



**ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ВАЗИРЛАР МАҲКАМАСИ ҲУЗУРИДАГИ
«ЭЛ-ЮРТ УМИДИ» ЖАМҒАРМАСИ**

UZBRIDGE ЭЛЕКТРОН ЖУРНАЛИ



**Ўзбекистон, Тошкент ш.,
Амир Темур - 13 уй**



uzbridge@eyuf.uz



www.uzbridge.eyuf.uz

МУНДАРИЖА

№	Муаллиф	Мақола номи	Саҳифа
1.	Ахмедов Ж. Ж.	Ўзбекистон Республикаси Президентининг халқаро ташаббуслари глобал ҳаётда ва “Эл-юрт умиди” жамғармаси фаолиятида қандай акс этмоқда	3
2.	Омонов М. С.	Хориждаги ватандошлар билан алоқаларни ривожлантиришда халқ дипломатиясининг ўрни (Ўзбекистон мисолида)	8
3.	Абдуллаев З. А.	Тижорат банклари фаолиятини солиққа тортишни такомиллаштириш масалалари	16
4.	Хатамов О. Қ. Абдуғаниев О. А.	Қишлоқ хўжалиги маҳсулотлари ҳосилдорлигини полином моделлари бўйича адаптив баҳолаш ва кўп вариантли прогнозлаш	25
5.	Бобобеков Ф. Р.	Ўзбекистонда факторинг амалиётининг ҳуқуқий асослари	33
6.	Зуннунова Х. М.	Тижорат банкларини бозор қийматида баҳолашда дастлабки таҳлилни амалга ошириш	44
7.	Отажанов У. А.	Ўзбекистон Республикаси ҳудудларида интеллектуал математик моделлар асосида ижтимоий-иқтисодий салоҳиятини баҳолаш усулларини такомиллаштириш	52
8.	Салохожаева Ф. А.	Факторы развития коммуникативной компетентности студентов посредством внеаудиторной деятельности	66
9.	Худойкулов Х. Х.	Ривожланган мамлакатларда капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулларида фойдаланишнинг ўзига хос жиҳатлари	76
10.	Шермухамедова Ш. А.	ТЕЛЕМЕДИЦИНА – шифокор янада яқинроқ	87
11.	Гултўраев Ш.	Афсуски, Ўзбекистондаги аксарият банклар учун маҳсулотлар ва хизматлар ҳамон бирламчи масала	89
12.	Омонов Н.	Иқтисодиёт, кредитлар, токио мэрининг истеъфоси сабаби...	91
13.	Каримова М.	Нобель мукофотини қўлга киритмоқчиман	94

**РИВОЖЛАНГАН МАМЛАКАТЛАРДА КАПИТАЛ ҚИЙМАТИНИ БАҲОЛАШДА
ЧЕГИРМАВИЙ ПУЛ ОҚИМЛАРИ УСУЛЛАРИДАН ФОЙДАЛАНИШНИНГ ЎЗИГА ХОС
ЖИҲАТЛАРИ****Худойқулов Хуршид Хуррамович**

Тошкент давлат иқтисодиёт университети

и.ф.ф.д.(PhD)., доцент

E-mail: gelios_1985@yahoo.com

Тел: +99897-005-50-56

Аннотация: Мақолада ривожланган мамлакатлардаги компанияларнинг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усуллари орқали баҳолашнинг илмий-амалий жиҳатлари тадқиқ этилган ва таҳлил қилинган. Шунингдек, бугунги кунда жаҳон амалиётида кенг қўлланилаётган усуллар, хусусан, чегирмавий дивиденд ва эркин пул оқимлари усулларининг имкониятлари ёритиб берилган. Ўз навбатида, ушбу усуллар орқали Европадаги компанияларнинг капитал қийматини баҳолаш ҳолати таҳлил қилинган. Хусусан, капитал қийматини баҳолашда рисксиз активлар даражасидан, риск учун мукофотдан ва левераж рискларидан фойдаланилган.

Калитли сўзлар: чегирмавий дивиденд, эркин пул оқимлари, капитал қиймати, левераж риск, дисконтланган ставка, қарз капитали, хусусий капитал.

Аннотация: В статье исследуются и анализируются научные и практические аспекты оценки через методов дисконтированные денежные потоки при оценке стоимости капитала компаний в развитых странах. Также освещены возможности методов, широко используемых сегодня в мировой практике, в частности, методов дисконтирования дивидендов и свободных денежных потоков. Следовательно, состояние оценки капитала компаний в Европе было проанализировано с использованием этих методов. В частности, для оценки стоимости капитала использовались уровень безрисковых активов, премия за риск и риски левераджа.

Ключевые слова: дивиденды дисконтирования, свободные денежные потоки, стоимость капитала, риск левераджа, ставка дисконтирования, заемный капитал, собственный капитал.

Annotation: This article examines and analyzes the scientific and practical aspects of valuation through methods of discounted cash flows in valuing the cost of capital of companies in advanced countries. It also highlights the possibilities of methods widely used today in world practice, in particular, methods of discounting dividends and free cash flows. In addition to this, the condition of the capital valuation of companies in Europe was analyzed using these methods. In particular, the level of risk-free assets, risk premium and leverage risks were used to assess the cost of capital.

Key words: dividend discount, free cash flow, cost of capital, leverage risk, discount rate, debt capital, equity.

Кириш

Дунёдаги тараққий этган мамлакатлардаги компанияларнинг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий дисконт моделидан ва эркин пул оқимлари усулидан кенг фойдаланилган ҳолда, компанияларнинг капитали реал қийматини аниқламоқда. Чегирмавий дивиденд усулидан фойдаланиш компаниялар акцияларининг реал бозор қийматини аниқлашга хизмат қилади. Шунингдек, компаниянинг келгусидаги дивиденд миқдорини аниқлаш учун ҳам фойдаланилади. Ривожланган мамлакатларда компаниянинг бизнесини баҳолашда ҳам чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланиш, компаниянинг қийматини аниқлаш ҳамда инвестор учун харид қилиш

қийматини кўрсатади. Шу билан бирга мазкур усуллардан фойдаланиш компаниянинг активларини дисконтланган ставкасини, капиталдан талаб қилинган даромадни аниқлаш имкониятини беради

Ҳозирги кунда мамлакатимиздаги компаниялар капитал қийматини баҳолашда мавжуд стандартлар ривожланган мамлакатлар баҳолаш стандартларига мос келмаслиги, компанияларнинг акцияларини дивиденд миқдорлари нобарқарор эканлиги, халқаро баҳолаш кенгашини стандартларига мувофиқ бўлмаганлиги сабабли, чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланишда муаммолар мавжуд. Шу боисдан, компанияларнинг капитали реал қийматини аниқлаш, капиталга қилинган инвестиция харажатларини ва капитал рискин аниқлашда бир-нечта камчиликлар мавжуд.

