



AKTUAR MOLIYA VA BUXGALTERIYA HISOBI ILMIY JURNALI

Vol. 5 Issue 05 | pp. 170-178 | ISSN: 2181-1865

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

КАПИТАЛ АКТИВЛАРНИ БАҲОЛАШ МОДЕЛИ: НАЗАРИЯСИ ВА АМАЛИЁТИ



Худойқулов Х.Х.,

Тошкент давлат иқтисодиёт университети

«Молия ва молиявий технолониялар»

кафедраси профессори, и.ф.д.

Аннотация: Мақолада акциядорлик жамиятларини капиталини баҳолашда капитал активлар ҳисоблаш усулидан фойдаланишнинг илмий ва назарий жиҳатлари баён этилган бўлиб, капитални баҳолашнинг даромад ёндашуви асосида акциядорлик жамиятини хусусий капиталга олинган пул оқими учун дисконтлаш ставкасини аниқлашда капитал активларини ҳисоблаш (САРМ) усулидан фойдаланишга асосий этибор қаратилган. Шунингдек, “Кварц” акциядорлик жамиятинининг 2019 йилдан 2023 йилгача бўлган дисконтланган эркин пул оқимларини ҳамда хусусий капитал қиймати аниқлаган. Бундан ташқари, тадқиқотда дисконтлаган эркин пул оқимларини келажакда акциядорлик жамиятининг соф фойдаси ва рентабиллигига таъсир даражаси ёритиб берилган. Шу билан бирга, акциядолик жамиятларини капиталини баҳолашда капитал активлар усулидан фойдаланишга қаратилган илмий ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Калит сўзлар: капитал активлар, капитал қиймат, дисконтаган пул оқими, соф фойда, хусусий капитал, рентабеллик.

Аннотация: В статье изложены научные и теоретические аспекты использования метода оценки капитальных активов (САРМ) при оценке капитала акционерных обществ. Основное внимание уделено применению данного метода на основе доходного подхода при определении ставки дисконтирования для потоков денежных средств, направленных на собственный капитал акционерного общества. Также в исследовании рассчитаны дисконтированные свободные денежные потоки и стоимость собственного капитала АО «Кварц» за период с 2019 по 2023 годы. Кроме того, в работе раскрывается степень влияния дисконтированных свободных денежных потоков на будущую чистую прибыль и рентабельность акционерного общества. В статье также представлены научные и практические рекомендации по применению метода оценки капитальных активов при оценке капитала акционерных обществ.

Ключевые слова: капитальные активы, стоимость капитала, дисконтированный денежный поток, чистая прибыль, собственный капитал, рентабельность.

Abstract: The article describes the scientific and theoretical aspects of the use of capital assets in the valuation of joint-stock companies, focusing on the use of capital assets calculation (CAPM) in determining the discount rate for cash flows to equity based on the income approach to capital valuation. It also identified the discounted free cash flows of joint-stock company's "Kvarts"

from 2019 to 2023 and the value of equity capital. Also, the study highlights the extent to which discounted free cash flows affect the future net profit and profitability of the company. The article is that scientific and practical recommendations have been developed for the use of the capital assets method in the valuation of the capital of joint-stock companies.

Keywords: capital assets, capital value, discounted cash flow, net profit, equity, profitability.

Кириш

Ҳозирги кунда молия бозори ривожланиши янги босқичга кўтарилган бўлиб, бунда мамлакатда амалга оширилаётган бир қатор иқтисодий ислохотлар 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 стратегиясини ишлаб чиқиши капитал бозоридаги корхоналарнинг молиявий активларни ҳисобланган акция ва облигациялар бозорининг ривожланишига замин яратилмоқда[1]. Бироқ, Ўзбекистонда капитал бозоридаги корхоналарнинг молиявий активларни баҳолаш ҳамда корхоналарининг капитал қийматини баҳолаш билан боғлиқ муаммолари ҳали ўз илмий ва амалий ечимини тўла равишда топгани йўқ. Бугунги кунда капитал бозорини трансформациялаш шароитида мамлакатимиздаги корхоналарининг капитал қийматини баҳолашни такомиллаштириш тақозо қилади. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятининг капитали баҳолашда ривожланган мамлакатлар баҳолаш стандартларидан фойдаланишни ҳамда шу билан бирга капитал активлар ҳисоблаш усулидан фойдаланиш билан боғлиқ муаммоларни ҳал қилиш имконини беради.

