



II ХАЛҚАРО ИЛМИЙ-АМАЛИЙ КОНФЕРЕНЦИЯ

**Ўзбекистон Республикаси ҳаракатлар
стратегияси: макроиқтисодий
барқарорлик, инвестицион фаоллик ва
инновацион ривожланиш истиқболлари**

**Илмий маъруза ва мақолалар
тўплами**

II ШУЎБА

2019 йил 27-28 май

Капитал қийматини баҳолашнинг ривожланган мамлакатлар тажрибаси

Худойқулов Х.Х.¹

¹Молия ва солиқлар кафедраси
доценти, (PhD).

Глобаллашув жараёнлари тезлашиб бораётган ҳозирги даврда йирик инвестиция компаниялари ўз маблағларини ривожланган мамлакатларга нисбатан ривожланаётган мамлакатлар иқтисодиётига икки баробар кўпроқ йўналтирмоқда. Юқори суръатлар билан ривожланаётган мамлакатларда инвестиция оқимининг ўсишига қарамай, корхоналарнинг капиталлашуви, шаффофлик, ликвидлик, ушбу корхоналарнинг қимматли қоғозлар нархларини ўзгарувчанлиги, транзакция харажатларининг юқорилиги каби омиллар дунёдаги трансмиллий компанияларнинг капитал қийматиини баҳолашнинг оптимал усулидан фойдаланиш жараёнини қийинлаштирмоқда. Мамлакатимизда олиб бораётган фаол инвестицион жараёнида йирик корхоналарга хорижий инвестицияларни жалб қилишда ушбу корхоналарни йиллик молиявий ҳисоботи халқаро андозаларга мувофиқ равишда жорий қилиниши ва аудитини ўтказиш учун етакчи халқаро компанияларни жалб қилиниши[1], хорижий менежерлар жалб қилиниши корхоналарнинг капитал қийматини баҳолаш зарурлигини намоён этади.

Тараққий этган давлатларда компаниялар капиталини қийматини баҳолашда молиявий активларни баҳолаш усулидан (cost of equity) ҳамда капиталнинг ўртача қиймати WACC (Weight average cost of capital) усулларидан фойдаланган ҳолда корхонанинг капитал қийматини аниқлашда фойдаланилади. Мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларида эса, капитал қийматини баҳолаш элементлари мавжуд, лекин ҳанузгача молиявий менежерлар томонидан молиявий активларни баҳолаш (Cost of equity) ва капиталнинг ўртача қиймати (Weight average cost of capital) усулларидан фойдаланилмаётганлиги, илмий изланишлар олиб боришни тақозо этади.

Молиявий активларни баҳолаш усули (cost of equity) У.Шарп ва Д.Линтен томонларидан яратилган бўлиб, у қуйидаги кўринишга эга [2].

$$ER_i = r_f + \beta_i(ER_m - r_f)$$

Мазкур формулада ER_i i қимматли қоғозлардан кутилаётган даромад, ER_m бозор портфелидан кутилаётган даромад, (умумий бозор индекси), r_f рисксиз қимматли қоғозлардан кутилаётган даромад, (давлат облигациялари, хазина мажбуриятларидан кутилаётган даромад), β_i эса, бета коэффициенти, яъни тизимли рискдир. Агар $\beta_i > 1$ бўлса, тизимли риск ўзгарувчан бўлиб агрессив қимматли қоғоз ҳисобланади, $\beta_i < 1$ бўлса, ҳимояланган қимматли

қоғоз ҳисобланади. Бугунги кунда ривожланаётган мамалкатларда компанияларни капитал қийматини баҳолашда молиявий активларни баҳолаш усулидан (cost of equity) фойдаланилмоқда. Джон Р. Грэм ва Кэмпбелл Р. Харвилар томонидан 2001 йилда ўтказилган сўровнома таҳлилида АҚШдаги 392 та компаниялар молиявий менежерларнинг 73,5 фоизи капитал қийматини баҳолашда (cost of equity) фойдаланганликлари қайд этилган [3]. Шунингдек, Дирк Брунен, Эйбе де Йонг ва Кис Кодеджклар ҳам 2004 йилда худди шундай тарздаги таҳлиллар асосида Европанинг 313 компанияларидаги молиявий менежерларнинг 45 фоизи компаниянинг капитал қийматни аниқлашда активларни баҳолаш моделидан фойдаланишини таъкидлаган [4]. Уэл томонидан 2008 йилдаги ўтказилган тадқиқотида корхонанинг капитал бюджетини тузишда ва капитал қийматини баҳолашда 75 фоиз молия соҳасидаги профессорлар молиявий активларни баҳолаш усулидан фойдаланишни тавсия қилган [5]. Бироқ, ўтган асримизнинг 90-йилларида Э.Фама ва К.Френчлар олиб борган тадқиқотида корхоналар капиталини қийматини баҳолашнинг уч моделини шакллантирди. Ушбу моделни қуйидаги кўринишга эга [6].