Бугунги кунда дунё иқтисодий амалиётида йирик компаниялар дивиденд сиёсатини оқилона олиб боришда, капиталнинг келгусидаги қийматини жорий қийматда аниқлашда, компанияларнинг акцияларини ва капиталини реал бозор қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланган ҳолда амалга оширилмоқда. Шунингдек, компанияларнинг капитал активларини дисконтланган ставкасини ва хусусий капиталдаги пул оқимларини дисконтлаш ставкасини аниқлашда фойдаланмоқда. Ривожланган мамлакатларда компанияларнинг капиталини баҳолашда даромад усулидан кенг фойдаланиб келишмоқда. Афсуски, мамлакатимизда эса, ҳанузгача компанияларни капитал қийматини баҳолашда харажатлар усулидан фойдаланилмоқда. Мамлакатимизда компаниялар капитал қийматини баҳолаш тизими чегирмавий пул оқимлари усулига мувофиқлаштирилмаганлиги, хусусан ривожланган мамлакатларда кенг фойдаланаётган: чегирмавий пул оқимлари моделларидан чегирмавий дивиденд ва чегирмавий пул оқимлари моделларидан фойдаланилмаслиги сабабли, компанияларнинг капитали реал бозор қийматини ҳисоблаш имконияти мавжуд эмас.

Тараққий этган мамлакатларда компаниялар капитали қийматини баҳолашнинг чегирмавий пул оқимлари усуллари ҳисобланган чегирмавий дивиденд ва эркин пул оқимлари усуллари орқали капиталдан кутилаётган даромадни, акцияларнинг бозор қийматини, капитал рискин, компаниянинг келгусидаги дивиденд оқими ҳамда капиталга қилинган инвестицияни ҳисоблашда фойдаланилмоқда. Мазкур усуллардан фойдаланиш, хусусий капиталдан олинган пул оқимларини дисконтланган ставкасини, қарз капитали билан ва хусусий капитал билан боғлиқ рискларни аниқлашга хизмат қилади.

Мавзуга оид адабиётларнинг танқидий таҳлили

Бугунги кунда тараққий этган мамлакатларда молия бозори ривожланганлиги ва компанияларнинг капиталлашуви йилдан-йилга ўсиб борганлиги сабабли, компанияларнинг капитал қийматини аниқлашда чегирмавий пул оқимлари усуллардан кенг фойдаланиб келинмоқда. Шунингдек, ривожланган мамлакатларда молиявий менежерлар қимматли қоғозларнинг реал қийматини, компаниянинг келажақдаги даромадини ва молиявий имкониятларини ҳамда хусусий капиталини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулларидан фойдаланиш муҳим восита ҳисобланади. Хусусан, халқаро баҳолаш стандартлари қўмитаси ҳар қандай капитални баҳолашда учта ёндашувга алоҳида тўхталиб, компанияларнинг капиталини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланиш самарали ҳисобланиши эътироф этган. Чегирмавий пул оқимлари усули компаниянинг капитал қийматини келажақда кутилаётган даромадлар асосида аниқланиб, уни жорий қийматга дисконтлаш йўли билан шакллантирилади. Хорижлик иқтисодчи олимлардан Рейли ва Браун илмий тадқиқотига кўра: "Компаниянинг капитал қийматини баҳолашда ушбу компаниянинг акцияларини реал бозор қийматини аниқлашга катта эътибор бериш лозим. Ўз навбатида, компаниянинг капитал қиймати пул оқимларини ва уларнинг ноаниқ пул оқимларини яратган қийматига асосланади. Уларнинг фикрича, замонавий молиянинг энг муҳим тамойилларидан бири, ҳар қандай активни қиймати активдан кутилаётган келажақдаги пул оқимлари талаб қилинган даромад бўйича дисконтланган жорий қиймати тенг бўлади. Шу сабабли, бугунги кунда дунё иқтисодий амалиётида капитал қийматини баҳолаш мураккаб жараён ҳисобланади. Мазкур жараённи иноватга олган ҳолда, капитал қийматини аниқлашда дивиденд дисконт моделларида, мультипликатор

ҳисоблаш усулидан, чегирмавий пул оқимлари моделларидан ва қолдиқ даромадни баҳолаш моделларидан фойдаланилади” (Reilly F., Brown K., 2002).

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Субраманьям ва Венкатачалам тадқиқотига кўра, капитал қийматни баҳолашда дивиденд дисконт моделларидан фойдаланиб, капитал таркибидаги акцияларни реал қийматини аниқлашда акциядан кутилаётган келажакдаги дивиденд оқимини ҳисобга олишни таъкидлаганлар. Қолаверса, акциянинг реал қийматини баҳолашда дивидендни жорий қиймати инобатга олиниши лозим. Хусусан, дивиденднинг жорий қийматини ҳисобга олиниши, компаниянинг хусусий капиталдан кутилаётган даромадни аниқлаш имкониятини беради. Улар компаниянинг даромади ва пул оқимлари орқали капиталнинг келажакдаги қийматини аниқлашни тадқиқ этган. Уларнинг назарида, компаниянинг даромади унинг пул оқимига нисбатан капитал қийматини баҳолаш кучлироқ таъсир қилади. Шу билан бирга, дивиденд дисконт модели чегирмавий пул оқимлари моделига нисбатан компаниянинг капитал қийматини аниқроқ баҳолайди (Subramanyam K., Venkatachalam M., 2007).

