



AKTUAR MOLIYA VA BUXGALTERIYA HISOBI ILMIY JURNALI

Vol. 4 Issue 11 | pp. 186-191 | ISSN: 2181-1865

Available online <https://finance.tsue.uz/index.php/afa>

КОМПАНИЯЛАР КАПИТАЛИГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ МУЛЬТИПЛИКАТОР КОЭФФИЦИЕНТЛАРИ ТАҲЛИЛИ



Бунёд Усмонов

PhD, Тошкент давлат иқтисодиёт университети

мустақил изланувчиси

b.usmonov@tsue.uz

Аннотация: Мақолада компаниялардаги капитал ўрни ва унинг аҳамияти назарий ҳамда амалий жihatдан ёритилган. Шунингдек, капиталнинг ҳозирги ҳолати ҳамда унинг таҳлили, хусусан, капитални баҳолашдаги турли хил ёндашувлар кўрсатиб ўтилган. Шунингдек, маҳаллий акциядорлик жамиятиларидан бири бўлган “Ўзметкомбинат” АЖнинг мултипликатор коэффицентлари таҳлили келтирилган ҳамда мазкур таҳлиллар натижарига кўра хулоса ва таклифлар шакллантирилган.

Калит сўзлар: капитал, баҳолаш, самарадорликб капитал қиймати.

Кириш

Ҳозирги кунда миллий капитал бозорининг ривожланиши янги босқичга кўтарилган бўлиб, бунда мамлакатда амалга оширилаётган бир қатор иқтисодий ислохотларнинг таъсири ижобий бўлмоқда. Бу эса, ўз навбатида, бўш турган капитални корхоналарга жалб қилиш ҳамда молиявий институтлар ва аҳолининг эркин ресурсларини жойлаштиришдаги муқобил манба сифатида капитал бозорини ривожлантириш стратегиясининг ишлаб чиқилиши капитал бозоридаги корхоналарнинг асосий молиявий активлар ҳисобланган акция ва облигациялар бозорининг ривожланишига замин яратилмоқда¹. Бироқ, Ўзбекистонда капитал бозоридаги корхоналарнинг молиявий активларини ва капитал қийматини баҳолаш билан боғлиқ муаммолар ҳали ўз илмий ва амалий ечимини тўлиқ топгани йўқ. Бугунги кунда миллий капитал бозорини ривожланган мамлакатлар капитал бозорини билан трансформациялаш шароитида мамлакатимиздаги корхоналарнинг капитал қийматини баҳолашни такомиллаштиришни тақозо қилади. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятининг капиталини баҳолашда ривожланган мамлакатлар баҳолаш стандартларидан ва капитал активларини баҳолаш САРМ усулидан фойдаланиш билан боғлиқ муаммоларни ҳал қилиш имконини беради.

Адабиётлар шарҳи

¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида” ги фармони. ПФ-4947-сон, 2017 йил 7 февраль.

Корхона фаолиятдан келиб чиққан ҳолда капитал, ёки қарз ёки ўз маблағлари эвазига молиялаштириш ҳисобига олиниши мумкин бўлади. Мазкур долзарб йўналишда халқаро ва қатор маҳаллий олимлар тадқиқотлар олиб бормоқда. Булардан келиб чиққан ҳолда олимларнинг капиталга нисбатан бир қанча таърифлари мавжуд бўлиб, хусусан, А.Дамодаран фикрига кўра, капитал бу корхонанинг активларига инвестиция килинган пул, моддий ва номоддий қийматликларнинг умумий қийматини ўзида ифодалайди².

С.Россинг фикрича, фақатгина бозор rischi фонд бозоридаги корхоналарнинг активларига таъсир қилмайди ва CAPM моделига ўзгартириш киритди. С. Росс ушбу модел орқали, омилар гуруҳини таҳлил қилиб, умумий таъсир этувчи омиларни танлаб олган. Улар орқали эса, корхонанинг акцияларидан кутилаётган даромадни келгусида қандай бўлишини аниқлаб берди. Бинобарин, С.Россинг модели амалиётда аввалги моделларга нисбатан ўзининг ижобий жиҳатларини кўрсатди³.

Хорижлик иқтисодчи олимлар Эпстеин, Гералд ва Грабел, Илене ва Сундарамларнинг тадқиқотларига асосан компанияларнинг капитални бошқариш самарадорлиги кучли макроиқтисодий асослар мавжуд бўлганда юқори бўлиши билан бирга капитални бошқарув усулига ҳам ижобий таъсир ўтказиши мумкин⁴.