$$E(R_i) - R_f = \beta_{im}E(R_m - R_f) + \beta_{ismH}E(SMH) + \beta_{ihML}E(HLM)$$

Бу ерда, $E(R_i)$ – i активнинг кутилаётган даромади, R_f рисксиз фоиз кўрсаткичи, $E(R_m - R_f)$ рискдан мукофот ёки бозордаги ортиқча кутилаётган даромад, $E(SMH)$ ҳажм омилининг кутилаётган даромади, яъни компаниянинг катта - кичиклигини кўрсатувчи кўрсаткич, $E(HLM)$ BE/ME омилидан кутилаётган даромад. β_{im} , β_{ismH} ва β_{ihML} лар эса, унга ўзгарувчининг коэффициентлари ҳисобланади. Уч омилли молиявий активларни баҳолаш модели тизимли риск ва акциялардан кутилаётган даромад ўртасидаги муҳим боғланиш борлигини кўрсатиб бера олади. Ушбу модель ривожланган мамлакатларда капитал қийматини баҳолашда кенг фойдаланиши таъкидлаганлар. Бироқ, фикримизча, компаниянинг капитал қийматини баҳолашда САРМ (Capital asset pricing model) модели орқали баҳоланиши, капитални бозор қийматини аниқлашни имконияти беради. АҚШнинг фонд бозорларидаги иштирок этаётган компаниялардан молиявий институтционал институтлар томонидан сўровнома юритилганида, АҚШ фонд бозорларидаги компанияларнинг 87 фоизи компанияни капитал қийматини қийматни топишда САРМ моделидан фойдаланилиши маълум бўлган [7]. Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлар ҳам бу борада қатор изланишларни олиб, хусусан, Х.А.Қурбоновнинг илмий изланишларида молиявий активларни баҳолаш моделининг компаниялар капитали умумий баҳосини белгилаш ва унинг доирасида амалга оширилган инвестиция лойиҳалари учун талаб қилинадиган даромад даражасини аниқлашда муҳим амалий аҳамиятга эга эканлигини таъкидлаган [8]. О.Н.Ҳамдамовнинг илмий тадқиқотида эса, молиявий менежмент тизимини такомиллаштириш орқали корхоналар молиявий ресурсларини бошқариш бўйича оптимал қарорлар қабул қилиш, молиявий

таъминотини мустаҳкамлашда замонавий инструментлардан кенг фойдаланиш, инвестицион қарорлар қабул қилиш, молиявий рискларни халқаро талаблар даражасида тўғри баҳолаш имкониятини яратади[9]. Р.Х.Карлибаеванинг илмий изланишида капиталларнинг оптимал таркибига эса акциядорлик жамияти бозор қийматини максималлаштирувчи ва мулкдорлар томонидан адекват назорат тизимини таъминловчи молиялаштириш манбаларининг ўзига хос комбинацион варианты аниқлаб, капитални оптимал таркибини шакллантирган[10]. Бундан ташқари, Ходиев Б.Ю., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Нларининг тадқиқотида эса, корхона бизнес қийматини аниқлашда даромад, харажат ва сотувларни қиёслаш ёндашувларининг асосий усуллари ва ҳисоблаш алгоритмлари усулларида фойдаланган ҳолда корхонанинг капитал қийматини баҳолаш усулларида эътиборини қаратганлар[11].

Юқорида кўриб чиқилган маҳаллий ва хорижий олимларнинг тадқиқотлари ўзига хос жиҳатларини таҳлил қилган ҳолда фикримизча, компаниянинг капитал қийматини баҳолашда бугунги кунда амалиётда кенг қўлланилаётган усул бўлиб, молиявий активларни баҳолаш усули ҳисобланади. Мазкур, усул орқали ривожланаётган мамлакатлар фонд бозоридаги рискни ўлчаш имконияти мавжуд. Сабаби, ривожланаётган мамлакатлар фонд бозорларида қимматли қоғозларнинг қийматга бозордаги ва иқтисодий-математик моделлаштириш, статистик маълумотларни гуруҳлаш, қиёсий таҳлил, танлама кузатув, корреляцион ва регрессион таҳлил усулларида фойдаланилган. Ушбу усулдан келиб чиққан ҳолда компаниянинг капитал қийматини топишда Шарп-Линтернинг молиявий активлар баҳолаш (CAPM) моделидан фойдаланган ҳолда фойдаланган ҳолда таҳлил қилинган. Ушбу модель қуйидагича акс этирилган.

