

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ
ХУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХУДОЙҚУЛОВ ХУРШИД ХУРРАМОВИЧ

АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИНГ КАПИТАЛ
ҚИЙМАТИНИ БАҲОЛАШНИНГ МЕТОДОЛОГИК
АСОСЛАРИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ

08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит»

Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ

Тошкент – 2021

Фан доктори (DSc) диссертацияси автореферати мундарижаси

Оглавление автореферата докторской (DSc) диссертации

Contents of the Doctoral (DSc) Dissertation Abstract

Худойкулов Хуршид Хуррамович

Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш..... 3

Худойкулов Хуршид Хуррамович

Совершенствование методологических основ оценки стоимости капитала акционерных обществ 37

Худойкулов Хуршид Хуррамович

Improving the methodological foundations for valuation the cost of capital of joint-stock companies 71

Эълон қилинган ишлар рўйхати

Список опубликованных работ

List of published works 76

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ
ХУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ
DSc.03/10.12.2019.I.16.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

ХУДОЙҚУЛОВ ХУРШИД ХУРРАМОВИЧ

**АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИНИНГ КАПИТАЛ
ҚИЙМАТИНИ БАҲОЛАШНИНГ МЕТОДОЛОГИК
АСОСЛАРИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

08.00.07 – «Молия, пул муомаласи ва кредит»

**Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси
АВТОРЕФЕРАТИ**

Тошкент – 2021

Фан доктори (DSc) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида B2020.2.DSc/Iqt237 рақам билан рўйхатга олинган.

Диссертация Тошкент давлат иқтисодиёт университетида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (Ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифаси (www.tsue.uz) ва «ZiyoNet» ахборот таълим портали (www.ziyo.net) манзилига жойлаштирилган.

Илмий маслаҳатчи: Мустафулов Шерзод Игамбердиевич
иқтисодиёт фанлари доктори, доцент

Расмий оппонентлар: Ғуломов Саидахрор Саидахмедович
иқтисодиёт фанлари доктори, академик

Саттаров Одилжон Бердимуратович
иқтисодиёт фанлари доктори, доцент

Рахматов Хасан Ўткирович
иқтисодиёт фанлари доктори

Етакчи ташкилот: Ўзбекистон Республикаси Президенти ҳузуридаги
Давлат бошқаруви академияси

Диссертация ҳимояси Тошкент давлат иқтисодиёт университети ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc.03/10.12.2019.1.16.01 рақамли илмий кенгашнинг 2021 йил «24» Июль куни соат 10⁰⁰ даги мажлисида, бўлиб ўтади. Манзил: 100066, Тошкент шаҳри, Ислон Каримов кўчаси, 49-й. Тел.: (0 371) 239-28-71, факс: (0371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

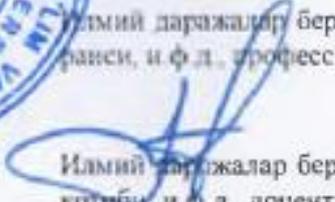
Диссертация билан Тошкент давлат иқтисодиёт университети Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (1025 рақам билан рўйхатга олинган). Манзил: 100066, Тошкент шаҳри Ислон Каримов кўчаси, 49-уй. Тел.: (0371) 239-28-71, факс: (0 371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

Диссертация автореферати 2021 йил «10» Июль куни тарқатилди.

(2021 йил «10» Июль рақамли реестр баенкомаси)




Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш
раиси, и.ф.д., профессор


Илмий даражалар берувчи илмий кенгаш
котиби, и.ф.д., доцент


Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш
ҳузуридаги илмий семинар раиси, и.ф.д.,
доцент

КИРИШ (фан доктори (DSc) диссертацияси аннотацияси)

Диссертация мавзунинг долзарблиги ва зарурлиги. Жаҳонда кейинги йилларда рўй бераётган COVID-19 пандемияси оқибатида йирик компанияларнинг инвестиция оқимларида аҳамиятли ўзгаришлар кузатилиб, ўз навбатида акциядорлик жамиятлари капитал қийматининг барқарорлигига ўзининг турли йўналишлардаги таъсирини кўрсатмоқда. Натижада ҳозирги шароитда «компаниялар капитал қийматини баҳолашнинг замонавий усуллари жорий қилиш, молиявий активларни баҳолаш модели ҳамда капиталнинг ўртача тортилган қиймати ва унинг оқилона таркибини аниқлаш тақозо этилмоқда»¹. 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. Хусусан, «2020 йилда АҚШдаги компаниялар капитал қийматидан кутилаётган даромад 4,34 фоизни, Европада 4,56, Японияда 4,25, Хитойда 4,69, Ҳиндистонда 6,23 фоизни ташкил этган»². Бу эса, ўз навбатида, мазкур мамлакатлардаги компанияларнинг бизнес қийматини, инвестицион лойиҳаларни амалга ошириш ва инвестиция салоҳияти даражаларини аниқлашда компания капитали қийматини баҳолашнинг оптимал усулидан фойдаланиш зарурлигини намоён этади.

Жаҳоннинг йирик компанияларида капитални жалб қилиш, йирик лойиҳалар бўйича инвестицион қарорлар қабул қилишда капитал қийматини баҳолашнинг илмий-услубий асосларини такомиллаштиришга йўналтирилган илмий тадқиқот ишлари амалга оширилмоқда. Жумладан, акциядорлик жамиятлари капитали қийматини баҳолашнинг замонавий усуллари жорий қилиш, капиталга таъсир қилувчи тизимли ва тизимсиз рисклар асосида капиталнинг левереж қийматини тўғри аниқлаш, хусусий ва қарз капиталини инобатга олган ҳолда капиталнинг ўртача тортилган қийматини ҳисоблаш, чегирмавий пул оқимларини прогноз қилиш орқали капиталнинг терминал қийматини аниқлаш, мамлакат rischi учун мукофот (country risk premium) ва дефолт спред рискларини (default spread risk) ҳисобга олиш асосида компаниянинг қарз капиталини ҳисоблаш, рисксиз активлар даражаси ҳамда капитал rischi учун мукофотни (equity risk premium) инобатга олган ҳолда капиталдан кутилаётган даромадни аниқлаш бу борадаги илмий тадқиқотларнинг асосий йўналишлари ҳисобланади.

Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш масалалари, жумладан, «баҳолаш фаолиятининг ягона ахборот платформасини яратиш, баҳолаш фаолияти тўғрисидаги долзарб, ҳаққоний ва доим янгиланувчи шаффоф ахборотнинг ошқоралиги ва очиқлигини таъминлаш»³га

¹ <https://home.kpmg/de/en/home/insights/2020/10/cost-of-capital-study-2020.html>

² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

³ Ўзбекистон Республикаси Президентининг фармони 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини «Ёшларни қўллаб-қувватлаш ва аҳоли саломатлигини мустаҳкамлаш йили»да амалга оширишга оид Давлат дастури тўғрисида»даги фармони ПФ-6155-сон, 2021 йил 3 февраль.

алоҳида эътибор қаратилмоқда. Мазкур вазифаларнинг изчил ва самарали бажарилиши мамлакатда капитал бозорини ривожлантириш, унинг иқтисодийдаги улушини ҳамда инвестицияларни жалб этишдаги салмоғини сезиларли даражада ошириш, шунингдек йирик акциядорлик жамиятларининг инвестиция лойиҳаларини амалга оширишда, инвестиция лойиҳаларини ва инвестиция қарорларини қабул қилишда, акциядорлик жамиятларининг капитали ҳамда бизнес қийматларини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари методологияларидан фойдаланиш, баҳолаш фаолияти ягона ахборот платформасини шакллантириш, компаниялар капитали қийматини баҳолашнинг замонавий усулларида фойдаланиш учун ҳар томонлама имкон яратади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 24 апрелдаги ПФ-4720-сон «Акциядорлик жамиятларида замонавий корпоратив бошқарув услубларини жорий этиш чора-тадбирлари тўғрисида», 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича ҳаракатлар стратегияси тўғрисида», 2018 йил 22 январдаги ПФ-5308-сон «Фаол тадбиркорлик, инновацион ғоялар ва технологияларни қўллаб-қувватлаш йили»да амалга оширишга оид Давлат дастури тўғрисида», 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207-сон «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги фармонлари, 2015 йил 21 декабрдаги ПҚ-2454-сон «Акциядорлик жамиятларига хорижий инвесторларни жалб қилиш борасидаги қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида», 2019 йил 1 июлдаги ПҚ-4381-сон «Баҳолаш фаолиятини янада такомиллаштириш ҳамда паст рентабелли ва фаолият юритмаётган давлат иштирокидаги корхоналарни сотиш механизмларини соддалаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги қарорлари ва бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда мазкур диссертация иши муайян даражада хизмат қилади.

Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги. Мазкур диссертация тадқиқоти республика фан ва технологиялари ривожланишининг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодий шакллантириш» устувор йўналишига мувофиқ ҳолда бажарилган.

Диссертация бўйича хорижий илмий-тадқиқотлар шарҳи⁴. Акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш бўйича тадқиқотлар жаҳоннинг етакчи олий таълим муассасалари, илмий марказлари ва нуфузли халқаро молия-кредит ташкилотлари, жумладан, Harvard University, Duke University, World Bank, IMF, New York University, University of Chicago (АҚШ), Oxford University, University of Manchester, University of Leeds, London school of Economics (Буюк Британия),

⁴ Диссертация мавзуси бўйича хорижий илмий тадқиқотлар шарҳи <https://www.harvard.edu/>; <https://duke.edu/>; <https://www.worldbank.org/>; <http://www.manchester.ac.uk/>; <https://www.duffandphelps.com/>; <https://www.imf.org/>; <https://www.nyu.edu/>; <https://www.fcm.uni-hannover.de/en/>; <http://www.uchicago.edu/>; <http://www.ox.ac.uk/>; <http://www.leeds.ac.uk/>; <https://www.uni-mannheim.de/>; <http://www.lse.ac.uk/>; <https://www2.deloitte.com/>; <https://www.ey.com/>; <https://www.afponline.org/>; <https://www.kuleuven.be/>; <https://www.mckinsey.com/>; <https://www.pwc.com/>; <https://home.kpmg/>; <https://www.soas.ac.uk/>; <https://www.unisg.ch/>; <https://www.iese.edu/>; <http://tsue.uz/>; <https://tfi.uz/>; <https://rgsbm.uz/> ва бошқа манбалар асосида тайёрланган.

Deloitte, Ernst & Young (EY), and Price water house Coopers (PwC), Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG), Duff & Phelps, SOAS University of London, Association for Financial Professionals (AFP), McKinsey & Company, Institute of Finance and Commodity Markets (Германия), KU Leuven(Белгия), University of Stirling (Англия), University of Mannheim (Германия), St. Gallen Business School, IESE Business, Тошкент давлат иқтисодиёт университети, Тошкент молия институти, Бизнес ва тадбиркорлик олий мактаби (Ўзбекистон) каби олий ўқув юртлари томонидан амалга оширилмоқда.

Дунёда амалга оширилган илмий тадқиқотлар натижасида акциядорлик жамиятининг капитал қийматини баҳолаш бўйича қўйидаги илмий натижалар олинган, жумладан: компаниялар капитал қийматини баҳолашда молиявий активларни баҳолаш моделидан ва капиталнинг ўртача тортилган қиймати моделидан фойдаланиш бўйича таклифлар ишлаб чиқилган (Harvard University); капиталдаги риск билан даромад ўртасидаги боғлиқликнинг эмпирик услубиёти ишлаб чиқилган ва капитал қийматининг бозор баҳоси – бета (β) коэффиценти билан даромаднинг боғлиқлигини қайта кўриб чиқиш тавсия этилган (University of Mannheim); ривожланаётган мамлакатларда иқлим ўзгаришининг капитал қийматига таъсирини баҳолаш модели ишлаб чиқилган (SOAS University of London); COVID-19 коронавирус пандемияси давомида пул оқимларининг прогнози орқали капитални баҳолаш ҳамда чегирмавий пул оқимларини инобатга олган ҳолда капитал rischi учун мукофотни ҳисоблаш бўйича услубиёт ишлаб чиқилган (Duff & Phelps); иқлим ўзгаришини акциянинг даромадига таъсири бўйича стохостик модел ишлаб чиқилган (University of Chicago); капиталнинг ўртача тортилган қиймати акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашда дисконт ставка сифатида фойдаланиш бўйича таклифлар ишлаб чиқилган (St. Gallen Business School); компанияларнинг капитал қийматини ҳисоблашда терминал қиймат, мамлакат rischi учун мукофот ва дефолт риск учун мукофот кўрсаткичларини ҳисобга олган ҳолда баҳолаш модели ишлаб чиқилган (New York University); чегирмавий пул оқимлари орқали компанияларнинг капитал қийматини баҳолашнинг ўнта муқобил усуллари ишлаб чиқилган (IESE Business School).

Дунёдаги олий таълим муассасалари, илмий марказлари ва нуфузли халқаро молия-кредит ташкилотларида акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг назарий-методологик, услубий ва иқтисодий-ҳуқуқий асосларини такомиллаштириш бўйича қатор устувор йўналишларда тадқиқотлар олиб борилмоқда, жумладан: акциядорлик жамиятини капитал таркибини оптималлаштириш механизмини такомиллаштириш; чегирмавий пул оқимлари орқали капитал қийматини баҳолаш моделини ишлаб чиқиш; мультипликатор коэффицентлар орқали капитал қийматни баҳолаш услубиётини такомиллаштириш; капитал қийматини баҳолашда кумулятив (BUM) моделини ишлаб чиқиш; капиталнинг реал қийматини баҳолашда капитал активларини баҳолаш моделларини ишлаб чиқиш; даромад усулидан фойдаланган ҳолда капитал активларни баҳолаш методини такомиллаштириш; чегирмавий пул оқимлари моделлари орқали капиталнинг жорий терминал қийматини аниқлаш методини ишлаб чиқиш; дивиденд дисконт ва эркин пул

оқимлари усули орқали капитал қийматни баҳолаш механизмининг замонавий моделини ишлаб чиқиш; капитал таркибини танлашда рискни ҳисобга олган ҳолда баҳолаш моделини ишлаб чиқиш.

Муаммонинг ўрганилганлик даражаси. Акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашнинг илмий-назарий, услубий ва амалий муаммолари Ф.Модильяни, М.Миллер, Р.Ҳамада, Ж.Штиглиц, С.Майерс, Н.Майлуф, О.Блажевич, Н.Кирильчук, Х.Аскар, Н.Малеки, С.Масуд, Ж.Бирман, П.Крюгер, П.Фернандес, А.Дамодаран, С.Каплан, Р.Рубак, Ж.Лю, Д.Ниссим, Ж.Томас, М.Раҳман, А.Шамсуддин, В.Бадги, Ш.Тадкод каби хорижлик иқтисодчи олимларнинг илмий тадқиқот ишларида ўзига хос тарзда тадқиқ этилган ҳамда капитал қийматини баҳолаш методологиясини такомиллаштириш ва баҳолаш билан боғлиқ мавжуд муаммолар ёритилган⁵. Жумладан, Модильяни ва Миллер капитал таркибини аниқлаш ва қийматини баҳолаш назариясида реал иқтисодиётга таъсир қилувчи солиқлар, банкротлик, нобарқарор капитал бозори, инфляция каби омилларни инобатга олмаган ҳолда капиталнинг қийматини баҳолаш ва капитал таркибини аниқлаш назариясига асос солинган. Уларнинг назариясига кўра, капиталнинг оқилона таркибини аниқлашда хусусий капитал билан қарз капитали таркибининг боғлиқлик масалалари кўриб чиқилади. Хусусан, П.Фернандес илмий изланишлари натижасида корхона қарз капиталининг баланс қийматига муддати ўтган солиқлар таъсир кўрсатишини, лекин қарз капитали бозор қийматига боғлиқ эмаслигини исботлаб берган. А.Дамодаран компаниянинг капитал қийматини баҳолашни қарз ва хусусий капитал қийматини ҳисобга олган ҳолда амалга оширган. У бошқа тадқиқотчилардан фарқли ўлароқ, дефолт рискни ўз эътиборининг диққат марказидан четда қолдирмаган. Шунингдек, у хусусий капитал миқдорини аниқлашда корхона капиталидаги хусусий капиталнинг

⁵ Modigliani F., Miller M.H. (1958). «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment». The American Economic Review, Vol. 48, No. 3 pp.261-97.; Hamada R (1969) «Portfolio analysis, market equilibrium, and corporate finance» The Journal of Finance, Vol. 24, No. 1. pp. 13-31.; Stiglitz, Joseph E, (1969). «A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem» American Economic Review, American Economic Association, Vol. 59, No. 5 pp. 784-793.; Myers, S., and N.S. Majluf, (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information. Those Investors Do Not Have» Journal of Financial Economics Vol. 13, No.2 pp.187-221.; Fama E., French K. (2002) «Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt» The Review of Financial Studies Vol. 15, No. 1, pp. 1-33.; О.Г.Блажевич, Н.А.Кирильчук «Модели оценки стоимости капитала» Научный вестник: Финансы, банки, инвестиции – 2016 – №3 ст.47-52.; Hosein Asgari Alouj, Nahid Maleki Nia, Seyed Hassan Masoud and Sajjadian Amiri (2012). «The Effect of Systematic Risk on Cost of Capital determinants Applying CAPM Model: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE)», Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 6(10): 180-188.; Bierman, J. H. (1993). «Capital budgeting in 1992: a survey» Financial Management, 22(3):24.; Kruger, P., Landier, A. and Thesmar, D. (2011). «The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate», available at: <http://ssrn.com/abstract=1764024>.; Fernandez, P. (2003). «Equivalence of Ten Different Methods for Valuing Companies by Cash Flow Discounting». EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=367161>.; Fernandez, P. (2010). «WACC: Definition, Misconceptions and Errors». Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1620871>.; Damodaran, A. (2006). «Investment Valuation». New York: McGraw-Hill pp-710.; Damodaran, A. (2012). «Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset». Wiley; 3 editions, pp.992.; Kaplan, S.,and Ruback, R. 1995. «The valuation of cash flow forecasts»: An empirical analysis. The Journal of Finance, Vol. 56, No. 4, pp.1059-1093.; Liu, J., Nissim, D., and Thomas, J. (2007). «Is Cash Flow King in Valuations»? Financial Analyst Journal, Vol 63, Issue 2, pp.56-65.; Rahman, M. L., and Shamsuddin, A. (2019). «Investor sentiment and the price-earnings ratio in the G7 stock markets». Pacific-Basin Finance Journal, 55, 46-62.; Vaibhav, B and Shweta, T. (2019). «A Study on Relative Valuation with Reference IPO Valuation in Dairy Industry». International Journal of Latest Technology in Engineering, Management & Applied Science, Vol 8, Issue 1, pp.58-66.

улушини назарда тутган. Қарз капитали миқдорини топишда эса, корхона капиталида қарз капиталининг улушини инобатга олган.

Акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашнинг назарий, услубий ва амалий жиҳатлари ўзбекистонлик иқтисодчи олимлар, Ш.Мустафакулов, А.Бурханов, Р.Карлибаева, Х.Қурбонов, У.Бурхонов, Б.Ходиев, Б.Беркинов, А.Кравченко, О.Ҳамдамов, Б.Тошмуродова, С.Элмирзаев, М.Эшов, Ш.Шоҳазамий, М.Хамидулин, Н.Каримов ва бошқалар томонидан ҳам ўзига хос тарзда амалга оширилган⁶.

Чунончи, Б.Ходиев, Б.Беркинов ва А.Кравченколарнинг тадқиқотида корхона бизнес қийматини аниқлашда даромад, харажат ва сотувларни қиёслаш ёндашувларининг асосий ҳисоблаш алгоритмлари усулларидан фойдаланган ҳолда корхонанинг капитал қийматини баҳолаш усулларига эътибор қаратилган. Уларнинг тадқиқотларида даромад усулида бизнесни баҳолашда дисконтланган пул оқимлари, капиталашув ва харажатлар усулларидан фойдаланиш тавсия қилинган. Ушбу олимлар капитални баҳолашда даромад усулидан асосан дисконтланган пул оқимлари, нақд пулларни ҳисоблаш, дисконт ставкасини аниқлаган ҳолда компанияларнинг капитал қийматини баҳолаш ёндашувларини изоҳлаган.

А.Бурханов ва О.Ҳамдамовнинг ёндашувига кўра, капиталнинг ўртача тортилган қийматини ҳисоблашда асосан лойиҳаларга сармоя киритиш, инвестиция бўйича кутилаётган даромадни дисконтлашда ва компаниянинг капитал қийматини аниқлашда фойдаланилади. Б.Тошмуродова, С.Элмирзаев ва Н.Турсунова капиталнинг ўртача тортилган қийматини корпоратив тузилмаларда умумий капиталнинг бир-биридан фойдаланиш учун сарфланган харажатлар миқдорини ўзида ифодаланишини назарда тутган.

Акциядорлик жамиятининг фундаментал қийматини бошқариш борасида тадқиқот олиб борган М.Эшовнинг фикрига кўра, корхонанинг ички қийматини аниқлашда қарз капитали қийматига эътибор қаратиш лозим. Чунки, қарз капитали ички қийматга тўғридан-тўғри таъсир қилади. Шу боисдан, қарз капитал қийматини баҳолашда акциядорлик жамиятларининг рентабеллик кўрсаткичларини ҳам инобатга олиш лозим, деб таъкидлаган.

⁶ Mustafakulov Sh.I. Verifying capital asset pricing model in greek capital market. *Central European Review of Economics & Finance* Vol. 7, No. 1(2015), pp. 5-16.; Мустафакулов Ш.И. Ўзбекистонда инвестицион муҳит жозибadorлигини оширишнинг илмий-услубий асосларини такомиллаштириш. Автореферат, Т., 2007, 26 б.; Бурханов А.У., Ҳамдамов О.Н. Молиявий менежмент. Дарслик. – Т.: «Инновацион ривожлантириш нашриёт-уйи», 2020. 240-241-б.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари. Автореферат, Т, 2018, 30 б.; Қурбонов Х. Корпоративные финансы. Тошкент «Иқтисод-Молия», 2007, с.40.; Burkhanov U., Khudaykulov Kh. (2013). Investment valuation in emerging markets: opportunities & specific factors. «Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар» илмий электрон журнали. № 7, pp 1-9.; Ходиев Б.Ю., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н. Бизнес қийматини баҳолаш. Ўқув қўлланма. – Тошкент: Фан, 2006, 228 б.; Тошмуродова Б.Э., Элмирзаев С.Е., Турсунова Н.Р. Молиявий менежмент. Дарслик. – Т.: ТМИ, 2017. 145 б.; Elmirezayev S. va boshq. Moliya bozori. Darslik. – Т.: «Iqtisod-moliya», 2019. – 324 b.; Toshmurodova B., Elmirezayev S., Tursunova N. Moliyaviy menejment. Darslik. – Т.: «Iqtisod-moliya», 2017. – 325 b; Эшов М. Корхонанинг фундаментал қийматини бошқариш: назария ва амалиёт. Монография.-Т.: «Манавият», 2020.-200 б.; Шоҳазамий Ш.Ш. Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик. – Т., ТМИ. 2012, 178 б.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008, – 204 с.; Каримов Н.Ф., Хожиматов Р.Х. Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш. Дарслик. – Т.: ТДИУ, 2011, 771-787 б.

Юқорида қайд этиб ўтилган иқтисодчи олимларнинг илмий изланишларида акциядорлик жамиятлари активлари қийматини баҳолаш масалалари назарий жиҳатдан ёритиб берилган бўлсада, бироқ мамлакатимиз акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда таъсир этувчи турли омилларни инобатга олган ҳолда баҳолаш бўйича етарлича ўрганилмаганлиги, шунингдек, рисксиз активларни ҳисобга олган ҳолда капиталдан кутилаётган даромадни аниқлаш ҳамда капиталнинг ўртача тортилган қиймати ва капиталнинг жорий терминал қийматини аниқлаш бўйича комплекс илмий изланишлар олиб борилмаганлиги мазкур тадқиқот мавзусининг танланишига асос бўлди.