Капитал бозорини трансформациялаш шароитида капитал активлар ҳисоблаш усулидан фойланиш орқали инвестицион портфелдаги активларнинг ҳаракати, уларнинг реал қийматни баҳолаш, корхоналарнинг инвестиция имкониятларини ва дисконтланган пул оқимлари прогнозларини аниқлашга хизмат қилади. Бизнинг фикримизча, мамлакатимизда корхоналарнинг капитал қийматини баҳолашда капитал активлар ҳисоблаш усулидан деярли фойдаланилмаётганлиги, корхоналарнинг молиявий активларни реал баҳосини, активларидан кутилаётган даромадни, кохонанинг инвестицион портфелидан кутилётган даромадни ҳамда дисконтланган пул оқимлари прогноз қилиш билан боғлиқ муаммолар мавжудлиги кўрсатади. Бироқ, жаҳон амалиёти шуни кўрсатмоқдаки, юқоридаги муаммоларни ҳал қилиш учун корхонанинг капитал қийматини баҳолашда капитал активлар ҳисоблаш усулидан фойдаланган ҳолда корхонанинг инвестиция имкониятлари, инвестицион портфелидаги активларни бозор қийматини ҳамда корхонанинг чегирмавий пул оқимлари аниқланмоқда.

Мавзуга оид адабиётлар таҳлили

Молиявий активларни баҳолаш (САРМ) модели назарияси яратилгандан кейин дунё олимлари томонидан корхона капитал қиймати баҳолаш имкониятлари янада ошиб бормоқда. Шунингдек, молиявий активларни баҳолаш моделини (САРМ) қўллаш имкониятларидан келиб чиққан ҳолда, дунё олимлари капитал қийматни баҳолаш бўйича муқобил моделлар ҳам амалиётга жорий қилиниб

бошланди. Таъкидлаш жоизки, Уильям Шарп томонидан яратилган мазкур модел (CAPM) молиявий активларни баҳолаш модели назарияси фаразлари асосида яратилгандир. Унинг фикрига кўра, корхона капитал қийматини аниқлашда рисксиз активлар ҳисобланган (давлат облигациялари ва хазина мажбуриятларидан кутилаётган даромад) ҳисобга олган ҳолда бозор риск учун мукофотни қўшган ҳолда амалга ошириш усулини кўрсатган [2]. Джон Линтнер ҳам молиявий активлар баҳолаш усулида тадқиқотлар олиб бориб, Уильям Шарп томонидан яратилган назарий асосларга бутунлай қўшилган [3]. Уларнинг тадқиқотида тизимли рискни бета коэффиценти белгилаб, ушбу коэффицентга қуйидагича фикр билдирган: Агар $\beta_i > 1$ бўлса, тизимли риск ўзгарувчан бўлиб агрессив қимматли қоғоз ҳисобланади, $\beta_i < 1$ бўлса, ҳимояланган қимматли қоғоз ҳисобланади. Ушбу моделда рисксиз активлар даромад ставкасида молиявий активларни қарз олиш фарази мавжуд. [4]. Лекин уларда қисқа вақт ичида сотиш фарази инобатга олинмаган. Таъкидлаш жоизки, қисқа вақтда активларни сотишга руҳсат этилмаган ҳолда ҳам, молиявий активларни баҳолаш модели (CAPM)га таъсири деярли йўқдир. Бизнинг фикримизча, амалиётга назар ташласак, қисқа муддатли активларни сотиш бўйича чекловлар мавжуд эмаслигини кўришимиз мумкин. CAPM модели дунёдаги кўпгина иқтисодчи олимлар томонидан корхонанинг капитал қиймати баҳолашда молиявий активларни баҳолаш усулидан фойдаланганларидан сўнг, бозор бетаси (β) капиталнинг кутилаётган даромадни тўлиқлигича ифода эта олмаслиги номоён бўлди. Жумладан, Роберт Мертон ушбу муаммони ҳал қилиш учун вақтлар оралиғидаги молиявий активларни баҳолаш ICAPM (Intertemporal Capital Asset Pricing Model) моделини яратади. Бу модел молия бозори мувозанатга эришиши учун турли вақт оралиғини инобатга олиб корхонанинг молиявий активларини баҳолайди. Мазкур моделда бета (β) сони бир қўшилган кўрсаткичлар сонига тенг бўлади ва танланган вақтда корхонанинг инвестицияси бошқарилади. ICAPM модели омилар махсус параметрлар орқали рискни хеджирлайди. Ўз навбатида, Р.Мертон хеджирлаш талабидан келиб чиқиб, кўп омилли регрессион моделга рискдан олинган мукофот ва бозор портфелини ҳам қўшди. ICAPM моделида риск ва кутилаётган даромад функцияси билан ифодаланади [5]. Мазкур моделда инвестиция портфелининг ички ўзгариши ва портфел акцияларининг бозордаги қиймат тушишидан пайдо бўладиган рискнинг олдини олишга хизмат қиладики, инвесторнинг жами портфел даромади - бу умумий бозор rischi ва портфелнинг riskини хеджерланишини ифодалайди. бозор бетасининг (β) вектори билан инвесторнинг жами портфели боғлиқлиги, фонд бозорининг ҳозирги ҳолати, инвесторларнинг келгусидаги режаси ва портфелни хеджерлашни аниқлайдиган кўрсаткичлардир. Ушбу модел инвесторларни бозорнинг тизимли riskини ва келгусидаги инвестициядан кутилаётган riskли омилар таҳлилин аниқлаб беради. Р.Мертондан кейин бир - нечта олимлар унинг моделини амалиётга татбиқ қилганлар.

