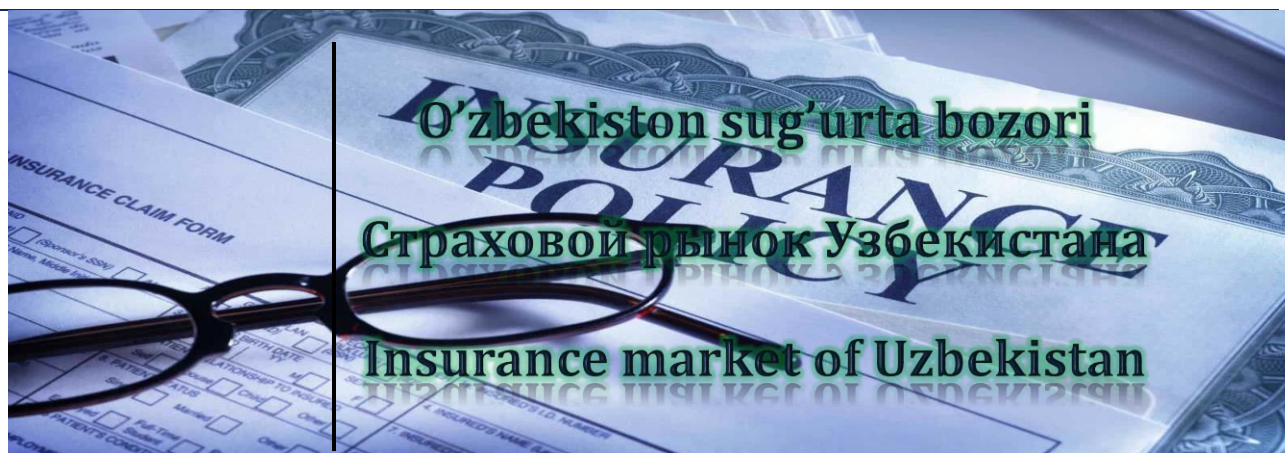




АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИДА КОРПОРАТИВ БАҲОЛАШ АМАЛИЁТИНИ САМАРАЛИ ТАШКИЛ ЭТИШ МЕХАНИЗМИ

Мавлянова Юлдузхон Турғуновна

Тошкент давлат иқтисодий университетини мустақил изланувчиси

yulduzhan_mavlyanova@bk.ru

ARTICLE INFORMATION	ABSTRACT
Volume: 1 Issue: 11 DOI: https://doi.org/10.55439/INSURE/vol1_iss11/a9	Мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив баҳолаш механизмини самарали ташкил этиш бугунги кундаги муҳим вазифалардан бири саналади. Акциядорлик жамиятлари амалиётида молиявий ҳисоботнинг халқаро стандартлари билан бир вақтда халқаро корпоратив баҳолаш амалиётини тадбиқ этилиши уларнинг халқаро интеграциялашувини таъминлайди. Мақолада корпоратив баҳолашнинг илмий-амалий жиҳатларини ёритиш билан бирга акциядорлик жамиятлари молиявий кўрсаткичлари ёрдамида таҳлил натижалари шакллантирилган. Корпоратив баҳолаш амалиётини такомиллаштиришга доир илмий таклиф ва амалий тавсиялар шакллантирилган.
KEYWORDS	<i>корпоратив баҳолаш, WACC модели, CAPM модели, молиявий риск, акциядорлик жамияти, молиявий барқарорлик, халқаро стандартлар, молиявий саводхонлик, корпоратив бошқарув.</i>

Кириш (Введение/Introduction)