Хорижлик олимлардан бири Д.Бриден 1979 йилдаги тадқиқотида корхонанинг молиявий инвестициялар портфели даромадига қараганда аҳоли жон бошига истеъмолнинг ўсиши дисперсияси активларни рискдан олинган мукофот билан мутаносиб тарзда боғланишга эга эканлигини аниқлаб, мазкур моделни қўллаш орқали кўшимча долларнинг харид қиймати юқори бўлса, истеъмол пасаяди, кўшимча инвестиция қиймати паст бўлса, оқилона истеъмол юқори бўлади, деган илмий хулосага келди⁵.

Шунингдек, хорижлик иқтисодчи олимлардан Дирк Брунен, Эйбе де Йонг ва Кис Кодеджлар ҳам 2004 йилда худди шундай тарзда таҳлилари асосида Европанинг 313 компанияларидаги молиявий менежерларнинг 45 фоизи компаниянинг капитал баҳосини аниқлашда капитал активларни баҳолаш моделидан фойдаланишини аниқлаганлар⁶.

Маҳаллий иқтисодчи олимлардан А.Бурхонов ва О.Ҳамдамовлар акциядорлик жамияти капитали, қарз капитали ва баҳолаш усулларига ўзларини ёндашувларини келтириб ўтганлар. Олимларнинг фикрига кўра: “акциядорлик жамиятини қарз капиталини баҳолашда молиявий леверж энг асосий кўрсаткич бўлиб, ушбу кўрсаткич акциядорлик жамият томонидан хусусий капитал самарадорлиги коэффицентини ўзгаришига таъсир қилувчи қарз маблағларидан фойдаланишни тавсия этади”. Шунингдек, молиявий левераж кўрсаткичи

² Aswath damodaran. Applied corporate finance fourth edition. USA, 2018. - 88 p.

³ Ross, Stephen A., (1976). “The arbitrage theory of capital asset pricing”, Journal of Economic Theory Vol.13, No.3, pp. 341-360

⁴ Epstein, Gerald and Grabel, Ilene and Sundaram, Jomo Kwame, Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future (2003). PERI Working Paper No. 56, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=393620> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.393620>

⁵ Breeden, D. (1979). An Intertemporal Asset Pricing Model with Stochastic Consumption and Investment Opportunities, Journal of Financial Economics, Vol.7, No.3, pp. 265-296

⁶ 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

акциядорлик жамиятини хусусий капиталига қўшимча фойда олиш имкониятини берувчи қарз маблағларини пайдо бўлиш билан боғлиқ омилларни кўрсатади⁷.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан Ш.Ш.Шоҳазамий эса докторлик диссертацияси ишида молиявий ҳисоб-китоблар каби масалаларни ўрганган бўсада, бироқ капитал активларини баҳолаш модели бўйича ҳисоб – китобларига алоҳида тўхталиб ўтмаган. Бу масала олимнинг эътиборидан четда қолган. Ш.Ш.Шоҳазамий қимматли қоғозларнинг таҳлилини такомиллаштириш учун капитал активларини баҳолаш моделлари назариясидан фойдаланиш мақсадга мувофиқдир-деб таъкидлаган⁸.

Корхонанинг капитал қийматини баҳолашда молиявий активларни баҳолаш усули борасида ўз тадқиқот ишларини олиб борган маҳаллий иқтисодчи олимлардан бири Н.Ғ.Каримов капитал активларини баҳолаш назариясига тўхталиб, бугунги кунда амалиётда таниқли хорижлик иқтисодчи олимлар Г.Марковиц назариясидан кўра У.Шарп назариясидан кўпроқ фойдаланилаётганлигини таъкидлайди. Бизнинг фикримизча, Г.Марковиц назарияси билан У.Шарп назарияси ўртасида жиддий тафовут мавжуд эмас. У.Шарп изланишларида Г.Марковиц назариясини янада ривожлантирган⁹

Таҳлил ва натижалар

Тадқиқот объекти сифатида танлаб олинган “Ўзметкомбинат” акциядорлик жамияти мисолида капитал қийматини баҳолашга доир методологик амалиётдан фойдаланиш имкониятлари ва мультипликатор коэффицентларини таҳлил қиламиз. Бугунги кунда халқаро амалиётда капитал қийматини баҳолашда етакчи олимлар ва халқаро рейтинг компаниялари томонидан ишлаб чиқилган бир нечта моделлар мавжуд бўлиб, биз томонидан амалиётда кўплаб фойдаланиладиган ва олинган натижалар истиқболли стратегияларни ишлаб чиқишда муҳим деб ҳисобланган баҳолаш моделлари ишимизда келтирилган (1-жадвал).