Маълумки ўтган асрнинг 70-йилларига келиб, хусусан 1976 йилда Стивен Росс томонидан У.Шарп ва Д.Линтерларнинг молиявий активларни баҳолаш моделини янада ривожлантириб, арбитраж молиявий активлар баҳолаш назариясини АРТ (The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing) яратди. С. Росс ўзининг моделида

омиллар гуруҳидан кенг фойдаланиб, корхона капиталдан кутилаётган даромад ва омилар гуруҳи рисқи ўртасидаги боғлиқликни ўрганди, корхонанинг активлардан кутилаётган даромадни фонд бозори билан боғлиқ бўлмаган тизимли рискларнинг таъсирини кўрсатиб берди. Бу моделнинг фаразида бозор билан боғлиқ бўлмаган рисклар ҳам корхонанинг активларни баҳолашда таъсир этувчи омил ҳисобланади. Шунинг учун тадқиқотчи омилар гуруҳини инобатга олиб, макроиқтисодий кўрсаткичларни корхонанинг капитал қийматига таъсирини кўриб чиқди. Ўз навбатида, С.Росс фақатгина бозор рисқи фонд бозоридаги корхоналарнинг активларига таъсир қилмайди, деган хулосага келиб, САРМ моделига ўзгартириш киритди. С. Росс ушбу модел орқали, омилар гуруҳини таҳлил қилиб, умумий таъсир этувчи омиларни танлаб олди, улар орқали эса, корхонанинг акциялардан кутилаётган даромадни келгусида қандай бўлишини аниқлаб берди. Бинобарин, С.Россининг модели амалиётда аввалги моделларга нисбатан ўзининг ижобий жиҳатларини кўрсатди [6]. Фикримизча, амалий жиҳатдан олганда, корхоналар бўш турган пул маблағлари фонд бозорига тўғридан - тўғри инвестиция қилиши билан қаноатланмайди, балки шу инвестицияни жорий ва келгусидаги хизмат ва товарлар истеъмолидан қаноатланишни хоҳлайди. Чунки, инвестиция портфели келажақда молиявий истеъмолга айланиши мумкин. 80 - йилларда фонд бозорларининг кенгайиши корхоналарни молия бозорлар орқали инвестиция қилиш ҳажмига муҳим таъсир қила бошлаб, ҳаттоки акцияларнинг ойлик бозор даромадига таъсир қилишини кўрсатди. Бу эса, 80-йилларда Рубинштейн Бريدен ва Литценбергерлар томонидан ишлаб чиқилган истеъмолга асосланган молиявий активларни баҳолаш модели ССАРМ (consumption-based capital asset pricing model)нинг юзага келишига асос бўлди. Улар ўзларининг тадқиқотларида акцияларнинг бозор даромадига истеъмол сарфлари сезиларли даражада таъсир қилишини аниқлади. Бизнинг фикримизча ССАРМ моделида ҳамма ўзгарувчилар инвестиция имкониятлари чизиғини тўлиқ ифода этади, лекин, ушбу моделни эмпирик таҳлил қилишда кузатиш усулидан фойдаланиш бир оз қийиндир. Хорижлик олимлардан бири Д.Бридэн 1979 йилдаги тадқиқотида корхонанинг портфел даромадига қараганда аҳоли жон бошига истеъмолнинг ўсиши дисперсияси активларни рискдан олинган мукофот билан мутаносиб тарзда боғланишга эга эканлигини аниқлаб, мазкур моделни қўллаш орқали қўшимча долларнинг тўлов қиймати юқори бўлса, истеъмол пасаяди, қўшимча инвестиция қиймати паст бўлса, оқилона истеъмол юқори бўлади, деган хулосани берди [7].