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Лутц Крашвиц ва Андраш Лёффлер илмий тадқиқотига кўра: “Компаниянинг капитал қийматини баҳолашда дисконт пул оқимлари усулидан фойдаланиб, компания келажакдаги пул оқимларини, солиқ тўловларини ва капиталга қилинган харажатларни ҳисобга олганлар. Хусусан, дисконт пул оқимлари усули компаниянинг келажакдаги пул оқимлари аниқлайди. Уларнинг назарида, солиқ тўловлари асосан бизнесни баҳолаш учун инобатга олинади. Сабаби, бизнесни баҳолашда даромадга кўпроқ эътибор берилиши натижасида солиқ тўловлари кўпроқ бўлади. Капитал қийматни баҳолашда бизнес қиймат баҳоланади. Хусусан, капитал қийматни баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланганда компаниянинг пул оқимларини, солиқ тўловларини ва капиталдан кутилаётган даромади ҳисобга олинади” (Kruschwitz L., Löffler A., 2020). Фикримизча, тараққий этган мамлакатларда компанияларнинг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимларидан фойдаланишда компаниянинг келажакдаги пул оқимлари жорий қийматини, капиталдан кутилаётган даромадни, солиқ тўловларини, эркин пул оқимларини ва ялпи пул оқимларини инобатга олиш мақсадга мувофиқ бўлади. Бу эса, ўз навбатида, компанияларнинг инвестицион салоҳиятини ва бизнес қийматини аниқлашга имкон беради.

Бугунги кунда ривожланган компаниянинг капитал қийматини баҳолаш молиявий менежерлар ва таҳлилчилар олдида энг муҳим муаммолардан бир бўлиб келмоқда. Сабаби, ривожланган мамлакатларда молия бозорини ва иқтисодиётнинг конъюнктурасини кескин ўзгариши компаниянинг капитал қийматини баҳолашда усуллардан фойдаланишни мураккаблаштирамоқда. Дунё амалиётида молиявий менежерлар ва молиявий таҳлилчилар томонидан капитални қийматини баҳолашда активларга асосланган усул, чегирмавий пул оқимларига асосланган усул ва нисбий қиймат усулларидан кенг фойдаланилмоқда. Активларни баҳолаш усулида компаниянинг моддий активларни қиймати орқали капитал қиймат баҳоланади. Хорижлик иқтисодчи олим Фройдо илмий изланишига кўра, компаниянинг активларини реал қиймати унинг такрор ишлаб чиқариш қиймати билан баҳоланади. Унинг назарида, такрор ишлаб чиқариш қиймати активнинг даромад олиш қобилиятини акс эттириб, вақт ўтиши такрор ишлаб чиқариш ортиши ёки камайиши активларнинг баланс қиймати ва бозор қиймати сезиларли даражада фарқ қилишига олиб келади. Нисбий баҳолаш усулидан капитал қийматни баҳолашда асосан компаниянинг акциялари реал баҳосини аниқлашга эътибор берилади. Акцияларнинг реал қийматини баҳолашда мультипликатор коэффициентларидан кенг фойдаланилади. Компаниянинг капитал қийматини аниқлашда чегирмавий пул оқимлари усулида фойдаланиб, мазкур усулнинг асосий тамойили активнинг қиймати кутилаётган келажакдаги пул оқимининг жорий қиймати ҳисобланади. Кейинчалик, мазкур усул компаниянинг активлари портфелига қараб капитал қийматини баҳолаш ва компанияннг қийматини баҳолашда фойдаланилган (Froidevaux P., 2004). Капитал қийматни баҳолаш оддий акцияларнинг реал бозор қийматини аниқлашдан иборат. Шунингдек, эркин пул оқими орқали компаниянинг капитали қиймати дисконтланган бўлиб, компаниянинг барча операцион харажатлари, солиқ мажбуриятлари ва асосий тўловларидан қолган маблағлари компаниянинг эркин пул оқими тенг ҳисобланади. Мазкур капитал қиймат инвестор

томонидан талаб қилинадиган даромад даражасини аниқлаш имкониятини беради. Бундан ташқари, капитал қийматини баҳолашда компаниянинг эркин пул оқимлари ҳисобланган операцион харажатлар, солиқ мажбуриятлари ва қарз тўловларидан қолган маблағ инобатга олинади. Дисконт ставкаси эса, молиявий активларнинг баҳолаш модели орқали аниқланади. Компания капитал қийматини баҳолашда эса, эркин пул оқимлари ҳисобланиб, дисконт ставкада эса, капитал ўртача тортилган қиймат усулидан фойдаланган ҳолда аниқланади (Damodaran A., 2004).

Бугунги кунда дунё иқтисодий амалиётида капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимларидан дивиденд дисконт модели, эркин пул оқимлари модели ва қолган даромадлар моделидан кенг фойдаланиб келинмоқда. Америкалик иқтисодчи олим Джоном Уилиамсом тадқиқотида дивиденд дисконт моделига тўхталиб, уни қуйидагича ифода этган (John B., 1938).

$$\text{Акцияни қиймат} = \sum_{t=1}^n Div * \frac{(1+g)^t}{(1+R)^t} \quad (1)$$

Бу ерда, DIV -дивиденд тўлови; R -дисконт ставкаси; g - дивиденднинг ўртача ўсиш даражаси.

Хорижлик иқтисодчи олимлар Миллер ва Модильялар капитал қийматни баҳолашда дивиденд дисконт модели назариясини такомиллаштириб, инвестор акцияни сотиб олганда улар икки турдаги пул оқимларини олишни кутади, жумладан акциядан дивиденд ва акцияни курс фарқидан даромад олади. Уларнинг фикрига кўра, компаниянинг акцияси бозор қиймати мазкур акциядан кутилаётган дивиденд билан белгиланади. Шунингдек, акциянинг бозор қиймати унинг дивиденд оқимига боғлиқ ҳисобланади. Бинобарин, инвестор нуктаи-назаридан ҳам акциянинг қиймати ҳар доим унинг келажақдаги дивидендига боғлиқдир. Уларнинг дивиденд дисконт моделини қуйидаги ифодалади (Miller M., Modigliani F., 1961).

$$V_0 = \sum_{t=1}^n \frac{D_t}{(1+k)^t} \quad (2)$$

Бу ерда, V_0 - акциянинг қиймати; D_t - t даврдаги олинadиган дивиденд; k -дисконт ставкаси; n -дивиденд тўланadиган давр.