Диссертация мавзусининг диссертация бажарилган олий таълим муассасаси илмий тадқиқот ишлари билан боғлиқлиги. Диссертация тадқиқоти Тошкент давлат иқтисодиёт университети илмий-тадқиқот ишлари режасига мувофиқ №ФМ-1 «Ўзбекистонда ижтимоий-иқтисодий ривожланишнинг макроиқтисодий барқарорлиги ва прогнозлаштирилишини таъминлашнинг илмий-услубий асослари ва услубиятларини такомиллаштириш», №20170928535 «Ўзбекистонда инвестиция фондлари-нинг ўзига жалб этиш механизмини ишлаб чиқиш» (2017-2020 йй.) мавзусидаги амалий тадқиқот лойиҳалари билан боғлиқ ҳолда бажарилган.

Тадқиқотнинг мақсади акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг замонавий ёндашувларидан фойдаланиш ҳамда методологик асосларини такомиллаштириш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

Тадқиқотнинг вазифалари:

акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг илмий-назарий асосларини тадқиқ этиш;

акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланишнинг илмий-услубий аҳамиятини ёритиб бериш;

ривожланган мамлакатлардаги акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг прогрессив усуллари имкониятларини аниқлаш;

ривожланган мамлакатларда капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулларидан фойдаланишнинг ўзига хос жиҳатларини асослаш;

акциядорлик жамиятларининг қарз капитали қийматини баҳолашнинг замонавий усул ва воситаларини тадқиқ қилиш;

Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг методологияси билан боғлиқ бўлган муаммоларни аниқлаш ва уларни бартараф этиш йўллари очиқ бериш;

акциядорлик жамиятларининг капитал қийматига таъсир этувчи омилларни аниқлаш ва уларни эконометрик моделлаштириш асосида аниқ илмий натижага эришиш;

чегирмавий пул оқимлари орқали акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш усулини татбиқ этиш истиқболларини ишлаб чиқиш.

Тадқиқотнинг объекти сифатида Ўзбекистон Республикасида фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш жараёни олинган.

Тадқиқотнинг предметини акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш жараёнида юзага келувчи иқтисодий муносабатлар ташкил этади.

Тадқиқотнинг усуллари. Тадқиқотда эмпирик, иқтисодий-математик моделлаштириш, статистик маълумотларни гуруҳлаш, қиёсий таҳлил, танлама кузатув, панель корреляцион ва регрессион таҳлил усулларидан фойдаланилган.

Тадқиқотнинг илмий янгилиги қуйидагилардан иборат:

«капитал активларни баҳолаш», «капиталнинг ўртача тортилган қиймати» ва «акциядорлик жамиятининг капитал қиймати» каби тушунчаларга кенгайтирилган ҳолда ёндашув ҳамда капитал қийматини баҳолаш мазмунига устунлик берилган муаллифлик таърифлари таклиф этилган;

акциядорлик жамияти капиталига киритилган инвестициянинг пул оқимларини дисконт ставкасини аниқлашда капиталнинг ўртача тортилган қиймати (WACC) усули орқали аниқлаш таклифи ишлаб чиқилган;

акциядорлик жамиятининг хусусий капитали пул оқимини дисконт ставкасини капитал активларини ҳисоблаш (CAPM) усулидан фойдаланган ҳолда баҳолашнинг мақсадга мувофиқлиги асосланган;

акциядорлик жамиятларининг акцияларини IPO ва SPO йўли билан тақсимлашда андеррайтер томонидан мультипликатор коэффициентлари орқали акциянинг реал қийматини белгилаш таклифи асосланган;

акциядорлик жамиятларида акциядорлар манфаатларини ҳимоя қилиш ва инвестициявий жозибadorликни оширишга хизмат қиладиган дивиденд сиёсатини юритиш тартиби ишлаб чиқилган;

акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини панель регрессион эконометрик модель асосида 2023 йилга қадар прогноз баҳолаш кўрсаткичлари аниқланган.

Тадқиқотнинг амалий натижаси қуйидагилардан иборат:

акциядорлик жамияти капитал тузилишининг оқилона даражасини аниқлаш, жумладан, хусусий капитал ва жалб қилинган капиталнинг ўзаро нисбатига қараб, хусусий ва жалб қилинган капиталнинг дисконтланган пул оқимларини аниқлаш усули ишлаб чиқилган;

акциядорлик жамиятининг хусусий капиталдан кутилаётган дисконтланган пул оқимлари бўлиб, унда рисксиз активлар билан бозор rischi учун мукофот ҳамда тизимсиз riskни инобатга олиш асосланган;

мультипликатор коэффициентлар ва дисконт пул оқими моделидан фойдаланган ҳолда акциядорлик жамияти акциялари бозор қийматини ҳамда капитал қийматини баҳолаш тавсия этилган;

акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда даромад усулидан фойдаланиш имконияти яратилган. Шу билан бирга, чегирмавий дивиденд ва чегирмавий пул оқимларидан фойдаланиш, тўланадиган дивиденд ва дивиденд

фоизлари орқали капиталнинг реал қийматини аниқлаш илмий-назарий жиҳатидан асослаб берилган;

акциядорлик жамиятининг қийматига таъсир қилувчи омилларини баҳолашда эконометрик таҳлиллар амалга оширилган ва омилларнинг таъсирчанлик даражаси аниқланган.

Тадқиқот натижаларининг ишончилиги. Тадқиқот натижаларининг ишончилиги етакчи иқтисодчи олимларнинг акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолаш бўйича илмий-назарий фикрларини қиёсий ва танқидий таҳлил қилиш, илғор хориж тажрибасини ўрганиш ҳамда умумлаштириш, капитал қийматини баҳолаш эксперт натижалари ҳамда миллий ва халқаро нуфузли ташкилотларнинг расмий манбаларига асосланганлиги, жумладан, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги, «Тошкент» Республика фонд биржасининг статистик маълумотлари, Корпоратив ахборот ягона портали ва акциядорлик жамиятлари статистик маълумотларига асосланиб жараёни таҳлил қилиш орқали илмий-назарий хулосалар қилинганлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти. Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш орқали мамлакат капитал бозорини ривожлантириш, унинг иқтисодиётдаги улушини ҳамда инвестицияларни жалб этишдаги салмоғини сезиларли даражада ошириш, компаниялар капитали қийматини баҳолаш бўйича замонавий усуллардан фойдаланишнинг назарий-методологик ва услубий асосларини ишлаб чиқиш, улардан махсус илмий тадқиқотларни амалга оширишда фойдаланиш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг амалий аҳамияти ягона миллий баҳолаш стандартини ишлаб чиқишда фойдаланиш, шунингдек, баҳолаш фаолиятини янада такомиллаштириш ҳамда паст рентабелли ва фаолият юритмаётган давлат иштирокидаги корхоналарни сотиш механизмларини соддалаштириш мақсадида қабул қилинадиган қонун ва қонун ости ҳужжатлари, мамлакат Президентининг фармонлари, қарор ва фармойишлари, ҳукумат қарорлари ва соҳага оид бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларни ишлаб чиқиш, акциядорлик жамиятлари ҳамда капитал бозорини самарали ривожлантиришга қаратилган комплекс чора-тадбирлар мажмуини ишлаб чиқишда қўллаш мумкинлиги билан белгиланади.

Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши. Акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш бўйича ишлаб чиқилган илмий амалий ва услубий таклиф ҳамда тавсиялар асосида:

«капитал активларни баҳолаш», «капиталнинг ўртача тортилган қиймати» ва «акциядорлик жамиятининг капитал қиймати» каби тушунчаларга кенгайтирилган ҳолда ёндашув ҳамда капитал қийматини баҳолаш мазмунига устунлик берилган муаллифлик таърифларидан «Молия бозори ва инвестициялар» номли дарсликни ишлаб чиқишда фойдаланилган (Олий ва ўрта махсус таълим вазирлигининг 2019 йил 9 февралдаги 133-сон буйруғи,

133-131 рақамли гувоҳнома). Бунинг натижасида акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда мазкур тушунчаларга мазмунан тўғри ёндашиш, уларнинг таркибий қисмлари ўртасидаги ўзаро боғлиқлик ҳамда хусусиятли жиҳатларни тўлиқ ҳисобга олиш имкони яратилган;

акциядорлик жамиятининг капиталига киритилган инвестициянинг пул оқимларини дисконт ставкасини аниқлашда капиталнинг ўртача тортилган қиймати (WACC) усули орқали аниқлаш бўйича таклифи Давлат активларини бошқариш агентлигининг 3239-сонли «Ўзбекистон Республикасининг ягона миллий баҳолаш стандарти»га оид буйруғида қўлланилган (Давлат активларини бошқариш агентлигининг 2021 йил 26 январдаги 352/03-21-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг жорий этилиши натижасида акциядорлик жамиятлари қарз капиталининг реал бозор қиймати ва акциядорлик жамияти капиталининг таркибий тузилишини аниқлаш, шунингдек, жалб қилинган капиталга қилинган харажатни ҳисоблаш имконияти яратилди. Шу билан бирга, мазкур таклиф халқаро баҳолаш стандартларига мувофиқ хизмат кўрсатаётган барча баҳолаш ташкилотлари фаолиятига жорий этиш бўйича қарор қабул қилинган;

акциядорлик жамиятининг хусусий капитали пул оқимини дисконт ставкасини капитал активларини ҳисоблаш (CAPM) усулидан фойдаланган ҳолда баҳолашнинг мақсадга мувофиқлиги бўйича тақдим этилган таклиф «Ўзбекистон Республикасининг ягона миллий баҳолаш стандарти»даги буйруғида қўлланилган (Давлат активларини бошқариш агентлигининг 2021 йил 26 январдаги 352/03-21-сон маълумотномаси). Мазкур илмий-амалий янгиликнинг амалиётга татбиқ этилиши натижасида акциядорлик жамиятларининг хусусий капиталдан кутилаётган даромад ва тизимли рискни аниқлаш ҳамда миллий баҳолаш стандартларини халқаро баҳолаш стандартлари тамойилларига мувофиқлаштириш имкони яратилган;

акциядорлик жамиятларининг акцияларини IPO ва SPO йўли билан тақсимлашда андеррайтер томонидан мультипликатор коэффициентлари орқали акциянинг реал қийматини белгилаш бўйича тақдим этилган таклиф Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207-сон «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Фармонида қўлланилган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 12 майдаги 06/04-02-32/1191-сон маълумотномаси). Ушбу таклифнинг жорий этилиши натижасида мультипликатор коэффициентлар ва дисконт пул оқими моделидан фойдаланган ҳолда акциядорлик жамиятлари акцияларининг бозор қийматини ҳамда капитал қийматини баҳолашга имконият яратилган. Шунингдек, акциядорлик жамияти фаолиятининг самарадолигини, акциянинг баланс қийматини, капитал қийматини, инвестицион салоҳиятини ва капитални баҳолашнинг даромад усулидан фойдаланишни ва акциядорлик жамиятлари фаолиятини самарали баҳолашга хизмат қилган. Шу билан бирга, акциядорлик жамиятининг хусусий капитали ва капитали қийматини баҳолашни амалга оширишга имконият берилган;

акциядорлик жамиятларида акциядорлар манфаатларини ҳимоя қилиш ва инвестициявий жозибадорликни оширишга хизмат қиладиган дивиденд

сиёсатини юритиш тартибини жорий этиш бўйича таклиф Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 13 апрелдаги ПФ-6207-сон «Капитал бозорини янада ривожлантириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Фармонида қўлланган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 12 майдаги 06/04-02-32/1191-сон маълумотномаси). Мазкур таклифнинг жорий этилиши натижасида акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда даромад усулидан фойдаланиш имконияти яратилди. Шу билан бирга, чегирмавий дивиденд ва чегирмавий пул оқимларидан фойдаланиш, тўланадиган дивиденд ва дивиденд фоизлари орқали капиталнинг реал қийматини аниқлаш имконини берди. Шунингдек, акциядорлик жамиятиларининг дивидендлари бўйича пул оқимларини ва даромадларини ўсиш суръатлари орқали капитал қийматини баҳолаш жиҳатларини тўғри ташкил этиш таъминланган;

акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини панель регрессион эконометрик модель асосида 2023 йилга қадар прогноз баҳолаш кўрсаткичлари бўйича таклиф Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги амалиётига жорий қилинган (Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлигининг 2021 йил 12 майдаги 06/04-02-32/1191-сон маълумотномаси). Қисқа муддатда ўзгаришини ҳамда жамиятларга яқин келажакда капиталга бўлган инвестиция салоҳиятини аниқлашга яққол хизмат қилган. Шунингдек, акциядорлик жамиятларини капиталини ҳаққоний қийматини ҳисоблаш имконини берган.

Тадқиқот натижаларининг апробацияси. Мазкур тадқиқот натижалари 8 та, шу жумладан, 4 та республика ва 4 та халқаро илмий-амалий конференцияда маъруза шаклида баён этилган ва муҳокамадан ўтказилган.

Тадқиқот натижаларининг эълон қилиниши. Диссертация мавзуси бўйича жами 13 та илмий иш, жумладан 1 та монография, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссияси эътироф этган журналларда 10 та илмий мақола, нуфузли хорижий журналларда 2 та илмий мақола нашр этилган.

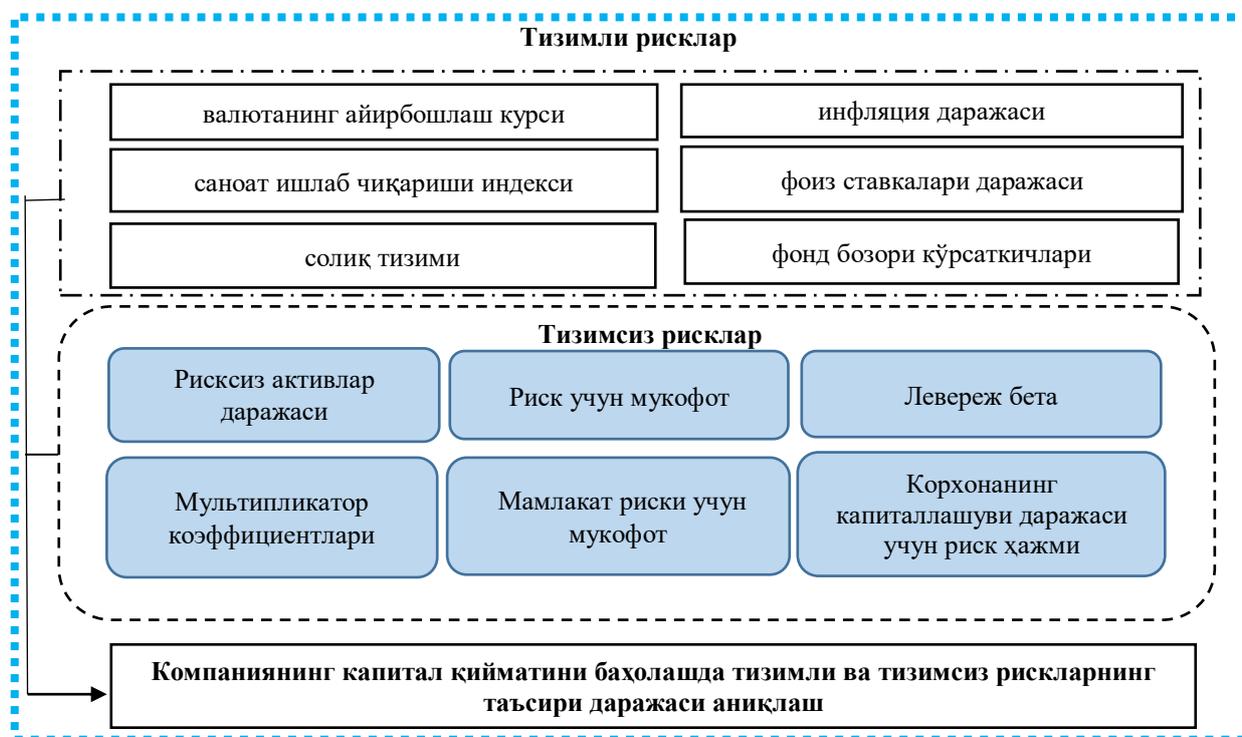
Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми. Диссертация иши таркиби кириш, тўрта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан иборат. Диссертациянинг умумий ҳажми 250 бетни ташкил этади.

ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

Кириш қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади ва асосий вазифалари, объекти ва предмети шакллантирилган, республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига боғлиқлиги кўрсатилган, тадқиқотнинг илмий янгилиги ва амалий натижалари баён қилинган, олинган натижаларнинг илмий-назарий ва амалий аҳамияти ёритиб берилган, тадқиқот натижаларини амалиётга жорий қилишнинг синовдан ўтганлиги, нашр этилган ишлар ва диссертация тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг «**Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг илмий-методологик асослари**» деб номланган биринчи бобда акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг илмий-назарий жиҳатлари, уларнинг капитал қийматини баҳолаш бўйича мавжуд методологиялар ва қиёсий таҳлиллари, акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланишнинг илмий-услубий жиҳати ёритиб берилган.

Жадал суръатларда ривожланаётган мамлакатлар акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда замонавий усуллардан фойдаланилаётгани, капиталдан кутилаётган даромад, капитал rischi учун мукофот, капиталнинг жорий терминал қиймати, капиталнинг ўртача тортилган қиймати, капитал активларини баҳолашга таъсир қиладиган тизимли риск ва тизимсиз рисклар муаллиф томонидан илмий-назарий жиҳатдан асослаб берилган (1-расм).



1-расм. Компаниянинг капитал қийматининг баҳолашда тизимли ва тизимсиз рискларнинг таъсири даражасини аниқлаш⁷

⁷ Расм муаллиф ишланмалари асосида тузилган.

Мазкур жиҳатларни инобатга олган ҳолда хорижлик ва маҳаллий иқтисодчи олимларнинг акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш борасидаги илмий изланишларини ўрганиш асосида фонд бозори активларини баҳолашга нисбатан муаллифнинг кўйидаги таърифи шакллантирилган: **капитал активларини баҳолаш** – акциядорлик жамиятининг хусусий капиталидан кутилаётган дисконтланган пул оқимлари бўлиб, унда рисксиз активлар билан бозор rischi учун мукофот ҳамда тизимсиз риск инобатга олиниши лозим. **Бозор rischi учун мукофот** (market risk premium) – бу бозор даромадлилигига рисксиз активни қўшиладиган даромад ставкасидир.

Шунингдек, фикримизча, **капиталнинг ўртача тортилган қиймати** – бу акциядорлик жамияти капитали тузилишининг оқилона даражасини аниқлаш, хусусан, хусусий капитал ва жалб қилинган капиталнинг ўзаро нисбатига қараб, хусусий капитал ва жалб қилинган капиталга олинган дисконтлаган пул оқимидир.

Акциядорлик жамиятининг капитали қиймати – хусусий ва қарз капиталидан фойдаланиш эвазига шакллантирилган дисконтланган пул оқимлари йиғиндисининг жами капитал ҳажмига нисбатининг фоиз кўринишидаги миқдори. Фонд бозори активларини баҳолаш назариясига асосан қимматли қоғозлардан кутилаётган даромад ва риск ўртасидаги боғлиқликни ўрганиш муҳим жиҳатлардан ҳисобланади.

Фикримизча, тизимли риск – макроиқтисодий омиллар таъсирида бутун молия бозори конъюктурасининг ўзгаришлари билан боғлиқ бўлиб, унга фоиз ставкаларнинг ўзгариши ва инфляцияон рисклар киради. Мазкур риск диверсификация қилиб бўлмайдиган риск ҳам дейилади.

Тизимсиз риск (юник) – бу молия бозоридаги ички омилларни ҳисобга олган ҳолда, бозор индекси, бозор капиталлашуви ва акцияларнинг бозор қийматига боғлиқ рисклардир. Мазкур риск диверсификация қилиб бўладиган риск ҳам дейилади.

Ҳозирги кунда жаҳоннинг етакчи олимлари томонидан акциядорлик жамиятининг капитал қийматини баҳолаш бўйича бир нечта моделлари яратилган бўлиб, мазкур тадқиқот ишида муаллиф томонидан нисбатан муҳим ҳисобланган ва кўпроқ қўлланилаётган акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш моделлари келтирилган (1-жадвал).

Ўзбекистонда бугунги кунда баҳолаш фаолияти такомиллашмаганлиги, баҳолаш ёндашувлари ва усуллари халқаро баҳолаш стандартлари тамойилларига мувофиқлашмаганлиги ҳамда корхона капитали қийматини аниқлашда энг илғор хорижий тажрибага асосланган баҳолашнинг ягона стандартининг жорий этилмаганлиги сабабли баҳолаш тизимини такомиллаштириш долзарб масалалардан бири ҳисобланади. Шунингдек, мамлакатимиздаги корхоналарнинг капитал қийматини ҳисоблашда фақатгина харажатлар ёндашувининг соф активлар ва ликвидлик қиймат усулидан кенг фойланиши баҳолаш жараёнида жиддий камчиликлар мавжудлигидан далолат беради.

Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш моделлари⁸

Капитал қийматини баҳолаш моделлари	Моделнинг ҳисоб-китоби
Доимий ўсиш модели (Гордон модели)	$V = \frac{CF_{(t+1)}}{R - g}$
Капитал активларини баҳолаш модели (CAPM)	$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + \varepsilon$ <p>Бу ерда: Эслатма: акциядорлик жамиятини капитал қиймати куйидагича аниқланади:</p> $V = \frac{FCFF_1}{(1 + K_e)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + K_e)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1 + K_e)^n}$ <p>FCFF - капиталдан дисконтланган эркин пул оқими;</p>
Капиталнинг ўртача тортилган қиймати (WACC)	$WACC = K_e * \frac{E}{E + D} + K_d * \frac{D}{E + D} (1 - T)$ <p>Эслатма: акциядорлик жамиятининг қиймати куйидагича аниқланади:</p> $V = \frac{FCFF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1 + WACC)^n}$ <p>FCFF - капиталдан дисконтланган эркин пул оқими;</p>
Капитал қийматини баҳолашда мультипликатор усули	<p>P/E - бозор капитализациясининг соф фойдага нисбати; $EV/Sales$ - корхона капитал қийматининг корхона маҳсулот сотишидан тушган тушуми; $EV/EBITDA$ - корхона капитал қийматининг корхона фойдасига нисбати; P/B - бозор капитализациясининг ўз капитали баланс қийматига нисбати; P/S - акциянинг бозор қиймати (компания капитали бозор қийматининг сотиш ҳажмига нисбати); EV/S - компания капитали бозор қийматининг/солиқ ва фоизлардан олинган фойдаси компаниянинг капитали қиймати = компаниянинг бозордаги капиталлашуви+компаниянинг соф қарзи D/E - мажбурият/жами капитал</p>

Шу сабабли, мамлакатимиздаги корхоналар капитал қийматини баҳолашда халқаро стандартлардаги ёндашувлар ҳамда усуллари асосида корхона капитал

⁸ Жадвал муаллиф ишланмалари асосида тузилган.

қийматини баҳолашда капитализация, чегирмавий пул оқимлари, капитал бозори ва мультипликатор коэффициентлари усулларидан фойланишни тақозо этмоқда. Шунингдек, мамлакатимиздаги йирик акциядорлик жамиятлари инвестиция лойиҳалари ва қарорларини қабул қилишда, уларни амалга оширишда, корхона капитал қиймати ҳамда бизнес қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлар методологияларидан деярли фойдаланмайди. Ривожланган мамлакатлардаги акциядорлик жамиятлари инвестиция лойиҳаларини амалга ошириш ҳамда бизнес лойиҳасини баҳолашда бир қатор пул оқимларини баҳолаш методологиясидан фойдаланилади.