Э.Фама ва К.Френч тадқиқотларида молиявий активларни баҳолаш моделида илмий изланишлар олиб бориб, уч омили молиявий активларни баҳолаш моделини яратдилар. Улар анаънавий САРМ моделига иккита қўшимча ўзгартириш киритиб, биринчиси, ўзгариш ҳажми омили, яъни компаниянинг бозордаги капитализацияси (Market equity) ME бўлса, иккинчиси, ME нисбати коэффициенти. BE (book equity) - бу акциядорлик капиталининг баланс қиймати, яъни акциядорлик капиталини баланс қийматидан имтиёзли акцияларининг қиймат ўртасидаги фарқига тенгдир. Уларнинг фикрига кўра, ушбу омилар бозордаги тизимли рискни тўғри баҳолай олади [8].

Корхонани капитал қиймати баҳолашда молиявий активларни баҳолаш усули борасида ўз тадқиқот ишларини олиб борган Н.Ф.Каримов молиявий активларни баҳолаш назариясига тўхталиб, бугунги кунда амалиётда Г.Марковиц назариясидан кўра У.Шарп назариясидан кўпроқ фойдаланганлигини таъкидлайди. Бизнинг фикримизча Г.Марковиц назарияси билан У.Шарп назарияси ўртасида жиддий принципаал тафовут йўқ. У.Шарп изланишларида Г.Марковиц назариясини янада ривожлантирган [9]. Жумладан, маҳаллий иқтисодчи олимлардан яна бири Х.Қурбонов ўзининг илмий изланишида молиявий активларни баҳолаш модели “компаниянинг капитали умумий қийматни белгилашда ва унинг доирасида амалга оширилган инвестиция лойиҳалари учун талаб қилинадиган даромад даражасини аниқлашда катта амалий аҳамиятга эга”, дейди [10]. Бундан ташқари, У.Бурхонов ўзининг илмий ишларида Ўзбекистон шароитида молиявий активларни баҳолашда мамлакатнинг кредит модели ҳамда сегментация ва тузатиш киритилган CAPM (Capital asset pricing model) моделидан фойдаланиш лозимлигини айтиб ўтган [10]

Бизнинг фикримизча, капитал бозорини трансформациялаш шароитида корхонанинг молия активларни конъюнктурасига таъсир қилувчи ички омилларга бозор индекси, бозордаги корхоналарнинг капиталлашуви, фонд бозори капиталлашуви ва қимматли қоғозларининг ҳажми киради. Ташқи омилларга эса, валюта айрибошлаш курси, фоиз ставкалари, саноат ўсиш индекси, инфляция даражаси, давлат облигацияларининг узоқ ва қисқа муддатли турлари ўртасидаги даромад фарқлари киради.