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Стивен Раян, Роберт Херц ва бошқаларнинг илмий ишланишида таъкидлашча, капитал қийматни баҳолашда чегирмавий пул оқимлар усулидан фойдаланиш кенг тарқалган бўлиб, чунки мазкур усулда Миллер ва Модильялар назарияси билан бевосита боғлиқдир. Шунингдек, эркин пул оқимлари компания капитал эгаларининг ҳисобланган қарздор ва акциядорлар учун мавжуд бўлган пул оқими ҳисобланади. Шу сабабли, уларнинг назарида, чегирмавий пул оқимлари усули ёрдами компаниянинг қиймати ва унинг капитал қийматини баҳолаш имконияти мавжуд бўлади. Эркин пул оқимлари инобатга олган ҳолда компаниянинг капитал қийматини аниқлаш учун чегирмавий пул оқим модели қуйидагича ифодаланади (Stephen G., Robert H., ва бошқалар.,

$$\text{Акцияни қиймати} = \sum_{t=1}^n FCF * \frac{(1+g)^t}{(1+R)^t} \quad (3)$$

Бу ерда, FCF -эркин пул оқимлари; R -дисконт ставкаси; g -компаниянинг ўсиш даражаси.

Охирги йилларда дунёдаги иқтисодиётнинг ўсиши ва инфляция кутилмаларнинг юқори бўлиши ҳамда иқтисодиётдаги ноаниқликлар турли таҳлилчиларнинг таҳлил қилинаётган кўрсаткичлари турлича бўлмоқда. Шу боисдан, узоқ муддатдаги инфляциянинг юқори даражада бўлиши иқтисодиётнинг ўсиши суръатларини юқори бўлиши кузатишмоқда. Бироқ, бугунги кунда компанияларнинг барқарор ўсиш кўрсаткичлари иқтисодиётни ўсиш кўрсаткичлари билан ҳамоханг эмаслиги исботланмоқда. Шунингдек, компанияларнинг иқтисодий ўсиши иқтисодиётни ўсиш суръатлари билан номутаносиблиги компанияларнинг капитал қийматини паст даражада баҳоланишига олиб келмоқда. Хорижлик иқтисодчи олимлардан бири Асват Дамодаран тадқиқотига кўра, компаниянинг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий

пул оқимлари усулида баҳолашга тўхталиб, компанияни капитал қийматини аниқлаш учун дисконтлаш керак бўладиган икки турдаги эркин пул оқимларидан фойдаланиш лозимлигини таъкидлаган. Унинг фикрича, компаниянинг эркин пул оқими инвестиция қилинган капиталнинг барча эгаларининг пул оқими ҳисобланади. Ўз капиталининг эркин пул оқими эса, компания акциядорларининг пул оқимини кўрсатадиган кўрсаткич ҳисобланади. Унинг назарида, компаниянинг қийматини баҳолаш билан капитал қийматини баҳолашни фарқлаш лозим. Капитал қийматини баҳолашда асосан компаниянинг оддий акцияларининг қиймати баҳоланади. Компаниянинг капитал қиймати кутилаётган пул оқимларини капиталга дисконтлаш йўли билан топилади. Бунда асосан компаниянинг барча операцион харажатлари, солиқ мажбуриятлари, фоиз харажатлари ва асосий тўловлар бажарилганидан сўнг қоладиган пул оқимлари ҳисобга олган ҳолда капитал қийматини баҳолаш амалга оширилади. Хусусий капитал қиймати эса, компаниянинг акциядорлари томонидан талаб қиладиган даромад даражасига тенг бўлади. У компания капитал қийматини баҳолашда қуйидагича ифодалайди (Damodaran., 2012).

$$\text{Капитал қиймат} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Капиталдан пул оқимлари}_t}{(1+K_e)^t} \quad (4)$$

Бу ерда, Капиталдан пул оқим = t даврдаги капиталдан кутилаётган пул оқими;
 K_e = капитал қиймати

Компаниянинг қиймати эса, компаниядан кутилаётган пул оқимлари дисконтлаш йўли орқали аниқлади. Дисконтланган пул оқимлари қолдиқ пулларнинг жами йиғиндисига тенг бўлади. Унга кўра, барча операцион харажатлар, солиқлар ва қайта инвестиция қилинган пуллардан кейин қоладиган пул оқимлари ҳисобланади. Капиталнинг ўртача қиймати эса, компания томонидан турли хил компонентлар томонидан молиялаштиришнинг таркибий қисмлари қиймати бўлиб, улар бозор қийматининг мутаносибликлари билан таъминланган бўлади. Компания қийматини баҳолашда қуйидаги формуладан фойдаланади (Damodaran., 2012).

$$\text{Компания қиймати} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Компаниянинг пул оқимлари}_t}{(1+WACC)^t} \quad (5)$$

Бу ерда, Компаниянинг пул оқимлари = t даврдаги компаниядан кутилаётган пул оқими; $WACC$ = компания капиталининг ўртача тортилган қиймати.

Компаниянинг капитал қийматини баҳолашни кўпгина хорижлик олимлар ўрганиб, ўзини баҳолаш усулларини кўрсатиб ўтганлар. Бироқ, хорижлик иқтисодчи олимларда Пабло Фернандес тадқиқотида кўра: "Чегирмавий пул оқимлари орқали компаниянинг қийматини баҳолашни ўнта усулини ва тўққизта назариясини таҳлили ҳамма усуллар бир натижа беришини аниқлади. У компаниянинг қийматини баҳолашда капитални тортилган қийматини бўйича дисконтланган пул оқимлари, талаб қилинган капиталга қайтиш пайтида дисконтланган капитал пул оқимлари, солиқ тўлашдан олдин капитални ўртача тортилган қиймати бўйича дисконтланган капитал пул оқимлари, коррективланган жорий қиймат, компаниянинг рискни ҳисобга олган ҳолда, эркин пул оқимлари активларни талаб қилинадиган даромадга нисбатан дисконтланган пул оқимлари, компаниянинг рискни ҳисобга олган ҳолда, капитални пул оқимларини активларни талаб қилинадиган даромадга нисбатан дисконтланган пул оқимлари, талаб қилинган капитал даромадининг дисконтланган иқтисодий фойдаси, капитални ўртача тортилган қийматини дисконтланган иқтисодий қўшилган қиймати, рисксиз ставка бўйича дисконтланган эркин пул оқимлари, рисксиз ставка бўйича активларга талаб қилинган даромаднинг тузатилган капиталдаги дисконтланган пул оқимларини усулларини фарқли жиҳатлари тадқиқот қилган". Унинг фикрича, ҳамма усуллар бир хил натижа беради. Бундан ташқари, тўққизта назарияларни таҳлил қилиб чиққан (Fernández P., 2007).