Замонавий шароитларда жаҳон иқтисодиётидаги кескин рақобат айнан корпоратив тузилмалар, ҳусусан акциядорлик жамиятлари томонидан ишлаб чиқариш ва хизмат кўрсатишни мунтазам равишда сифат жиҳатдан янги босқичга олиб чиқиш мақсадида янги лойиҳаларни амалга ошириш, янги бозорларни эгаллашга интилиш туфайли юзага келмоқда. Бундай ҳолат ўз-ўзидан акциядорлик жамиятлари олдида йирик миқдорларда инвестицияларни жалб қилишни ҳамда корпоратив тузилмалар фаолиятида замонавий корпоратив бошқарув тизимини самарали ташкил этиш вазифасини қўймоқда. Айтиб ўтиш керакки, сўнгги вақтларда ташқи иқтисодий-сиёсий муҳитнинг кескин ўзгариб бораётганлиги шароитида йирик акциядорлик жамиятлари томонидан нафақат узок муддатга мўлжалланган балки аксарият ҳолатларда жорий стратегияларига доир қўшимча ўзгартиришларни киритишга мажбур бўлмоқда. Бундай вазиятда акциядорлик жамиятларида замонавий молиявий бошқарув механизмини тизимини самарали фаолият юритиши муҳим ўрин тутди. Бугунги кунда мамлакатимиз акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув механизмини ташкил этишнинг ҳуқуқий-иқтисодий асосларини ривожланиб келмоқда. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2022 йил 17 январдаги “Капитал бозорини қўллаб-қувватлашнинг самарали механизмларини жорий этишга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги ПҚ-90 сонли қарори билан капитал бозорини янада ривожлантириш, давлат акция пакетларини капитал бозори орқали ҳусуслилаштириш амалиётини кенгайтириш, аҳолининг қимматли қозғаларга инвестиция киритишини рағбатлантириш ва молия бозорига соғлом рақобат муҳитини яратиш [1] юзасидан аниқ вазифалар белгилаб берилган.

Бироқ, аксарият акциядорлик жамиятларида самарали молиявий бошқарувни ташкил этиш, корпоратив баҳолаш амалиётини ташкил этиш, стратегик қарорлар қабул қилишда инфляцияон ва бошқа молиявий риск даражаларини ҳисобга олиш, молиявий барқарорлик

мониторингини жорий этиш каби молиявий менежмент тизимининг муҳим элементларини тадбиқ этишда камчилик ва муаммолар кўзга ташланмоқда. Шунинг учун акциядорлик жамиятларида молиявий ҳисоботнинг халқаро стандартларини жорий этиш билан бир қаторда корпоратив баҳолаш амалиётини босқичма-босқич ривожлантириб боради илмий тадқиқотларни амалга ошириш, илмий таклиф ва амалий тавсиялаш ишлаб чиқиши долзарб аҳамият касб этади.

Адабиётлар шарҳи (Обзор литературы / Literature review).

Корпоратив баҳолаш амалиёти нисбатан янги ривожланаётган замонавий илмий йўналишлардан бири ҳисобланади. Ўткан асрнинг ўрталарига келиб америкалик иқтисодчи олимлар томонидан замонавий корпоратив баҳолашнинг фундаментал асосларини ишлаб чиқиши асосида тадқиқ этилаётган мавзуга доир ёндашувлар ва услубий асослар яратила бошланди. Кейинчалик Европалик ва Осиёнинг қатор ривожланган давлатлари иқтисодчи олимлари томонидан корпоратив баҳолашнинг илмий-амалий жиҳатларига доир қатор тадқиқотлар амалга оширилган ва йиллар давомида такомиллаштириб келинмоқда. Булардан дастлабкиси, пул маблағларининг вақтлар бўйича қийматиға инфляцияон омилларни таъсири, уни миқдорий баҳолашнинг назарий ва амалий жиҳатларига доир тадқиқотлар олиб борган машҳур олим Франк Найт ҳисобланади. Франк Найт томонидан яратилган риск ва даромадлилик даражаси ўртасидаги боғлиқлик концепцияси кейинчалик олимлар томонидан такомиллаштириб борибди. Концепциянинг моҳияти шундан иборатки, бизнесдан олинган ҳар қандай даромад хажми ва бир вақтда юзага келадиган риск даражаси ўртасида тўғри пропорционаллик мавжуд бўлиб, яъни қутилаётган даромад хажми қанчалик кўп бўлса риск даражаси мос равишда шунчалик юқори бўлади ёки аксинча [2]. Уильям Шарп томонидан ишлаб чиқилган “Молиявий (капитал) активларни баҳолаш модели” (CAPM) молиявий менежментда акциядорлик капитал баҳосини аниқлашда муҳим ўрин эгаллайди. Мазкур модел, молиявий активнинг талаб қилинган миқдордаги даромадлигини

аниклашда ушбу молиявий активга бозор рисли таъсири даражасини аниклашни назарда тутди [3]. А.Дамодараннинг фикрига кўра, портфелни бошқаришда баҳолаш жараёни маълум маънода инвесторнинг инвестицион фалсафасига боғлиқ. Пассив инвестор учун баҳолаш жараёни портфелни бошқаришда минимал рол ўйнайди, актив инвестор учун эса аксинча. Шунинг учун инвестор учун алоҳида компаниянинг бозор баҳосини ҳисоблаб қарор қабул қилгандан кўра, портфел таркибидаги акцияларнинг бозор баҳоларини аниқлаб қарор қабул қилган ижобий натижага олиб келади [4].

