз активлари даромад + (қимматли қоғозлар риски* бозор риск учун мукофот).²

Буюк Британиянинг дунёга машҳур "Ernst & Young"(EY) аудиторлик-консалтинг компанияси Швейцариядаги акциядорлик жамиятининг капитал қийматини баҳолаш амалиёти бўйича олиб борган тадқиқотига кўра, хусусий капитал қийматини аниқлашда риск учун мукофот ҳажмини ҳисобга олган ҳолда молиявий активлар моделидан фойдаланилган. Қарз капитал қийматини баҳолашда корпоратив облигация ва кредит спредлари инобатга олиниб баҳолаш жараёни амалга оширилган. Тадқиқот натижасига кўра ушбу мамлакатнинг акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини 10,11 фоиз деб кўрсатган. Бу эса, ўз навбатида, инвестор учун акциядорлик жамиятларига қилинадиган инвестициядан кутилаётган даромадни кўрсатади. Акциядорлик жамиятига эса инвестиция

² Morningstar, Inc. International Cost of Capital Report 2010

лойиҳасини амалга ошириш учун талаб қилинган даромад ставкаси ҳисобланади. Акциядорлик жамиятни капитал қийматини баҳолашда рисксиз активлар ставкасида Швейцария миллий валютасида эмиссия қилинган давлат облигациялар фоиз ставкаси, бозор риск учун мукофот кўрсаткичига глобал бозор риск учун мукофот кўрсаткичи инobatга олинган, кичик капиталлашувга эга бўлган корхоналарнинг риск учун мукофот кўрсаткичини ҳисобга олган ҳолда амалга оширган. Капитални ўртача тортилган қиймати 8,5 фоиз эканлиги аниқланган. Мазкур усулда қарз капитални баҳолашда кредит спредидан фойдаланган ҳолда амалга оширилган. "Ernst & Young"(EY) аудиторлик-консалтинг компаниясининг Швейцариядаги акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолаш амалиёти қуйидаги тенгламада ўз аксини топган (1-жадвал).

1-жадвал

Швейцариядаги акциядорлик жамиятларини капитал қийматини баҳолаш усуллари³

Давлат облигациясини даромад даражаси (Швейцариянинг 10 йиллик давлат облигацияси даромадлилиги даражаси)	a
Глобал риск учун мукофот	b
Амалиётчилар усулига кўра: бета=леверажсиз бета*(1+қарз/капитал)	d
Корхонанинг капиталлашуви даражаси учун рискни ҳажми (Duff & Fhelps, баҳолаш қўлланмаси маълумотлари)	e
Капитал қиймати баҳолаш (g)	$g = a + b \times d + e$
Давлат облигациясини даромад даражаси (Швейцариянинг 10 йиллик давлат облигацияси даромадлилиги даражаси)	h
Кредит спред (кредит рейтинг кўрсаткичи)	i
Қарз капитални қиймати баҳолаш (k)	$k = h + i$
Капитал таркибида хусусий капитал улуши	I
Капитал таркибида қарз капитал улуши	m
Корпоратив солиқ ставкаси	n
Капитални ўртача тортилган қиймати	$gxI + kmx(1-n)$

Австралияда "Value Adviser Associates" компанияси молиявий хизматлар кўрсатиш билан фаолият юритади. Мазкур компания ҳам акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолаш усулларида фойдаланиб келмоқда. Акциядорлик жамияти томонидан капитал қийматини аниқлашда рисксиз активлар ставкасини, бозор rischi учун мукофот ва жамият акцияси бозор riskини ҳамда капитал структурасини ҳисобга олиш лозимлигини эътироф этилади. Акциядорлик жамияти қарз капитални баҳолашда рисксиз активлар ставкаси ва қарз учун мукофотни инobatга олиш зарур. Хусусан, акциядорлик жамиятини ўртача тортилган капитал қийматини баҳолаш усулини қуйидагича ифодалаган (2-жадвал).

2-жадвал

Австралиядаги акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолаш усуллари⁴

Рисксиз активлар ставкаси	R_f
Бозор rischi учун мукофот	MRP
Бета (леверажли)	β_e
Хусусий капитални қиймати (K_e)	$K_e = R_f + MRP \times \beta_e$
Капитал таркибида қарз капитал улуши	D/V
Капитал таркибида хусусий капитал улуши	E/V
Қарз капитални қиймати	K_d
Хусусий капитални қиймати	K_e
Капитални ўртача тортилган қиймати (WACC)	$WACC = (E/V) \times K_e + D/V \times K_d$

³ Practitioner's guide to cost of capital & WACC calculation: EY Switzerland valuation best practice. Page 2 of 23. February 2018.

⁴ WACC assessment – Reserved Letters Business as at 15 February 2019. Pages 1 of 15.