Шунга кўра, капитал қийматни баҳолашнинг прогрессив ҳисоблаш тартибларидан бири ҳисобланган даромад усулидан фойдаланиб акциядорлик жамияти капиталидан кутилаётган даромадини, дисконтланган пул оқимларини, эркин пул оқимларини, қарз капитали қийматини ва акциядорлик жамияти капитал бюджетини тузишда ҳамда капитал таркибини аниқлашда фойдаланилмоқда. Мазкур усуллардан фойдаланиш, маҳаллий ва хорижий инвесторлар капитал қўйиши мумкин бўлган мамлакатдаги акциядорлик жамиятларида мавжуд инвестиция лойиҳаларини аниқлашга хизмат қилади. Хусусан, мазкур усуллар мамлакатда корпоратив бошқарув амалиётини қай даражада ривожланганлигини ҳамда миллий иқтисодиётнинг халқаро индекслардаги кредит рейтингини кўрсатишга имкон беради.

Диссертациянинг «**Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг хориж тажрибаси ва унинг ўзига хос тамойиллари**» деб номланган иккинчи бобида ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг прогрессив усуллари, ривожланган мамлакатларда капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулларидан фойдаланишнинг ўзига хос жиҳатлари, шунингдек, COVID-19 пандемияси шароитида ривожланган мамлакатлар компанияларининг капитал қийматини баҳолашнинг методик муаммолари илмий-назарий ва амалий жиҳатда изоҳлаб берилган.

Йирик молиявий институтлардан бири ҳисобланган «Goldman Sachs Group» томонидан ҳам акциядорлик жамиятларининг хусусий капитал қийматини аниқлашда молиявий активларни баҳолаш моделидан фойдаланиб келинмоқда. Ўз навбатида, хусусий капитал қийматини баҳолаш усули қуйидагича акс эттирилган: Капитал қиймати = суверен даромад + рисксиз активлар даромади + (қимматли қоғозлар rischi* бозор rischi учун мукофот).

Буюк Британиянинг дунёга машҳур «Ernst & Young» (EY) аудиторлик-консалтинг компанияси Швейцариядаги акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш амалиёти бўйича олиб борган тадқиқотида кўра, хусусий капитал қийматини аниқлашда риск учун мукофот ҳажмини ҳисобга олган ҳолда молиявий активлар моделидан фойдаланилган. Қарз капитали қийматини баҳолашда корпоратив облигация ва кредит спредлари инобатга олиниб, баҳолаш жараёни амалга оширилган. Тадқиқот натижасига кўра, ушбу мамлакатнинг акциядорлик жамиятлари капитал қийматининг кўрсаткичи 10,11 фоиз деб кўрсатилган. Бу эса, ўз навбатида, инвестор учун акциядорлик жамиятларига қилинадиган инвестициядан кутилаётган даромадни кўрсатади.

Акциядорлик жамиятига эса инвестиция лойиҳасини амалга ошириш учун талаб қилинган даромад ставкаси ҳисобланади. Акциядорлик жамиятининг капитал қийматини баҳолашда рисксиз активлар ставкасида Швейцария миллий валютасида эмиссия қилинган давлат облигациялари фоиз ставкаси, бозор rischi учун мукофот кўрсаткичига глобал бозор rischi учун мукофот кўрсаткичи инобатга олинган, кичик капиталлашувга эга бўлган корхоналарнинг риск учун мукофот кўрсаткичини ҳисобга олган ҳолда амалга оширган. Натижада капитални ўртача тортилган қиймати 8,5 фоиз эканлиги аниқланган.

Австралиянинг молиявий хизматлар кўрсатиш фаолияти билан шуғулланувчи «Value Adviser Associates» компанияси томонидан акциядорлик жамияти капитал қийматини аниқлашда рисксиз активлар ставкасини, бозор rischi учун мукофот ва акциядорлик жамиятининг акцияси бозор riskини ҳамда капитал таркибини ҳисобга олиш лозимлигини эътироф этилади. Акциядорлик жамияти қарз капиталини баҳолашда рисксиз активлар ставкаси ва қарз учун мукофотни инобатга олиш зарурлигини кўрсатган.

Илмий изланишда АҚШнинг 7367 та акциядорлик жамиятлари капитал қиймати аниқлашда лозим бўлган кўрсаткичларнинг таҳлилини босқичма-босқич амалга оширилган. АҚШда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятлари капитал қиймати ҳолатининг таҳлили қуйидаги жадвалда акс этирилган (2-жадвал).

2-жадвал
АҚШнинг акциядорлик жамиятлари капитал қиймати ҳолати, фоизда⁹

Йиллар	Рисксиз активлар даромад даражаси	Риск учун мукофот	Бозор rischi (бета)	Хусусий капитал қиймати
2014	2,17	5,75	1,06	8,27
2015	2,27	6,00	1,13	9,05
2016	2,45	5,69	1,00	8,14
2017	2,41	5,08	1,00	7,49
2018	2,68	5,96	1,12	9,36
2019	1,92	5,20	1,13	7,80

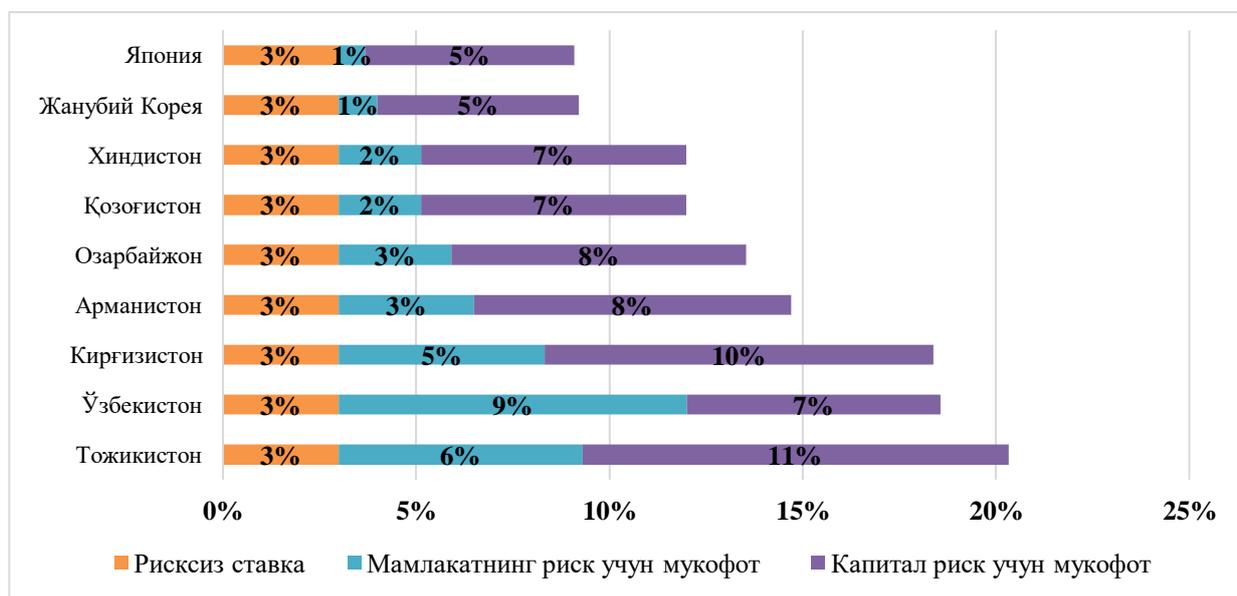
2-жадвал маълумотлари таҳлили шуни кўрсатадики, АҚШ акциядорлик жамиятлари капиталдан кутилаётган даромад 2014 йилда 8,27 фоизни ташкил этган бўлса, 2019 йилда 7,80 фоизга қадар пасайган. Бунинг асосий сабаби шундан иборатки, мамлакатдаги молия бозоридаги riskлари даражаси юқори бўлиб, айниқса 2019 йилда бозор rischi даражаси 2014 йилдаги 1,06 банддан 1,13 бандгача кўтарилган. Бундан ташқари, капиталдан кутилаётган даромаднинг пасайишига молия бозоридан кутилаётган риск учун мукофот, жумладан, акциядорлик жамиятлари акциялари даромадлилик даражасининг

⁹ Жадвал <http://pages.stern.nyu.edu/> сайт маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

пасайиши сабаб бўлган. Фикримизча, акциядорлик жамиятларининг капиталидан кутилаётган даромаднинг юқори бўлиши, мамлакатнинг рисклилик даражаси юқори эканлигидан, инвестиция салоҳияти ва суверен кредит рейтингнинг пасаётганлигидан далолат беради. Ўзбекистондаги «Буюк келажак» халқаро нодавлат ноижорат ташкилоти экспертлари дунёдаги акциядорлик жамиятларининг капитал қийматлари ҳолатини таҳлил қилиб, Ўзбекистондаги акциядорлик жамиятлари капиталидан кутилаётган даромад 25 фоиз деб таъкидладилар. Уларнинг фикрича, капиталдан кутилаётган даромаднинг юқори бўлиши мамлакат рисклилик даражасининг юқорилигини, хорижий инвесторларни капитал қўйишга тайёр бўлган лойиҳалар камлигини кўрсатади¹⁰.

Диссертациянинг «**Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг мавжуд ҳолати таҳлили**» деб номланган учинчи бобда мультипликатор коэффицентлари орқали Ўзбекистондаги акциядорлик жамиятларнинг капитал қийматини баҳолашнинг амалдаги ҳолати таҳлили, акциядорлик жамиятларини пул оқимларини прогноз қилиш орқали капитал қийматни баҳолаш амалиёти, шунингдек, акциядорлик жамиятларининг қарз капитал қийматини баҳолашнинг замонавий усул ва воситалари таҳлили назарий-услубий ва амалий жиҳатдан ёритиб берилган.

Диссертацияда акциядорлик жамиятлари капитал қиймати дисконтланган ставкасининг мамлакатлар кесимидаги таҳлили қуйидаги расмда ифодаланган (2-расм).



2-расм. Акциядорлик жамиятининг капитал қиймати, 2020 йил 1 январь ҳолатига¹¹

2-расм маълумотларидан кўринадикки, капиталдан кутилаётган даромад, шунингдек, мамлакат рискининг юқорилиги мамлакатимиздаги инвестицион салоҳиятни сезиларли даражада чеклашга олиб келиб, бунинг натижасида

¹⁰ Манба: <https://uzbekistan2035.uz/>

¹¹ Расм Интернет маълумотлари асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

маҳаллий ва хорижий инвесторларнинг пул маблағларини лойиҳаларга йўналтирилишга тўсиқ бўлиши мумкин.

Диссертацияда хорижлик ва маҳаллий олимларнинг тадқиқотларини ўрганиш натижасида акциядорлик жамиятларини капитал қийматини баҳолашда фойдаланиладиган мультипликатор коэффициентларининг меъёрий даражаси қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (3-жадвал).

3-жадвал

Мультипликатор коэффициентларини тавсифловчи кўрсаткичлари¹²

Кўрсаткичнинг номи	Ҳисоблаш усули	Меъёрий қиймати
<i>P/E (price-to-earnings ratio) коэффициенти</i>	Акциянинг бозор қийматини/ (соф фойдани-имтиёзли акцияларга тўланган дивидендлар)/ оддий акцияларнинг сони	Оқилона даражаси (12-15)
<i>P/B (price-to-book ratio) коэффициенти</i>	Акциянинг бозор қиймати (компаниянинг бозор қийматини)/ акциянинг баланс қиймати	Оқилона даражаси (1-5)
<i>P/S (price-to-sales ratio) коэффициенти</i>	Акциянинг бозор қиймати (компаниянинг бозор қийматини)/сотиш ҳажми	Оқилона даражаси (1-2)
<i>EV/S (enterprise value-to-sales) коэффициенти</i>	Компаниянинг бозор қийматини/солиқ ва фоизларда олинган фойда Компаниянинг қиймати=компаниянинг бозордаги капиталлашуви+компания соф қарзи	Оқилона даражаси 1-3
<i>Молиявий Левериж коэффициенти D/E (debt-to-equity ratio) коэффициенти</i>	Мажбурият/жами капитал	Оқилона даражаси (1-2)
<i>Молиявий қарамлик коэффициенти (debt ratio)</i>	Жами мажбурият/жами актив	Оқилона даражаси (0,6-0,7)
<i>Капиталлашув коэффициенти (Capitalization ratio)</i>	Узоқ муддатли мажбуриятлар/акциядорлик капитал	Оқилона даражаси 1

Шунингдек илмий ишда «Қизилқумцемент», «Қўқон механика заводи» «Кварц» ва «Ўзметкомбинат» АЖларининг капитал қийматини баҳолашда мультипликатор коэффициентларининг таҳлили қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (4-жадвал).

¹² Жадвал муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Акциядорлик жамиятларининг мультипликатор коэффициентлари таҳлили¹³

Кўрсаткичлар	2015	2016	2017	2018	2019
«Қизилқумцемент» АЖ					
Р/Е коэффициенти	69,9	10,8	12,1	2,0	2,6
Р/В коэффициенти	0,81	0,73	0,63	0,47	0,43
Р/S коэффициенти	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4
EV/S коэффициенти	1,02	0,75	0,59	0,43	0,39
EV/EBITDA коэффициент	3,80	1,83	1,66	0,71	1,29
«Қўқон механика заводи» АЖ					
Р/Е коэффициенти	2,2	3,3	2,7	5,4	-
Р/BV коэффициенти	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8
Р/S коэффициенти	0,4	0,3	0,3	0,4	0,8
EV/S коэффициенти	0,4	0,4	0,3	0,4	0,8
EV/EBITDA коэффициенти	1,4	1,1	1,0	1,0	29,7
«Кварц» АЖ					
Р/Е коэффициенти	3,7	1,2	0,8	1,6	9,1
Р/BV коэффициенти	0,7	0,5	0,3	0,4	0,9
Р/S коэффициенти	0,5	0,3	0,3	0,4	1,3
EV/S коэффициенти	0,5	0,3	0,3	0,4	1,6
EV/EBITDA коэффициенти	2,3	0,9	0,7	1,4	20,2
«Ўзметкомбинат» АЖ					
Р/Е коэффициенти	6,7	3,5	3,1	1,9	3,7
Р/BV коэффициенти	0,3	0,3	0,3	0,5	0,8
Р/S коэффициенти	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
EV/S коэффициенти	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4
EV/EBITDA коэффициенти	6,0	2,7	1,6	2,1	4,0

4-жадвал таҳлили шуни кўрсатадики, «Қизилқумцемент» АЖнинг Р/Е коэффициенти 2019 йилда 2,6 га тенг бўлиб, акциядорлик жамияти акцияси 1604 сўмни ташкил этса, у ҳолда ҳақиқий қиймати 2812 сўм бўлиши керак эди. Амалда акциянинг бозор баҳоси 1,75 баробарга паст баҳоланмоқда. «Қўқон механика заводи» АЖнинг Р/Е мультипликатор коэффициенти 2015 йилда 2,2 ни, 2018 йилда 5,4 ни ташкил этган. Бироқ таҳлиллар кўрсатадики, 2018

¹³ Жадвал акциядорлик жамиятларининг молиявий ҳисоботлари ва корпоратив ахборот ягона портали маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

Бу ерда:

β - бета коэффициентлари;

r_i - акциянинг даромади;

r_m - бозор даромади;

σ_m^2 – бозор даромадининг дисперсияси.

Тадқиқот ишида тўртта акциядорлик жамиятидаги қарз капиталининг k_d коэффициенти қуйидагича ифода орқали аниқланди:

$$k_d = \frac{\text{Фоизлар буйича харажатлари}}{\text{Узоқ муддатли кредитлар} + \text{Қиска муддатли кредитлар}} \quad (5)$$

Капиталнинг ўртача тортилган қиймат кўрсаткичи инвесторлар ва молия институтлари учун катта аҳамиятга эга бўлган инвестиция лойиҳаларини таҳлил қилишнинг динамик усуллариининг параметрларидан бири ҳисобланади. Уни аниқлашда акциядорлик жамиятининг баланс маълумотлари, молиявий ҳисоботларни, хусусий капитални бозор қиймати маълумотларидан фойдаланган ҳолда ҳисоблаш амалга оширилган. «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг хусусий капиталини дисконт ставкаси қуйидаги жадвалда ифодаланган (5-жадвал).

5-жадвал

Акциядорлик жамиятларининг хусусий капиталининг қиймати¹⁴

Кўрсаткичлар	2020	2021	2022	2023	2024
«Қизилқумцемент» АЖ					
Левеижсиз бета (β)	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Капитал қиймати (k_e)	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
«Қўқон механика заводи» АЖ					
Левеижсиз бета (β)	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31
Капитал қиймати (k_e)	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%
«Кварц» АЖ					
Левеижсиз бета (β)	1,0	1,1	1,1	1,0	0,8
Капитал қиймати (k_e)	22,7%	23,1%	23,1%	22,4%	20,7%
«Ўзметкомбинат» АЖ					
Левеижсиз бета (β)	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Капитал қиймати (k_e)	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%

5-жадвал маълумотлардан кўриниб турибдики, 2020-2024 йиллар давомида «Қизилқумцемент» АЖ капиталидан кутилаётган даромад 19,4 фоизни, хусусий капитал қийматини баҳолашда фойдаланиладиган дисконт ставкаси 19,4 фоизни ташкил этмоқда. Ушбу кўрсаткич «Қўқон механика заводи» АЖда 33,4 фоизни ташкил этмоқда. «Кварц» АЖ хусусий капиталидан кутилаётган даромад 2020 йилда 22,7 фоид бўлса, 2024 йилга келиб 20,7 фоиз бўлиши

¹⁴ Жадвал акциядорлик жамиятларининг молиявий ҳисоботлари ва корпоратив ахборот ягона портали маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

кутилмоқда. «Ўзметкомбинат» АЖнинг капиталдан кутилаётган даромади 24,1 фоизни ташкил этмоқда. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятининг хусусий капитал қийматини кўрсатиб, уни аниқлаш дисконт ставка сифатида хусусий капитал қийматининг фоизи танланган ҳолда амалга оширилади.

Диссертацияда акциядорлик жамиятларининг қийматини ҳамда капитал қийматини баҳолашда аниқлаган капиталнинг ўртача тортилган қийматини қуйидаги жадвал орқали ифодалаш мумкин (6-жадвал).

6-жадвал

Акциядорлик жамиятлари капиталининг ўртача тортилган қиймати¹⁵

Кўрсаткичлар	2020	2021	2022	2023	2024
«Қизилқумцемент» АЖ					
Капитални ўртача тортилган қиймати (WACC)	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
Капитални кумулятив қиймати $1/(1+WACC)^K$	0,84	0,71	0,60	0,51	0,43
«Кўқон механика заводи» АЖ					
Капитални ўртача тортилган қиймати (WACC)	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%
Капитални кумулятив қиймати $1/(1+WACC)^K$	0,87	0,65	0,49	0,36	0,27
«Кварц» АЖ					
Капитални ўртача тортилган қиймати (WACC)	11,5%	10,8%	9,8%	6,4%	6,7%
Капитални кумулятив қиймати $1/(1+WACC)^K$	0,97	0,88	0,81	0,82	0,76
«Ўзметкомбинат» АЖ					
Капитални ўртача тортилган қиймати (WACC)	18,2%	18,0%	17,7%	17,5%	17,3%
Капитални кумулятив қиймати $1/(1+WACC)^K$	0,85	0,72	0,61	0,52	0,45

6-жадвал маълумотларини таҳлил қиладиган бўлсак, 2020-2025 йиллар давомида «Қизилқумцемент» АЖ капиталидан кутилаётган даромад 19,4 фоизни ташкил этмоқда. Бу даврда «Кўқон механика заводи» АЖнинг ўртача тортилган капитали қиймати 33,4 фоизни ташкил этиб, бунинг асосий сабаби акциядорлик жамияти қарзининг умуман мавжуд эмаслиги ҳисобланади. «Кварц» АЖнинг капиталини ўртача тортилган қиймати 2020 йилда 11,5 фоизни ташкил этган бўлса, 2025 йилда 7,7 фоиз бўлиши кутилмоқда. «Ўзметкомбинат» АЖнинг капитал қийматини ўртача тортилган қиймати 2020 йилда 18,2 фоизни, 2020 йилда эса 17,0 фоизни ташкил этади. Хусусан,

¹⁵ Жадвал акциядорлик жамиятларининг молиявий ҳисоботлари ва корпоратив ахборот ягона портали маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрлаган.

акциядорлик жамияти қийматининг дисконтланган ставкаси 21,3 фоизни ташкил этади.

Тадқиқотда «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг капитал қийматини баҳолашда юқорида аниқланган капитални ўртача тортилган қиймати, жорий терминал қиймати, акциядорлик жамиятлари қиймати кўрсаткичларини ҳисобга олган ҳолдаги капитал қийматлари аниқланди (7-жадвал).

7-жадвал

Акциядорлик жамиятларининг капитали қиймати (2020-2025 йилларда)¹⁶

Кўрсаткичлар	«Қизилқум-цемент» АЖ	«Қўқон механика заводи» АЖ	«Кварц» АЖ	«Ўзметкомбинат» АЖ
Прогноз давридаги қиймат, млрд.сўм	911	26,4	842	475
Терминал қиймати, млрд.сўм	3147	2,6	3934	3754
Акциядорлик жамияти қиймати, млрд.сўм	4058	29	4776	4229
Қарз, млрд.сўм	0	0	88	1023
Пул маблағлари, млрд.сўм	609	0,2	28	336
Капитал қиймати, млрд.сўм	4667	29,2	4892	3542
Бозор капиталлашуви, млрд.сўм	669	25	315	1300
Акциянинг таргет баҳоси, минг сўм	10428	1306	5095	82368
Акциянинг бозор қиймати, минг сўм	3800	1120	3494	30000
Ўсиш салоҳияти, фоиз	174	17	46	175

7-жадвал маълумотлари чегирмавий пул оқимлари модели орқали акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш натижаларини ифодалайди. Баҳолаш операцион маржа, солиқ ставкалари, даромадларнинг ўсиш суръатлари ва айланма маблағларни ҳисобга олган ҳолда амалга оширилган. Таҳлиллар кўрсатадики, «Қизилқумцемент» АЖда прогноз даврида солиқ бўйича тўловлар ва кутилмалар сезиларли даражада камайди ва операцион маржаси бўйича кутилмалар сезиларли даражада пасайган. Натижада корхонанинг капитал қиймати 4667 млрд. сўмни, акциянинг таргет баҳоси 10428 сўмни ташкил этган. Шунингдек, «Қизилқумцемент» АЖнинг жорий терминал қиймати ва прогноз даври терминал қийматининг ортганлиги сабабли акциянинг бозор қиймати 174 фоизга ўсиши кутилмоқда.

¹⁶ Жадвал акциядорлик жамиятларининг бизнес-режа ва корпоратив ахборот ягона портали маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрлаган.

«Қўқон механика заводи» АЖда прогноз давомида терминал қиймати 26,4 млрд.сўм бўлганлиги сабабли корхонанинг капитал қиймати 29,2 млрд. сўмни ташкил этмоқда. Шунингдек, акциядорлик жамиятини айланма капитали ва операцион фойдани прогноз даврида ўсиши натижасида акциянинг таргет баҳоси 1306 сўм баҳоланиб, ҳозирги бозор баҳосига нисбатан 17 фоизга ўсиши кутилмоқда.

«Кварц» АЖда прогноз давомида маржинал фойда ва капитал таркибининг ўзгаришини инобатга олган ҳолда капиталнинг реал қиймати 3542 млрд. сўмни ташкил этади. Шунингдек, акциянинг таргет бозор қиймати 5095 минг сўм бўлиши прогноз қилинган. Акциядорлик жамияти жорий терминал қийматини ҳамда прогноз давомидаги терминал қийматининг ошганлиги сабабли акциянинг ҳозирги бозор қийматига нисбатан 46 фоизга ўсиши кутилмоқда.