Фундаментал баҳолаш усулларнинг умумий хусусияти (харажат, даромад, қиёсий) компаниянинг молиявий-хўжалик фаолияти ва унинг натижаларини ўрганишдир, бунда соф активлар, даромадлар, соф пул оқими ва фойдага алоҳида эътибор бериллади. Ушбу кўрсаткичлар акциядорлик жамиятининг бозор баҳосига ҳал қилувчи таъсир кўрсатади, деб прогноз қилинади [5]. Компания молиявий менежерлари томонидан самарали инвестицион қарорларни қабул қилиш, турли инвесторларнинг компаниялар инвестиция салоҳиятини аниқ баҳолаш ҳамда инвестиция лойиҳаларини муваффақиятли амалга оширишлари капитал ва бизнес қийматларнинг, энг аввало, компания капитал қийматининг тўғри баҳоланишига боғлиқ [6]. Бугунги кунда мамлакатимизда акциядорлик жамиятлари корпоратив бошқарув механизмни ривожлантириш борасида кўплаб ижобий ўзгаришларга эга бўлган бўлсада, бироқ халқаро амалиётда компаниялар истиқболлини прогноз қилишда кенг фойдаланиладиган корпоратив баҳолаш инструментларини жорий этишнинг амалдаги ҳолати бўйича ижобий ҳулосага келиш қийин. Айнан молиявий қарорлар қабул қилишда инвестицион рисклари баҳолаш, корпоратив баҳолаш механизмни муҳим элементларидан бири ҳисобланади [7].

Тадқиқот усуллари (Методология/Methodology).

Мақолани тайёрлаш жараёнида абстракт ва аналитик кузатиш, қиёсий ва омилли таҳлил, танланма кузатув, таққослаш, иқтисодий-статистик, диаграммаси ва аниқ муддатда каби усуллардан фойдаланилди.

Таҳлил ва натижалар (Анализ и результаты/ Analysis and results).

Таъкидлаш лозимки, корпоратив баҳолаш амалиёти кенг ва кўп қиррали илмий ёндашув бўлиб, биргина илмий мақола доирасида барча жиҳатларини қамраб олиб бўлмайди. Шунинг учун биз мазкур илмий мақола орқали акциядорлик жамиятларида молиявий риск даражасини баҳолашда фойдаланиладиган энг кичик квадратлар усули орқали олинган натижалар бўйича таҳлил ҳулосаларни баён этамиз.

Акциядорлик жамиятининг умумий молиявий риск даражасини аниклашда молиявий левераж коэффициентининг ўзгаришини активлар рентабеллигига миқдорий таъсири энг кичик квадратлар усули (Ordinary Least Squares-OLS) усулига асосланган полиноминал регрессия моделидан фойдаланилган. Мазкур модел орқали молиявий рискларнинг миқдорий даражасини аниқлашга доир натижаларни олишда қуйидаги жадвал маълумотларидан фойдаланилган (1-жадвал).

Жадвалда келтирилган кўрсаткичлардан фойдаланган ҳолда омилли таъсирларнинг регрессия тенгламасини қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$ROA = \beta_1 ROA + \beta_2 ML + \beta_3 SF + \beta_4 JA + \beta_5 AX + \beta_6 FX + e_i$$

Бу ерда: $\beta_1, \beta_2, \beta_3, \beta_4, \beta_5$ - коэффициентлар; e_i - тасоддий хатоликлар; ML-молиявий левераж; SF-соф фойда, JA-жами активлар, AX-амортизация харажатлари, FX-фоизлар бўйича харажатлар.