“KPMG” аудиторлик-консалтинг компанияси ҳам акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолаш амалиётини тадқиқ қилмоқда. Ушбу компанияни тадқиқотида кўра инвестиция ва транзакцион қарорларни қабул қилишда капитал қийматни баҳолаш усули муҳим ҳисобланади. Хусусан, капитал қийматни баҳолашда рисксиз активлар ставкаси, бозор rischi учун мукофот, мамлакат rischi учун мукофот ва терминал қийматини ўсиши энг муҳим кўрсаткичлар эканлиги тадқиқотида кўрсатилган. Риск учун мукофотни молиявий активларни баҳолаш усули орқали аниқлашни тадқиқ этган⁵. “PwC” аудиторлик-консалтинг компанияси Янги Зеландия мамлакатадаги 200 та акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолаш бўйича тадқиқот олиб бориб, капитал қийматини баҳолашда капитални ўртача тортилган қиймати ва молиявий активларни баҳолаш усулларида фойдаланиш лозимлигини кўрсатган. Ўз навбатида, қарз капитали қийматини баҳолашда кредит рейтинги кўрсаткичини ҳисобга олган⁶. Блажевич О.Г ва Кирильчук Н.Алар тадқиқотида акциядорлик жамиятини капитали қийматини баҳолашда капитални баҳолаш кумулятив, молиявий активлар баҳолаш, капитални ўртача тортилган қиймати ва арбитраж баҳолаш моделларини татбиқ этган. Уларнинг фикрига кўра капитал қийматини баҳолашда молиявий активларни баҳолаш усулидан фойдаланишда акциядорлик жамиятини акциялари фонд бозорида доим котировкада бўлсагина фойдаланиш мумкин. Капитални ўртача тортилган қиймати усули акциядорлик жамиятини капиталга қилинган инвестициянинг баҳоланишига хизмат қилади. Капитални кумулятив баҳолаш усулидан эса акциядорлик капиталини баҳолашда доим фойдаланиш мумкин, чунки акциядорлик жамиятини активларини бозор қийматини ҳисоблаш амалга оширилмайди (Блажевич О.Г., Кирильчук Н.А., 2016).

Бугунги кунда ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда Дамодараннинг капитал қийматини баҳолаш усулидан кенг фойдаланилмоқда. Фикримизча, мазкур усул акциядорлик жамияти капиталининг реал қийматини баҳолашни амалга ошира олади. Ушбу усул капитал қийматини баҳолашда, айниқса мамлакат rischi учун мукофотни, инфляция даражасини ва кредит рейтингни ҳисобга олган ҳолда амалга оширилади. Ривожланган мамлакатларда молия бозори ривожланганлиги, макроиқтисодий кўрсаткичлар таъсири юқорилиги сабабли капитални қийматини баҳолашда макро ва микро даражадаги кўрсаткичлар инobatга олинади.

Тадқиқот методологияси

Тадқиқотда ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолаш усулидан фойдаланилади. Акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашда молиявий активларни баҳолаш усули, капитал қийматини баҳолашда керак бўладиган бозор rischi, риск учун мукофот ва қарз капитал қиймати кўрсаткичлари таҳлили амалга оширилди. Корхонани капитал қийматини баҳолашда қуйидаги кўрсаткичлар ҳисобланди ва таҳлил қилинди:

$$C_e = R_f + \beta * MRP \quad (1)$$

Бу ерда,

C_e - капитал қиймати;

R_f - рисксиз активлар даромад даражаси;

β – тизимли риск (бозор индексини қайтими билан акциянинг бозор қийматини қайтими ўртасидаги корреляцияси)

MRP - бозор rischi учун мукофот (кутилаётган бозор даромадидан рисксиз активларини даромадлилиги даражасидан айирмасига тенг) ;

Тадқиқотда ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамияти капиталини ўртача тортилган қийматини баҳолаш усули, қарз капитал қийматини баҳолаш усули ҳисобланган ва таҳлил қилинган:

$$WACC = c_e * \frac{E}{D+E} + c_d * (1 - t) * \frac{D}{D+E} \quad (2)$$

⁵ Cost of Capital - Newsletter. Issue 03 2019. Pages 1 of 5.

⁶ The PwC Cost of Capital Report. March 2019. Pages 1 of 6.

Бу ерда,
 c_e – капитал қиймати;
 E – хусусий капитални бозор қиймати;
 D – қарз капиталининг бозор қиймати;
 c_d – қарз капитали қиймати (кредитнинг рейтинги даражаси, облигациясининг даромадлилиги даражаси);
 t – корпоратив солиқ ставкаси.

Тадқиқот объекти сифатида дунёдаги ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятлари танланган бўлиб, уларнинг маълумотлари асосида гуруҳлаш, қиёсий таҳлил, танлама, кузатув таҳлил усулларида фойдаланилган ҳолда акциядорлик жамиятини капитал қиймати ва капиталини ўртача тортилган қиймати аниқланган. Маълумотлар Дамодаран расмий веб сайти маълумотларидаги йиллик ҳисоботлар ҳамда ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятларининг фонд биржалари маълумотларидан фойдаланилган.