Халқаро баҳолаш стандартлари кенгаши томонидан капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланишни тавсия этилган. Мазкур кенгаш капитал қийматини баҳолашни учта таснифга бўлган. Биринчиси, бухгалтерия баланси усулида бўлиб, у ўз ичига баланс қийматини баҳолаш, ликвидация қийматини

баҳолаш, харажатлар усулида инobatга олади. Иккинчиси, чегирмавий пул оқими орқали капитал қийматни баҳолаш бўлиб, унга кўра дивиденд дисконт усули ҳамда эркин пул оқимлари усулларда баҳолаш ҳисобланади. Учинчиси, нисбий баҳолаш усули орқали капитал қийматини аниқлаш¹.

Бугунги кунда тараққий этган мамлакатларда капитал қийматини баҳолашда хорижлик иқтисодчи олим Дамодараннинг чегирмавий пул оқимлари усулидан кенг фойдаланилмоқда. Фикримизча, мазкур усул капиталнинг реал қийматини баҳолашни амалга ошира олади. Ушбу усул капитал қийматини баҳолашда, айниқса компаниянинг келгусидаги пул оқимларининг жорий қийматини, капиталдан кутилаётган пул оқимлари қийматини ва дивиденд оқими орқали акциянинг реал қийматини аниқлаш имкониятини беради. Шунингдек, ривожланган мамлакатларда молия бозори ривожланганлиги, компаниянинг пул оқимлари ноаниқлиги капитал қийматни баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланишни тақозо этади.

Тадқиқот методологияси

Тадқиқотда тараққий этган мамлакатларда компанияларнинг капитал қийматини баҳолаш усулидан фойдаланилади. Унга кўра, капитал қийматини аниқлашда эркин пул оқимлари орқали аниқлаш усули қўлланилади. Шунингдек, компаниянинг эркин пул оқимларини аниқлашда капитал харажатлари, амортизация харажатлари ва айланма маблағлар ўзгаришлари инobatга олиниб ҳисобланилади. Компаниянинг капитал қийматини баҳолашда дисконт ставкада молиявий активларни баҳолаш усулидан фойдаланган ҳолда аниқланган. Компаниянинг капитал қийматни баҳолашда қуйидаги қуйидаги кўрсаткичлар ҳисобланди ва таҳлил қилинди:

$$\text{Компаниянинг капитал қиймат} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Капиталдан эркин пул оқимлари}_t}{(1+K_e)^t} \quad (6)$$

Бу ерда,

Капиталдан эркин пул оқим = t даврдаги капиталдан кутилаётган эркин пул оқими; K_e = капитал қиймати

Капиталдан кутилаётган эркин пул оқими = Соф фойда + амортизация-айланма капиталнинг ўзгариши-капиталга қилинган харажат + фоиз харажатлар (1-солиқ ставка).

$$K_e = R_f + \text{левераж } \beta * MRP \quad (7)$$

Бу ерда,

K_e - капитал қиймати;

R_f - рисксиз активлар даромад даражаси;

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

левераж β – капитал таркибида қарз ва хусусий капитални ўз ичига олиб, компания riskини қимматли қоғозлар бозорини ўзгарувчанлиги билан таққослайди. У қуйидаги формула орқали ифодаланади.

$$\text{левераж } \beta = \text{леверажсиз } \beta * (1 + ((1 - \text{солиқ ставка}) * (\frac{D}{E}))) \quad (8)$$

Бу ерда,

D - компаниянинг қарз капитали қиймати;

E - хусусий капитал қиймати.

леверажсиз β - бу кўрсаткич компаниянинг қарз капиталига таъсир қилмайди, компаниянинг активлари билан боғлиқ riskни ҳисобга олади. У қуйидагича ифодаланади.

¹ <https://www.ivsc.org/files/file/view/id/648>. International Valuation Standards Council 105: Valuation Approaches and Methods

$$\text{леверажсиз } \beta = \frac{\text{леверж } \beta}{(1 + ((1 - \text{солиқ ставка}) * (\frac{D}{E})))} \quad (9)$$

Тадқиқот объекти сифатида дунёдаги тараққий этган мамлакатлар акциядорлик жамиятлари танланган бўлиб, уларнинг маълумотлари асосида гуруҳлаш, қиёсий таҳлил, танлама кузатув таҳлили усулларида фойдаланилган ҳолда, акциядорлик жамиятининг капитал қиймати ва капиталини ўртача тортилган қиймати аниқланган. Маълумотлар хорижлик иқтисодчи олим Дамодараннинг расмий веб сайти маълумотларидаги йиллик ҳисоботлардан фойдаланган ҳолда, тараққий этган мамлакатлар компанияларининг эркин пул оқимлари, левераж ва леверажсиз β коэффициентлар ҳамда компанияларнинг капитал қиймати аниқланиб таҳлил қилинган.