Регрессия моделида асосий ўзгарувчи сифатида ROA танлаб олинган бўлиб, бунда асосий ўзгарувчиларнинг активлар рентабеллигига таъсири аниқланади. Шунингдек, тадқиқотлар жараёнида активлар рентабеллигига танлаб олинган омилланинг таъсирини баҳолашда ўзгармас эффект моделидан (Fixed-effects model-FEE) фойдаланилган бўлиб, бунда танланган натижаларнинг умумий ўзгарувчига боғлиқлигини юқори аниқлик билан прогноз қилиш имконини беради. Эконометрик таҳлилнинг дастлабки босқичида ўзгарувчиларнинг таснифий статистикаси келтирилиб, бунда кузатувлар сони, ўзгарувчиларнинг ўртача миқдори, стандарт четланиш кўрсаткичи, уларнинг минимал ва максимал миқдори аниқлаб олинади. Регрессия таҳлилин аналга оширишдан аввал

ушбу кўрсаткичларни корреляцияси текширилган бўлиб, олинган натижа регрессион моделларда ўзгарувчиларнинг тўғри танлаш ҳамда пировард натижанинг аниқроқ бўлиш имкониятини яратади.

Юқорида муҳокама қилинган икки модел OLS ва Fixed Effects моделлари бўйича амалга оширилган регрессия натижалари 2-жадвалда келтирилган. Кўп омилли регрессия таҳлилида корреляция матрицасидан фойдаланиб “multicollinearity” муаммосига дуч келмаслик учун бир нечта моделларда фойдаланилган. OLS модели бўйича амалга оширилган регрессия натижаларига кўра молиявий левераж коэффициентини активларнинг рентабеллиги (ROA) га чизикли таъсир кўрсатади.

1-жадвал

Акциядорлик жамиятларининг молиявий левераж, активлар рентабеллиги ва бошқа молиявий кўрсаткичлари таҳлили (млрд.сўм)¹

Кўрсаткичлар	2017 й.	2018 й.	2019 й.	2020 й.	2021 й.	2022 й.
Ўзметкомбинат АЖ						
ROA	0,046	0,136	0,103	0,053	0,237	0,251
Молиявий левераж	1,34	1,22	1,28	1,44	1,57	1,96
Соф фойда	70,61	339,9	352,6	220,3	1471,5	1965,3
Жами активлар	1998,7	2994,8	3832,9	4426,1	7980,74	8632,51
Амортизация*	0,47	0,762	1,068	1,294	1,593	1,659
Фоизлар бўйича харажатлар	14,4	54,8	49,1	93,7	112,4	158,1
Кварц АЖ						
ROA	0,45	0,31	0,11	0,03	0,02	0,061
Молиявий левераж	0,16	0,04	0,4	1,56	1,92	1,15
Соф фойда	88,2	82,5	20,2	47,07	54,7	62,91
Жами активлар	232,4	318,5	439,7	916,5	986,2	1005,3
Амортизация	0,111	0,038	0,045	0,057	0,05	0,092
Фоизлар бўйича харажатлар	0,975	0,471	0,412	19,83	19,58	20,68
Жиззах пластмасса заводи АЖ						
ROA	0,391	0,144	0,071	0,004	0,014	0,051
Молиявий левераж	0,71	0,53	0,57	0,47	0,26	0,31
Соф фойда	11,9	6,7	4,7	0,21	0,71	1,2
Жами активлар	30,4	46,9	64,1	59,5	51,8	54,9
Амортизация	0,0031	0,0051	0,0062	0,0096	0,014	0,0196
Фоизлар бўйича харажатлар	0,421	0,633	1,1	2,5	0,951	1,103
Фарғона азот АЖ						
ROA	0,049	0,044	0,099	0,176	0,19	0,193
Молиявий левераж	0,94	0,48	0,42	0,25	0,152	0,189
Соф фойда	1,1	7,8	158,1	292,5	348,7	416,8
Жами активлар	2311,1	1764,4	1583,6	1656,2	1830,4	1989,8
Амортизация	0,253	0,178	0,369	0,335	0,434	0,514
Фоизлар бўйича харажатлар	72,9	6,05	3,65	5,14	2,04	3,21
Бекободцемент АЖ						
ROA	0,022	0,096	0,033	0,196	0,058	0,081
Молиявий левераж	0,408	0,267	0,493	0,241	0,237	0,301
Соф фойда	6,2	34,7	15,1	100,2	31,7	68,9
Жами активлар	277,7	361,2	454,7	508,9	545,8	602,3
Амортизация	0,0556	0,0629	0,0621	0,0621	0,0621	0,0986
Фоизлар бўйича харажатлар	4,082	4,87	7,63	6,94	3,49	4,59

