



## АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИДА ХУСУСИЙ КАПИТАЛ ҚИЙМАТИНИ АНИҚЛАШ УСУЛИНИНГ АҲАМИЯТИ

Норқулов Мирсаид Тўлқин ўғли

Термиз давлат университети "Молия ва молиявий технологиялар" кафедраси ўқитувчиси  
email: [mirsaidtulkonovich.0770@gmail.com](mailto:mirsaidtulkonovich.0770@gmail.com)

| ARTICLE INFORMATION                                                                                                                              | ABSTRACT                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                       |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <p>Volume: 1<br/>Issue: 8<br/>DOI: <a href="https://doi.org/10.55439/INSURE/vol1_iss8/a16">https://doi.org/10.55439/INSURE/vol1_iss8/a16</a></p> | <p>Мақолада акциядорлик жамиятларини хусусий капитал қийматини аниқлаш усулидан фойдаланишнинг илмий ва назарий жиҳатлари баён этилган. Шунингдек, "Кварц" акциядорлик жамиятинининг 2019 йилдан 2023 йилгача бўлган дисконтланган эркин пул оқимларини ҳамда хусусий капитал қиймати аниқлаган. Бундан ташқари, тадқиқотда дисконтланган 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.</p> <p><i>Капитал активлар, капитал қиймат, дисконтланган пул оқими, соф фойда, хусусий капитал, рентабеллик.</i></p> |
| <p><b>KEYWORDS</b></p>                                                                                                                           |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |

### Кириш (Introduction/Введение).

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 жамиятин 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 фойдаланиш орқали инвестицион портфелдаги активларнинг ҳаракати, уларнинг реал қийматини 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 кутиётган даромадни ҳамда дисконтланган пул оқимлари прогноз қилиш билан боғлиқ муаммолар мавжудлиги кўрсатади. Бироқ, жаҳон амалиёти шунини 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 (Literature review/Литературный обзор).** Молиявий активларни баҳолаш (CAPM) модели назарияси яратилгандан кейин дунё олимлари томонидан корхона капитал қиймати баҳолаш имкониятлари янада ошиб бормоқда. Шунингдек, молиявий активларни баҳолаш моделини (CAPM) қўллаш имкониятларидан келиб чиққан ҳолда, дунё олимлари капитал қийматини 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 коэффициентини белгилаб, ушбу коэффициентга қуйидагича фикр билдирган: Агар  $\beta_i > 1$  бўлса, тизимли риск ўзгарувчан бўлиб агрессив қимматли қозғоқ ҳисобланади,  $\beta_i < 1$  бўлса, химояланган қимматли қозғоқ 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 ( $\beta$ ) капиталнинг қутилаётган даромаднинг тўлиқлигига ифода эта олмаслиги номоён бўлди.

Жумладан, Роберт Мертон ушбу муаммони ҳал қилиш учун вақтлар ораллигидаги молиявий активларни баҳолаш ICAPM (Intertemporal Capital Asset Pricing Model) моделини яратди. Бу модел молия бозори мувозанатга эришиши учун турли вақт ораллигини инобатдан олиб корхонанинг молиявий активларини баҳолайди. Мазкур моделда бета ( $\beta$ ) сони бир қўшилган кўрсаткичлар сонига тенг бўлади ва танланган вақтда корхонанинг инвестицияси бошқарилади. ICAPM модели омишлар 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 қутилаётган 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 хеджирлашни ифодалайди. Бозор бетасининг ( $\beta$ ) вектори билан инвесторнинг жами портфели боғлиқлиги, фонд бозорининг ҳозирги ҳолати, инвесторларнинг келгусидаги режаси ва портфели хеджирлашни аниқлайдиган кўрсаткичлардир. Ушбу модел инвесторларни бозорнинг тизимли riskини ва келгусидаги инвестициядан қутилаётган riskли омиллар таҳлилини 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 APT (The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing) яратди. С. Росс ўзининг моделида омиллар гуруҳидан кенг фойдаланиб, корхона капиталдан қутилаётган даромад ва омиллар гуруҳи riskи ўртасидаги боғлиқлиқни ўрганди, корхонанинг активлардан қутилаётган даромаднинг фонд бозори билан боғлиқ бўлмаган тизимли riskларнинг таъсирини кўрсатиб берди.

Бу моделининг фаразиде бозор билан боғлиқ бўлмаган riskлар ҳам корхонанинг активларни баҳолашда таъсир этувчи омил ҳисобланади. Шунинг учун тадқиқотчи омиллар гуруҳини инобатга олиб, макроиқтисодий кўрсаткичларни корхонанинг капитал қийматига таъсирини кўриб чиқди. Ўз навбатида, С.Росс фақатгина бозор riskи фонд бозоридаги корхоналарнинг активларига таъсир қилмайди, деган хулосага келиб, CAPM моделига ўзгартириш киритди.

С. Росс ушбу модел орқали, омиллар гуруҳини таҳлил қилиб, умумий таъсир этувчи омилларни танлаб олди, улар орқали эса, корхонанинг акциялардан қутилаётган даромаднинг 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 хошлайди. Чунки, инвестиция портфели келажакда 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 Бриден ва Литценбергерлар томонидан ишлаб чиқилган истеъмолга асосланган молиявий активларни баҳолаш модели CCAPM (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 CCAPM моделида ҳамма ўзгарувчилар инвестиция имкониятлари чизигини тўлиқ ифода этади, лекин, ушбу моделини эмпирик таҳлил қилишда кузатиш усулидан фойдаланиш бир оз қийиндир.