«Ўзметкомбинат» АЖнинг капитал қиймати прогноз давомида 3542 млрд. сўмни ташкил этди. Шунингдек, акциядорлик жамиятини акциясини таргет бозор баҳоси 82368 сўмга етиши, акциянинг бозор баҳосига нисбатан 175 фоизга ўсиши кутилмоқда. Бунга асосий сабаб, акциядорлик жамиятини даромади йилига 10 фоизга ошиши, 2025 йилгача EBIT маржаси ўртача 11 фоизга ўсиши ва акциядорлик жамияти капиталининг қиймати 4229 млрд. сўмга баҳоланганлиги ҳисобланади.

Диссертациянинг **«Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш методологиясини такомиллаштириш йўллари ва имкониятлари»** деб номланган тўртинчи бобида акциядорлик жамиятлари капитали қийматини баҳолашнинг методологияси билан боғлиқ муаммолар ва уларни бартараф этиш йўллари, акциядорлик жамиятларининг капитал қийматига таъсир этувчи омиллар ва уларни эконометрик моделлаштириш, шунингдек, чегирмавий пул оқимлари орқали акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш усулини татбиқ этиш истиқболлари баён этилган.

Ўзбекистондаги акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолаш билан боғлиқ асосий муаммолар сифатида қуйидагиларни келтириб ўтиш мумкин:

акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда терминал қийматда баҳолаш усуларидан фойдаланмаётгани, хусусан мультипликаторлар коэффициентлари ҳамда дисконтланган дивиденд моделидан фойдаланиш ривожланмаганлиги;

капитал қийматини баҳолашда капитал активлар моделидан, капитални ўртача тортилган қиймати усулидан, куммулятив капитал қийматни баҳолаш ва ички даромадлилик усулларидан фойдаланилмаслиги;

акциядорлик жамияти қарз капитали қийматини баҳолашда ривожланган мамлакатлар усулидан фойдаланмаслиги ҳамда қарз капиталини фақат банк кредит ресурсларини жалб қилган ҳолда шакллантирилиши, хусусан қарз капитали қийматини ҳисоблашда фойдаланиладиган коэффициентларнинг мавжуд эмаслиги;

акциядорлик жамиятида қарз инструменти ва умумий капитал ўртасида мувозанат мавжуд эмаслиги, шунингдек қарз капитали билан хусусий капитал ўртасида ҳам мувозанат меъёри аниқланмаганлиги;

акциядорлик жамиятини капитал қийматини ҳисоблашда Левериж ва Леверижсиз бета коэффициентларини ҳисоблаш усулларининг мавжуд эмаслиги, хусусан бозор бетасини ҳисоблаш усулида иштирок этадиган акциянинг қайтими ва бозор индекс қайтими кўрсаткичларидан умуман фойдаланилмаслиги;

капитал қийматини баҳолашда ривожланган мамлакатлардаги мавжуд даромад ва таққослама усуллари ва ёндашувларидан фойдаланилмаслиги;

акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашда мамлакат rischi учун мукофот ҳамда унинг кўрсаткичларини ҳисоблаш тизимининг мавжуд эмаслиги;

акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда асосан капитал бозорининг ривожланмаганлиги, давлат улуши юқори бўлганлиги ва капитал бозорида давлат қимматли қоғозлари муомаласининг ривожланманганлиги;

капитал қийматини баҳолашда макро ва микро даражадаги кўрсаткичлар тизимининг таҳлили юритилмаслиги;

акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашнинг ягона миллий стандартининг мавжуд эмаслиги.

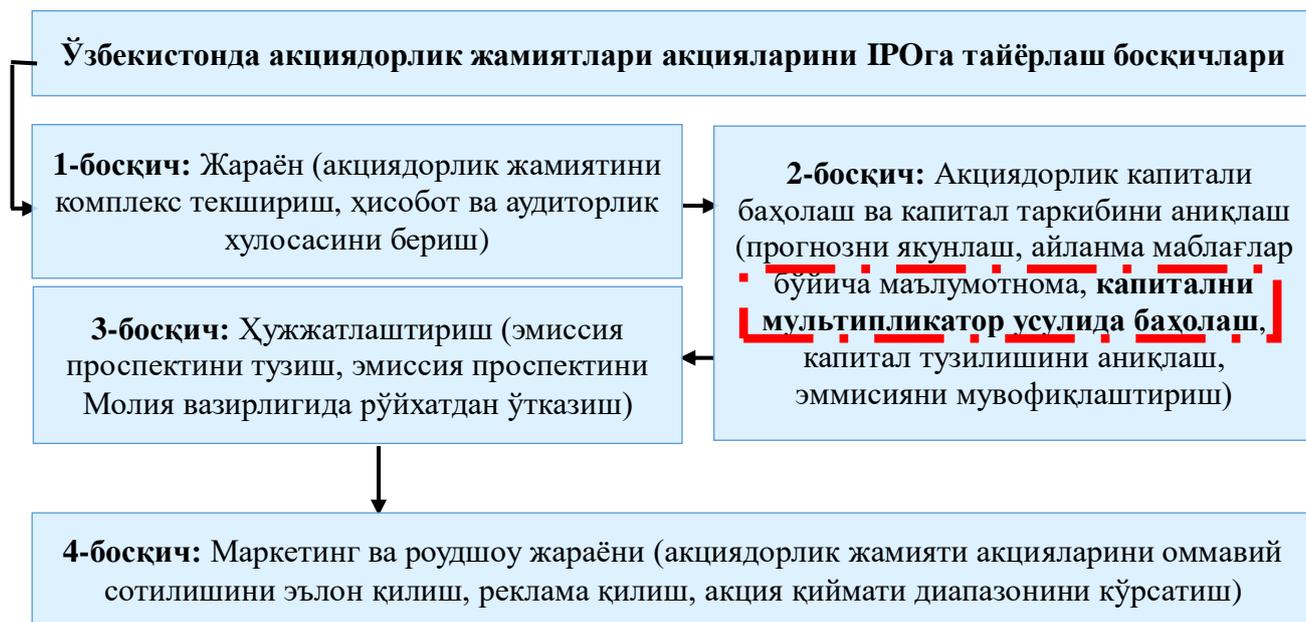
Акциядорлик жамияти капитали қийматини баҳолашда Гордон модели кенг қўлланилади. Таҳлил қилинаётган акциядорлик жамиятларининг дивиденд сиёсати барқарор эмаслиги кузатилди. «Қизилқумцемент» АЖда дивиденд даромадлилиги 2015 йилда 1 фоиз, 2019 йилда 30,6 фоизни ташкил этган. Ушбу кўрсаткич тегишли равишда «Кўқон механика заводи» АЖда 64 фоиз ва ноль фоизни, «Кварц» АЖда 31,2 фоиз ва ноль фоизни, «Ўзметкомбинат» АЖда 2,1 фоиз ва 31,7 фоизни ташкил этган¹⁷. Шу сабабли, акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашда дивидендларни дисконтлаш моделидан фойдаланишнинг имконияти мавжуд бўлмай, бу борада ривожланган мамлакатлар тажрибаларидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Дивидендларни эълон қилиш, сўнгги рўйхатга олиш, эски дивиденд ҳамда тўлов саналарини амалиётга жорий этиш, уларнинг амал қилиш тартибини, шунингдек, акциядорлик жамиятларини соф фойдасига нисбатан ажаратиладиган дивиденд миқдори меъёрини белгилаш лозим. Шунингдек, акциядорлик жамиятларини соф фойдасини капитализация қилиш механизмига чек қўйилиши акцияларга тўланадиган дивиденд миқдорининг ошиши ҳамда акциядорлик жамиятларини капитал қийматини аниқлашда чегирмавий дивиденд моделларидан фойдаланиш имконини беради.

Акциядорлик жамиятларидаги давлат улушини камайтириш натижаси бирламчи ва иккиламчи оммавий акцияларни жойлаштириш акциядорлик жамиятини акциялари бозор қийматини аниқлашда нисбий қиймат усулидан фойдаланиш лозим. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятлари капитал қиймати ҳамда улар акцияларининг бозор баҳосини прогноз қилишни

¹⁷ Акциядорлик жамиятларининг расмий веб сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

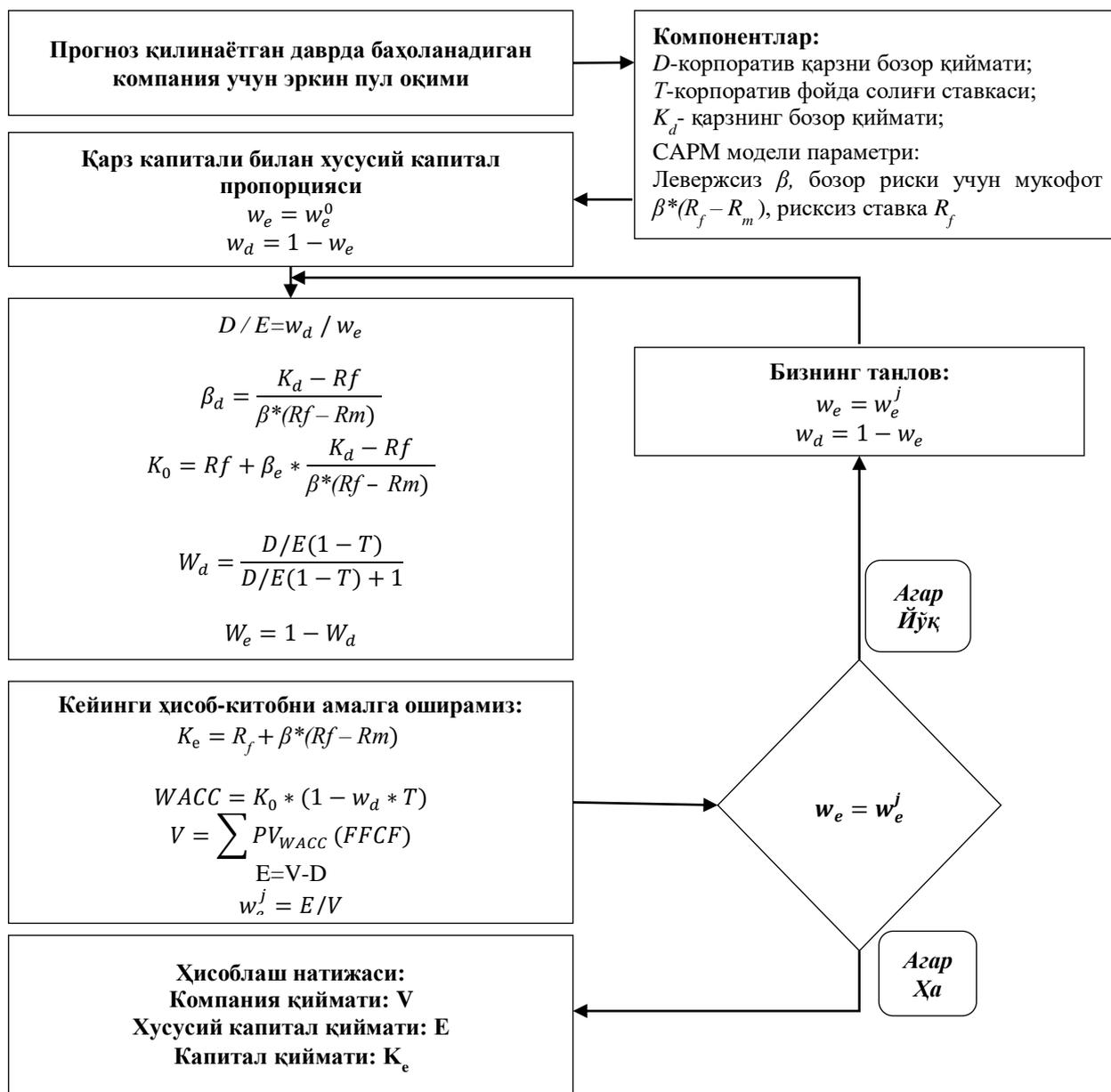
таъминлайди. Шунингдек, таққослама усулда дунё амалиётида кенг фойдаланилаётган мультипликатор коэффициентларни ҳисоблаш усулини киритиш мақсадга мувофиқ бўлади (P/E, EV/Sales, EV/EBITDA ва P/B). Мазкур мультипликатор коэффициентларни корхонанинг чегирмавий пул оқимларини прогноз қилишда ҳамда корхонанинг капитал қийматини аниқлашга хизмат қилади. Бундан ташқари, корхоналар акцияларини бирламчи оммавий сотиш (IPO) ҳамда иккиламчи оммавий сотиш (SPO)ни ташкил қилишда максимал ҳамда минимал бозор қийматларини, хусусан андеррайтер томонидан аниқланадиган ягона нархни аниқлаш имконини беради. Тадқиқотда мазкур жараёнларни ташкил қилишда капиталдаги акцияларнинг реал бозор қийматини баҳолашнинг мультипликатор усулидан фойдаланиш алгоритми куйидаги расмда ифодаланган (3-расм).



3-расм. Ўзбекистонда акциядорлик жамиятлари акцияларини IPOга тайёрлаш босқичлари¹⁸

Тараққий этган мамлакатларда компанияларнинг капитал қийматини аниқлашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланилади. Бироқ, мамлакатимизда акциядорлик жамиятлари капитали қийматини баҳолашда ҳанузгача чегирмавий пул оқимлари усуллари, замонавий корпоратив молия тизими кўрсаткичлари, капитални баҳолашда фундаметнал баҳолаш (чегирмавий дивиденд, қолдиқ фойда, фойдани нотекис ўсиши) усулларидан фойдаланилмаслиги бу борада бир қатор муаммолар мавжудлигини кўрсатади. Шу боисдан, мамлакатимиз акциядорлик жамиятини капитал қийматини аниқлашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланган ҳолда акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолаш алгоритми тавсия қилинди (4-расм).

¹⁸ Муаллиф ишланмаси асосида тузилган.



4-расм. Чегирмавий пул оқимлари орқали капитал қийматини баҳолаш алгоритми¹⁹

Шу билан бирга, тадқиқот ишида «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг қийматига таъсир этувчи омиллар ва уларнинг корреляцион боғлиқлиги бўйича 2015-2019 йиллар кесимида панель маълумотлари асосида таҳлиллар амалга оширилди.

Тадқиқотда панель маълумотлари асосида кўп омилли чизиқли функцияни шакллантириш мақсад қилиб олингани сабабли корреляцион ўзгарувчиларнинг матрицаси тузилди. Бироқ, кўп омилли функцияни шакллантиришда эркин ўзгарувчилар орасида корреляцион боғлиқлик мавжуд бўлиб, бу эса, ўз навбатида, мультиколлинеарлик муаммосини юзага келтиради. Шундан келиб чиққан ҳолда матрицада акс этган юқори коэффицентли ўзгарувчилар кўп омилли регрессия моделидан чиқариб ташланди. Натижада учта регрессион модель кўрсаткичларини ҳисоблаш амалга оширилди.

¹⁹ Муаллиф ишланмаси асосида тузилган.

**Регрессион моделлар кўрсаткичларининг натижалари
(2014-2019 йиллар маълумоти асосида)²⁰**

Эркиз ўзгарувчи (ln_ev)	(1)	(2)	(3)
	Йиғма модел	Ўзгармас эфектлар моделли	Тасодифий эфектлар моделли
ev_s	18,8907*** (0,0008)	5.6346*** (0.0678)	18.8907*** (0.0000)
p_s	-17.8469*** (0.0008)	-2.7743*** (0.0554)	-17.8469*** (0.0000)
debt_ratio	-5.612523 (0.0008)	1.234082 (0.2543)	-5.6125 (0.0000)
C(constant)	6.25170** (0.0000)	5.1804** (0.0000)	6.2517** (0.0000)
Кузатувлар сони	20	20	20
R-квадрат	0.6008	0.9548	0.6008

Кавслар ичидаги кўрсаткичлар стандарт хатолик Р-қийматдаги, ***P<0,01, **P<0,05, *P<0,1

8-жадвалдаги маълумотлардан урта моделдаги танлаган эрки ўзгарувчиларнинг йиғма моделидаги Р-қиймати 0,001 дан кичик эканлигини кузатиш мумкин. Бироқ, ўзгармас эфектлар моделида танланган эрки ўзгарувчи ҳисобланаган ev_s, p_s, ва debt_ratio кўрсаткичлари Р-қиймати 0,001 дан кичик эканлигини кузатиш мумкин.

Тасодифий эфектлар модели барча эрки ўзгарувчилари Р-қиймати 0,001 дан эканлигидан далолат беради. Агар биз мазкур эрки ўзгарувчилар бўйича гипотеза тестини ўтказсак, урта моделда ҳам ln_ev ўзгарувчининг коэффициенти 90 фоизлик даражада статистик муҳим эканлиги кузатилади. Бундан ташқари, тасодифий эфектлар модели ev_s, p_s, ва debt_ratio эрки ўзгарувчи ҳам 99 фоизда статистик муҳим даражасида таъсир этмоқда. Бу шуни англатадики, иккита эрки ўзгарувчи эркиз ўзгарувчига тўлиқ таъсир этишини ифодалай олади. R-квадратга назар ташласак, учала моделда ҳам қийматнинг 1 га яқинлигини кўриш мумкин.

Юқоридаги урта моделнинг эконометрик кўринишини қуйидаги формулада кузатиш мумкин.

1. Йиғма модель

$$ln_ev_{it} = 6.25170 + 18,8907 * ev_s_{it} - 17.8469 * p_s_{it} - 5.612523 * debt_ratio + e_{it} \quad (6)$$

²⁰ «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Кўкон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг ҳисоботлари асосида Eviews-9.0 дастури ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

2. Ўзгармас эффектлар модели

$$\ln_{-} ev_{it} = 5.1804 + 5.6346 * ev_{-} s_{it} - 2.7743 * p_{-} s_{it} - 1.234082 * debt_ratio + e_{it} \quad (7)$$

3. Тасодифий эффектлар модели

$$\ln_{-} ev_{it} = 6.2517 + 18.8907 * ev_{-} s_{it} - 17.8469 * p_{-} s_{it} - 5.6125 * debt_ratio + e_{it} \quad (8)$$

Ҳисобланган йиғма, ўзгармас ва тасодифий эффектлар моделларнинг кўрсаткичларига назар ташласак, фарқ жуда катта эмаслигини кузатиш мумкин. Мазкур моделлардан қайси бири яхшироқ эканлигини аниқлаш учун Ж.Хаусман²¹ тестидан фойдаланган ҳолда ҳисоб-китоблар амалга оширилди. Хаусман тестига кўра, агар регрессор (мустақил ўзгарувчи) ва эффектлар ўртасида корреляция мавжуд бўлмаса, ўзгармас ва тасодифий эффектлар мавжуд бўлиб, аммо ўзгармас эффектлар самарасиз ҳисобланади. Регрессор ва эффектлар ўртасида корреляцион боғлиқлик мавжуд бўлса, ўзгармас эффектлар мавжуд, лекин тасодифий таъсир мавжуд эмас, деб қаралади. Нолинчи гипотеза асосан қуйидаги эконометрик формула билан аниқланади:

$$W = [\beta_{RE} - \beta_{FE}] [V(\beta_{RE}) - V(\beta_{FE})]^{-1} [\beta_{RE} - \beta_{FE}]' \sim \chi^2_k \quad (9)$$

Агар W аҳамиятли бўлса, яъни эҳтимоллиги 5 фоиздан кам бўлса, ўзгармас эффектлар модели яхшироқ модель ҳисобланади. Агар мазкур эҳтимоллик кўрсаткичи 5 фоиздан катта бўлса, тасодифий эффектлар модели яхшироқ деб қаралади. Ушбу тестнинг таҳлили қуйидаги жадвалда келтирилган (9-жадвал).

9-жадвал

Хаусман тести натижалари²²

Ўзгарувчилар	Ўзгармас таъсир (a)	Тасодифий таъсир (b)	Ўзгарувчиларнинг фарқи (a-b)	Эҳтимоллик даражаси
EV_S	5.634634	18.890747	5.086046	0.0000
P_S	-5.774357	-17.846915	4.908149	0.0000
DEBT_RATIO	1.234082	-5.612523	0.811982	0.0000
		Чи-квадрат (χ^2) статистикаси	Чи-квадрат тақсимооти	Эҳтимоллик даражаси
Тасодифий эффектларнинг кросс-секционни (Cross-section random)		101.988938	3	0.0000

²¹ Hausman, J. A. (1978). «Specification Tests in Econometrics». *Econometrica*. Vol.46, No.6, pp.1251-1271.

²² «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Кўкон механика заводи» ва «Кварц» АЖларнинг ҳисоботлари асосида Eviews-9.0 дастури ёрдамида муаллиф томонидан тайёрланган.

9-жадвалдаги Хаусман тести натижалари тасодифий эффектлар модели бошқа моделларга нисбатан яхшироқ эканлигини кўрсатмоқда. Тасодифий эффектлар модели яхшироқ эканлиги Р-қиймат эҳтимоллиги кўрсаткичига кўра нолинчи гипотеза ва муқобил гипотеза фарзидан фойдаланиб аниқланди. Унга кўра, нолинчи гипотеза сифатида тасодифий таъсир модели қабул қилиниб, унинг муқобил варианты, яъни ўзгармас таъсир модели рад этилди. Тадқиқотимиздаги Хаусман тестдаги (χ^2)ни статистик муҳимлилик даражаси 5 фоиздан кичик бўлгани ва Р-қиймат 0.0000 га тенглиги ўзгармас эффектлар модели бошқа моделларга нисбатан яхшироқ эканлигини кўрсатади.

Хулоса қилиб айтиш мумкинки, панель маълумотлар асосида учта модель орқали таҳлил қилинганда ўзгармас эффектлар модели энг мақбули ҳисобланади. Мазкур моделнинг мустаҳкамлигини аниқлаш тести, яъни қолдиқлари ўртасидаги боғлиқлик мавжуд эмаслиги моделнинг прогноз қилиш имконияти мавжуд эканлигидан далолат беради. Акциядорлик жамиятининг капитали қийматига ev_s , p_s , ва $debt_ratio$ коэффициентлар таъсири ўрганилганда, ev_s , p_s коэффициентлари бевосита бевосита таъсир қилиши кўрсатди. Ўзгармас эффектлар моделидаги бошқа омиллар ўзгармаган ҳолда ev_s коэффициентни бир пунктга ўсиши акциядорлик жамияти капитал қийматининг 5,6 баробарга ўсишига олиб келади. P_S коэффициент бир поғонага ўсиши 2,7 баробарга тушишига олиб келади. Шундан келиб чиққан ҳолда акциядорлик жамиятларини қийматига бевосита таъсир этувчи омилларни баҳолашда тасодифий таъсир моделидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади.

Тадқиқот ишида ишлаб чиқилган илмий-назарий таклиф ва амалий тавсиялар бугунги кунда акциядорлик жамиятларининг капиталлари қийматини баҳолашни методологиясини такомиллаштиришига муайян даражада хизмат қилади.

ХУЛОСА

Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашга оид амалга оширилган изланишларга асосланган ҳолда қуйидаги илмий-услубий ва амалий хулосалар шакллантирилди:

1. Капитални баҳолаш бўйича халқаро стандартларда акс этган илғор тажрибаларнинг Ўзбекистон шароитидан келиб чиққан ҳолдаги мослашувини таъминлаш муҳим ҳисобланади. Бунда даромадлар ёндашуви усулига асосланган ҳолда акциядорлик жамияти капиталига киритилган инвестициянинг пул оқимларини дисконт ставкасини аниқлаш капиталнинг ўртача тортилган қиймати (WACC) усули орқали амалга оширилиши мақсадга мувофиқ. Бунинг натижасида акциядорлик жамиятлари қарз капиталининг реал бозор қиймати ҳамда акциядорлик жамияти капиталининг таркибий тузилишини аниқлаш, шунингдек, жалб қилинган капиталга харажатни ҳисоблаш имконияти яратилади.

2. Акциядорлик жамияти хусусий капитали пул оқимини дисконт ставкасини капитал активларини ҳисоблаш (CAPM) усулидан фойдаланиш хусусий капиталдан кутилаётган даромад ва тизимли рискни аниқлаш ҳамда миллий баҳолаш стандартларини халқаро баҳолаш стандартлари тамойилларига мувофиқлаштириш имкони беради.