Таҳлил ва натижалар

Бугунги кунда тараққий этган мамлакатларда компанияларнинг капитал қиймати баҳолаш даромад, харажат ва таққослама ёндашувлар кенг фойдаланиб келмоқда. Бироқ, компаниянинг капитали хусусиятларини инобатга олган ҳолда, капитал қиймати баҳолаш бир-нечта усуллардан фойдаланади. Бинобарин, тараққий этган мамлакатларда молия бозорининг ривожланганлиги, капитални жалб қилишда молия бозор орқали амалга оширилиши, шунингдек компаниянинг пул оқимлари нотекислиги, капитал харажатларнинг ортиб бориши ва амортизация харажатларининг кўпайиши эркин пул оқимларини келгусидаги ва жорий қиймати орқали компаниянинг капитал қиймати баҳоланмоқда. Жумладан, тараққий этган мамлакатларда молиявий менежерлар, молиявий консалтинг ва баҳолаш хизматини олиб борадиган компаниялар томонидан кенг фойдаланилиб келинмоқда. Чегирмавий пул оқимлари усуллари капитал қиймати аниқлаш, ушбу капитал реал қиймати, компаниянинг эркин оқимлари ҳаракатини, шунингдек келажакдаги пул оқимлари жорий қиймати, компанияни қарз ва хусусий капиталини рискларини қимматли қоғозлар бозорининг ўзгариши билан боғлиқ таққослаш имкониятини беради. Бундан ташқари, ушбу усул бир вақтнинг ўзида компаниянинг пул оқимлари дисконт ставкасини аниқлаш, шунингдек, компания акцияларининг реал қиймати ва компаниянинг келгусида тўлай олиши мумкин бўлган дивиденд тўловлар миқдорини аниқлаш учун ҳам кенг қўламда фойдаланилади.

Тадқиқотимизда тараққий этган мамлакатлардаги компанияларнинг капитал қиймати баҳолаш амалиётида қўлланилаётган чегирмавий пул методологиясига мувофиқ таҳлил қилинди. Шунингдек, илмий изланиш доирасида Европа мамлакатларидаги компанияларнинг капитал қиймати аниқлашда фойдаланиладиган дисконтланган эркин пул оқимлари, левераж ва левераж бета коэффициентлари, рисксиз активлар даражаси ва хусусий капитал қийматлари таҳлили амалга оширилган. Европа мамлакатларидаги 6702 та компанияларининг дисконтланган эркин пул оқимлари ҳолати таҳлили қўйидаги жадвалда ўз аксини топган (1-жадвал).

1-жадвал

Европа мамлакатлари компанияларининг капиталидан эркин пул оқимлари, млрд. доллар (2015-2020 йиллар)²

Йиллар	Капиталдан эркин пул оқимлари	Соф фойда	Амортизация	Капиталга қилинган харажат	Айланма капитални ўзгариши
2015	341773,57	769330,65	342654,031	754820,09	15391,02
2016	251193,43	576645,99	339992,91	666092,74	647,27
2017	461422,75	556107,94	529394,29	604935,78	19143,70

² <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

2018	691909,01	806344,95	575144,90	621168,31	68412,53
2019	771742,82	947662,00	569429,15	641886,01	103462,32
2020П	783175,6	871534,41	597138,8	621584,83	63912,78

Амалга оширилган таҳлилларимиз асосида 1-жадвалдаги маълумотлардан кўриниб турибдики, компанияларнинг капиталидан дисконтланган пул оқимлари 2015 йилда 341773,57 млрд. долларни, 2020 йилда эса 783175,6 млрд. долларни ташкил этишини кўришимиз мумкин. Бундан кўриниб турибдики, компанияларнинг дисконтланган пул оқимлари йилдан-йилга тушиш тенденцияси эга бўлиб, шунингдек 2020 йилда эса энг юқори кўрсаткичга эришиши кутилмоқда. Бу эса, ўз навбатида, компанияларнинг соф фойдаси йиллар кесимида ошиб бораётганлигидан далолат беради. Бироқ, компанияларнинг капиталига қилинган харажатлар йиллар кесимида пасайиш тенденциясига эга бўлмоқда. Хусусан, ушбу харажатлар 2015 йилга нисбатан 2020 йилда 21 фоизга пасайиши кутилмоқда. Бу эса, Европа мамлакатларидаги компаниялар асосий воситаларга қилинаётган инвестиция харажатлари пасаётганлигини кўрсатади. Шунингдек, капиталга қилинган харажатнинг камайиши Европа мамлакатларидаги компаниялардан кутилаётган дивиденд миқдори ўсишини кўрсатади. Бу ўз, навбатида, компаниялар акциялари қийматини баҳолашда дисконтланган дивиденд моделидан фойдаланишни тақозо этади. Инвесторлар эса, ушбу компанияларнинг акциялари портфелини қайта кўриб чиқишга олиб келади. Бундан ташқари, айланма капиталнинг ўзгаришига назар ташласак, 2015 йилда айланма капитал 15391,02 млрд. долларни ташкил этган бўлса, у 2020 йилда 2015 йилга нисбатан 4,1 баробарга ошган. Бироқ, 2016 йилда энг паст кўрсаткичда бўлиб, 647,27 млрд. долларни ташкил этган. Европа мамлакатларидаги компанияларнинг капитал riskни таҳлил қилганимизда левераж riskи ҳисобланган қарз капитали билан боғлиқ risk юқори эканлигини қуйидаги жадвалда ўз ифодасини топган (2-жадвал).

2-жадвал**Европа мамлакатлари компанияларининг левераж бета коэффицент (2015-2020 йиллар)³**

Йиллар	Левераж бета коэффицент	Леверажсиз бета коэффицент	Солиқ ставкаси, фоизда	Қарз капитални хусусий капиталга нисбати, фоизда
2015	1,16	0,56	13,16	124,37
2016	1,08	0,54	13,32	114,88
2017	1,02	0,51	12,74	115,49
2018	0,95	0,56	27,23	96,51
2019	1,09	0,58	12,28	100,6
2020П	1,11	0,62	12,79	90,72

2-расм маълумотларидан кўриниб турибдики, Европа мамлакатларидаги компанияларнинг левераж бета коэффиценти 2015 йилда 1,16 бандни ташкил этган бўлса, 2020 йилга келиб 1,11 бандгача пасайиши кутилмоқда. Бу шуни англатадики, компанияларнинг капитал таркибида қарз билан боғлиқ дефолт riskи юқори эканлигидан далолат беради. Компанияларнинг қарз капитали хусусий капиталга нисбати таҳлил қиладиган бўлсак, 2015 йилда компанияларнинг қарз капитали хусусий капиталига нисбатан 24,37 фоизга кўп бўлса, 2020 йилда қарз капитал хусусий капитал нисбатан 9,28 фоизга кўп бўлади. Бунинг сабаби шундан иборатки, компаниянинг капитал таркибида хусусий капитални йиллар кесимида ортиб боришидир. Леверажсиз