$$E(R_i) = R_f + [(E(R_M) - R_f)]\beta_{i,M}, i = 1, \dots, N$$

Бу ерда: $E(R_i)$ активлардан кутилаётган даромадни, R_f рисксиз фоизли даромад (одатда давлат қимматли қоғозлари бўйича тўланадиган фоизли даромад)ни, $\beta_{i,M}$ эса, активларнинг бозордаги даромадлилигининг ўзгаришига таъсирчанлик коэффициентини, яъни бозор даромади билан активларнинг даромади ковариацияси ва бозор даромадининг дисперсияси алоқасини изоҳлайди Бозор бетаси (β) = $B_{iM} = \frac{COV(R_i, R_M)}{\sigma^2(R_M)}$. $(E(R_M) - R_f)$ бу эса, бозордаги рискли активларга пул сарфлаб риск эвазга мукофот олишни ифодалайди. Тадқиқотимизда рисксиз фоизли даромадга АҚШ хазина мажбуриятларини даромадлилиги даражасини муқобил вариант қилиб олиниб таҳлил қилинган.

Бугунги кунда дунёдаги бир – нечта компаниялар капитал қийматини топишда молиявий активларни баҳолаш (CAPM) моделидан фойдаланмоқда. Ушбу моделдан фойдаланиб, ўзларининг капитал қийматини баҳоламоқда. 2017 йил бошида жаҳон фонд бозорларидаги компанияларнинг активларини баҳолаш

натижасида, молиявий активлардан кутилаётган даромад паст бўлган компанияларни қуйидаги жадвалда кўришимиз мумкин (1-жадвал).

1-жадвал

Дунё бўйича капитал кутилаётган даромад жуда паст бўлган компаниялар, 2017 йил ҳолатига

Компанияларнинг номи	Компанияларнинг сони	Компанияларнинг капиталидан кутилаётган даромад (CAPM) модели бўйича фоизда
Худудий банклар	889	6,47
Суғурта компаниялари	227	6,75
Озиқ-овқат компаниялари	128	7,30
Сигарет (Tobacco) компаниялари	59	7,44
Коллектив инвестиция фондлари	527	7,55
Инвестиция ва активларини бошқариш компаниялари	1013	8,15
Қадоқлаш компаниялари	395	7,62

Амалга оширилган таҳлилларимиз асосида 1-жадвалдаги маълумотлардан кўриниб турибдики, компанияларнинг молиявий капиталидан кутилаётган даромад паст бўлган компаниялар кўрсатилган бўлиб, уларнинг капиталидан кутилаётган даромад ўртача 6,5 фоиздан 8 фоизгача эканлигини кўришимиз мумкин. Бундан шундай хулоса қилиш мумкинки, мазкур компанияларнинг молиявий капиталидан кутилаётган даромад йилига 6,5 фоиздан 8 фоизгача бўлиб, хусусан ушбу компанияларнинг капиталини қийматига пастлиги кўрсатади. Юқоридаги компаниялар ушбу кўрсаткични инобатга олиб, ўзларининг капитал бюджетини тузади. Бундан ташқари, инвестиция лойиҳаларини амалга оширишда ҳам мазкур кўрсаткичларини инобатга олади. Чунки, компаниялар инвестиция лойиҳаларини амалга оширишда инвестициялар жалб қиладиган кўрсаткичлардан бири – бу ўз активларидан кутилаётган даромаддир. 2017 йил бошида жаҳон фонд бозорларидаги компанияларнинг капитал қийматини баҳолаш натижасида активларидан кутилаётган даромад жуда юқори бўлган компанияларни қуйидаги жадвалда кўришимиз мумкин. (2 - жадвал)

Дунё бўйича капиталидан кутилаётган даромади жуда юқори бўлган тармоқлар, 2017 йил ҳолатига

Компанияларнинг номи	Компанияларнинг сони	Компанияларнинг капиталидан даромад (CAPM) модели бўйича фоизда
Автосервис саноати	128	11,40
Кимё саноати	81	12,53
Металлургия ва кон саноати	1517	11,34
Газ ва нефть саноати	964	13,49
Савдо (онлайн)	190	11,27
Дори-дармон саноати	884	11,52