3. Акциядорлик жамиятларининг акцияларини IPO ва SPO йўли билан тақсимлашда андеррайтер томонидан мультипликатор коэффицентлари орқали акциянинг реал қийматини белгилаш зарур. Хусусан, мультипликатор коэффицентларидан ва дисконтланган пул оқими моделдан фойдаланган ҳолда акциялар бозор қийматини ҳамда капитал қийматини аниқлаш имконияти яратилади. Шунингдек, акциядорлик жамияти самарадолигини, акциянинг баланс қийматини, акциядорлик жамиятининг қийматини, инвестицион салоҳиятини ва капитални баҳолашда даромад усулидан фойдаланиш ҳамда акциядорлик жамиятлари фаолиятини самарали баҳолашга хизмат қилади.

4. Акциядорлик жамиятларида бозор талабларидан келиб чиққан ҳолда акциядорлар манфаатларини ҳимоя қилиш ва инвестициявий жозибдорликни оширишга хизмат қиладиган дивиденд сиёсатини юритиш тартибини жорий этиш мақсадга мувофиқ бўлади. Хусусан, акциядорлик жамиятларининг капитал қиймати баҳолашда даромад усулидан фойдаланиш имконияти яратилди. Чегирмавий дивиденд ва чегирмавий пул оқимларидан фойдаланиш тўланадиган дивиденд ва дивиденд фоизлари орқали капиталнинг реал қийматини аниқлаш имконини беради. Шунингдек, акциядорлик жамиятларини дивиденд бўйича пул оқимлари ва даромадларини ўсиш суръатлари орқали капитал қийматни баҳолаш жиҳатларини тўғри ташкил этишга хизмат қилади.

5. Чегирмавий пул оқимлари методидан фойдаланган ҳолда амалга оширилган «Қизилқумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларни капиталлари қиймати баҳолаш натижасида акцияларнинг таргет баҳоси билан бозор баҳоси орасида ўсиш салоҳияти аниқланди. Бунда беш йиллик эркин пул оқимлари прогноз методи орқали баҳолаш амалга оширилди. Хусусан, баҳолаш жараёнида акциядорлик жамиятларининг бизнес

режа кўрсаткичларидан, капиталнинг ўртача тортилган қиймати ва молиявий активларни баҳолаш моделидан фойдаланилди. Шу билан бирга, капиталнинг ўртача тортилган қиймати ва хусусий капитал қийматини аниқлашда капитал активларини баҳолаш моделининг дисконт ставкаси сифатида фойдаланиб, хусусий капитал қиймати ва капитал қийматларини баҳолаш амалга оширилди.

6. Акциядорлик жамиятининг капитал қийматини аниқлашда замонавий баҳолаш усулларидан фойдаланиш лозим. Акциядорлик жамиятлари облигацияларни эмиссия қилмаган бўлса, унда қарз қиймати (cost of debt), қарзни капиталга нисбати коэффиценти (debt to equity ratio), қарз коэффиценти (debt ratio), қарзни активларга нисбати коэффиценти (debt to asset ratio) ва Левериж коэффицентлари орқали қарз капитали қийматини аниқлаш усулларидан фойланиш лозим. Сабаби, мамлакатимиздаги аксарият акциядорлик жамиятлари корпоратив облигацияларни эмиссия қилмайди ва қарз капитали унга муқобил бўлган банк кредитлари жалб қилиш орқали шакллантирилади. Шу боис, қарз капиталининг қийматини қарзга боғлиқ бўлган коэффицентлардан фойдаланиб аниқлаш имконияти яратилади.

7. Мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари капиталида қарз капитали улушининг юқорилиги ва хусусий капитал улушининг пастлиги акциядорлик жамиятлари rischi даражаси юқорилигидан далолат беради. Бу ўз, навбатида, акциядорлик жамиятига хусусий капитал ҳаракатини сезиларли даражада чеклашга олиб келади. Шу сабабли, акциядорлик жамиятини банкротликка олиб келинишнинг олдини олувчи акциядорлик жамиятлари капиталида хусусий капитал меъёри даражасини таъминлаш лозим. Бундан ташқари, акциядорлик жамиятларининг капиталида қарз капиталининг энг мақбул меъерининг 40 фоиз даражасида белгиланиши мақсадга мувофиқ. Қарз капиталида дефолт рискининг инобатга олиниши акциядорлик жамиятининг банкротлик аломатини аниқлашга имкон яради.

8. Акциядорлик жамиятларининг қарз капитали қийматини аниқлашда рискларни инобатга олиш лозим. Шунингдек, кредит ўрнини босувчи қарз қимматли қоғозларнинг мавжуд эмаслиги сабабли капитал таркибида қарз капиталининг энг мақбул қийматини аниқлаш керак. Ўз навбатида, акциядорлик жамиятларига қарзни жалб қилишни молиявий инструментлар орқали амалга ошириш мақсадга мувофиқ. Бу эса акциядорлик жамиятлари чиқарадиган корпоратив облигацияларни муомалага чиқариш талабларини қайта кўриб чиқишни тақозо этади. Шунингдек, қарз капиталини баҳолашда фақат кредитнинг қиймати баҳоланиб, ривожланган мамлакатларда кенг қўлланиладиган қарз коэффицентларидан фойдаланилмайди. Шунинг учун, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари капитали қийматини аниқлашнинг қарз коэффицентларидан фойдаланган ҳолда амалга оширилиши капитал қийматини аниқ баҳолаш имкониятини яратади.

9. Акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулидан фойдаланган ҳолда эркин пул оқимлари, терминал қиймати ва прогноз даврида акциядорлик жамиятлари капитал қийматини аниқлаш имкониятини беради. Шунингдек, акциядорлик жамиятлари капитал қийматини ва қолдиқ қиймати аниқлашга хизмат қилади.

10. Панель маълумотлар асосида учта модель орқали таҳлил қилинганда ўзгармас эффектлар модели энг мақбули ҳисобланади. Мазкур моделнинг мустақамлигини аниқлаш тести, яъни қолдиқлар ўртасидаги боғлиқлик мавжуд эмаслиги моделнинг прогноз қилиш имконияти мавжуд эканлигидан далолат беради. Акциядорлик жамиятининг капитали қийматига ev_s , p_s , ва $debt_ratio$ коэффициентлар таъсири ўрганилганда, ev_s , p_s коэффициентлари бевосита таъсир қилар экан. Ўзгармас эффектлар моделидаги бошқа омиллар ўзгармаган ҳолда ev_s коэффициентни бир пунктга ўсиши акциядорлик жамияти капитал қийматини 5,6 баробарга ўсишига олиб келади. Шундан келиб чиққан ҳолда, акциядорлик жамиятларини қийматига бевосита таъсир этувчи омилларни баҳолашда тасодифий таъсир моделидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини ўрта ва қисқа муддатда ўзгаришини ҳамда яқин келажакда акциядорлик жамиятлари капиталига бўлган инвестиция салоҳиятини аниқлашга хизмат қилади.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/10.12.2019.I.16.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

ХУДОЙҚУЛОВ ХУРШИД ХУРРАМОВИЧ

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОЛОГИЧЕСКИХ ОСНОВ ОЦЕНКИ
СТОИМОСТИ КАПИТАЛА АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ**

08.00.07 – «Финансы, денежное обращение и кредит»

**АВТОРЕФЕРАТ
диссертации доктора экономических наук (DSc)**

Ташкент – 2021

Тема докторской диссертации (DSc) по экономическим наукам зарегистрирована Высшей аттестационной комиссией при Кабинете Министров Республики Узбекистан за №В2020.2.DSc/Iqt237.

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета (www.tsue.uz) и информационно-образовательного портала «Ziynet» (www.ziynet.uz).

Научный консультант: Мустафакулов Шерзод Игамбердиевич
доктор экономических наук, доцент

Официальные оппоненты: Гудямов Саидахрор Саидахмедович
доктор экономических наук, академик

Саттаров Одилжон Бердимуратович
доктор экономических наук, доцент

Рахматов Хасан Уткирович
доктор экономических наук

Ведущая организация: Академия государственного управления при Президенте
Республики Узбекистан

Защита диссертации состоится «04» июля 2021 года в 10⁰⁰ ч. на заседании научного совета DSc.03/10.12.2019.L16.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском государственном экономическом университете. Адрес: 100066, г.Ташкент, ул. Ислам Каримова, 49. Тел.: (0 371) 239-28-71, факс: (0371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (регистрационный № 1152). Адрес: 100066, г.Ташкент, ул. Ислам Каримова, 49. Тел.: (0371) 239-28-71, факс: (0371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

Автореферат диссертации разослан «04» июля 2021 года.

(протокол реестра № 12 от «04» июля 2021 года.)



Н.Х.Жумаев
Председатель научного совета по
присуждению ученых степеней, д.э.н.,
профессор

Б.Т.Бердияров
Ученый секретарь научного совета по
присуждению ученых степеней, д.э.н.,
доцент

С.К.Худойкулов
Председатель научного семинара при
Научном совете по присуждению ученых
степеней, д.э.н., доцент

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора наук (DSc))

Актуальность и востребованность темы диссертации. В результате пандемии COVID-19, происходящей в последние годы в мире, наблюдаются значительные изменения в инвестиционных потоках крупных компаний, которые, в свою очередь, в разных направлениях влияют на стабильность стоимости капитала акционерных обществ. В результате в нынешних условиях «компаниям необходимо внедрить современные методы оценки стоимости капитала, определить модель оценки финансовых активов и средневзвешенную стоимость капитала и его оптимальный состав¹. Принятие эффективных инвестиционных решений финансовыми менеджерами компании, четкая оценка инвестиционного потенциала компаний различными инвесторами, а также успешная реализация инвестиционных проектов зависят от правильной оценки капитала и стоимости бизнеса, в первую очередь, стоимости капитала компании. В частности, «В 2020 году ожидаемый доход от стоимости капитала компаний в США составил 4,34%, в Европе 4,56%, в Японии 4,25%, в Китае 4,69%, в Индии 6,23%»². Это, в свою очередь, свидетельствует о необходимости использования оптимального метода оценки стоимости капитала компании при определении стоимости бизнеса компаний в этих странах, реализации инвестиционных проектов и уровня инвестиционного потенциала.

Крупнейшими компаниями мира проводятся научно-исследовательские работы, направленные на совершенствование научно-методических основ оценки стоимости капитала при привлечении капитала и принятии инвестиционных решений по крупным проектам. В частности, внедрение современных методов оценки стоимости капитала в акционерных обществах, точное определение величины леввериджа капитала на основе системных и несистемных рисков, влияющих на капитал, расчет средневзвешенной стоимости капитала с учетом собственного и заемного капитала, определение терминальной стоимости капитала путем прогнозирования дисконтированных денежных потоков, расчет заемного капитала компании на основе учета премии за страновой риск (country risk premium) и рисков дефолтного спреда (default spread risk), определение ожидаемой доходности капитала с учетом уровня безрисковых активов, а также премии за риск капитала (equity risk premium) являются основными направлениями научных исследований в этой области.

В Узбекистане особое внимание уделяется вопросам оценки стоимости капитала акционерных обществ, в том числе «созданию единой информационной платформы для оценочной деятельности, обеспечению гласности и открытости актуальной, правдивой и постоянно обновляемой прозрачной информации об оценочной деятельности»³. Последовательная и эффективная реализация этих задач создаст всесторонние возможности для

¹ <https://home.kpmg/de/en/home/insights/2020/10/cost-of-capital-study-2020.html>

² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

³ Указ Президента Республики Узбекистан «О государственной программе по реализации Стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах в «Год поддержки молодежи и укрепления здоровья населения»» УП-6155-сон, 3 февраля 2021 года.

развития рынка капитала в стране, значительного увеличения его доли в экономике и удельного веса в привлечении инвестиций, а также реализации инвестиционных проектов крупных акционерных обществ, принятия инвестиционных проектов и инвестиционных решений, использования методологий дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости бизнеса и капитала акционерных обществ, формирования единой информационной площадки для оценочной деятельности, использования современных методов оценки капитала компаний.

Настоящее диссертационное исследование в определенной степени служит выполнению задач, определенных в указах Президента Республики Узбекистан УП-4720 от 24 апреля 2015 года «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах», УП-4947 от 7 февраля 2017 года «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан», УП-5308 от 22 января 2018 года «О государственной программе по реализации стратегии действий по пяти приоритетным направлениям развития Республики Узбекистан в 2017-2021 годах в «Год поддержки активного предпринимательства, инновационных идей и технологий»», УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала», постановлениях Президента Республики Узбекистан ПП-2454 от 21 декабря 2015 года «О дополнительных мерах по привлечению иностранных инвесторов в акционерные общества», ПП-4381 от 1 июля 2019 года «О мерах по дальнейшему совершенствованию оценочной деятельности и упрощению механизмов реализации низкорентабельных и бездействующих предприятий с государственным участием», а также других нормативно-правовых актах, относящихся к данной сфере.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Данное исследование выполнено в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологий Республики Узбекистан I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

Обзор зарубежных научных исследований по теме диссертации⁴. Исследования по совершенствованию методологических основ оценки стоимости капитала акционерных обществ проводятся ведущими высшими учебными заведениями, научными центрами и престижными международными финансово-кредитными учреждениями, такими как Harvard University, Duke University, World Bank, IMF, New York University, University of Chicago (США), Oxford University, University of Manchester, University of Leeds, London school of

⁴ Обзор зарубежных научных исследований по теме диссертации <https://www.harvard.edu/>; <https://duke.edu/>; <https://www.worldbank.org/>; <http://www.manchester.ac.uk/>; <https://www.duffandphelps.com/>; <https://www.imf.org/>; <https://www.nyu.edu/>; <https://www.fcm.uni-hannover.de/en/>; <http://www.uchicago.edu/>; <http://www.ox.ac.uk/>; <http://www.leeds.ac.uk/>; <https://www.uni-mannheim.de/>; <http://www.lse.ac.uk/>; <https://www2.deloitte.com/>; <https://www.ey.com/>; <https://www.afponline.org/>; <https://www.kuleuven.be/>; <https://www.mckinsey.com/>; <https://www.pwc.com/>; <https://home.kpmg/>; <https://www.soas.ac.uk/>; <https://www.unisg.ch/>; <https://www.iese.edu/>; <http://tsue.uz/>; <https://tfi.uz/>; <https://rgsbm.uz/> ва бошқа манбалар асосида тайёрланган.

Economics (Великобритания), Deloitte, Ernst & Young (EY), and Price water house Coopers (PwC), Klynveld Peat Marwick Goerdeler (KPMG), Duff & Phelps, SOAS University of London, Association for Financial Professionals (AFP), McKinsey & Company, Institute of Finance and Commodity Markets (Германия), KU Leuven (Бельгия), University of Stirling (Англия), University of Mannheim (Германия), St. Gallen Business School, IESE Business, Ташкентский государственный экономический университет, Ташкентский Финансовый институт, Высшая школа бизнеса и предпринимательства (Узбекистан).

В результате научных исследований, проведенных в мире, были получены следующие научные результаты по оценке стоимости капитала акционерного общества, в том числе: при оценке стоимости капитала компаний были разработаны предложения по использованию модели оценки финансовых активов и модели средневзвешенной стоимости капитала (Harvard University); разработана эмпирическая методика взаимосвязи между риском и рентабельностью капитала, и рекомендуется пересмотреть взаимосвязь между рыночной ценой стоимости капитала - бета коэффициентом (β) и доходами (University of Mannheim); разработана модель для оценки влияния изменения климата на стоимость капитала в развивающихся странах (SOAS University of London); разработана методика оценки капитала посредством прогнозирования денежных потоков и расчета премии за риск капитала с учетом дисконтированных денежных потоков во время пандемии коронавируса COVID-19 (Duff & Phelps); была разработана стохастическая модель влияния изменения климата на прибыль акций (University of Chicago); разработаны предложения по использованию средневзвешенной стоимости капитала в качестве ставки дисконтирования при оценке стоимости капитала акционерного общества (St. Gallen Business School); разработана модель оценки с учетом показателей терминальной стоимости, премии за страновой риск и премии за риск дефолта при расчете стоимости капитала компаний (New York University); разработаны десять альтернативных методов оценки стоимости капитала компаний через дисконтированные денежные потоки (IESE Business School).

В высших учебных заведениях, научных центрах и авторитетных международных финансово-кредитных учреждениях проводится ряд исследований по совершенствованию теоретическо-методологической, методической и экономико-правовой основ для оценки стоимости капитала акционерных обществ по ряду приоритетных направлений, включая: совершенствование механизма оптимизации структуры капитала акционерного общества; разработка модели оценки стоимости капитала через дисконтированные денежные потоки; совершенствование методики оценки стоимости капитала через коэффициенты мультипликатора; разработка кумулятивной (BUM) модели оценки стоимости капитала; разработка моделей оценки капитальных активов при оценке реальной стоимости капитала; совершенствование методики оценки капитальных активов доходным методом; разработка метода определения текущей терминальной стоимости капитала с помощью моделей дисконтированных денежных потоков; разработка

современной модели механизма оценки стоимости капитала с использованием метода дисконтирования дивидендов и метода свободного денежного потока; разработка модели оценки с учетом риска при выборе структуры капитала.

Степень изученности проблемы. Научно-теоретические, методические и практические проблемы оценки стоимости капитала в акционерных обществах всесторонне исследованы в научно-исследовательских работах зарубежных ученых, таких как Ф.Модильяни, М.Миллер, Р.Хамада, Ж.Штиглиц, С.Майерс, Н.Майлуф, О.Блажевич, Н.Кирильчук, Х.Аскарри, Н.Малеки, С.Масуд, Ж.Бирман, П.Крюгер, П.Фернандес, А.Дамодаран, С.Каплан, Р.Рубак, Ж.Лю, Д.Ниссим, Ж.Томас, М.Рахман, А.Шамсуддин, В.Бадги, Ш.Тадкод, а также рассмотрены существующие проблемы, связанные с совершенствованием и оценкой методологии оценки стоимости капитала⁵. В частности, теория определения структуры и оценки стоимости капитала Модильяни и Миллера основана на теории определения структуры капитала и оценки стоимости капитала без учета таких факторов, как влияющие на реальную экономику налоги, банкротство, нестабильные рынки капитала, инфляция. Согласно их теории, при определении рационального состава капитала учитывается взаимосвязь между составом заемного капитала и собственного капитала. В частности, в результате научных исследований П.Фернандеса доказано, что на балансовую стоимость заемного капитала предприятия влияют просроченные налоги, но заемный капитал не зависит от его рыночной стоимости. А.Дамодаран оценил стоимость капитала компании с учетом стоимости собственного капитала и задолженностей. В отличие от других исследователей, он не оставил без внимания риск дефолта. Также, он учел долю собственного капитала в капитале предприятия при определении размера

⁵ Modigliani F., Miller M.H. (1958). «The cost of capital, corporation finance and the theory of investment». The American Economic Review, Vol. 48, No. 3 pp.261–97.; Hamada R (1969) «Portfolio analysis, market equilibrium, and corporate finance» The Journal of Finance, Vol. 24, No. 1. pp. 13-31.; Stiglitz, Joseph E, (1969). «A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem» American Economic Review, American Economic Association, Vol. 59, No. 5 pp. 784-793.; Myers, S., and N.S. Majluf, (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information. Those Investors Do Not Have» Journal of Financial Economics Vol. 13, No.2 pp.187-221.; Fama E., French K. (2002) «Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt» The Review of Financial Studies Vol. 15, No. 1, pp. 1-33.; О.Г.Блажевич, Н.А.Кирильчук «Модели оценки стоимости капитала» Научный вестник: Финансы, банки, инвестиции – 2016 – №3 ст.47-52.; Hosein Asgari Alouj, Nahid Maleki Nia, Seyed Hassan Masoud and Sajjadian Amiri (2012). «The Effect of Systematic Risk on Cost of Capital determinants Applying CAPM Model: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE)», Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 6(10): 180-188.; Bierman, J. H. (1993). «Capital budgeting in 1992: a survey» Financial Management, 22(3):24.; Kruger, P., Landier, A. and Thesmar, D. (2011). «The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate», available at: <http://ssrn.com/abstract=1764024>.; Fernandez, P. (2003). «Equivalence of Ten Different Methods for Valuing Companies by Cash Flow Discounting». EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=367161>.; Fernandez, P. (2010). «WACC: Definition, Misconceptions and Errors». Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1620871>.; Damodaran, A. (2006). «Investment Valuation». New York: McGraw-Hill pp-710.; Damodaran, A. (2012). «Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset». Wiley; 3 editions, pp.992.; Kaplan, S.,and Ruback, R. 1995. «The valuation of cash flow forecasts»: An empirical analysis. The Journal of Finance, Vol. 56, No. 4, pp.1059-1093.; Liu, J., Nissim, D., and Thomas, J. (2007). «Is Cash Flow King in Valuations»? Financial Analyst Journal, Vol 63, Issue 2, pp.56-65.; Rahman, M. L., and Shamsuddin, A. (2019). «Investor sentiment and the price-earnings ratio in the G7 stock markets». Pacific-Basin Finance Journal, 55, 46-62.; Vaibhav, B and Shweta, T. (2019). «A Study on Relative Valuation with Reference IPO Valuation in Dairy Industry». International Journal of Latest Technology in Engineering, Management & Applied Science, Vol 8, Issue 1, pp.58-66.

собственного капитала. При определении размера заемного капитала учитывалась доля заемного капитала в капитале предприятия.

Теоретические, методические и практические аспекты оценки стоимости капитала акционерных обществ подробно описаны узбекскими экономистами, такими как Ш.Мустафакулов, А.Бурханов, Р.Карлибаева, Х.Курбонов, У.Бурхонов, Б.Ходиев, Б.Беркинов, А.Кравченко, О.Хамдамов, Б.Тошмуродова, С.Элмирзаев, М.Эшов, Ш.Шохаъзамий, М.Хамидулин, Н.Каримов и другие⁶.

В частности, в исследованиях Б.Ходиева, Б.Беркинова и А.Кравченко основное внимание уделялось методам оценки стоимости капитала предприятия с использованием основных вычислительных алгоритмов подходов к сравнению доходов, затрат и продаж при определении стоимости бизнеса предприятия. В их исследовании было рекомендовано использовать методы дисконтирования денежных потоков, капитализации и затрат при оценке бизнеса доходным подходом. Эти ученые объяснили подходы к оценке стоимости капитала компаний путем определения ставки дисконтирования, денежного потока, ставки дисконтирования, главным образом, на основе доходного подхода при оценке капитала.

Согласно подходу А.Бурханова и О.Хамдамова, расчет средневзвешенной стоимости капитала в основном используется для инвестирования в проекты, дисконтирования ожидаемой доходности инвестиций и определения стоимости капитала компании. Б. Ташмуродова, С.Элмирзаев и Н.Турсунова предусмотрели тот факт, что средневзвешенная стоимость капитала выражается в сумме расходов, затраченных на использование общего капитала в корпоративных структурах.

По мнению М.Эшова, проводившего исследование управления фундаментальной стоимостью акционерного общества, при определении внутренней стоимости предприятия следует обращать внимание на величину заемного капитала. Потому что заемный капитал напрямую влияет на внутреннюю стоимость. Поэтому при оценке стоимости заемного капитала необходимо учитывать и показатели рентабельности акционерных обществ.