1-жадвал маълумотларидан кўринадикки, акциядорлик жамиятлари капитали қийматини баҳолашнинг турли услубиятлари мавжуд бўлиб, бунда молиявий менежерлар акциядорлик жамиятининг тармоқ хусусиятлари, молиявий имкониятлари, ташқи муҳитдаги ўзгаришларга таъсирининг кўлами каби жиҳатларни ҳисобга олиши лозим. Амалга оширилган тадқиқотлар натижасида “Ўзметкомбинат” акциядорлик жамияти мисолида капитал қийматини баҳолашда Гордон ва WACC моделидан фойдаланишнинг афзалликлари ва олинган натижаларнинг ишончлилиги асосланган.

1-жадвал

“Ўзметкомбинат” АЖ капитал қиймати ва мультипликатор коэффицентлари таҳлили¹⁰

№ р	Кўрсаткичла р	2015 й	2016 й	2017 й	2018 й	2019 й	2020 й	2021 й	2022 й
--------	------------------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------	-----------

⁷ А.У.Бурхонов ва О.Н.Ҳамдамов “Молиявий менежмент” Дарслик. – Т.: “Инновацион ривожлантириш нашриёт-уйи”, 2020, 240-241 бет

⁸ Ш.Ш. Шоҳазамий “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” дарслик Т., ТФИ. 2012, бет-178

⁹ Н.Ғ. Каримов ва Р.Х. Хожиматов.: Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш: Дарслик. –Т.: ТДИУ, 2011, 771-787 бет

¹⁰ <https://www.uzbeksteel.uz/>, <https://www.uzse.uz/> - маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланди.

1.	WACC	17,6	18,4	17,2	19,8	25,2	23,1	24,1	25,2
2.	Гордон модели бўйича фарқланиш	+2,1	-3,2	+4,2	+2,3	-0,6	+2,8	+1,5	+1,7
3.	Капитализация ҳажми (млрд.сўм)	623,9	736,2	869,7	1401,6	1709,1	1986,5	4410,2	4520,3
4.	Кумулятив қиймати	0,85	0,71	0,62	0,48	0,32	0,28	0,22	0,24
5.	Капиталнинг ўсиш даражаси (%)	21,5	13,3	129,3	50,9	27,6	14,6	78,9	11,2
6.	Қарз капиталининг улуши (%)	31,6	31,3	57,3	54,8	56,3	59,1	61,4	61,2
7.	Хусусий капиталнинг улуши (%)	68,4	68,7	42,7	45,2	43,7	40,9	38,6	38,8
8.	P/E	166,62	83,44	76,12	14,69	15,33	22,35	3,52	3,54
9.	P/B	8,39	6,91	6,31	4,01	3,56	3,1	1,82	1,83
10.	P/S	5,56	4,63	2,65	0,98	1,56	1,75	0,8	0,9
11.	EV/S	5,96	4,43	3,68	1,25	1,58	1,54	0,92	0,95
12.	EV/EBIT	115,6	54,5	22,51	12,96	16,1	32,2	4,58	8,1
13.	ROA (%)	3,71	6,12	4,6	12,87	10,1	5,36	22,98	24,2
14.	ROE (%)	5,15	9,21	8,45	29,85	23,54	12,45	58,96	59,5
15.	ROIC (%)	4,96	9,25	23,98	28,7	17,2	7,6	41,2	42,3
16.	ROCE (%)	7,6	13,2	21,9	23,56	17,98	7,26	42,12	44,24
17.	D/E	0,46	0,46	1,34	1,22	1,28	1,44	1,57	1,61
18.	Net Debt/EBIT	5,21	2,12	3,69	3,12	4,56	9,56	1,89	1,97

1-жадвал маълумотлари “Ўзметкомбинат” акциядорлик жамияти томонидан капиталдан фойдаланиш самарадорлик кўрсаткичлари билан мультипликатор коэффициентлари ўртасида боғлиқликдан келиб чиққан ҳолда умумий хулосаларни шакллантириш имконини беради. 2015-2017 йилларда капиталнинг ўртача тортилган қиймати ўсиш-камайиш тенденциясига эга бўлган бўлса, унга асосий боғловчи омиллар ROIC коэффициентининг самарадорлиги ошганлигини кўриш мумкин.