³ <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

бета коэффициентга назар ташласак, 2015 йилда 0,56 бандни ташкил этган бўлса, 2020 йилда 0,62 бандгача ўсиши кутилмоқда. Жумладан, леверажсиз бетани йиллар кесимида ўсиб бориши, компанияларнинг хусусий капиталида риск ҳамда даромад ўсишини англатади. Хусусан, компанияларнинг хусусий капитали охириги йилларда ортиши компанияларнинг ўз маблағлари манбалари ортиб бораётганлигини кўрсатади. Шунингдек, леверажсиз бетанинг юқори бўлиши, компанияларнинг хусусий капиталида кутилаётган даромадининг юқори эканлигидан далолат беради. Хулоса қилиб шунини таъкидлаш мумкинки, компанияларнинг капиталида қарз капиталининг улуши йиллар кесимида камайиб бориши, хусусий капитални улуши юқори бўлишига олиб келади. Бу эса, ўз навбатида, хусусий капиталдан кутилаётган даромаднинг жорий қиймати юқори бўлишини англатади. Компанияларнинг капиталига қилинган харажатларнинг жорий қиймати қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (3-жадвал).

3-жадвал**Европа мамлакатларидаги компанияларнинг капитал активларини дисконтлаш ставкаси (2015-2020 йиллар)⁴**

Йиллар	Капитал активларини дисконтлаш ставкаси, фоизда	Рисксиз активларнинг даромад даражаси, фоизда	Левераж бета коэффициент	Активдан фойдаланган-лигидан риск учун мукофот, фоизда
2015	10,18	2,17	1,16	6,88
2016	9,99	2,27	1,08	7,16
2017	9,42	2,45	1,02	6,81
2018	8,14	2,41	0,95	6,01
2019	10,44	2,68	1,09	7,11
2020П	8,59	1,92	1,11	6,01

3-жадвал маълумотлари таҳлили шунини кўрсатадики, Европа мамлакатларидаги компанияларнинг капитал активларини дисконтлаш ставкаси кўрсаткичи ўзгарувчан ҳисобланади. Жумладан, 2015 йилда капитал активларини дисконтлаш ставкаси 10,18 фоиз бўлган бўлса, 2020 йилда эса 8,59 фоизни ташкил этиши кутилмоқда. Ўз навбатида, компанияларнинг капитал активларидан кутилаётган даромад турлича эканлигидан далолат беради. Сабаби, активлар рискдан кутилаётган даромади, рисксиз активлар даромади ва левераж rischi даражаси юқорилиги ҳисобланади. Активлар рискдан даромад 2015 йилда 6,88 фоизни бўлган бўлса, 2020 йилда 6,01 фоизни кутилмоқда. Капитал активларнинг дисконт ставкаси юқори бўлиши, компаниялар активларидан кутилаётган даромад юқори эканлигини кўрсатади, шунингдек компаниянинг акцияларининг даромадлиги даражаси ҳамда инвестицион жозибдорлиги юқори эканлигидан далолат беради. Тадқиқотимизда аниқланган капитал активларини дисконтлаш ставкаси орқали Европа мамлакатларидаги компанияларнинг капитал қиймати ҳолати таҳлили қуйидаги жадвалда акс эттирилган (4-жадвал).

4-жадвал**Европа мамлакатларидаги компанияларнинг капитал қиймати, млрд-доллар (2015-2020 йиллар)⁵**

Йиллар	Компанияларнинг капитал қиймат	Капиталдан эркин пул оқимлари	Капитал активларини дисконтлаш ставкаси
2015	310184,6	341773,57	10,18

⁴ <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

⁵ <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

2016	207648,9	251193,43	9,99
2017	352185,2	461422,75	9,42
2018	505958,9	691909,01	8,14
2019	469660,0	771742,82	10,44
2020П	477549,1	783175,6	8,59

4-жадвал маълумотларига кўра, Европа мамлакатларидаги компанияларнинг капитал қиймати 2015 йилда 310184,6 млрд. доллар бўлган бўлса, 2020 йилда 477549,1 млрд. доллар бўлиши кутилмоқда. Компанияларнинг капитал қийматини йилдан-йилга юқори қийматда баҳоланиши, компанияларнинг капиталдан эркин пул оқимларини ортиб бориши сабаб бўлмоқда. Бундан ташқари, капитал активларни дисконтлаш ставкасини юқори эканлиги компанияларнинг капитал қийматини юқори бўлишини кўрсатмоқда. Шунингдек, капитал активларини дисконтлаш ставкаси орқали капитал баҳолашни амалга ошириш, компаниянинг капитал қийматини жорий қийматга аниқлашга хизмат қилади. Хулоса қилиб шунни айтиш мумкинки, Европа мамлакатлари компанияларининг капитал қиймати аниқлаш, компанияларнинг реал капитал қийматини, инвестицион салоҳиятини, капиталга қилинган минимал харажатларни кўрсатади. Шунингдек, компанияларни бизнес қийматини аниқлаш имконияти беради.

Хулоса ва таклифлар

Таҳлиллардан хулоса қилиш мумкинки, тараққий этган мамлакатларда компанияларнинг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулларида фойдаланилмоқда. Шунингдек, капитал қийматни баҳолашда асосан дивиденд дисконт ва эркин пул оқимлари усулидан кенг фойдаланиб, капитални реал бозор қийматини аниқламоқда. Бунга асосий сабаб, тараққий этган мамлакатларда молия бозорларининг ривожланганлиги, шунингдек компаниялар капитали шакллантиришда молиявий воситаларнинг кенг жалб қилганлигидир. Бугунги кунда мамлакатимизда компанияларни капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлардан фойдаланишда бир қанча муаммолар мавжуд:

Биринчидан, тараққий этган мамлакатларда компаниялар капитал қийматини баҳолашда даромад ёндашувидан келиб чиққан ҳолда, чегирмавий пул оқимлари усулларида кенг фойдаланилмоқда. Бунга асосий сабаб, ривожланган мамлакатларда компаниялар молия бозори орқали ўз капиталини шакллантиради ва кенгайтириб боради, шунингдек компанияларнинг дивиденд сиёсати барқарор ва компанияларнинг молиявий ҳисоботлари халқаро стандартларга ўтганлигидир. Бироқ, мамлакатимиздаги компаниялар капитал жалб қилишни молия бозори орқали эмас, балки банк кредитларидан кенг фойдаланиши орқали амалга оширади. Шунингдек, мамлакатимиздаги кўпчилик компаниялар молиявий ҳисоботларида ҳозирча халқаро стандартларни қабул қилмаган. Шу сабабли, компанияни капитал қиймати баҳолашда ҳамон харажатлар усули қўлланилмоқда.