Амалга оширган таҳлилларимиз асосида 2 - жадвалдаги маълумотлар шуни кўрсатадики, капиталидан кутилаётган даромад жуда юқори тармоқлар кимё, металлургия, кон, газ ва нефть саноатлари акцияларининг даромадлиги юқори, яъни ушбу тармоқларнинг акцияларидан кутилаётган даромад 11 фоиздан 14 фоизгача ташкил этаётганлигини кўришимиз мумкин. Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, мазкур соҳадаги компанияларнинг капитали қиймати ҳам юқори, чунки, уларнинг активларидан кутилаётган даромад 10 фоиздан юқоридир. Бундан кўриниб турибдики, ушбу соҳадаги компаниялар акцияларининг рисклилик даражаси юқори ва фонд бозорида юқори ликвидлик мавқеига эга. Бу эса, мазкур соҳадаги компанияларнинг акциялари портфелини бошқариш, йирик инвестиция лойиҳаларни амалга ошириш ва компаниянинг капитал қийматни топиш имкониятини беради.

Юқоридаги таҳлиллар шуни кўрсатадики, молиявий активларни баҳолаш модели амалиётда компаниянинг капитал қийматини баҳолашга, капитал қийматни топишга, компаниянинг акциялари портфелларини бошқаришга, компаниянинг капитал бюджетини тузишга, компаниялар акцияларининг тизимли рискни аниқлашга хизмат қилади. Бундан ташқари, ушбу молиявий активларни баҳолаш усули компаниянинг капиталини таркибий тузилмаси ва капитал бюджетини тузишдаги қарорлар қабул қилишда амалиётда қўлланилади.

Умуман олганда, компанияларнинг капитал қийматини баҳолаш усули ҳисобланган молиявий активларни баҳолаш моделидан фойдаланиш тизимли ва тизимсиз рискларини баҳолаш имкониятини беради. Бу эса, хорижий инвесторларни компанияларга жалб қилиш имконияти оширади. Бундан ташқари, акциядорлик жамиятларида корпоратив бошқарув услуги ва халқаро молиявий ҳисоботлар шаклининг қабул қилиниши, натижада акциядорлик жамиятлари капитали қийматини аниқлашга зарурати пайдо бўлди. Мазкур молиявий активларни баҳолаш услуги акциядорлик жамиятларининг капитали қийматини аниқлашга хизмат қилади. Шу билан бирга, акциядорлик

жамиятларининг капитали қийматини ва инвестиция имкониятларини аниқлайди. Шундан келиб чиққан ҳолда, акциядорлик жамиятлари ўзларининг капитал тузилмаси ва капитал бюджет тузилишини амалга ошириб, инвестицион қарорларни қабул қилади.

Ўзбекистонда акциядорлик жамиятлари халқаро молиявий ҳисоботлар шакллариининг қабул қилиниши, акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашни аниқ бир методологияси мавжуд эмас, шунинг учун ҳам хорижий мамлакатларнинг молиявий активларини баҳолаш усулидан фойдаланмаяпти. Шунининг олган ҳолда, ушбу усулдан фойдаланилса мамлакатимиз акциядорлик жамиятларининг капитали реал қийматини топиш имконияти пайдо бўлади. Фикримизча, акциядорлик жамиятларини капитал қийматини баҳолашда молиявий активларини баҳолаш усулидан фойланса қуйидаги имкониятлар беради;

Биринчидан, акциядорлик жамиятларининг акцияларидан кутилаётган даромадни аниқлаш имконияти беради. Натижада акциядорлик жамиятининг инвестиция имкониятини кўрсатади.

Иккинчидан, акциядорлик жамиятларини дисконланган пул оқимларини прогноз қилиш имкониятини яратади. Акциядорлик жамиятларини бюджетини тузиш ва инвестиция лойиҳаларни баҳолашга хизмат қилади.

Учинчидан, корпоратив бошқарув амалиётининг самарадорлигини оширишга хизмат қилиб, акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш имкониятини беради.

Тўртинчидан эса, акциядорлик жамиятларининг капитали билан боғлиқ рискларнинг аниқлашга хизмат қилади. Натижада, инвесторларда шаклланган вақтинча бўш турган пул маблағлари акциядорлик жамиятини капиталига йўналтириш имкониятлари яратилади.