Таҳлил ва натижалар

Бугунги кунда тараққий этган мамлакатларда акциядорлик жамиятини капиталининг хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда капитал қийматини баҳолаш усулини бир нечта модификацияланган моделларидан фойдаланилади. Бинобарин, ривожланган мамлакатларда энг машҳур бўлган моделлардан бири сифатида молиявий активларни баҳолаш (CAPM) ҳамда капитални ўртача тортилган қиймати (WACC) моделларидан акциядорлик жамиятининг капитал қийматини баҳолашда кенг кўламда молиявий менежерлар ва молиявий консалтинг хизматини олиб борадиган компаниялар томонидан фойдаланилмоқда. Шунингдек, ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамияти капитал қийматини аниқлашда молиявий активларни баҳолаш усулидан фойдаланиш акциядорлик жамиятини хусусий капитал қийматини, капиталнинг бозор рискин, бозор риски учун мукофот ва капиталдан кутилаётган даромадни аниқлаш имкониятини беради. Капитални ўртача тортилган қиймати усули эса акциядорлик жамиятини қарз капитали қийматини, капитал таркибини, капитал бюджетини тузиш ва дисконтланган пул оқимларини аниқлашга хизмат қилади. Бундан ташқари, ушбу усуллар бир вақтнинг ўзида корпоратив молия учун қарорларни қабул қилишда ҳам самарали ҳисобланади. Капитал қийматини баҳолаш усуллари амалиётда фонд бозори рискин баҳолаш, портфелни бошқариш, инвестиция портфелини танлаш учун ҳам кенг кўламда фойдаланилади.

Биз илмий изланишимизда ривожланаётган мамлакатлар акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолаш амалиётидаги капитал қийматини баҳолаш методологиясига мувофиқ таҳлилларни амалга оширишга ҳаракат қилдик. Тадқиқотимиз доирасида АҚШ ва Европа мамлакатлари акциядорлик жамиятлари капитал қийматларининг кўрсаткичлари молиявий активларни баҳолаш (CAPM) модели асосида таҳлил қилинган. Европа мамлакатларидаги 6052 та акциядорлик жамиятларини капитал қиймати ҳолати таҳлили қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (3-жадвал).

3-жадвал

Европа мамлакатлар акциядорлик жамиятини капитал қиймати ҳолати (2014-2019 йиллар)⁷

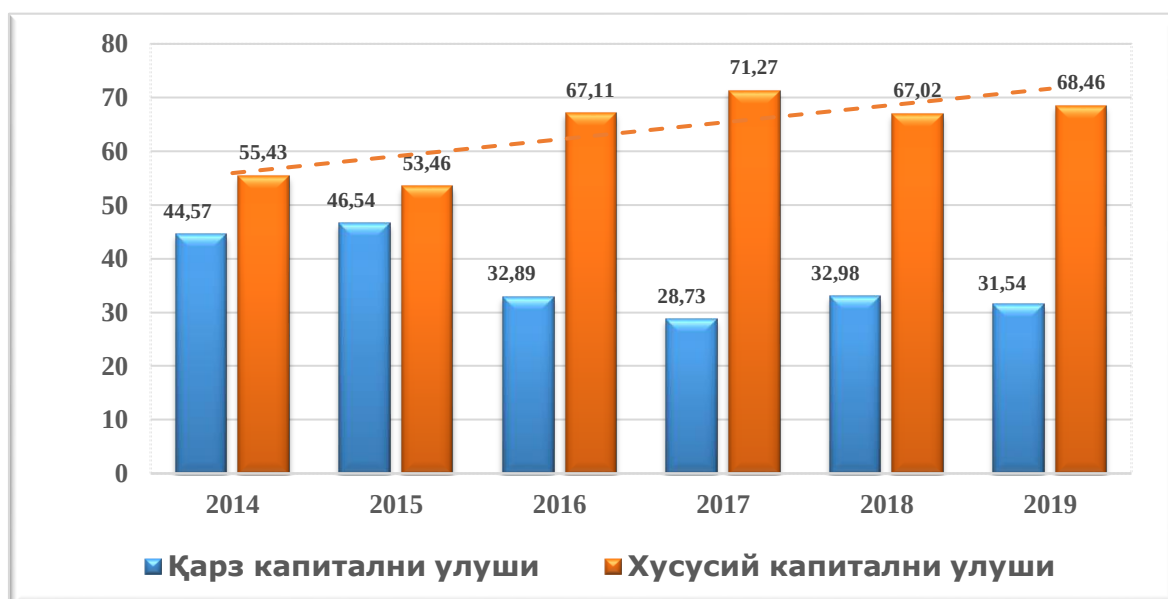
фоизда

Йиллар	Рисксиз активлар даромад даражаси	Риск учун мукофот	Бозор риск (бета)	Акциядорлик жамиятини капитал қиймати
2014	2,17	6,88	1,18	10,29
2015	2,27	7,16	1,07	9,93
2016	2,45	6,81	1,04	9,53
2017	2,41	6,01	1,08	8,90
2018	2,68	7,11	1,06	10,22
2019	1,92	6,01	1,08	8,41