Хорижлик олимлардан бири Д.Бриден 1979 йилдаги тадқиқотида корхонанинг портфел даромадига қараганда аҳоли жон бошига истеъмолнинг ўсиши дисперсияси активларни riskдан олинган мукофот билан мутаносиб тарзда боғланишга эга эканлигини аниқлаб, мазкур моделини 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 омилли молиявий активларни баҳолаш моделини яратдилар. Улар анаънавий CAPM моделига иккита қўшимча ўзгартириш киритиб, биринчиси, ўзгариш ҳажми омили, яъни компаниянинг бозордаги капитализацияси (Market equity) ME бўлса, иккинчиси, ME нисбати коэффициентини. BE (book equity) - бу акциядорлик капиталининг баланс қиймати, яъни акциядорлик капиталини баланс қийматидан имтиёзли акцияларининг қиймат ўртасидаги фарқига тенгдир. Уларнинг фикрига кўра, ушбу омиллар бозордаги тизимли riskни тўғри баҳолай олади [8].

Корхона капитал қиймати баҳолашда молиявий активларни баҳолаш усули борасида ўз тадқиқот ишларини олиб борган Н.Г.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 принципиал 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 қиради. Ташқи омилларга эса, валюта айрибошлаш курси, фойз ставкалари, саноат ўсиш индекси, инфляция даражаси, давлат облигацияларининг узоқ ва қисқа муддатли турлари ўртасидаги даромад фарқлари қиради.

**Тадқиқотни амалга оширишда фойдаланилган усуллар (Methods/Методы).** 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.

$$KMAБ = P_{ф} + \beta(Bд - P_{ф}), \quad (1)$$

Бу ерда:

KMAБ – “Кварц” АЖни молиявий активлари қиймати;

$P_{ф}$  - рисксиз активларнинг даромадлилик даражаси;

$\beta$  - бета коэффициентини, бу ерда:  $\beta = (COV(r_i, r_m)) / (\sigma_m^2)$ ,  $r_i$  - акциянинг даромади;  $r_m$  - бозор даромади;  $\sigma_m^2$  – бозор даромадининг дисперсияси

Bд - 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.

$$K_k = [KЭПО] \cdot \frac{1}{(1+ДС)^1} + [KЭПО] \cdot \frac{2}{(1+ДС)^2} + \dots + [KЭПО] \cdot \frac{n}{(1+ДС)^n} \quad (2)$$

Бу ерда:

$K_k$  – “Кварц” АЖни хусусий капитал қиймати;

KЭПО- капиталдан дисконтланган эркин пул оқими;

ДС – капиталнинг дисконт ставкаси.

Maxsus son 2024

**Олинган натижалар (Results/Результаты).** “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.

**Таҳлиллар (Analysis/Анализ).** Акциядорлик жамияти хусусий капитали қийматини 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 дисконт даражасини қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (1-жадвал).

1-жадвал

**“Кварц” акциядорлик жамиятини хусусий капитални дисконтлаш ставкаси (2019-2023 йиллар)<sup>1</sup>**

| 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) коэффициенти                                         | 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 рисксиз учун мукофот (инвестиция)                       | 4,63   | 4,63   | 4,63   | 4,63   | 4,63   |
| “Кварц” АЖ хусусий капитални 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 қўйлаётган даромад 21,6 фоиз “Кварц” АЖни капиталдан инвестицияга қилинадиган харажатни фоиз миқдори ҳам кўрсатади. “Кварц” АЖни молиявий активларни рисклик даражасини, яъни бета коэффициенти 2019 йил 1,2 бандни ташкил этган бўлса, 2023 йилда 1,0 бандни ташкил этади. Бу эса, ўз навбатида, корхонанинг акцияларнинг бозор рисклилик даражаси юқори эканлигидан далolat беради. Бирок, 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 капитал қийматини юқори кўрсатиб, капитални арзонлашишига ҳамда капиталдан инвестиция бўлган харажатни юқори бўлишига сабаб бўлади.

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

2-жадвал

**“Кварц” акциядорлик жамиятини хусусий капитал қиймати, млрд. сўмда (2019-2023 йиллар)<sup>2</sup>**

| 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 шунини 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 ҳаммад 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 ортиши 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 флот 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.

Хулоса қилиб шунини 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.

**Мақола бўйича хулоса ва таклифлар (Conclusions/Заключения).** Юқоридаги олиб борилган тадқиқот натижасида асосида корхонанинг капитал қийматини баҳолашда капитал активлар ҳисоблаш (CAPM) усулидан фойдаланишга хизмат қиладиган хулоса ва таклифларимиз қуйидагилардан иборат:

Биринчидан, мамлакатимиздаги корхоналарнинг капитал қийматини 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 капиталдан қўйлаётган даромада юқори даражада бўлишига олиб келиб, хорижий ва маҳаллий инвесторларни капитал қўйилмаларни сезиларли даражада чеклашга хизмат қилади.

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

## References:

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
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.Курбонов "Корпоративные финансы" Тошкент "Иктисод-Молия" 2007, с-40
  11. U.Burkhanov & Kh.Khudaykulov (2013) "Investment valuation in emerging markets: oportunities & specific factors" "Иктисодиёт ва инновацион технологиялар" илмий электрон журналы. № 7, pp 1-9
- ..