* номоддий активлар билан боғлиқ харажатлар

Бунда кузатувлар бўйича олинган ўзгарувчиларнинг ўзаро боғлиқлиги узвий кетма-кетликда баҳоланган. Натижаларнинг статистик аниқлик даражаси 95 фоизни ташкил этади. Fixed Effects модели орқали олинган натижаларга кўра эса ҳар бир ўрганилувчи объект учун мос келувчи натижалар шакллантирилган яъни бунда қатъий равишда акциядорлик жамиятлари ҳамда йиллар кесимида омилланинг статистик таҳлили қўрилади. Бунда молиявий левераж

2-жадвал

Регрессия натижалари

Ўзгарувчилар	(1) OLS	(2) OLS	(3) Fixed Effects	(4) Fixed Effects	(5) Fixed Effects
Молиявий левераж	-0.0624** (0.0302)	-0.0672* (0.0356)	-0.0624* (0.0380)	-0.0816* (0.0420)	-0.0672 (0.0506)
Соф фойда (млрд.сўм)	0.000237*** (7.47e-05)	0.000181*** (1.88e-05)	0.000237** (0.000112)	0.000164** (8.25e-05)	0.000181** (7.93e-05)
Жами активлар (млрд.сўм)	-2.35e-05 (2.02e-05)		-2.35e-05 (2.59e-05)		
Фоизлар бўйича харажатлар (млрд.сўм)		-0.000645 (0.000500)			-0.000645 (0.00113)
Амортизация (млрд.сўм)				-0.0222 (0.0819)	
Constant	0.156*** (0.0342)	0.148*** (0.0338)	0.156*** (0.0298)	0.155*** (0.0302)	0.148*** (0.0319)
Кузатувлар сони	30	30	30	30	30
R-квадрат	0.283	0.269			
Акциядорлик жамиятлари сони			5	5	5

Robust стандарт хатоликлар қавсда (e) келтирилган

*** - аҳамиятликлик даражаси $p < 0.01$ (99%); ** - аҳамиятликлик даражаси $p < 0.05$ (95%); * - аҳамиятликлик даражаси $p < 0.1$ (90%)

коэффициентининг 1 бирликка ошиши активларнинг даромадлилик даражаси (ROA)ни 0,06 бирликка камайтиришини қўришимиз

мумкин, бунда ушбу акциядорлик жамиятларида молиявий левераж коэффициенти юқори ҳамда уларнинг ўз қарз капитали миқдорининг оширилиши активларининг даромадлилик даражасини камайтиришга олиб келади.

Эконометрик таҳлил натижасида олинган хулосалар келгусида акциядорлик жамиятлари томонидан истикболли стратегияларни ишлаб чиқишда муҳим ҳисобланиб, молиявий менежерлар томонидан инвестицион қарорлар қабул қилишда фойдаланилади. Молиявий рискларни бошқариш тизими акциядорлик жамиятлари томонидан танланган ривожланиш стратегиясига мос келувчи умумий тамойиллар, мезон ва ёндашувларга асосланиши лозим. Бошқарув тизимини бундай тартибда ишлаб чиқиш, акциядорлик жамиятига максимал фойда олиб келувчи рискларни бошқариш учун асосий кучларни бир жойга йиғиш, акциядорлик жамият қабул қилиши мумкин бўлган рискларни меъёрий ҳажмини аниқлаш ҳамда рискларни бошқариш учун зарур бўладиган молиявий ресурсларни ажратиш имкониятини беради. Ўз навбатида айтиш керакки, молиявий рискларни бошқариш, бошқаришни тежамкорлиги ҳамда рискларни ўтказиш (тақсимлаш) имкониятини ҳисобга олиш каби муҳим тамойилларга ҳам таяниши лозим.

Хулоса (Заключение, Conclusion).

Сўнгги йилларда компанияларнинг инвестицион фаоллигини ошиб бориши билан бирга лойиҳаларни иқтисодий самарадорлигини баҳолашга қўйиладиган талабларнинг мукаммаллашиб бораётганлиги, Ўзбекистонни халқаро суверен кредит рейтингини олиши, йирик тижорат банклари ва компанияларнинг халқаро фонд бозорларининг фаол иштирокчиларига айланиб бораётганлиги шароитида инвестицион портфелни самарали бошқариш ва баҳолаш амалиётини тадқиқ этиш, соҳадаги фойдаланилмаётган имкониятларни ўз вақтида аниқлаш ҳамда буларни бартараф этиш юзасидан тадқиқотлар олиб борилиши долзарб ҳисобланади. Мамлакатимизда акциядорлик жамиятларини молиявий ҳисоботнинг халқаро стандартларига ўтказишни жадаллаштириш

билан бир вақтда корпоратив баҳолаш жараёнларини акциядорлик жамиятлари амалиётига жорий этиб бориш албатта, истикболда кутилган натижаларга олиб келади.

Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент механизмининг такомиллаштиришда молиявий менежментнинг замонавий инструментларидан (халқаро методлар, моделлар, эконометрик усуллар, фундаментал таҳлил воситалари) фойдаланиш муҳим аҳамият касб этади. Мазкур йўналишда акциядорлик жамиятлари орасида молия сектори етакчилик қилаётган бўлсада, реал сектор корхоналари, хусусан, устав капиталида давлат улуши бўлган аксарият акциядорлик жамиятлари амалиётида фойдаланиш тенденциялари пастлигича сакланиб қолмоқда. Бу эса «Давлат иштирокидаги корхоналарни ислоҳ қилишни жадаллаштириш» бўйича қабул қилинган дастурларнинг самарали ижросини таъминлаш заруратини намоён этмоқда.

Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2021 йил 29 мартдаги 166-сон “2021-2025 йилларда давлат иштирокидаги корхоналарни бошқариш ва ислоҳ қилиш стратегиясини тасдиқлаш тўғрисида”ги Қарори асосида ишлаб чиқилган Стратегияга халқаро тажрибалардан келиб чиққан ҳолда “Акциядорлик жамиятлари молиявий-иқтисодий аҳволини акс эттирувчи кўрсаткичлар” каторига, инвестицияларнинг риск ва даромадлилик даражасини баҳоловчи кўрсаткичларни киритиш мақсадга мувофиқ. Бунинг натижасида инвестор акциядорлик жамиятига киритаётган сармоясининг иқтисодий самарадорлигини аниқлашдан ташқари ҳар бир олинadиган бирлик молиявий натижага тўғри келадиган риск даражасини баҳолай олиши мумкин бўлади. Мазкур жараёнларни тартибга солиш ва назорат амалга ошириш ваколатини Капитал бозорини ривожлантириш департаментига бириктириш мақсадга мувофиқ деб ҳисоблаймиз.

References:

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2022 йил 17 январдаги “Капитал бозорини қўллаб-қувватлашнинг самарали механизмларини жорий этишга доир қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида”ги ПҚ-90 сонли қарори.
2. Найт Ф.Х. Риск, неопределенность и прибыль/Пер. с. англ. – М.: Дело, 2003 – 360 с.
3. Ryuta Sakemoto. The long-run risk premium in the intertemporal CAPM: International evidence, Journal of International Financial Markets, Institutions and Money, Volume 89, 2023, 101854, ISSN 1042-4431, <https://doi.org/10.1016/j.intfin.2023.101854>.
4. Damodaran, A. Valuation approaches and metrics: A survey of the theory and evidence//Foundations and Trends in Finance Volume 1, Issue 8, 2007, Pages 693-784.
5. Коваленко А.В. и др. Показатели и методы оценки бизнеса и инструментов фондового рынка. Научный журнал НИУ ИТМО. Серия Экономика и экологический менеджмент № 1, 2019
6. Худойкулов, Х. (2021). КАПИТАЛ ҚИЙМАТНИ БАҲОЛАШНИНГ ЗАМОНАВИЙ УСУЛЛАРИ. Iqtisodiyot Va ta'lim, (6), 110–116. https://doi.org/10.55439/ECED/vol_iss6/a290
7. Нёзматуллаевич Ҳ. О. МОЛИЯВИЙ МЕНЕЖМЕНТ ТИЗИМИДА ИНВЕСТИЦИОН РИСКЛАРНИ БАҲОЛАШНИНГ МЕТОДОЛОГИК ЖИҲАТЛАРИ //Экономика и финансы (Узбекистан). – 2020. – №. 2 (134). – С. 66-74.
8. www.new.openinfo.uz - Ўзбекистон Республикаси Истикболли лойиҳалар миллий агентлиги корпоратив ахборот ягона портали
9. www.imv.uz - Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва молия вазирлигининг расмий веб-сайти
10. www.cbu.uz – Ўзбекистон Республикаси Марказий банкни расмий веб-сайти