Хотя в вышеупомянутых исследованиях экономистов вопросы оценки стоимости активов акционерных обществ освещены с теоретической точки

⁶ Mustafakulov Sh.I. Verifying capital asset pricing model in greek capital market. *Central European Review of Economics & Finance* Vol. 7, No. 1(2015), pp. 5-16.; Мустафакулов Ш.И. Ўзбекистонда инвестицион мухит жозибадорлигини оширишнинг илмий-услугий асосларини такомиллаштириш. Автореферат, Т., 2007, 26 б.; Бурханов А.У., Хамдамов О.Н. Молиявий менежмент. Дарслик. – Т.: «Инновацион ривожлантириш нашриёт-уйи», 2020. 240-241-б.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари. Автореферат, Т, 2018, 30 б.; Курбонов Х. Корпоративные финансы. Тошкент «Иқтисод-Молия», 2007, с.40.; Burkhanov U., Khudaykulov Kh. (2013). Investment valuation in emerging markets: opportunities & specific factors. «Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар» илмий электрон журнали. № 7, pp 1-9.; Ходиев Б.Ю., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н. Бизнес қийматини баҳолаш. Ўқув қўлланма. – Тошкент: Фан, 2006, 228 б.; Тошмуродова Б.Э., Элмирзаев С.Е., Турсунова Н.Р. Молиявий менежмент. Дарслик. – Т.: ТМИ, 2017. 145 б.; Elmirezayev S. va boshq. Moliya bozori. Darslik. – Т.: «Iqtisod-moliya», 2019. – 324 б.; Toshmurodova B., Elmirezayev S., Tursunova N. Moliyaviy menejment. Darslik. – Т.: «Iqtisod-moliya», 2017. – 325 б.; Эшов М. Корхонанинг фундаментал қийматини бошқариш: назария ва амалиёт. Монография.-Т.: «Манавият», 2020. – 200 б.; Шохаъзамий Ш.Ш. Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик. – Т., ТМИ. 2012, 178 б.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008, – 204 с.; Каримов Н.Ф., Хожиматов Р.Х. Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш. Дарслик. – Т.: ТДИУ, 2011, 771-787 б.

зрения, тем не менее, недостаточная изученность оценки акционерных обществ страны с учетом различных факторов, влияющих на оценку стоимости капитала, а также отсутствие комплексных исследований по определению ожидаемого дохода с учетом безрисковых активов, средневзвешенной стоимости капитала и текущей терминальной стоимости капитала явилось основанием для выбора данной темы исследования.

Связь темы диссертации с планами научно-исследовательских работ учреждения высшего образования, где выполнена диссертация. Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с планом научно-исследовательских работ Ташкентского государственного экономического университета по практическим исследовательским проектам на темы №ФМ-1 «Совершенствование научно-методических основ и методик обеспечения макроэкономической стабильности и прогнозирования социально-экономического развития в Узбекистане» и №20170928535 «Разработка механизма привлечения инвестиционных фондов в Узбекистане» (2017-2020 гг.).

Целью исследования является разработка предложений и рекомендаций по использованию современных подходов к оценке стоимости капитала акционерных обществ, а также совершенствование их методологических основ.

Задачи исследования:

изучение научных и теоретических основ оценки стоимости капитала акционерных обществ;

раскрытие научно-методической значимости использования метода дисконтирования денежных потоков при оценке стоимости капитала акционерных обществ;

выявление возможностей прогрессивных методов оценки стоимости капитала акционерных обществ в развитых странах;

обоснование особенностей использования методов дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости капитала в развитых странах;

изучение современных методов и инструментов оценки стоимости заемного капитала акционерных обществ;

выявление проблем, связанных с методологией оценки стоимости капитала акционерных обществ в Узбекистане, и определение путей их решения;

достижение определенных научных результатов на основе выявления факторов, влияющих на стоимость капитала акционерных обществ и их эконометрического моделирования;

разработка перспектив внедрения метода оценки стоимости капитала акционерных обществ через дисконтированные денежные потоки.

Объектом исследования является процесс оценки стоимости капитала акционерных обществ, действующих в Республике Узбекистан.

Предметом исследования являются экономические отношения, возникающие в процессе оценке стоимости капитала акционерных обществ.

Методы исследования. В диссертации использованы эмпирические методы, методы экономико-математического моделирования, группировки

статистических данных, сопоставительного анализа, выборочного наблюдения, панельного корреляционного и регрессионного анализа.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

предложен расширенный подход к таким понятиям, как «оценка капитальных активов», «средневзвешенная стоимость капитала» и «стоимость капитала акционерного общества», а также авторские определения, отдающие приоритет содержанию оценки стоимости капитала;

для определения ставки дисконтирования денежных потоков от инвестиций в капитал акционерного общества разработано предложение по определению методом средневзвешенной стоимости капитала (WACC);

обоснована целесообразность оценки ставки дисконтирования денежного потока собственного капитала акционерного общества методом расчета капитальных активов (CAPM);

обосновано предложение определения андеррайтером реальной стоимости акции по коэффициентам мультипликатора при распределении акций акционерных обществ путем IPO и SPO;

разработан порядок проведения дивидендной политики в акционерных обществах, способствующая защите интересов акционеров и повышению инвестиционной привлекательности;

определены прогнозные оценочные показатели стоимости капитала акционерных обществ на 2023 год на основе панельной регрессионной эконометрической модели.

Практические результаты исследования заключаются в следующем:

разработан метод определения рационального уровня структуры капитала акционерного общества, включая дисконтированные денежные потоки собственного и заемного капитала, в зависимости от соотношения собственного и заемного капитала;

обоснован учет премии за рыночный риск с безрисковыми активами, а также несистемных рисков в дисконтированных денежных потоках, ожидаемых акционерным обществом от собственного капитала;

рекомендована оценка рыночной стоимости и стоимости капитала акций акционерного общества с использованием модели дисконтированных денежных потоков и коэффициентов мультипликатора;

создана возможность использования доходного метода при оценке стоимости капитала акционерных обществ. В то же время научно обосновано использование дисконтированных дивидендов и дисконтированных денежных потоков, определение реальной стоимости капитала через выплачиваемые дивиденды и проценты по дивидендам;

был проведен эконометрический анализ и определена степень чувствительности факторов при оценке факторов, влияющих на стоимость акционерного общества.

Достоверность результатов исследования. Достоверность результатов исследования определяется сравнительным и критическим анализом научно-теоретических взглядов ведущих экономистов на оценку стоимости капитала

акционерных обществ, изучением и обобщением передового зарубежного опыта, обоснованием оценки капитала на экспертных результатах и официальных источниках национальных и международных организаций, в том числе, научно-теоретическими выводами путем анализа процесса на основе статистических данных Министерства финансов Республики Узбекистан, Республиканской фондовой биржи «Ташкент», единого портала корпоративной информации и статистических данных акционерных обществ.

Научная и практическая значимость результатов исследования.

Научная значимость результатов исследования определяется развитием рынка капитала страны за счет совершенствования методологических основ оценки стоимости капитала акционерных обществ, значительного увеличения его доли в экономике и привлечении инвестиций, разработки теоретико-методологических основ использования современных методов оценки стоимости капитала и возможностью их использования для проведения специальных научных исследований.

Практическая значимость результатов исследования заключается в том, что они могут быть использованы при разработке единого национального стандарта оценки, а также при разработке законов и подзаконных актов, указов, постановлений и распоряжений Президента, постановлений правительства и других соответствующих нормативно-правовых актов с целью дальнейшего совершенствования оценочной деятельности и упрощения механизмов продажи низкоприбыльных и недействующих предприятий с государственным участием и разработке комплекса мер, направленных на эффективное развитие акционерных обществ и рынка капитала

Внедрение результатов исследования. На основе научно-практических и методических предложений и рекомендаций, разработанных по совершенствованию методологических основ оценки стоимости капитала акционерных обществ:

авторские определения, отдающие приоритет содержанию оценки стоимости капитала и предложенный расширенный подход к таким понятиям, как «оценка капитальных активов», «средневзвешенная стоимость капитала» и «стоимость капитала акционерного общества» использованы при разработке учебника «Финансовый рынок и инвестиции» (справка Министерства высшего и среднего специального образования №133 от 9 февраля 2019 года, свидетельство № 133-131). В результате при оценке стоимости капитала акционерных обществ можно правильно подходить к этим понятиям, можно полностью учесть взаимозависимость между их компонентами и характерными аспектами;

предложение по определению ставки дисконтирования денежных потоков от инвестиций в капитал акционерного общества разработано предложение по определению методом средневзвешенной стоимости капитала (WACC) применено в приказе Агентства по управлению государственными активами №3229 «О Едином национальном стандарте оценки Республики Узбекистан» (справка Агентства по управлению государственными активами №352/03-21 от

26 января 2021 года). В результате внедрения данного предложения появилась возможность определить реальную рыночную стоимость заемного капитала акционерных обществ и структуру капитала акционерного общества, а также рассчитать расходы на привлеченный капитал. В то же время было принято решение внедрить это предложение в деятельность всех оценочных организаций, которые работают в соответствии с международными стандартами оценки;

предложение о целесообразности оценки ставки дисконтирования денежного потока собственного капитала акционерного общества методом расчета капитальных активов (САРМ) применено в приказе Агентства по управлению государственными активами №3229 «О Едином национальном стандарте оценки Республики Узбекистан» (справка Агентства по управлению государственными активами №352/03-21 от 26 января 2021 года). В результате внедрения этой научно-практической новизны стало возможным определить ожидаемую доходность собственного капитала и системный риск акционерных обществ и привести национальные стандарты оценки в соответствие с принципами международных стандартов оценки;

предложение определения андеррайтером реальной стоимости акции по коэффициентам мультипликатора при распределении акций акционерных обществ путем IPO и SPO применено в Указе Президента Республики Узбекистан УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-02-32/1191 от 12 мая 2021 года). В результате внедрения этого предложения стало возможным оценивать рыночную стоимость акций акционерных обществ и стоимость капитала с использованием коэффициентов мультипликатора и модели дисконтированных денежных потоков. Это также способствует оценке эффективности деятельности акционерного общества, балансовой стоимости акций, стоимости капитала, инвестиционного потенциала и доходного метода оценки капитала, а также деятельности акционерных обществ. В то же время была предоставлена возможность провести оценку стоимости собственного капитала и капитала акционерного общества;

предложение о порядке проведения дивидендной политики в акционерных обществах, способствующая защите интересов акционеров и повышению инвестиционной привлекательности применено в Указе Президента Республики Узбекистан УП-6207 от 13 апреля 2021 года «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» (справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-02-32/1191 от 12 мая 2021 года). В результате внедрения данного предложения акционерные общества получили возможность использовать доходный метод при оценке стоимости капитала. В то же время использование дисконтированных дивидендов и дисконтированных денежных потоков позволило определить реальную стоимость капитала через дивиденды и причитающиеся проценты по дивидендам. Это также обеспечивает

правильную организацию аспектов оценки капитала через темпы роста денежных потоков и доходов по дивидендам акционерных обществ;

предложение о прогнозных оценочных показателях стоимости капитала акционерных обществ на 2023 год на основе панельной регрессионной эконометрической модели внедрено в деятельность Министерства финансов Республики Узбекистан (справка Министерства финансов Республики Узбекистан №06/04-02-32/1191 от 12 мая 2021 года). Это наглядно послужило для определения изменений в краткосрочной перспективе и инвестиционного потенциала капитала для обществ в ближайшем будущем. Также, позволило акционерам рассчитать справедливую стоимость капитала.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования обсуждены на 4 международных и 4 республиканских научно-практических конференциях.

Публикация результатов исследования. По теме диссертации было опубликовано 13 научных работ, в том числе 1 монография, 12 научных статей в журналах, рекомендованных Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан, из которых 10 – в республиканских и 2 – зарубежных журналах.

Структура и объем диссертации. Структура диссертации состоит из введения, четырех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Общий объем диссертации составляет 250 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во введении обоснована актуальность и необходимость темы диссертации, сформулированы цели, задачи, объект и предмет исследования, показано соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий в республике, изложены научная новизна исследования, практические результаты, раскрыта научная и практическая значимость полученных результатов, дана информация о внедрении результатов исследования на практике, даны об опубликованных работах и о структуре диссертации.

В первой главе диссертации «**Научно-методологические основы оценки стоимости капитала акционерных обществ**» освещены научно-теоретические аспекты оценки стоимости капитала акционерных обществ, существующие методологии и сравнительные анализы по оценке стоимости их капитала, научно-методические аспекты использования метода дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости капитала акционерных обществ.

Автором аргументированы научно-теоретические основы использования современных методов оценки стоимости капитала акционерными обществами быстро развивающихся стран, ожидаемая доходность капитала, премия за риск капитала, текущая терминальная стоимость капитала, средневзвешенная стоимость капитала, системные риски и несистемные риски (рис. 1).



Рис.1. Определение степени влияния системных и несистемных рисков при оценке стоимости капитала компании⁷

⁷ Рисунок составлен на основе разработок автора

Принимая во внимание вышеуказанные аспекты, автором разработано следующее определение применительно к оценке активов фондового рынка на основе изучения научных исследований зарубежных и отечественных экономистов по оценке стоимости капитала акционерных обществ: **оценка капитальных активов** – это дисконтированный денежный поток, ожидаемый от собственного капитала компании, в котором следует учитывать премию за рыночный риск с безрисковыми активами и несистемный риск. **Премия за рыночный риск** (market risk premium) – это ставка дохода, добавляющая безрисковый актив к рыночной доходности.

Также, по нашему мнению, **средневзвешенная стоимость капитала** – это дисконтированный денежный поток, полученный в зависимости от определения рационального уровня структуры капитала акционерного общества, в частности, полученный от собственного и заемного капитала, в зависимости от соотношения собственного и заемного капитала.

Стоимость капитала акционерного общества – величина в виде процента от отношения общей суммы дисконтированных денежных потоков к общему объему капитала, который формируется за счет использования собственного и заемного капитала. На основе теории оценки активов фондового рынка важным аспектом является изучение взаимосвязи между ожидаемой доходностью по ценным бумагам и риском.

На наш взгляд, системный риск связан с изменением конъюнктуры всего финансового рынка под влиянием макроэкономических факторов, включая изменение процентных ставок и инфляционные риски. Этот риск также называют недиверсифицируемым риском.

Несистемный риск (юник) - это риск, связанный с рыночным индексом, рыночной капитализацией и рыночной стоимостью акций с учетом внутренних факторов финансового рынка. Этот риск также называют диверсифицируемым риском.

На сегодняшний день ведущими учеными мира разработано несколько моделей оценки стоимости капитала акционерных обществ, и в данном исследовании автор представляет модели оценки капитала акционерных обществ, которые являются относительно важными и широко используемыми (таблица 1).

На сегодняшний день совершенствование системы оценки является одним из актуальных вопросов в Узбекистане, в связи с отсутствием совершенствования оценочной деятельности, несоответствием подходов и методов оценки принципам международных стандартов оценки и внедрением единого стандарта оценки, основанного на самом передовом зарубежном опыте определения стоимости капитала предприятия. Кроме того, широкое использование только метода стоимости чистых активов и ликвидности затратного подхода при расчете стоимости капитала предприятий в нашей стране лишь указывает на наличие серьезных недостатков в процессе оценки.

Модели оценки стоимости капитала акционерных обществ⁸

Модели оценки стоимости капитала	Расчет модели
Модель постоянного роста (Модель Гордона)	$V = \frac{CF_{(t+1)}}{R - g}$
Модель оценки капитальных активов (САРМ)	$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + \varepsilon$ <p>где:</p> <p>Примечание: стоимость капитала акционерного общества определяется следующим образом:</p> $V = \frac{FCFF_1}{(1 + K_e)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + K_e)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1 + K_e)^n}$ <p><i>FCFF</i> - дисконтированный свободный денежный поток от капитала;</p>
Средневзвешенная стоимость капитала (WACC)	$WACC = K_e * \frac{E}{E + D} + K_d * \frac{D}{E + D} (1 - T)$ <p>Примечание: стоимость капитала акционерного общества определяется следующим образом:</p> $V = \frac{FCFF_1}{(1 + WACC)^1} + \frac{FCFF_2}{(1 + WACC)^2} + \dots + \frac{FCFF_n}{(1 + WACC)^n}$ <p><i>FCFF</i> - дисконтированный свободный денежный поток от капитала;</p>
Метод мультипликатора при оценке стоимости капитала	<p><i>P/E</i> - соотношение рыночной капитализации к чистой прибыли;</p> <p><i>EV/Sales</i> - выручка стоимости капитала предприятия от продажи продукции предприятия;</p> <p><i>EV/EBITDA</i> - отношение стоимости капитала предприятия к прибыли предприятия;</p> <p><i>P/B</i> - отношение рыночной капитализации к ее балансовой стоимости;</p> <p><i>P/S</i> - рыночная стоимость акции (отношение рыночной стоимости капитала компании к объему продаж);</p> <p><i>EV/S</i> - рыночная стоимость капитала компании/прибыль до вычета налогов и процентов</p> <p>стоимость капитала компании = рыночная капитализация компании + чистый долг компании</p> <p><i>D/E</i> - обязательства / общий капитал</p>

Поэтому при оценке стоимости капитала предприятий нашей страны при оценке стоимости капитала предприятия на основе подходов и методов

⁸ Таблица составлена на основе разработок автора

международных стандартов требуется использование методов капитализации, дисконтированных денежных потоков, рынка капитала и коэффициентов мультипликатора. Также крупные акционерные общества в нашей стране практически не используют методологию дисконтированных денежных потоков при принятии инвестиционных проектов и решений, их реализации, оценке стоимости капитала и стоимости бизнеса предприятия. Акционерные общества в развитых странах используют ряд методологий оценки денежных потоков при реализации инвестиционных проектов и оценке бизнес-проектов.

Соответственно, использование доходного метода, который является одним из прогрессивных процедур расчета оценки стоимости капитала, применяется для составления ожидаемой доходности капитала, дисконтированных денежных потоков, свободных денежных потоков, стоимости заемного капитала и бюджета капитала акционерного общества, а также при определении структуры капитала. Использование этих методов способствует выявлению существующих инвестиционных проектов в акционерных обществах страны, в которые местные и иностранные инвесторы могут инвестировать. В частности, эти методы позволяют показать уровень развития практики корпоративного управления в стране и кредитный рейтинг национальной экономики в международных индексах.

Во второй главе диссертации **«Зарубежный опыт оценки стоимости капитала акционерных обществ и его специфические принципы»** приведены научно-теоретические и практические разъяснения прогрессивных методов оценки стоимости капитала акционерных обществ развитых стран, особенности использования методов дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости капитала в развитых странах, а также методические проблемы оценки стоимости капитала компаний развитых стран в условиях пандемии COVID-19.

«Goldman Sachs Group», одно из крупнейших финансовых институтов, также использует модель оценки финансовых активов при определении стоимости собственного капитала акционерных обществ. В свою очередь, метод оценки стоимости собственного капитала отражается следующим образом: $\text{Стоимость капитала} = \text{суверенный доход} + \text{доходность безрисковых активов} + (\text{риск ценных бумаг} * \text{премия за рыночный риск})$.

Согласно исследованию, проведенному всемирно известной британской аудиторско-консалтинговой компанией «Ernst & Young» (EY) по практике оценки капитала акционерных обществ в Швейцарии, при определении стоимости собственного капитала была использована модель финансовых активов с учетом размера премии за риск. При оценке стоимости заемного капитала оценка проводилась с учетом корпоративных облигаций и кредитных спредов. Согласно результатам исследования, стоимость капитала акционерных обществ в этой стране составляет 10,11%. Это, в свою очередь, отражает для инвестора ожидаемую доходность инвестиций в акционерные общества. Для акционерного общества это ставка доходности, требуемая для реализации инвестиционного проекта. При оценке стоимости капитала акционерного общества процентная ставка государственных облигаций,

выпущенных в швейцарской национальной валюте по безрисковой ставке активов, рассчитывалась с учетом индекса премии за рыночный риск, индекса премии за глобальный рыночный риск, который является индексом премии предприятий с небольшой капитализацией, с учетом индекса премии за риск. В результате определено, что средневзвешенная стоимость капитала составляет 8,5%.

Австралийская компания по оказанию финансовых услуг «Value Adviser Associates» признает необходимость учета ставки безрисковых активов, премию за рыночный риск и рыночный риск за акцию акционерного общества, а также структуру капитала при определении стоимости капитала акционерного общества. Акционерное общество показало необходимость учета ставки безрисковых активов и премии за долг при оценке заемного капитала.

В ходе научного исследования был проведен поэтапный анализ показателей, необходимых для определения стоимости капитала 7367 американских акционерных обществ. Анализ состояния стоимости капитала акций акционерных обществ, работающих в США, представлен в таблице ниже (таблица 2).

Таблица 2
Состояние стоимости капитала акционерных обществ США, в процентах⁹

Годы	Уровень дохода по безрисковым активам	Премия за риск	Рыночный риск (бета)	Стоимость собственного капитала
2014	2,17	5,75	1,06	8,27
2015	2,27	6,00	1,13	9,05
2016	2,45	5,69	1,00	8,14
2017	2,41	5,08	1,00	7,49
2018	2,68	5,96	1,12	9,36
2019	1,92	5,20	1,13	7,80

Анализ данных таблицы 2 показывает, что ожидаемая доходность собственного капитала акционерных обществ США снизилась с 8,27% в 2014 г. до 7,80% в 2019 г. Основная причина этого заключается в том, что уровень рисков на финансовом рынке в стране высок, тем более что в 2019 году уровень рыночного риска вырос с 1,06 пункта в 2014 году до 1,13 пункта. Кроме того, снижение ожидаемой доходности от капитала было вызвано премией за риск, ожидаемый от финансового рынка, в том числе снижением уровня доходности акций акционерных обществ. По мнению автора, высокая ожидаемая доходность капитала акционерных обществ свидетельствует о высоком уровне риска, снижении инвестиционного потенциала и суверенного кредитного рейтинга в стране. Эксперты международной негосударственной некоммерческой организации «Буюк келажак» в Узбекистане проанализировали состояние

⁹ Таблица подготовлена автором на основе данных сайта <http://pages.stern.nyu.edu/>

стоимости капитала акционерных обществ по всему миру и заявили, что ожидаемая доходность капитала акционерных обществ в Узбекистане составляет 25%. По их мнению, высокая ожидаемая доходность от капитала свидетельствует о том, что в стране высокий уровень риска и недостаточно проектов, в которые иностранные инвесторы готовы вложить капитал¹⁰.

В третьей главе диссертации «Анализ текущего состояния оценки стоимости капитала акционерных обществ» освещены анализ текущего состояния оценки стоимости капитала акционерных обществ в Узбекистане с помощью коэффициентов мультипликатора, практика оценки стоимости капитала путем прогнозирования денежных потоков акционерных обществ, а также анализ современных методов и инструментов оценки стоимости заемного капитала акционерных обществ.

Анализ дисконтированной ставки стоимости капитала акционерных компаний по странам, приведенный в диссертации, представлен на рисунке ниже (рис.2).