⁷ <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Амалга оширилган таҳлилларимиз асосида 3-жадвалдаги маълумотлардан кўриниб турибдики, акциядорлик жамиятининг капитал қиймати 2014 йилда 10,29 фоизни, 2019 йилда эса 8,41 фоизни ташкил этганлигини кўришимиз мумкин. Бундан кўриниб турибдики, акциядорлик жамиятини капитал қиймати йилдан-йилга тушиш тенденциясида бўлиб, бироқ 2018 йилда эса энг юқори кўрсаткичга эришган. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятларини инвестиция лойиҳаларни амалга ошириш учун зарур бўлган даромадни йиллар кесимида пасаётганлигидан далолат беради. Рисксиз активларга назар ташласак, 2014 йилда давлат қимматли қоғозларнинг даромадлилиги даражаси 2,17 фоизни ташкил этса, 2019 йил 1,92 фоизгача пасайган. Бироқ, риск учун мукофот 2014 йилда 6,88 фоиз бўлган бўлса, 2019 йилда 6,01 фоизни ташкил этган. Бу шуни англатадики, Европа мамлакатларидаги акциядорлик жамиятларини акциялари бозор даромадлилиги давлат қимматли қоғозлар даромадлилигидан 5 баробар юқоридир.

Хусусан, мазкур ҳолат акциядорлик жамиятлари акцияларининг бозор қиймати ўзгарувчан эканлигидан далолат беради. Бозор rischiлик кўрсаткичини таҳлил қиладиган бўлсак, 2014 йилда 1,18 бўлса, 2019 йилда 1,08 ни ташкил этган. Бундан келиб чиққан ҳолда айтиш мумкинки, акциядорлик жамиятларини хусусий капиталидаги акцияларнинг rischiлик даражаси бозор riskидан бир баробар юқори эканлигини кўрсатади. Хулоса қилиб шуни таъкидлаш жоизки, Европа мамлакатларидаги акциядорлик жамиятларини капиталига қилинадиган минимум харажат деярли 10 фоиз атрофида экан. Ушбу вазиятда акциядорлик жамиятларини инвестиция лойиҳаларидан кутилаётган минимал даромади деярли 10 фоиз атрофида эканлигини кўрсатади. Ўз навбатида, инвестор мазкур акциядорлик жамиятларига киритган капиталидан кутилаётган даромади 10 фоизгача бўлишини англатади. Европа мамлакатлари акциядорлик жамиятларининг капитал таркибини таҳлил қилганимизда қарз капитал улуши юқори эканлигини қуйидаги расмда ўз аксини топган (1-расм).