Тадқиқот методологияси

Тадқиқотимизда мамлакатимиздаги “Кварц” акциядорлик жамиятини Капитални баҳолашнинг даромад ёндашуви асосида акциядорлик жамиятини хусусий капиталга олинган пул оқими учун дисконтлаш ставкасини аниқлашда капитал активларини ҳисоблаш (CAPM) усули фойдаланганмиз. Капитал активларини ҳисоблаш усули қуйидаги формула фойдаланилган.

$$\text{КМАБ} = P_{\Phi} + \beta(\text{Бд} - P_{\Phi}), \quad (1)$$

Бу ерда:

КМАБ – “Кварц” АЖни молиявий активлари қиймати;

P_{Φ} - рисксиз активларнинг даромадлилик даражаси;

β - бета коэффиценти, бу ерда: $\beta = \frac{\text{COV}(r_i, r_m)}{\sigma_m^2}$, r_i - акциянинг даромади; r_m -

бозор даромади; σ_m^2 – бозор даромадининг дисперсияси

Бд - бозорнинг умумий даромадлилик даражаси (даромадлиликнинг бозордаги ўртача меъёри).

Юқорида кўрсатилган формула орқали “Кварц” акциядорлик жамиятини хусусий капиталга олинган пул оқими учун дисконтлаш ставкасини топилади. Ундан кейин “Кварц” акциядорлик жамиятини хусусий капитал қиймати қуйидаги формула орқали топилади.

$$K_k = \frac{K_{\text{ЭПО}_1}}{(1+\text{ДС})^1} + \frac{K_{\text{ЭПО}_2}}{(1+\text{ДС})^2} + \dots + \frac{K_{\text{ЭПО}_n}}{(1+\text{ДС})^n} \quad (2)$$

Бу ерда:

Кқ – “Кварц” АЖни хусусий капитал қиймати;

КЭПО- капиталдан дисконтланган эркин пул оқими;

ДС –капиталнинг дисконт ставкаси.

Таҳлил ва натижалар

Акциядорлик жамияти хусусий капитали қиймати аниқлашда биринчи навбатда капитал активларни ҳисоблаш усулидан фойдаланилади. “Кварц” АЖни хусусий капитални топиш учун капиталдан эркин пул оқимлари йиллар кесимида аниқланиб, корхонанинг хусусий капитал қиймати топилади. Шунинг ҳисобга олган ҳолда, юқоридаги формулалардан келиб чиққан ҳолда “Кварц” АЖни капитал қийматини ҳисоблаш усулидан фойдаланган ҳолда пул оқимлари дисконд даражасини қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (1-жадвал).

1-жадвал

“Кварц” акциядорлик жамиятини хусусий капиталини дисконтлаш ставкаси (2019-2023 йиллар)¹

Кўрсаткичлар	2019 й	2020 й	2021 й	2022 й	2023 й
Қайта молиялаштириш ставкаси бўйича рисксиз активлар даражаси	16	16	16	16	16
Бета (β) коэффиценти	1,2	1,3	1,3	1,1	1,0
Бозорнинг умумий даромадлилик даражаси (инвестиция)	20,63	20,63	20,63	20,63	20,63
Бозор rischi учун мукофот (инвестиция)	4,63	4,63	4,63	4,63	4,63
"Кварц" АЖ хусусий капиталини дисконтлаш ставкасини	21,6	22,0	22,0	21,1	20,6

1-жадвалдаги маълумотлардан кўриниб турибдики, “Кварц” акциядорлик жамиятини капитал қиймати 2019 йилда 21,6 фоизни ташкил этган бўлса, 2023 йилда келиб эса 20,6 фоизга етиши кутилмоқда. Алоҳида таъкидлаш жоизки, капиталдан кутилаётган даромад 21,6 фоиз “Кварц” АЖни капиталидан инвестицияга қилинадиган харажатни фоиз миқдори ҳам кўрсатади. “Кварц” АЖни молиявий активларни рисклик даражасини, яъни бета коэффиценти 2019 йил 1,2 бандни ташкил этган бўлса, 2023 йилда 1,0 бандни ташкил этади. Бу эса, ўз навбатида, корхонанинг акцияларнинг бозор рисклик даражаси юқори эканлигидан далолат беради. Бироқ, бозорнинг умумий даромадлилик даражаси 20,63 фоизни ташкил этиши мамлакатимиз бўлиши мамлакатимиз рискликлик даражасини юқори бўлиши билан боғлиқ ҳисобланади. Бозор даромадлилик даражасини юқори бўлиши “Кварц” АЖни инвестицион салоҳиятини сезиларли даражада пасайишига олиб келади. Бундан ташқари, қайта молиялаштириш ставкаси бўйича рисксиз активлар даражаси 14 фоизни бўлиши “Кварц” АЖни