Иккинчидан, мамлакатимизда компанияларни капитал қийматини баҳолаш амалиёти мавжуд бўлиб, лекин ривожланган мамлакатлар баҳолаш стандартларига мос эмас. Шу боис, мамлакатимиздаги компанияларни капитал қийматини баҳолаш капитални реал бозор қийматини аниқлашда ва дисконтланган пул оқимлари усуллари орқали баҳолашни амалга ошириш учун илмий ечимини кутаётган бир қанча қийинчиликлар мавжуд.

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

Биринчидан, мамлакатимиздаги компанияларнинг капитал қийматини баҳолашда тараққий этган мамлакатлардаги каби дисконтланган пул оқимларидан фойдаланиш лозим. Бу эса, ўз навбатида, компанияларнинг капиталини келгусидаги қийматини жорий қийматда баҳолаш имконияти беради. Шунингдек, компанияларнинг эркин пул оқимларини ҳамда капиталининг реал қийматини баҳолашга хизмат қилади.

Иккинчидан, тараққий этган мамлакатлар каби компанияларнинг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий дивиденд усули ва эркин пул оқимлари усулидан фойдаланган ҳолда баҳолашни амалга ошириш мақсадга мувофиқдир. Мазкур

усуллардан фойдаланиш компанияларнинг акциялари реал бозор қийматини, дивиденд миқдори, капиталга қилинган харажатларни ва капитал рискин аниқлашга имкон беради. Бу эса, ўз навбатида, келгусида мамлакатимиздаги компанияларнинг инвестицион салоҳиятини, қарз ва хусусий капитал рисклилиги даражасини аниқлаш ҳамда компаниянинг активларни дисконтлаш ставкасини аниқлашга хизмат қилади.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. Reilly, F. & Brown, K., (2002). Investment Analysis and Portfolio management. 7th Ed. South-Western.
2. Subramanyam, K. R. & Venkatachalam, M., (2007). Earnings, cash flows, and Ex post intrinsic value of equity. The Accounting Review. 82, 2, 457 - 481.
3. Kruschwitz, L & Löffler, A., (2020). Stochastic Discounted Cash Flow: A Theory of the Valuation of Firms. 1th Ed. Springer International Publishing.
4. Froidevaux, P. (2004). Fundamental Equity Valuation - Stock Selection based on Discounted Cash Flow. Thesis Doctor of Economics and Social Sciences. University of Fribourg.
5. Damodaran, A. (2004). Applied corporate finance. 2nd ed. Hoboken, NJ: Wiley
6. John Burr Williams, (1938) The Theory of Investment Value. Cambridge, Mass: Harvard University Press.
7. Miller, M. H. and F. Modigliani, (1961). "Dividend policy, growth, and the valuation of shares", Journal of Business, No. 4, 411-433
8. Stephen G. Ryan, Chair; Robert H. Herz; Teresa E. Iannaconi; Laureen A. Maines; Krishna Palepu; Katherine Schipper; Catherine M. Schrand; Douglas J. Skinner; Linda Vincent, (2000) American Accounting Association's Financial Accounting Standards Committee Response to FASB Request to Comment on Goodwill Impairment Testing using the Residual Income Valuation Model. The Financial Accounting Standards Committee of the American Accounting Association.
9. Damodaran, A. (2012). Valuation: Security Analysis for Investment and Corporate Finance. 2nd ed. Hoboken, NJ: Wiley
10. Pablo Fernández, (2007). "Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories", Managerial Finance, Vol. 33 Iss 11 pp. 853 - 876
- Survey (2018). Factoring survey in EBRD countries of operation 3rd edition European for Reconstruction and Development
- Herbert R. Silverman, (1948). "Factoring: Its Legal Aspects and Economic Justification" Journal: Law and Contemporary Problems. Vol. 13, No. 4, Secured Commercial Financing, pp. 593-608
- K. Chavali., C. Kishan (2012). "Factoring - a financing relief of MSME in India" pp.41-48 Journal on Banking Financial Services and Insurance Research Volume 2, Issue 1 ISSN 2231-428
- L. Gotua (2019). "Certain Aspects of Regulation of Factoring in Georgia" Ivane Javakhishvili Tbilisi State University Press, pp.17-44 ISSN 2233-3746
- L. Klapper, (2005). "The Role of Factoring for Financing Small and Medium Enterprises" World Bank Policy Research Working Paper 3593.
- Spiros V. Bazinas (2002). "Multi-jurisdictional receivables financing: uncitral's impact on securitization and cross-border perfection" Duke journal of comparative & international law. Vol 12. pp.365-387
- T. Milenkovic-Kerkovic, K. Dencic-Mihajlov (2012). "Factoring in the Changing Environment: Legal and Financial Aspects" Procedia - Social and Behavioral Sciences 44, pp.428 - 435
- Л.А. Рахматуллаев (2009). "Перспективы правового регулирования международного факторинга в Узбекистане" диссертация на соискание ученой степени кандидата наук, Ташкент, 167 стр.
- Т. Каралиев ва бошқ., (2016). "Банк иши" дарслик китоби Т.: "Фан ва технология" нашриёти, 640б. ISBN 978-9943-11-352-7
- Х.Т. Азизов ва бошқ., (2016). "Тадбиркорлик (бизнес) ҳуқуқи" дарслик Тошкент.: ТДЮУ нашриёти.-363 б.