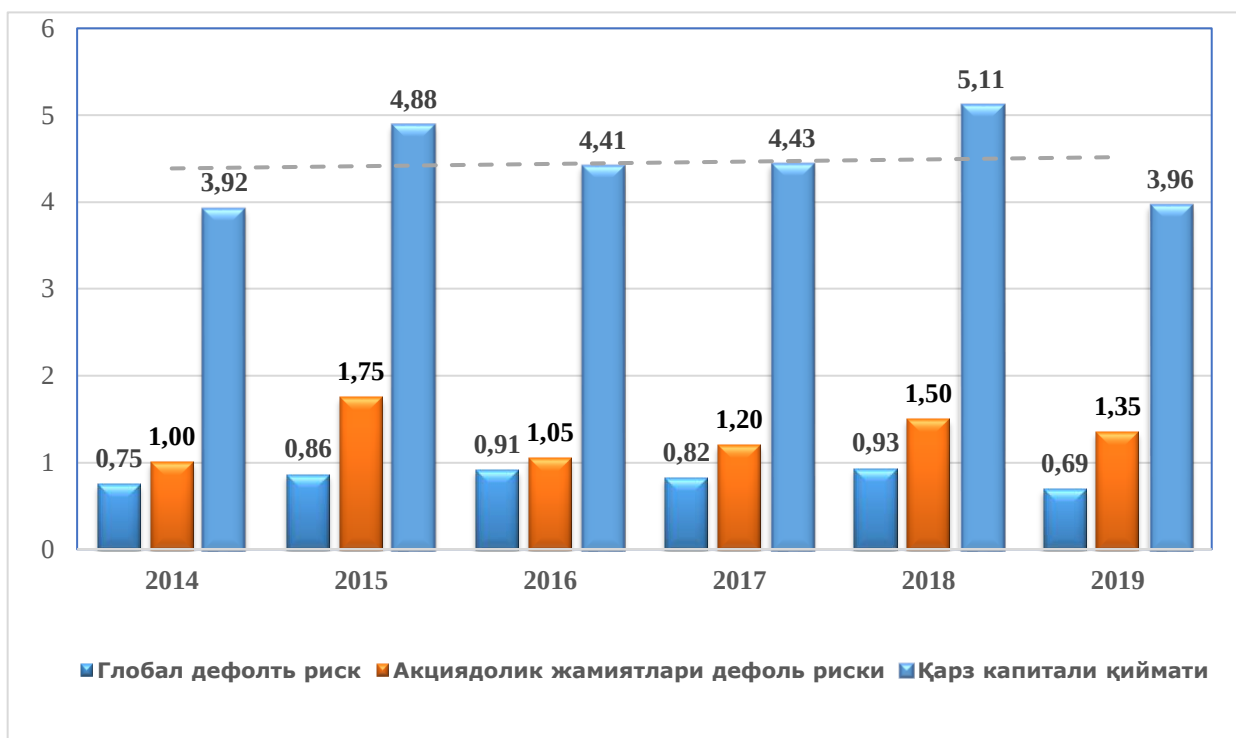


1-расм. Европа мамлакатлар акциядорлик жамиятларини капитал таркиби таҳлили, фоизда (2014-2019 йиллар)⁸

1-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, Европа мамлакатлари акциядорлик жамиятлари капитал таркибида қарз капиталини улуши 2014 йилда 44,57 фоиз бўлган бўлса, 2019 йилга келиб 31,54 фоизни ташкил этган. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятлари капиталини ортиши қарз инструментлар ва кредитларни жалб қилиш эвазига эмаслигидан далолат беради. Капитал таркибида хусусий капитални улуши йилдан-йилга ўсиш тенденциясига эга. 2014 йилда хусусий капитал улуши 55,43 фоиз ташкил этган бўлса, 2019 йилда 68,46 фоиз бўлган. Хусусан, акциядорлик жамиятларида хусусий капиталнинг ўсиши мазкур жамиятларнинг ўз маблағлари манбалари ортиб бораётганлигини кўрсатади. Хусусий капитал улушини юқори бўлиши, акциядорлик

⁸ <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

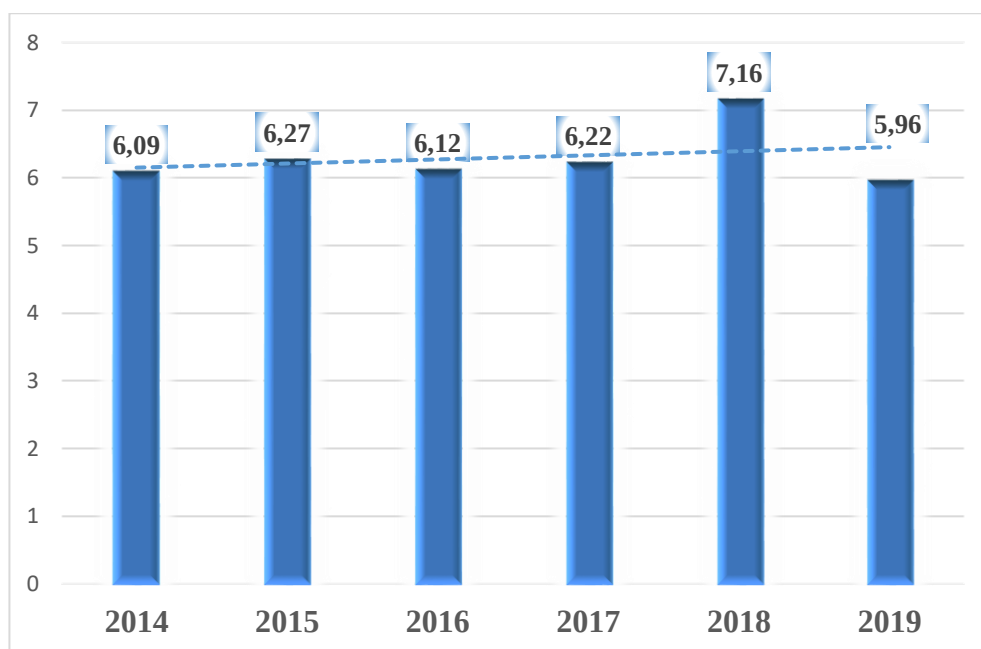
жамиятлари юқори молиявий барқарорлигини ҳамда қарз капиталига муҳтож эмаслигини кўрсатади. Хулоса қилиб шуни таъкидлаш мумкинки, акциядорлик жамиятларини капиталида қарз капиталини улуши кам бўлиб, хусусий капитални улуши юқори бўлиши капиталдан кутилаётган даромад юқори, молиявий институтларига аҳолининг ва хорижий инвесторларнинг ишончи юқори эканлигидан далолат беради. Акциядорлик жамиятини қарз капитали қиймати ҳолати қуйидаги расмда ўз аксини топган (2-расм).