¹ “Кварц” АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган (<https://kvarts.uz/>)

капитал қийматини юқори кўрсатиб, капитални арзонлашишига ҳамда капиталдан инвестиция бўлган ҳаражатни юқори бўлишига сабаб бўлади.

Таҳлиллардан хулоса қилиб шуни таъкидлаш жоизки, “Кварц” АЖни капитал қиймати йиллар кесимида кайиб бориш тенденциясига эга. Бироқ, капитал қийматни аниқлаш қайта молиялаш ставкасини рисксиз активлар ставкасини даражасида олиниши капитални қийматни ошириб кўрсатишга сабаб бўлади. Бунинг натижасида капиталдан инвестиция қилинадиган ҳаражатни ортишига олиб келади. Капиталнинг қийматини бундай ошириш мамлакатдаги рискни даражаси юқори эканлигидан далолат беради. Капитал активларни ҳисоблаш усули орқали хусусий капиталга олинган пул оқими учун дисконтлаш ставкаси аниқланиб, иккинчи кўрсатилаган формула орқали корхонанинг хусусий капитал қиймати қуйидаги жадвалда кўрсатилган (2-жадвал)

2-жадвал

“Кварц” акциядорлик жамиятини хусусий капитал қиймати, млрд. сўмда (2019-2023 йиллар)²

Кўрсаткичлар	2019 й	2020 й	2021 й	2022 й	2023 й
Капиталдан дисконтланган эркин пул оқими	56,6	55,4	55,4	58,2	59,7
Хусусий капитал қиймати	409,6	401,0	401,0	420,7	432,1

1-жадвал маълумотларидан шуни кўриш мумкинки, “Кварц” АЖни дисконтланган эркин пул оқимларини 2019 йилда 56,6 млрд. сўм бўлган бўлса, 2023 йилдан келиб 5 фоизга ўсиши кутилмоқда. Бундан асосий сабаби шундан иборатки, “Кварц” АЖнинг 2020 йилда янги линиянинг қурилиши тугалланиши натижасида келгуси йилларда ушбу корхонанинг соф фойдасининг икки уч баробарга ўсиши ҳисобланади. Шунингдек, 2020 йилда капиталдан дисконтланган пул оқими тушиб кетишига сабаб шундан иборатки, мамлакатимиздаги коронавирус пандемияси шиша ишлаб чиқариш ҳажмига таъсир қилганлиги, шиша маҳсулотнинг талаби ҳамад нархини пасайганлиги, карантин даврида мамлакатимиздаги логистика тизимини узилиши натижасида эркин пул оқими пасайганлиги кузатишимиз мумкин. Бундан ташқари, акциядорлик жамиятини янги линияни қурилиш билан боғлиқ мажбуриятларини ортириши натижасида яқин келажакда корхонанинг рентабеллиги пасайтиради. Бу ўз навбатида, капиталдан дисконтланган эркин пул оқимини келажакдаги йиллар учун пайсайишига таъсир қилади. Янги линияни ишга туширилиши эса, 2023 йилга келиб, капиталдан дисконтланган эркин пул оқимини кескин ошиб кетиши кўрсатади. Янги флотат линияси йилига 22,2 миллион квадрат метргача текис шиша ишлаб чиқаради. Режаларни амалга ошириш учун шиша эритиш печининг қуввати кунига 400 тоннагача оширилади. Бундай ҳажм Ўзбекистоннинг юқори сифатли ясси ойналарга бўлган ички эҳтиёжини тўлиқ қоплаб, маҳсулотни экспортга ҳам юбориш имкониятини беради.