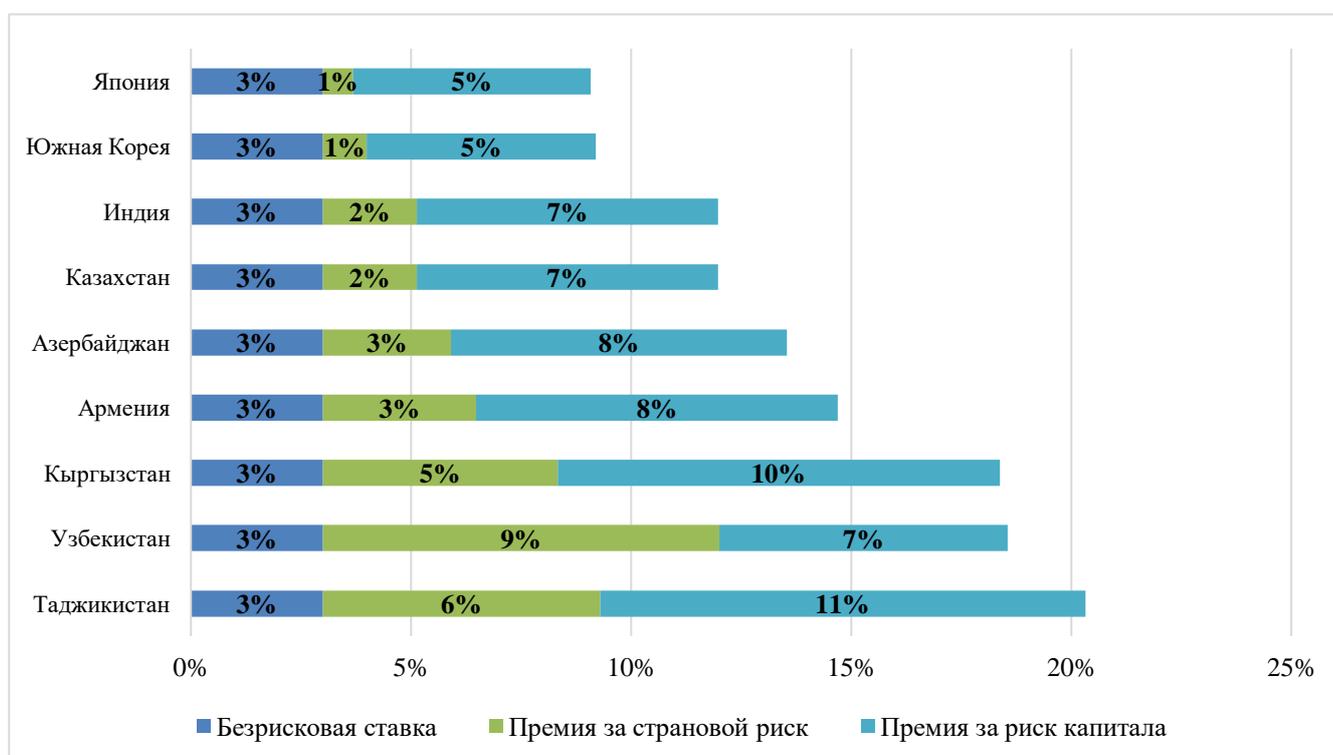


Рис.2. Стоимость капитала акционерных обществ, по состоянию на 1 января 2020 года¹¹

Как видно из данных рисунка 2, ожидаемая доходность капитала, а также высокий риск страны могут значительно ограничить инвестиционный потенциал страны, что, в свою очередь, может затруднить перевод средств отечественных и иностранных инвесторов в проекты.

Нормативный уровень коэффициентов мультипликатора, используемых при оценке стоимости капитала акционерных обществ в результате

¹⁰ Источник: <https://uzbekistan2035.uz/>

¹¹ Рисунок разработан автором на основе данных интернета

исследований зарубежных и отечественных ученых в диссертации, отражен в таблице ниже (таблица 3).

Таблица 3
Показатели, характеризующие коэффициенты мультипликатора¹²

Наименование показателя	Метод расчета	Нормативное значение
<i>Коэффициент P/E (price-to-earnings ratio)</i>	Рыночная стоимость акции / (чистая прибыль-дивиденды по льготным акциям)/ количество простых акций	Оптимальный уровень (12-15)
<i>Коэффициент P/B (price-to-book ratio)</i>	Рыночная стоимость акции (рыночная стоимость компании)/ балансовая стоимость акции	Оптимальный уровень (1-5)
<i>Коэффициент P/S (price-to-sales ratio)</i>	Рыночная стоимость акции (рыночная стоимость компании)/объем продаж	Оптимальный уровень (1-2)
<i>Коэффициент EV/S (enterprise value-to-sales)</i>	Рыночная стоимость компании/прибыль до вычета налогов и процентов Стоимость компании =рыночная капитализация компании+чистый долг компании	Оптимальный уровень 1-3
<i>Финансовый коэффициент Левериджа D/E (debt-to-equity ratio)</i>	Обязательство/общий капитал	Оптимальный уровень (1-2)
<i>Коэффициент финансовой зависимости (debt ratio)</i>	Общие обязательства /общие активы	Оптимальный уровень (0,6-0,7)
<i>Коэффициент капитализации (Capitalization ratio)</i>	Долгосрочные обязательства /акционерный капитал	Оптимальный уровень 1

Также в научной работе анализ коэффициентов мультипликатора при оценке стоимости капитала акционерных обществ «Кызылкумцемент», «Кокандский механический завод», «Кварц» и «Узметкомбинат» отражен в следующей таблице (Таблица 4).

¹² Таблица разработана автором.

Таблица 4

Анализ коэффициентов мультипликатора акционерных общества¹³

Показатели	2015	2016	2017	2018	2019
АО «Кызылкумцемент»					
коэффициент P/E	69,9	10,8	12,1	2,0	2,6
коэффициент P/BV	0,81	0,73	0,63	0,47	0,43
коэффициент P/S	0,9	0,7	0,5	0,4	0,4
коэффициент EV/S	1,02	0,75	0,59	0,43	0,39
коэффициент EV/EBITDA	3,80	1,83	1,66	0,71	1,29
АО «Кокандский механический завод»					
коэффициент P/E	2,2	3,3	2,7	5,4	-
коэффициент P/BV	0,5	0,5	0,5	0,7	0,8
коэффициент P/S	0,4	0,3	0,3	0,4	0,8
коэффициент EV/S	0,4	0,4	0,3	0,4	0,8
коэффициент EV/EBITDA	1,4	1,1	1,0	1,0	29,7
АО «Кварц»					
коэффициент P/E	3,7	1,2	0,8	1,6	9,1
коэффициент P/BV	0,7	0,5	0,3	0,4	0,9
коэффициент P/S	0,5	0,3	0,3	0,4	1,3
коэффициент EV/S	0,5	0,3	0,3	0,4	1,6
коэффициент EV/EBITDA	2,3	0,9	0,7	1,4	20,2
АО «Узметкомбинат»					
коэффициент P/E	6,7	3,5	3,1	1,9	3,7
коэффициент P/BV	0,3	0,3	0,3	0,5	0,8
коэффициент P/S	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2
коэффициент EV/S	0,3	0,2	0,3	0,3	0,4
коэффициент EV/EBITDA	6,0	2,7	1,6	2,1	4,0

Анализ таблицы 4 показывает, что коэффициент P/E акционерного общества «Кызылкумцемент» в 2019 году составил 2,6, если акция акционерного общества составляла 1604 сумов, то фактическая стоимость должна была составить 2812 сум. На практике рыночная цена акций оценивается в 1,75 раза ниже. Коэффициент мультипликатора P/E акционерного общества «Кокандский механический завод» составил 2,2 в 2015 году и 5,4 в 2018 году. Однако, как показывает анализ, рыночная цена акций АО «Кокандский механический завод» в 2018 году составляла 1999 сум, а ее фактическая цена - 1400 сум, то есть акции были оценены на 42 процента ниже. В АО «Кварц» в 2015 году коэффициенты составил 3,7, а в 2019 году 9,1. При рыночной стоимости акции в 3270 сум ее реальная рыночная стоимость должна быть 4401 сум. Однако на рынке эти акции оцениваются на

¹³ Таблица подготовлена автором на основе финансовой отчетности акционерных обществ и данных единого портала корпоративной информации.

34% ниже. Коэффициент мультипликатора P/E акционерного общества «Узметкомбинат» составил 6,7 в 2015 году и 3,7 в 2018 году. В 2019 году реальная стоимость акций компании должна была составить 35 191 сум. Однако их рыночная стоимость недооценена. Как правило, коэффициенты мультипликатора, приведенные в таблице, служат для оценки стоимости капитала акционерного общества и проведения сравнительной оценки с использованием доходного метода оценки.

В ходе исследования была проанализирована практика дисконтирования денежных потоков при оценке капитала акционерных обществ, которые активно работают на рынке капитала нашей страны и акции которых находятся в свободном обращении. Оценка стоимости капитала на основе данных акционерных обществ «Кызылкумцемент», «Узметкомбинат», «Кокандский механический завод» и «Кварц» была проанализирована с помощью модели дисконтированных денежных потоков. В первую очередь желательно определить ставку дисконтирования. С учетом этого определяется средневзвешенная стоимость капитала акционерного общества. Средневзвешенная стоимость капитала акционерного общества (WACC) может быть найдена следующим образом:

$$WACC = k_e \times \frac{E}{E+D} + k_d(1 - T) \times \frac{D}{E+D} \quad (1)$$

где:

WACC – средневзвешенная стоимость капитала;

k_e – стоимость собственного капитала;

k_d – стоимость заемного капитала,

T – корпоративная налоговая ставка;

$\frac{E}{E+D}$ – доля собственного капитала в капитале общества;

$\frac{D}{E+D}$ – доля заемного капитала в общем капитале;

$$= R_f + \text{Лeverидж } \beta \times \text{премия за риск} \quad (2)$$

где:

R_f - является безрисковым активом, к которому выбирается процентная ставка государственных ценных бумаг.

Лeverидж β определяется следующим образом:

$$\text{Лeverидж } \beta = \text{без Лeverиджа } \beta \times \left(1 + \left(1 - \text{налоговая ставка} \times \left(\frac{\text{общий долг}}{\text{общий капитал}} \right) \right) \right) \quad (3)$$

Коэффициент без Лeverиджа β выражается следующим образом:

$$\text{Без Лeverиджа } \beta = \frac{COV(r_i r_m)}{\sigma_m^2} \quad (4)$$

где:

β - бета коэффициент;

r_i - доход акции;

r_m - рыночный доход;

σ_m^2 – дисперсия рыночного дохода.

В ходе исследования коэффициент заемного капитала k_d в четырех акционерных обществах определен следующей формулой:

$$k_d = \frac{\text{Расходы по процентам}}{\text{Долгосрочные кредиты} + \text{Краткосрочные кредиты}} \quad (5)$$

Показатель средневзвешенной стоимости капитала является одним из параметров динамических методов анализа инвестиционных проектов, что имеет большое значение для инвесторов и финансовых институтов. При его определении расчет проводился с использованием данных бухгалтерского баланса, финансовой отчетности, данных о рыночной стоимости собственного капитала акционерного общества. Ставка дисконтирования собственного капитала акционерных обществ «Кызылкумцемент», «Узметкомбинат», «Кокандский механический завод» и «Кварц» выражена в следующей таблице (таблица 5).

Таблица 5
Стоимость собственного капитала акционерных обществ ¹⁴

Показатели	2020	2021	2022	2023	2024
АО «Кызылкумцемент»					
Бета без Левериджа (β)	0,64	0,64	0,64	0,64	0,64
Стоимость капитала (k_e)	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
АО «Кокандский механический завод»					
Бета без Левериджа (β)	2,31	2,31	2,31	2,31	2,31
Стоимость капитала (k_e)	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%
АО «Кварц»					
Бета без Левериджа (β)	1,0	1,1	1,1	1,0	0,8
Стоимость капитала (k_e)	22,7%	23,1%	23,1%	22,4%	20,7%
АО «Узметкомбинат»					
Бета без Левериджа (β)	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Стоимость капитала (k_e)	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%	24,1%

Как видно из данных таблицы 5, ожидаемая доходность от капитала АО «Кызылкумцемент» на 2020-2024 годы составляет 19,4 процента, ставка дисконтирования, используемая при оценке стоимости собственного капитала, составляет 19,4 процента. В АО «Кокандский механический завод» этот показатель составляет 33,4 процента. Ожидаемая доходность от собственного капитала АО «Кварц», если в 2020 году составила 20,7 процента, то к 2024 года, как ожидается, составит 22,7 процента. Ожидаемая доходность собственного

¹⁴ Таблица подготовлена автором на основе финансовой отчетности акционерных обществ и данных единого портала корпоративной информации.

капитала АО «Узметкомбинат» составляет 24,1%. Это, в свою очередь, указывает на стоимость собственного капитала акционерного общества, и ее определение осуществляется путем выбора процентной доли от стоимости собственного капитала в качестве ставки дисконтирования.

Средневзвешенная стоимость капитала, определенная в диссертации при оценке стоимости капитала и стоимости акционерных обществ, может быть выражены в таблице ниже (таблица 6).

Таблица 6
Средневзвешенная стоимость капитала акционерных обществ ¹⁵

Показатели	2020	2021	2022	2023	2024
АО «Кызылкумцемент»					
Средневзвешенная стоимость капитала ($WACC$)	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%	19,4%
Кумулятивная стоимость капитала $I/(I+WACC)^K$	0,84	0,71	0,60	0,51	0,43
АО «Кокандский механический завод»					
Средневзвешенная стоимость капитала ($WACC$)	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%	33,4%
Кумулятивная стоимость капитала $I/(I+WACC)^K$	0,87	0,65	0,49	0,36	0,27
АО «Кварц»					
Средневзвешенная стоимость капитала ($WACC$)	11,5%	10,8%	9,8%	6,4%	6,7%
Кумулятивная стоимость капитала $I/(I+WACC)^K$	0,97	0,88	0,81	0,82	0,76
АО «Узметкомбинат»					
Средневзвешенная стоимость капитала ($WACC$)	18,2%	18,0%	17,7%	17,5%	17,3%
Кумулятивная стоимость капитала $I/(I+WACC)^K$	0,85	0,72	0,61	0,52	0,45

Анализ данных таблицы 6 показывает, что ожидаемая доходность от капитала АО «Кызылкумцемент» на 2020-2025 годы составляет 19,4 процента. За этот период средневзвешенная стоимость капитала АО «Кокандский механический завод» составила 33,4 процента, и основной причиной этого является полное отсутствие долгов акционерного общества. Средневзвешенная стоимость капитала АО «Кварц» составила 11,5 процента в 2020 году, в то время как в 2025 году она, как ожидается, составит 7,7 процента. Средневзвешенная стоимость капитала АО «Узметкомбинат» составила

¹⁵ Таблица подготовлена автором на основе финансовой отчетности акционерных обществ и данных единого портала корпоративной информации.

18,2 процента в 2020 году, а в 2025 году, как ожидается, составит 17,0. В частности, дисконтированная ставка стоимости акционерного общества составит 21,3 процента.

В исследовании при оценке стоимости капитала акционерных обществ «Кызылкумцемент», «Узметкомбинат», «Кокандский механический завод» и «Кварц» стоимость капитала определялись с учетом вышеуказанной средневзвешенной стоимости капитала, текущей терминальной стоимости, стоимости акционерных обществ (таблица 7).

Таблица 7
Стоимость капитала акционерных обществ (2020-2025 гг.)¹⁶

Показатели	АО «Кызылкум- цемент»	АО «Кокандский механический завод»	АО «Кварц»	АО «Узметком- бинат»
Стоимость в прогнозном периоде, млрд.сум	911	26,4	842	475
Терминальная стоимость, млрд.сум	3147	2,6	3934	3754
Стоимость акционерного общества, млрд.сум	4058	29	4776	4229
Долг, млрд.сум	0	0	88	1023
Денежные средства, млрд.сум	609	0,2	28	336
Стоимость капитала, млрд.сум	4667	29,2	4892	3542
Рыночная капитализация, млрд.сум	669	25	315	1300
Таргетная цена акции, тыс. сум	10428	1306	5095	82368
Рыночная стоимость акции, тыс. сум	3800	1120	3494	30000
Потенциал роста, %	174	17	46	175

Данные в таблице 7 представляют собой результаты оценки стоимости капитала акционерных обществ с использованием модели дисконтированных денежных потоков. Оценка производилась с учетом операционной маржи, налоговых ставок, темпов роста доходов и оборотных средств. Анализы показывают, что в прогнозном периоде в АО «Кызылкумцемент» налоговые платежи и ожидания значительно снизились, а также значительно снизились ожидания по операционной марже. В результате стоимость капитала предприятия составила 4667 млрд сум, таргетная цена акции - 10428 сум. Также

¹⁶ Таблица подготовлена автором на основе бизнес-планов акционерных обществ и данных единого портала корпоративной информации.

ожидается рост рыночной стоимости на 174% за счет увеличения текущей терминальной стоимости и терминальной стоимости прогнозного периода АО «Кызылкумцемент».

В прогнозный период терминальная стоимость АО «Кокандский механический завод» составляет 26,4 млрд сум, таким образом, стоимость капитала предприятия составляет 29,2 млрд сум. Кроме того, в результате роста оборотного капитала и операционной прибыли в прогнозном периоде ожидается, что целевая цена акций составит 1306 сум и вырастет на 17 процентов по сравнению с текущей рыночной ценой.

Реальная стоимость капитала в АО «Кварц» составит 3542 млрд сум с учетом изменений маржинальной прибыли и структуры капитала в течение прогнозного периода. Также прогнозируется, что целевая рыночная стоимость акций составит 5095 тыс. сум. В связи с увеличением текущей терминальной стоимости акционерного общества, а также терминальной стоимости, в прогнозный период ожидается, что акции вырастут на 46 процентов по сравнению с текущей рыночной стоимостью.

Стоимость капитала АО «Узметкомбинат» в прогнозный период составила 3542 млрд сум. Также ожидается, что целевая рыночная цена акции акционерного общества вырастет до 82368 сум, что на 175% больше рыночной цены. Основной причиной этого является увеличение дохода компании на 10 процентов в год, рост маржи EBIT в среднем на 11 процентов до 2025 года и оценка стоимости капитала компании на 4229 млрд сум.

В четвертой главе диссертации **«Пути и возможности совершенствования методологии оценки стоимости капитала акционерных обществ в Узбекистане»** изложены проблемы, связанные с методологией оценки стоимости капитала акционерных обществ и способами их устранения, факторы, влияющие на стоимость капитала акционерных обществ и их эконометрическое моделирование, а также перспективы внедрения метода оценки стоимости капитала акционерных обществ посредством дисконтированных денежных потоков.

В качестве основных проблем, связанных с оценкой стоимости капитала акционерных обществ в Узбекистане можно рассмотреть следующие:

акционерные общества при оценке стоимости капитала не используют методы оценки терминальной стоимости, в частности, не развито использование коэффициентов мультипликатора и модели дисконтированных дивидендов;

модель капитальных активов, метод средневзвешенной стоимости капитала, методы оценки стоимости кумулятивного капитала и внутренней доходности не используются при оценке стоимости капитала;

акционерное общество не использует методiku развитых стран при оценке стоимости заемного капитала, заемный капитал формируется только с привлечением кредитных ресурсов банка, в частности, отсутствуют коэффициенты, используемые при расчете стоимости заемного капитала;

отсутствует баланс между долговым инструментом и общим капиталом в акционерном обществе, а также не установлен баланс между заемным и собственным капиталом;

отсутствие методов расчета бета коэффициентов с Левериджем и без Левериджа при расчете стоимости капитала акционерного общества, в частности, неиспользование показателей доходности акций и доходности рыночных индексов, участвующих в методе расчета рыночной беты;

неиспользование в оценке стоимости капитала существующих в развитых странах доходных и сравнительных методов и подходов;

отсутствие системы расчета премии за страновой риск и ее показателей при оценке стоимости капитала акционерного общества;

неразвитость главным образом, рынка капитала, высокая доля государства и неразвитость государственных ценных бумаг на рынке капитала при оценке стоимости капитала акционерных обществ;

отсутствие анализа системы показателей на макро- и микроуровне при оценке стоимости капитала;

отсутствие единого национального стандарта оценки стоимости капитала акционерного общества.

При оценке стоимости капитала акционерного общества широко применяется модель Гордона. Было отмечено, что дивидендная политика анализируемых акционерных обществ нестабильна. Доходность дивидендов в АО «Кызылкумцемент» составила в 2015 году 1 процент, а в 2019 году 30,6 процента. Этот показатель составил 64% и 0% в АО «Кокандский механический завод», 31,2% и 0% в АО «Кварц», 2,1% и 31,7% в АО «Узметкомбинат» соответственно¹⁷. Поэтому целесообразно использовать опыт развитых стран в этом отношении, так как акционерное общество не имеет возможности использовать модель дисконтирования дивидендов при оценке стоимости капитала.

Необходимо объявление дивидендов, окончательная регистрация, введение старых дивидендов и сроков выплаты, порядок их действия, а также размер дивидендов, выделяемых по отношению к чистой прибыли акционерных обществ. Кроме того, ограничение механизма капитализации чистой прибыли акционерных обществ позволит увеличить размер дивидендов, выплачиваемых по акциям, а также использовать модель дисконтирования дивидендов при определении стоимости капитала акционерных обществ.

В результате уменьшения публичной доли в акционерных обществах необходимо размещение первичных и вторичных публичных акций, а при определении рыночной стоимости акций акционерного общества следует использовать метод относительной стоимости. Это, в свою очередь, обеспечивает прогнозирование рыночной цены акций и стоимости капитала акционерных обществ. Целесообразно также в сравнительный метод ввести метод расчета коэффициентов мультипликатора, широко используемый в мировой практике (P/E, EV/Sales, EV/EBITDA и P/B). Эти коэффициенты

¹⁷ Подготовлено автором на основании данных из официальных сайтов акционерных обществ

мультипликатора способствуют прогнозированию дисконтированных денежных потоков предприятия и определению стоимости капитала предприятия. Кроме того, позволяют определять максимальную и минимальную рыночную стоимость при организации первичного публичного размещения (IPO) и вторичного публичного размещения (SPO) акций предприятий, в частности, единую цену, определяемую андеррайтером. В исследовании алгоритм использования мультипликаторного метода оценки реальной рыночной стоимости акций в капитале при организации этих процессов выражен на рисунке ниже (рис. 3).



Рис.3. Этапы подготовки к IPO акций акционерных обществ в Узбекистане¹⁸

В развитых странах при определении стоимости капитала компаний используется метод дисконтированных денежных потоков. Однако тот факт, что в нашей стране при оценке стоимости капитала акционерных обществ все еще не используются методы дисконтированных денежных потоков, показатели современной корпоративной финансовой системы, методы фундаментальной оценки при оценке капитала (дисконтированные дивиденды, остаточная прибыль, неравномерный рост прибыли) указывает на наличие ряда проблем в этой области. Поэтому был рекомендован алгоритм оценки стоимости капитала акционерного общества с использованием метода дисконтированных денежных потоков при определении стоимости капитала акционерного общества страны (рисунок 4).

¹⁸ Составлено на основе разработок автора

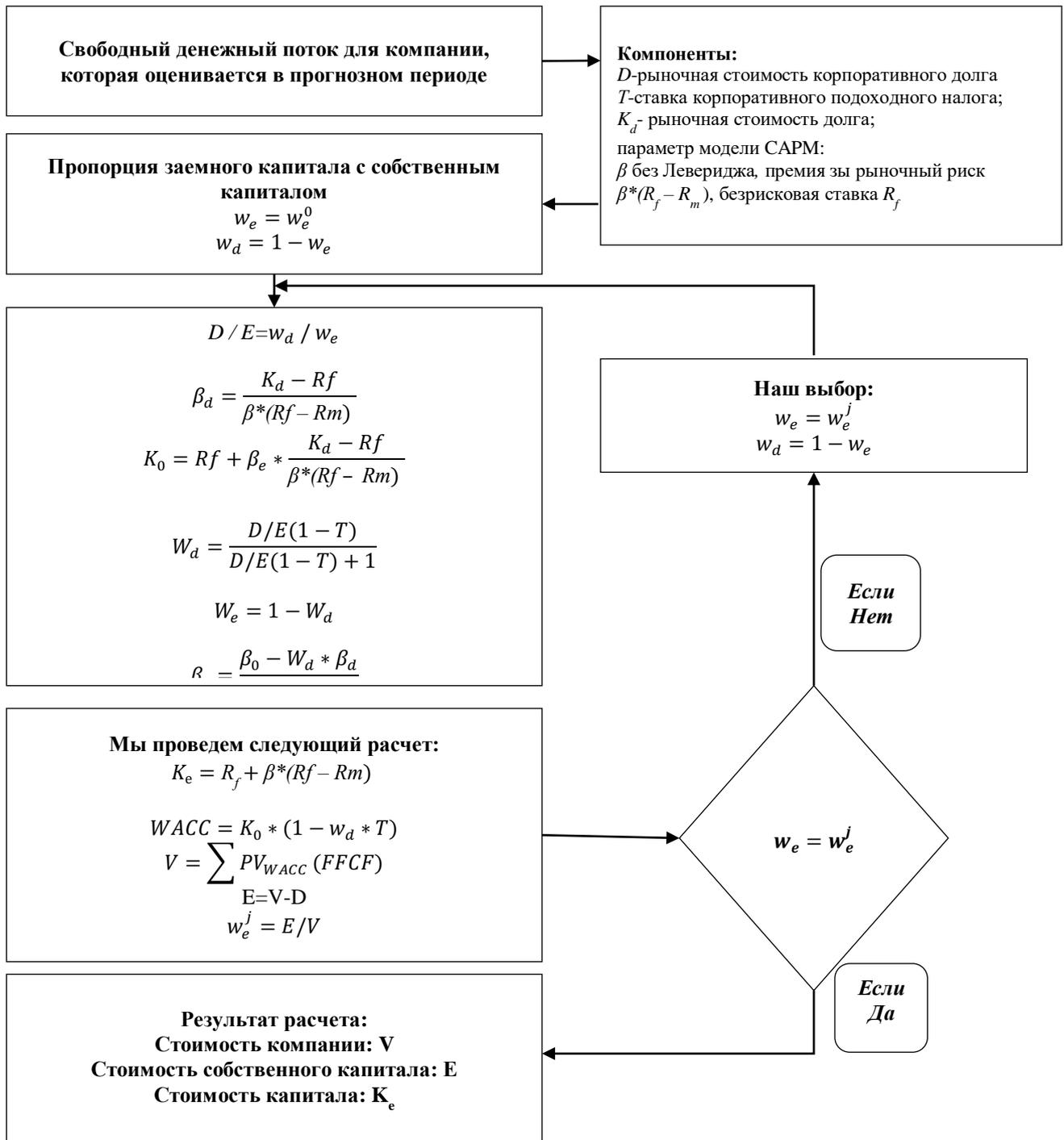


Рис.4. Алгоритм оценки стоимости капитала дисконтированными денежными потоками¹⁹

Вместе с тем, в рамках исследования проведен анализ на основе панельных данных за 2015-2019 годы по факторам, влияющим на стоимость акционерных обществ «Кызылкумцемент», «Узметкомбинат», «Кокандский механический завод» и «Кварц» и их корреляционную зависимость.