2-расм. Европа мамлакатлар акциядорлик жамиятларини қарз капитали ҳолати, фоизда (2014-2019 йиллар)⁹

2-расм маълумотлари таҳлили шуни кўрсатадики, Европа мамлакатлари акциядорлик жамиятлари дефолт rischi кўрсаткичи ўзгарувчан ҳисобланади. 2014 йилда дефолт rischi даражаси 1 фоиз бўлган бўлса, 2019 йилда эса 1,35 фоизни ташкил этганлигини кўришимиз мумкин. Қарз капитали қиймати деярли ўзгармаганлигини кўрсатмоқда. Бироқ, 2018 йилда қарз капитали қиймати энг юқори бўлиб, 5,11 фоизни ташкил этган. Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, қарз капитали қийматини даражаси пастлиги, мазкур акциядорлик жамиятини капиталида қарз юқини паслигини кўрсатади. Қарз капиталига қилинадиган харажат деярли 4 фоизга яқин эканлигидан далолат беради. Тадқиқотимизда аниқланган қарз ва хусусий капитал қиймати орқали Европа мамлакатлари акциядорлик жамиятларини капитал қийматини ҳолати таҳлили қуйидаги расмда акс эттирилган (3-расм).

⁹ <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.



3-расм. Европа мамлакатлари акциядорлик жамиятлари капиталининг ўртача тортилган қийматини ҳолати, фоизда (2014-2019 йиллар)¹⁰

3-расм маълумотларига кўра, Европа мамлакатлари акциядорлик жамиятлари капиталининг ўртача тортилган қийматини 2014 йилда 6,09 фоиз бўлган бўлса, ўсиш суръати 2018 йилда 7,16 фоизга тенг бўлган. Бироқ, 2019 йилга келиб, капитал қиймати тушиш суръатига эга бўлиб, 5,19 фоизни ташкил этганлигини кўриш мумкин. Бундан кўриниб турибдики, акциядорлик жамиятларини капиталини ўртача тортилган қиймати пасайганлигидан далолат беради. Капитални ўртача қийматини паст бўлиши, мамлакат рискини пастлигини кўрсатади, шунингдек хорижий инвесторлар капитал қўйишига тайёр бўлган лойиҳалар ва акциядорлик жамиятларини сонини кўплигидан далолат беради. Бундан ташқари, корпоратив бошқарув даражаси ривожланганлигидан, ҳудуднинг инвестицион салоҳиятини сезиларли даражада юқорилигини кўрсатади. Европа мамлакатлари акциядорлик жамиятларининг капиталини ўртача тортилган қийматини ўсиши хусусий капитал рентабеллиги ўсиши эвазига бўлган. Хусусий капитални рентабеллигини юқори суръатлар билан ўсишини таъминлаш капитални таркибини аниқлашга хизмат қилади (Карлибаева Р.Х., 2018).

Илмий изланишимизда АҚШнинг 7367 та акциядорлик жамиятлари капитал қиймати аниқлашда лозим бўлган кўрсаткичларни таҳлилни босқичма-босқич амалга оширамиз. АҚШни акциядорлик жамиятлари капитал қиймати ҳолатининг таҳлили қуйидаги жадвалда акс эттирилган (4-жадвал).

4-жадвал
АҚШнинг акциядорлик жамиятлари капитал қиймати ҳолати (2014-2019 йиллар)¹¹
фоизда

Йиллар	Рисксиз активлар даромад даражаси	Риск учун мукофот	Бозор риск (бета)	Хусусий капитал қиймати
2014	2,17	5,75	1,06	8,27
2015	2,27	6,00	1,13	9,05
2016	2,45	5,69	1,00	8,14
2017	2,41	5,08	1,00	7,49
2018	2,68	5,96	1,12	9,36
2019	1,92	5,20	1,13	7,80

¹⁰ <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

¹¹ <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

4-жадвал маълумотлари таҳлили шуни кўрсатадики, АҚШ акциядорлик жамиятлари капиталидан кутилаётган даромад 2014 йилда 8,27 фоизни ташкил этган бўлса, 2019 йилда эса 7,80 фоиз бўлган. Бунинг асосий сабаби шундан иборатки, мамлакатдаги молия бозоридаги рисклари даражаси юқори бўлиб, айниқса 2019 йилда бозор риск даражаси 1,13 бандни ташкил этган. Бундан ташқари, капиталдан кутилаётган даромадни пасайишига молия бозоридан кутилаётган риск учун мукофот, жумладан, акциядорлик жамиятлари акциялари даромадлилик даражаси пасайиши сабаб бўлган. Фикримизча, акциядорлик жамиятларини капиталидан кутилаётган даромад юқори бўлиши, мамлакатнинг рисклилик даражаси юқори эканлигидан, инвестиция салоҳиятини сезиларли даражада пасаётганлигидан ва суверен кредит рейтингнинг пасаётганлигидан далолат беради. Ўзбекистондаги буюк келажак экспертлари дунёдаги акциядорлик жамиятларининг капитал қийматлари ҳолатини таҳлил қилиб, Ўзбекистондаги акциядорлик жамиятлари капиталидан кутилаётган даромад 25 фоиз, деб таъкидладилар. Уларнинг назарида, капиталда кутилаётган даромад юқори бўлиши, мамлакат рисклилик даражаси юқорилигини, хорижий инвесторларни капитал қўйишга тайёр бўлган лойиҳалар камлигини кўрсатади¹².