Фойдаланилган адабиётлар:

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг «2017-2021 йилларда ўзбекистон республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича ҳаракатлар стратегиясини «фаол инвестициялар ва ижтимоий ривожланиш йили» да амалга оширишга оид давлат дастури тўғрисида»ги фармони. ПФ-5635-сон, 2018 йил 17 январь.
2. Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter “Basic Econometrics” fifth edition 2009
3. Graham, J.R. and Harvey, C.R (2001) “The theory and practice of corporate finance: evidence from the field”, Journal of Financial Economics 60, 187-243
4. Dirk Brounen, Abe de Jong and Kees Koedijk (2004) “Corporate Finance In Europe Confronting Theory With Practice”, erim report series research in management, 1-44
5. Welch, I., 2008. The consensus estimate for the equity premium by academic financial economists in December 2007. Unpublished working paper. Brown University.
6. Fama, E. and French, K., (1993), “Common risk factors in the returns on stocks and bonds”. Journal of Finance, Vol. 33, No. 1, pp. 3-56
7. [http://business.baylor.edu/don_cunningham/How_Firms_Estimate_Cost_of_Capital_\(2011\).pdf](http://business.baylor.edu/don_cunningham/How_Firms_Estimate_Cost_of_Capital_(2011).pdf)
8. Қурбонов Х.А. «Корпоративные финансы» Т. «Иқтисод-Молия» 2007, 184-бет
9. Ҳамдамов О.Н. «Корхоналарда молиявий менежмент тизимини такомиллаштириш» Автореферат, Т,- 2018, 6-бет

10. Карлибаева Р.Х. «Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари» Автореферат, Т,- 2017, 16-бет
11. Ходиев Б.Ю., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н. «Бизнес қийматини баҳолаш» Ўқув қўлланма// -Т.: Фан, 2006, 228-б.

Ўзбекистонда қулай инвестицион-инфратузилмавий муҳитни яратиш асосида эркин иқтисодий зоналар фаолиятини ривожлантириш

Хужамкулов Дилмурод Юсупалиевич¹

*¹Тошкент давлат иқтисодиёт университети
“Жаҳон иқтисодиёти” кафедраси доценти, и.ф.н.,
e-mail: d.xujamkulov@tsue.uz*

Миллий иқтисодиётни модернизациялаш, диверсификациялаш асосида жаҳон хўжалигига интеграциялашувини фаоллаштириш ҳамда унинг рақобатбардошлик даражасини янада оширишда инвестициялар муҳим ўрин эгалламоқда. Мамлакатда улкан тузилмавий ўзгаришлар, янгиланишлар, юксалишлар, аҳолининг турмуш фаровонлигини янада яхшилашга таъсир кўрсатувчи инвестицияларни фаол жалб этишда эркин иқтисодий зона (ЭИЗ)лар алоҳида аҳамият касб этади.

Бугунги кунда мамлакатимизда Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида”ги ПФ-4947-сонли фармони ижросини таъминлаш йўлида миллий иқтисодиётни прогрессив ривожлантиришда инвестициялардан самарали фойдаланиш мақсадида мамлакатимизда фаолият кўрсатаётган ЭИЗлар, технопарklar ва кичик саноат зоналари самарадорлигини ошириш, ҳудудларда ишлаб чиқариш, иш билан бандлик, экспорт салоҳиятини ошириш асосида модернизациялашган тармоқларни шакллантириш ва рақобатбардошликни кучайтиришда етакчи омиллардан бўлган инвестицияларни фаол жалб этишда алоҳида аҳамиятга эга бўлган янги ЭИЗларини ташкил этиш масаласига ҳам алоҳида эътибор қаратилмоқда.

Бунинг натижасида 2019 йил март ойига келиб республикаимизда ишлаб чиқариш, логистика, фармацевтика, туризм, спорт ва балиқчилик каби йўналишларда янги ташкил этилган ЭИЗлар ҳисобига уларнинг умумий сони республикаимизнинг 12 та ҳудудида 21 тага етди, 2019 йил 10 январдан бошлаб эса Тошкент шаҳрида технологик парк (технопарк), Хоразм вилоятида 2019 йил 13 февралдан “Шовот” ва “Ғовук кўл” кичик туризм зона (КТЗ)лари ташкил этилиши натижасида ҳозирча фақат Қашқадарё вилоятида ЭИЗ фаолияти йўлга қўйилганлиги келиб чиқмоқда (1-расмга қаранг). Мазкур ЭИЗларнинг 6 таси Тошкент вилоятида жойлашганлиги мавжуд салоҳиятлардан самарали фойдаланган ҳолда миллий иқтисодиётни ривожлантириш ва халқаро