Айтиш жоизки, қарз капиталининг ўсиши молиявий левераж коэффициентининг тўғридан-тўғри ўсишига таъсир этиш билан бирга ROA коэффициентининг ўзгаришига таъсир этмоқда. Жамият томонидан ишлаб чиқариш воситаларини модернизация қилиш, инвестицион фаолиятни

кенгайтириш ва диверсификация қилиш натижасида бозор капитализация ҳажми 2015-2021 йиллар мобайнида 7 баробардан зиёдга ҳамда маҳсулот сотишдан тушум ҳажмининг 8,5 баробарга ўсишини таъминлаган. Бу эса, ўз навбатида, фундаментал таҳлилнинг асосий кўрсаткичлари ҳисобланган P/E, P/B, P/S ва EV/S коэффициентларини ижобий тенденцияларга ўзгаришига олиб келган.

Хулоса

Бугунги кунда мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларида корпоратив баҳолаш амалиётини йўлга қўйиш, капитални шакллантириш ва ундан фойдаланишдаги самарадорлик коэффициентларни аниқлаш, инвестицион лойиҳаларнинг иқтисодий самарадорлигини халқаро стандартлар ёки халқаро рейтинг компаниялари томонидан тавсия этиладиган мультипликатор коэффициентларидан фойдаланиш борасида айрим камчилик ва муаммолар мавжуд. Биринчидан, акциядорлик жамиятларининг молиявий ҳисоботларини халқаро стандартлар асосида тайёрлаш ва кенг жамоатчиликка тақдим этиш, иккинчидан кўплаб мультипликатор коэффициентларини аниқлашдаги айрим таркибий кўрсаткичларнинг миллий ягона баҳолаш стандартида келтирилган услубиятда мавжуд эмаслиги ёки тўлиқ очиб берилмаганлиги, учинчидан айрим эконометрик моделлардан фойдаланишда иштирок этадиган омилларга доир маълумотларнинг тўлиқ олиш имкониятининг чекланганлиги кабилар. Шунингдек, аксарият акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда даромадлар усули бўйича эмас, фақатгина харажатлар ёндашувининг кенг фойланиши баҳолаш жараёнида муаммолар мавжуд эканлигини намоён этади.

Фойдаланилган адабиётлар:

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида” ги фармони. ПФ-4947-сон, 2017 йил 7 февраль.
2. Aswath damodaran. Applied corporate finance fourth edition. USA, 2018. - 88 p.
3. Ross, Stephen A., (1976). “The arbitrage theory of capital asset pricing”, Journal of Economic Theory Vol.13, No.3, pp. 341-360.
4. Epstein, Gerald and Grabel, Ilene and Sundaram, Jomo Kwame, Capital Management Techniques in Developing Countries: An Assessment of Experiences from the 1990's and Lessons for the Future (2003). PERI Working Paper No. 56, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=393620> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.393620>.
5. Breeden, D. (1979). An Intertemporal Asset Pricing Model with Stochastic Consumption and Investment Opportunities, Journal of Financial Economics, Vol.7, No.3, pp. 265-296.
6. 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.
7. А.У.Бурхонов ва О.Н.Ҳамдамов “Молиявий менежмент” Дарслик. – Т.: “Инновацион ривожлантириш нашриёт-уйи”, 2020, 240-241 бет.
8. Ш.Ш. Шохазамий “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” дарслик Т., ТФИ. 2012, бет-178.

9. Н.Ф. Каримов ва Р.Х. Хожиматов.: Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш: Дарслик. –Т.: ТДИУ, 2011, 771-787 бет.

10. Usmonov, B., Tojiboeva, S., Tashbaev, B., Omanov, S. (2023). Evaluation of Capital Efficiency of Companies in the Analysis of Financial Potential (In the Case of Uzbekistan). In: Popkova, E.G., Sergi, B.S. (eds) ESG Management of the Development of the Green Economy in Central Asia. Environmental Footprints and Eco-design of Products and Processes. Springer, Cham. https://doi.org/10.1007/978-3-031-46525-3_48

11. Bunyod Usmonov. (2023). ANALYSIS OF EQUITY AND ITS EFFICIENCY IN JOINT STOCK COMPANIES OF UZBEKISTAN. *World Economics and Finance Bulletin*, 20, 167-171. Retrieved from <https://www.scholarexpress.net/index.php/wefb/article/view/2480>

12. STATA 15 махсус дастурий таъминоти.

13. <https://www.uzbeksteel.uz/> - Маълумотлар базаси.

14. <https://www.uzse.uz/> - Маълумотлар базаси.

15. www.openinfo.uz -Маълумотлар базаси.

Copyright: © 2024 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution- 4.0 International License (CC - BY 4.0)