АҚШни акциядорлик жамиятлари капитал қийматини аниқлаганидан сўнг, ушбу акциядорлик жамиятларининг капитал таркибини таҳлил қилиш лозим. Чунки, акциядорлик жамиятини капитал таркибида қарз капиталининг юқори суръатларда ўсиши капиталга қилинадиган харажатни ортишига олиб келади. Акциядорлик жамиятида хусусий капитални юқори суръатларда ўсиши капитал рентабеллиги ўсишига хизмат қилади. Ўз навбатида, молиявий ҳолати барқарорлиги ва инвестиция лойиҳасини амалга оширишда ўз маблағлари манбалари етарли эканлигини кўрсатади. Шуни инобатга олган ҳолда, АҚШ мамлакатининг акциядорлик жамиятлари капитал таркибини таҳлили қуйидаги расмда кўрсатилган (4-расм).

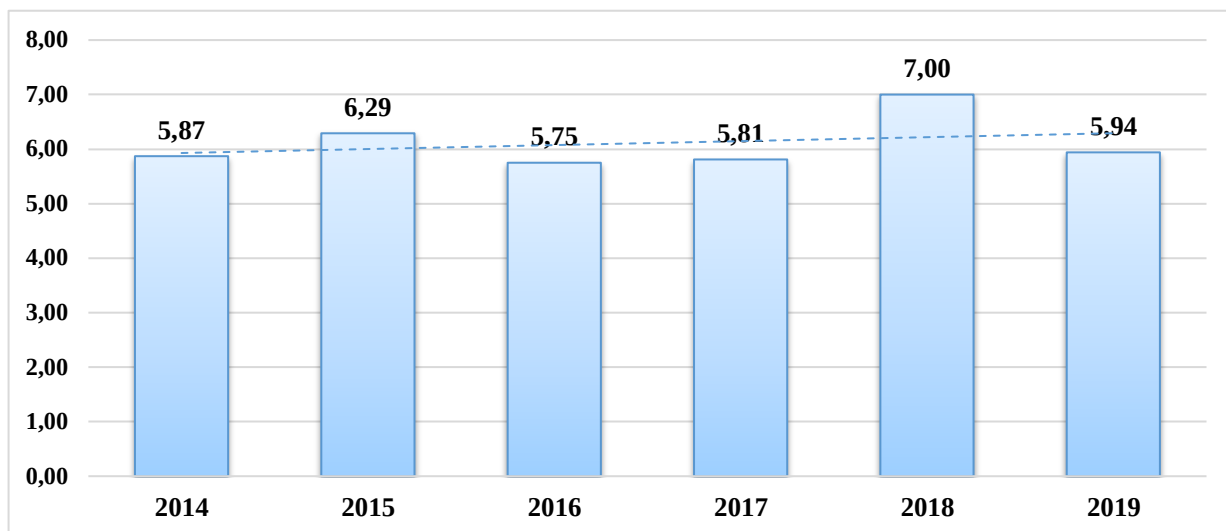


4-расм. АҚШ акциядорлик жамиятларининг капитал таркиби таҳлили, фоизда (2014-2019 йиллар)¹³

4-расмдаги маълумотларни таҳлил қилар эканмиз, АҚШ мамлакати акциядорлик жамиятлари капитал таркибида қарз ва хусусий капитал мутаносиб равишда эканлигини кўриш мумкин. Акциядорлик жамиятини капиталида қарз капитали 2014 йил 39,1 фоиз бўлган бўлса, 2019 йилда 36,71 фоизни ташкил этган. Бундан кўриниб турибдики, қарз капитали улуши пасайиш тенденциясига эга. Хусусий капиталга улуши эса 2014 йилда 60,19 фоизни ташкил этган бўлса, 2019 йилда 3,1 фоизга ўсганлигини кўриш мумкин. Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, АҚШ акциядорлик жамиятини молиявий барқарорлик даражаси меъёрида, акциядорлик жамияти қарз капитали ва мажбуриятига қарамлиги мавжуд эмаслигини кўрсатади. АҚШ акциядорлик жамиятлари капиталини ўртача тортилган қиймати ҳолати таҳлилини қуйидаги расмда ўз аксини топган (5-расм).