² “Кварц” АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган (<https://kvarts.uz/>)

Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, “Кварц” АЖнинг хусусий капитал қиймати ортиши асоси омил бўлиб, дисконтланган эркин пул оқимини ортиши сабаб бўлади. Бундан кўриниб турибдики, акциядорлик жамиятини капитал қийматини аниқлашда дисконт ставкани ҳисобган олиш лозим. Шунингдек, дисконт ставкасини аниқлашда капитал активлар ҳисоблаш усулидан фойдаланса мақсадга мувофиқдир

Хулоса ва таклифлар

Юқоридаги олиб борилган тадқиқот натижасида асосида корхонанинг капитал қийматини баҳолашда капитал активлар ҳисоблаш (САРМ) усулидан фойдаланишга хизмат қиладиган хулоса ва таклифлармиз қуйидагилардан иборат:

Биринчидан, мамлакатимиздаги корхоналарнинг капитал қийматин баҳолашда ривожланган мамлакатлар капитал баҳолаш даромад усулидан фойдаланаётган стандартларига мувофиқлаштириш лозим. Бунинг натижасида, корхоналарнинг капитал рискни камайтиришга, корпоратив бошқарув амалиётини ривожланишига, корпоратив маданиятни шакллантиришга, миллий бухгалтерия стандартларини халқаро бухгалтерлик ҳисоби стандартларини мувофиқлаштиришга, мамлакат суверен рейтингини кўтаришга хизмат қилади.

Иккинчидан, корхонанинг капитал қийматини топишда рисксиз активлар даражасида фойдаланишда ривожланган мамлакатлар усулидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ бўларди. Қайта молиялаштириш даражасидан фойдаланиш корхонанинг капиталидан кутилаётган даромада юқори даражада бўлишига олиб келиб, хорижий ва маҳаллий инвесторларни капитал қўйилмаларни сезиларли даражада чеклашга хизмат қилади.

Учинчидан, акциядорлик жамияти капиталини баҳолашнинг даромад ёндашуви асосида акциядорлик жамиятини хусусий капиталга олинган пул оқими учун дисконтлаш ставкасини аниқлашда капитал активларини ҳисоблаш (САРМ) усули фойдаланиш лозим. Бунинг натижасида, акциядорлик жамиятларини хусусий капиталдан кутилаётган даромад ва тизимли рискни аниқлаш ҳамда миллий баҳолаш стандартларини халқаро баҳолаш стандартлари тамойилларига мувофиқлаштириш имкони яратилди

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати.

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг “Ўзбекистон республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида”ги фармони. ПФ-4947-сон, 2017 йил 7 февраль.
2. Sharpe, W. F. (1964). Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk. *Journal of Finance*, Vol.19, No.3, pp. 425–442.
3. Lintner, J. (1965). The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *The Review of Economics and Statistic*, Vol.47, No.1, pp.13-37
4. Damodar N. Gujarati and Dawn C. Porter. *Basic Econometrics*, ISBN-13: 978-0-07-337577-9, McGraw-Hill/Irwin, 2009, pp-946
5. Robert C. Merton (1973). An Intertemporal Capital Asset Pricing Model. *Econometrica*, Vol. 41, No. 5, pp. 867-887
6. Ross, Stephen A., (1976). “The arbitrage theory of capital asset pricing”, *Journal of*

Economic Theory Vol.13, No.3, pp. 341-360

7.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.

8.Fama, E. and French, K., (1992), "The cross-section of expected stock returns". Journal of Finance, Vol. 47, No. 2 pp. 427-465

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

10.Х.Қурбонов "Корпоративные финансы" Тошкент "Иқтисод-Молия" 2007, с-40

11.U.Burkhanov & Kh.Khudaykulov (2013) "Investment valuation in emerging markets: oportunties & specific factors" "Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар" илмий электрон журнали. № 7, pp 1-9.

Copyright: © 2025 by the authors. This work is licensed under a Creative Commons Attribution- 4.0 International License (CC - BY 4.0)