¹² <https://uzbekistan2035.uz/>

¹³ <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.



5-расм. АҚШ мамлакати акциядорлик жамиятларини капиталининг ўртача тортилган қийматини ҳолати, фоизда (2014-2019 йиллар)

5-расм маълумотларига кўра АҚШ мамлакатини акциядорлик жамиятлари капиталининг ўртача тортилган қиймати 2014 йилда 5,87 фоиз бўлган бўлса, 2019 йилда ўсиш суръати 5,94 фоизга тенг бўлган. 2018 йилда эса, капитал қиймати юқори ўсиш суръатига эга бўлиб, 7,00 фоизни ташкил этганлигини кўрсатади. Бундан кўриниб турибдики, акциядорлик жамиятларини капиталининг ўртача тортилган қиймати пасайганлигидан далолат беради. Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, АҚШ мамлакати акциядорлик жамияти капиталига қилинадиган минимал ўртача харажат деярли 6 фоизни ташкил этмоқда. Бундан ташқари, акциядорлик жамиятлари дисконтланган пул оқимлари ҳам деярли 6 фоизда бўлишлигини кўрсатади.

Хулоса ва таклифлар

Таҳлиллardan хулоса қилиш мумкинки, ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашнинг прогрессив усулларида фойдаланмоқда. Бунга асосий сабаб, ривожланган мамлакатларда молия бозорини ривожланганлиги, шунингдек акциядорлик жамиятлари капитали шакллантиришда молиявий инструментлардан кенг фойдаланилаётганлиги ҳисобланади. Бугунги кунда мамлакатимизда акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда қуйидаги муаммолар мавжуд:

Биринчидан, ривожланган мамлакатларда акциядорлик жамиятини капитал қиймати баҳолашда даромад усулидан кенг фойдаланилмоқда. Бироқ, мамлакатимизда акциядорлик жамиятини капитал қиймати баҳолашда ҳамон харажатлар усули қўлланилмоқда.

Иккинчидан, мамлакатимизда акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолаш амалиёти мавжуд бўлиб, лекин ривожланган мамлакатлардагидек ягона баҳолаш стандарти мавжуд эмас. Хусусан, мамлакатимиздаги баҳолаш стандартлари халқаро баҳолаш стандартига мувофиқлаштирилмаган.

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

Биринчидан, акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда ривожланган мамлакатларни баҳолаш стандартларига мослаштириш лозим. Бу эса, ўз навбатида, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда даромадлар усулидан фойдаланиш имкониятини беради. Бундан ташқари, мамлакатимиздаги бизнес муҳитини баҳолаш ҳамда капитални реал бозор қийматини баҳолашга хизмат қилади.

Иккинчидан, ривожланган мамлакатлар баҳолаш стандартлари тамойилларига мамлакатимиздаги миллий стандартларни мувофиқлаштириш мақсадга мувофиқ бўлади. Бу эса, ўз навбатида акциядорлик жамиятининг инвестицион салоҳиятини ҳамда мамлакат рисклилиқ даражасини аниқлаш ва акциядорлик жамиятининг капитали рискин аниқлаш имконини беради.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. Baule. R., 2018. The cost of debt capital revisited. European Financial. Business Research, Volume 12, Issue 2, pp 721–753.
2. Damodaran, A., 2016. The Cost of Capital: The Swiss Army Knife of Finance. <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/costofcapital.pdf>
3. Rajesh Kumar., 2016. Valuation. Theories and Concepts. Academic Press. ISBN: 9780128025437 pp 93-118.
4. Michela A., Giovanni A., Marco G., 2015. Performance Measurement and Management for Engineers. Academic Press. ISBN: 978-0-12-801902-3. pp 19-42.
5. Stefano C., 2010. Private Equity and Venture Capital in Europe Markets, Techniques, and Deals. Academic Press ISBN 978-0-12-375026-6. . pp 187-204.
6. Marc Bertoneche, RoryKnight., 2011. Financial Performance. Butterworth-Heinemann. ISBN: 9780750640114. pp. 109-136
7. Morningstar, Inc. International Cost of Capital Report 2010
8. Practitioner's guide to cost of capital & WACC calculation: EY Switzerland valuation best practice. Page 2 of 23. February 2018.
9. WACC assessment – Reserved Letters Business as at 15 February 2019. Pages 1 of 15.
10. Cost of Capital - Newsletter. Issue 03 2019. Pages 1 of 5.
11. The PwC Cost of Capital Report. March 2019. Pages 1 of 6.
12. Блажевич О.Г., Кирильчук Н.А. Модели оценки стоимости капитала. Научный вестник: Финансы, банки, инвестиции - 2016 - №3, 47-52 с.
13. Р.Х. Карлибаева "Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари" Автореферат, Т,- 2018, 1-30-бет.;
14. <https://uzbekistan2035.uz/>