¹⁹ Составлено на основе разработок автора

Таблица 8

**Результаты индикаторов регрессионных моделей
(На основе данных за 2010-2017 годы)²⁰**

Зависимая переменная (ln_ev)	(1)	(2)	(3)
	Агрегированная модель	Модель фиксированных эффектов	Модель случайных эффектов
ev_s	18,8907*** (0,0008)	5.6346*** (0.0678)	18.8907*** (0.0000)
p_s	-17.8469*** (0.0008)	-2.7743*** (0.0554)	-17.8469*** (0.0000)
debt_ratio	-5.612523 (0.0008)	1.234082 (0.2543)	-5.6125 (0.0000)
C(constant)	6.25170** (0.0000)	5.1804** (0.0000)	6.2517** (0.0000)
Количество наблюдений	20	20	20
R-квадрат	0.6008	0.9548	0.6008

Показатели в скобках имеют значение Р стандартной ошибки, ***P<0,01, **P<0,05, *P<0,1

В ходе исследования была построена матрица корреляционных переменных, направленная на формирование многофакторной линейной функции на основе панельных данных. Однако существует корреляция между зависимыми переменными при формировании многофакторной функции, что, в свою очередь, приводит к проблеме мультиколлинеарности. Следовательно, переменные с высоким коэффициентом, отраженные в матрице, были исключены из многофакторной регрессионной модели. В результате был проведен расчет трех показателей регрессионной модели.

Из данных в таблице 8 видно, что Р-значение в агрегированной модели независимых переменных, выбранных в трех моделях, меньше 0,001. Однако можно заметить, что Р-значение параметров ev_s, p_s и debt_ratio, являющиеся независимыми переменными, выбранными в модели фиксированных эффектов меньше 0,001.

Модель случайных эффектов свидетельствует о том, что Р-значение всех независимых переменных меньше 0,001. Если мы проведем проверку гипотезы по этим независимым переменным, то обнаружим, что даже в трех моделях коэффициент переменной ln_ev статистически значим на уровне 90 процентов. Кроме того, в модели случайных эффектов ev_s, p_s и debt_ratio dc независимая

²⁰ Подготовлено автором с использованием программы Eviews-9.0 на основании отчетов акционерных обществ «Кызылкумцемент», «Узметкомбинат», «Кокандский механический завод» и «Кварц».

переменная также влияет на статистически значимом уровне в 99 процентов. Это означает, что две независимые переменные могут представлять полное влияние на зависимую переменную. Если мы посмотрим на R-квадрат, мы увидим, что во всех трех моделях значение близко к 1.

Эконометрическое представление вышеперечисленных трех моделей можно проследить в приведенной ниже формуле.

1. Агрегированная модель

$$\ln_ev_{it} = 6.25170 + 18,8907*ev_sit - 17.8469*p_sit - 5.612523\ debt_ratio + e_{it} \quad (6)$$

2. Модель фиксированных эффектов

$$\ln_ev_{it} = 5.1804 + 5.6346*ev_sit - 2.7743*p_sit - 1.234082*debt_ratio + e_{it} \quad (7)$$

3. Модель случайных эффектов

$$\ln_ev_{it} = 6.2517 + 18.8907*ev_sit - 17.8469*p_sit - 5.6125*debt_ratio + e_{it} \quad (8)$$

Если мы посмотрим на показатели рассчитанных моделей агрегированных, фиксированных и случайных эффектов, то увидим, что разница не очень велика. Чтобы определить, какая из этих моделей лучше, были проведены расчеты с использованием теста Ж.Хаусмана²¹. Согласно тесту Хаусмана, если нет корреляции между регрессором (независимой переменной) и эффектами, существуют фиксированные и случайные эффекты, но фиксированные эффекты считаются неэффективными. Если существует корреляция между регрессором и эффектами, предполагается, что есть фиксированные эффекты, но нет случайных эффектов. Нулевая гипотеза в основном определяется следующей эконометрической формулой:

$$W = [\beta_{RE} - \beta_{FE}] [V(\beta_{RE}) - V(\beta_{FE})]^{-1} [\beta_{RE} - \beta_{FE}]' \sim \chi^2_k \quad (9)$$

Если W значимо, то есть вероятность меньше 5 процентов, модель фиксированных эффектов является лучшей моделью. Если эта вероятность больше 5 процентов, модель случайных эффектов считается лучшей. Анализ этого теста приведен в таблице ниже (таблица 9).

Результаты теста Хаусмана в таблице 9 показывают, что модель случайных эффектов лучше других моделей. Лучшее качество модели случайных эффектов было определено с использованием нулевой гипотезы и гипотезы альтернативной гипотезы в соответствии с индексом вероятности Р-значения. В соответствии с этим в качестве нулевой гипотезы была принята модель случайных эффектов, а ее альтернативный вариант, то есть модель фиксированных эффектов, была отвергнута. Уровень статистической значимости (χ^2) теста Хаусмана в нашем исследовании менее 5 процентов, а Р-

²¹ Hausman, J. A. (1978). «Specification Tests in Econometrics». *Econometrica*. Vol.46, No.6, pp.1251-1271.

значение составляет 0,0000, что указывает на то, что модель фиксированных эффектов лучше, чем другие модели.

Таблица 9

Результаты теста Хаусмана²²

Переменные	Фиксированные эффекты (a)	Случайные эффекты (b)	Разница между переменными (a-b)	Уровень вероятности
EV_S	5.634634	18.890747	5.086046	0.0000
P_S	-5.774357	-17.846915	4.908149	0.0000
DEBT_RATIO	1.234082	-5.612523	0.811982	0.0000
		статистика χ^2 -квadrата (χ^2)	распределение χ^2 -квadrата	Уровень вероятности
Кросс-секцион случайных эффектов (Cross-section random)		101.988938	3	0.0000

В заключение можно сказать, что при анализе трех моделей на основе данных панели, модель фиксированных эффектов является наиболее оптимальной. Тест для определения устойчивости этой модели, то есть отсутствие корреляции между остатками, свидетельствует о том, что модель имеет возможность прогнозирования. При изучении влияния коэффициентов *ev_s*, *p_s*, и *debt_ratio* на стоимость капитала акционерных обществ можно увидеть, что коэффициенты *ev_s*, *p_s* оказывают непосредственное влияние. Увеличение коэффициента *ev_s* на один пункт без изменения других факторов в модели фиксированных эффектов приводит к увеличению стоимости капитала акционерного общества в 5,6 раза. Увеличение коэффициента *P_S* на один шаг приводит к уменьшению в 2,7 раза. Из этого следует, что при оценке факторов, непосредственно влияющих на стоимость акционерных обществ, целесообразно использовать модель случайных эффектов.

Разработанные в ходе исследовательской работы научно-теоретические предложения и практические рекомендации сегодня в определенной степени служат для совершенствования методологии оценки стоимости капитала акционерных обществ.

²² Подготовлено автором с использованием программы Eviews-9.0 на основании отчетов акционерных обществ «Кызылкумцемент», «Узметкомбинат», «Кокандский механический завод» и «Кварц».

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

На основании проведенных исследований по оценке стоимости капитала акционерных обществ, были сформированы следующие научно-методические и практические выводы:

1. Важно обеспечить соответствие передового опыта, отраженного в международных стандартах оценки капитала, условиям Узбекистана. В этом случае, исходя из метода доходного подхода, целесообразно определять ставку дисконтирования денежных потоков от вложений в капитал акционерного общества методом средневзвешенной стоимости капитала (WACC). В результате можно будет определить реальную рыночную стоимость заемного капитала акционерных обществ и структуру капитала акционерного общества, а также рассчитать расходы на привлеченный капитал.

2. Использование дисконтированной ставки собственного капитала акционерного общества с применением метода расчета капитальных активов (CAPM) позволяет определить системный риск и ожидаемую доходность собственного капитала, а также привести национальные стандарты оценки в соответствие с принципами международных стандартов оценки.

3. Необходимо определение андеррайтером реальной стоимости акции по коэффициентам мультипликатора при распределении акций акционерных обществ путем IPO и SPO. В частности, используя коэффициенты мультипликатора и модель дисконтированных денежных потоков, можно определить рыночную стоимость акций и стоимость капитала. Это также способствует оценке эффективности деятельности акционерного общества, балансовой стоимости акций, стоимости капитала, инвестиционного потенциала и доходного метода оценки капитала, а также деятельности акционерных обществ.

4. В акционерных обществах целесообразно ввести порядок проведения дивидендной политики, способствующей защите интересов акционеров и повышению инвестиционной привлекательности. В частности, создана возможность использовать доходный метод при оценке стоимости капитала акционерных обществ. Использование дисконтированных дивидендов и дисконтированных денежных потоков позволит определить реальную стоимость капитала через дивиденды и причитающиеся проценты по дивидендам. Это также обеспечивает правильную организацию аспектов оценки капитала через темпы роста денежных потоков и доходов по дивидендам акционерных обществ.

5. В результате оценки стоимости капитала акционерных обществ «Кызылкумцемент», «Узметкомбинат», «Кокандский механический завод» и «Кварц» методом дисконтированных денежных потоков, был выявлен потенциал роста между целевой ценой акций и рыночной ценой. При этом пятилетние свободные денежные потоки оценивались с помощью метода прогнозирования. В частности, в процессе оценки использовались показатели бизнес-плана акционерных обществ, средневзвешенная стоимость капитала и модель оценки финансовых активов. В то же время оценка стоимости

собственного капитала и стоимости капитала была сделана с использованием модели оценки капитальных активов в качестве ставки дисконтирования при определении средневзвешенной стоимости капитала и стоимости собственного капитала.

6. Для определения стоимости капитала акционерного общества следует использовать современные методы оценки. Если акционерные общества не выпускают облигации, то следует использовать методы определения стоимости заемного капитала через стоимость долга (cost of debt), коэффициент отношения долга к собственному капиталу (debt to equity ratio), коэффициент долга (debt ratio), коэффициент отношения долга к активам (debt to asset ratio) и коэффициент Левериджа. Причина в том, что большинство акционерных обществ в нашей стране не выпускают корпоративные облигации, а заемный капитал формируется за счет привлечения банковских кредитов, которые являются им альтернативой. Поэтому создается возможность определить стоимость заемного капитала используя коэффициенты долгового обязательства.

7. Высокая доля заемного капитала в капитале акционерных обществ в стране и низкая доля собственного капитала указывают на высокий уровень риска акционерных обществ. Это, в свою очередь, приводит к значительному ограничению движения собственного в акционерное общество. Поэтому необходимо обеспечить уровень нормы собственного капитала в капитале акционерных обществ, что предотвращает банкротство акционерных обществ. Кроме того, оптимальным уровнем заемного капитала акционерных обществ целесообразно установить на уровне 40%. Учет риска дефолта в заемном капитале позволяет выявить признаки банкротства акционерного общества.

8. При определении стоимости заемного капитала акционерных обществ следует учитывать риски. Также необходимо определить оптимальное значение заемного капитала в структуре капитала, поскольку долговых ценных бумаг, замещающих долги, не существует. В свою очередь, привлекать долги в акционерные общества целесообразно с помощью финансовых инструментов. Это требует пересмотра требований к выпуску корпоративных облигаций, выпускаемых акционерными обществами. Также при оценке заемного капитала оценивается только стоимость кредита, а коэффициенты долга, которые широко используются в развитых странах, не используются. Таким образом, определение стоимости капитала акционерных обществ в нашей стране с использованием коэффициентов долга позволит точно оценить стоимость капитала.

9. Свободные денежные потоки, терминальная стоимость и стоимость капитала акционерных обществ в прогнозном периоде с использованием метода дисконтированных денежных потоков при оценке стоимости капитала акционерных обществ позволят определить стоимость капитала. Также, способствует определению стоимости капитала акционерных обществ и остаточной стоимости.

10. При анализе трех моделей на основе данных панели, модель фиксированных эффектов является наиболее оптимальной. Тест для

определения устойчивости этой модели, то есть отсутствие корреляции между остатками, свидетельствует о том, что модель имеет возможность прогнозирования. При изучении влияния коэффициентов ev_s , p_s , и $debt_ratio$ на стоимость капитала акционерных обществ можно увидеть, что коэффициенты ev_s , p_s оказывают непосредственное влияние. Увеличение коэффициента ev_s на один пункт без изменения других факторов в модели фиксированных эффектов приводит к увеличению стоимости капитала акционерного общества в 5,6 раза. Из этого следует, что при оценке факторов, непосредственно влияющих на стоимость акционерных обществ, целесообразно использовать модель случайных эффектов. Это, в свою очередь, будет способствовать определению изменения стоимости капитала акционерных обществ в среднесрочной и краткосрочной перспективе, а также инвестиционного потенциала в капитале акционерных обществ в ближайшем будущем.

**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING OF THE SCIENTIFIC
DEGREES DSc.3/10.12.2019.I.16.01. AT THE TASHKENT
STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

KHUDOYKULOV KHURSHID KHURRAMOVICH

**IMPROVING THE METHODOLOGICAL
FOUNDATIONS FOR VALUATION THE COST
OF CAPITAL OF JOINT-STOCK COMPANIES**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

**DISSERTATION ABSTRACT
of the doctor (DSc) in economic sciences**

Tashkent– 2021

The topic of doctoral dissertation (DSc) was registered under the number №B2020.2.DSc/Iqt237 at the Supreme Attestation Commission under the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

The dissertation of the Doctor of Sciences has been accomplished at Tashkent State Economic University

The abstract of dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English (resume)) on the website of the Scientific Council (www.tsue.uz) and on the website of «Ziyonet» Informational and educational portal (www.ziyonet.uz).

Scientific advisor: **Mustafakulov Sherzod Igamberdievich**
Doctor of Economics

Official opponents: **Gulyamov Saidakhror Saidakhmedovich**
Doctor of Economic Sciences, Academician

Sattarov Odiljon Berdimuratovich
Doctor of Economic Sciences, Docent

Rakhmatov Khasan Utkirovich
Doctor of Economics

Leading organization: **Academy of Public Administration under the President of the Republic of Uzbekistan**

The defense of the dissertation will take place on «07» 7615 2021 at 10⁰⁰ hours at the meeting of Scientific council № DSc.03/10.12.2019.I 16.01 at Tashkent State Economic University of the Republic of Uzbekistan. Address: 100066, Tashkent, Islom Karimov street 49. Tel.: (99871) 239-28-71; fax: (99871) 239-43-51; e-mail: tsue@tsue.uz

The doctoral dissertation (DSc) can be reviewed at the Information Resource Centre of Tashkent State Economic University (is registered under №1051). Address: 100066, Tashkent, Islom Karimov street 49. Tel.: (99871) 239-28-71; fax: (99871) 239-43-51; e-mail: tsue@tsue.uz

The abstract of dissertation sent out on 10 » 7415 2021.
(mailing report № 17 on 10 » 7415 2021).



N.Kh. Jumaev
Chairman of the Scientific Council for Awarding Scientific Degrees, Doctor of Economics, Professor

B.T. Berdiyarov
Scientific Secretary of the Scientific Council for Awarding Scientific Degrees, Doctor of Economics

S.K. Khudoykulov
Chairman of the Scientific Seminar under the Scientific Council for Awarding Scientific Degrees, Doctor of Economics

RESUME (abstract of DSc dissertation)

The aim of the research work to develop proposals and recommendations for the use of modern approaches to assessing the cost of capital of joint-stock companies and improve their methodological foundations.

The tasks of the research work are:

Studying the scientific and theoretical foundations for assessing the value of the capital of joint-stock companies;

Disclosure of the scientific and methodological significance of using the method of discounting cash flows in assessing the cost of capital of joint-stock companies;

Identifying the possibilities of progressive methods for assessing the cost of capital of joint-stock companies in developed countries;

Substantiation of the peculiarities of using discounted cash flow methods in assessing the cost of capital in developed countries;

Study of modern methods and tools for assessing the cost of equity capital of joint-stock companies;

Identification of problems associated with the methodology for assessing the cost of capital of joint-stock companies in Uzbekistan, and determination of ways to solve them;

Achievement of specific scientific results based on the identification of factors affecting the cost of capital of joint-stock companies and their econometric modelling;

Development of prospects for introducing a method for assessing is the cost of capital of joint-stock companies through discounted cash flows.

The research object is the process of assessing the value of the capital of joint-stock companies operating in the Republic of Uzbekistan.

The scientific novelty of the research work comprised as follows:

The extended approach to such concepts as «capital asset valuation», «weighted average cost of capital» and «cost of capital of a joint-stock company» is proposed, as well as the author's definitions giving priority to the content of the assessment of the cost of capital;

To determine the discount rate for cash flows from investments in the capital of a joint-stock company is that a proposal has been developed to estimate the weighted average cost of capital (WACC) method;

The justified the feasibility of assessing the discount rate of the cash flow of equity capital of a joint-stock company by the method of calculating capital assets (CAPM);

The substantiated the proposal for the underwriter to determine the real value of a share by multiplier coefficients when distributing shares of joint-stock companies through IPO and SPO;

A procedure for conducting a dividend policy in joint-stock companies has been developed, which helps to protect the interests of shareholders and increase investment attractiveness;

The forecast estimates of the cost of capital of joint-stock companies for 2023 were determined based on the panel regression econometric model.

Implementation of research results. Based on scientific, practical and methodological proposals and recommendations developed to improve the methodological foundations for assessing the cost of capital of joint-stock companies:

The author's definitions giving priority to the content of the assessment of the cost of capital and the proposed comprehensive approach to such concepts as «valuation of capital assets», «weighted average cost of capital», and «cost of capital of a joint-stock company» were used in the development of the textbook «Financial Market and Investments» (reference from the Ministry of Higher Education and specialized secondary education No. 133 of February 9, 2019, certificate No. 133-131). As a result, when assessing the value of the capital of joint-stock companies, one can correctly approach these concepts, one can fully take into account the interdependence between their components and characteristic aspects;

A proposal to determine the discount rate of cash flows from investments in the capital of a joint-stock company a proposal has been developed to estimate the weighted average cost of capital (WACC) method. This method applied in the order of the State Assets Management Agency No. 3229 «On the Unified National Assessment Standard of the Republic of Uzbekistan» (reference from the the State assets management agency of the republic of Uzbekistan No. 352 / 03-21 dated January 26, 2021). As a result of the implementation of this proposal, it became possible to determine the real market value of the equity capital of joint-stock companies and the capital structure of the joint-stock company, as well as to calculate the costs of the capital raised. At the same time, it was decided to introduce this proposal into the activities of all appraisal organizations that work following international appraisal standards;

The proposal on the feasibility of assessing the discount rate of the cash flow of equity capital of a joint-stock company using the capital assets calculation method (CAPM) was applied in the order of the State Assets Management Agency No. 3229 «On the Unified National Assessment Standard of the Republic of Uzbekistan» (reference from the the State assets management agency of the republic of Uzbekistan No. 352/03- 21 of January 26, 2021). As a result of the introduction of this scientific and practical novelty, it became possible to determine the expected return on equity capital and the systemic risk of joint stock companies and bring national valuation standards in line with the principles of international valuation standards;

The proposal for the underwriter to determine the real value of a share by multiplier ratios when distributing shares of joint-stock companies through IPO and SPO was applied in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan UP-6207 dated April 13, 2021 «On measures for the further development of the capital market» (reference of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan No. 06 /04-02-32 /1191 dated May 12, 2021). As a result of the implementation of this proposal, it became possible to estimate the market value of shares of joint stock companies and the cost of capital using multiplier ratios and a discounted cash flow model. It also contributes to the assessment of the performance of the joint stock company, the book value of shares, the cost of capital, investment potential and income method of capital valuation, as well as the activities of joint stock companies.

At the same time, the opportunity was provided to assess the cost of equity and capital of the joint stock company;

A proposal on the procedure for conducting a dividend policy in joint-stock companies, which helps to protect the interests of shareholders and increase investment attractiveness, was applied in the Decree of the President of the Republic of Uzbekistan UP-6207 dated April 13, 2021 «On measures for the further development of the capital market» (reference of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan No. 06 / 04-02-32 / 1191 dated May 12, 2021). As a result of the implementation of this proposal, joint stock companies were able to use the income method when assessing the cost of capital. At the same time, the use of discounted dividends and discounted cash flows made it possible to determine the real cost of capital through dividends and dividend interest due. It also ensures the correct organization of the aspects of capital valuation through the growth rates of cash flows and income from dividends of joint stock companies;

A proposal on projected estimates of the cost of capital of joint-stock companies for 2023 based on a panel regression econometric model was introduced into the activities of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan (reference of the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan No. 06 /04-02-32 /1191 dated May 12, 2021). This clearly served to determine the changes in the short term and the investment potential of capital for societies in the near future. It also allowed shareholders to calculate the fair value of capital.

Structure and volume of the dissertation. The content of the dissertation consists of an introduction, four chapters, a conclusion, a bibliography and annexes. The total volume of the thesis is 250 pages.

ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I бўлим (I часть; I part)

1. Худойкулов Х.Х. Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолаш. Монография. «Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi» – Т.: ДУК. – 210 б.
2. Khudoykulov Kh.Kh. Asset-pricing models: A case of Indian capital market. Cogent Economics & Finance. Volume 8, 2020 – Issue 1, pp-1-15 (№ 41. SCImago 0.393)
3. Khudoykulov Kh.Kh. The testing of cost of capital using discounted cash methods. Asian Journal of Multidimensional Research (AJMR). Vol 10, Issue 3, March, 2021, pp.470-478 (№23. SJIF 6.882)
4. Худойкулов Х.Х. Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларини хусусий капитал қиймати баҳолашдаги кўрсаткичларинг хусусиятлари // «Логистика ва иқтисодиёт» илмий электрон журнали – Т.: II сон, 2021 йил, 455-463 б. (ОАК Раёсатининг 2021 йил 27 февралдаги 293/6-сон қарори)
5. Худойкулов Х.Х. Коронавирус пандемияси шароитида компаниялар капитал қийматини баҳолашнинг методик муаммолари // «Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar» ilmiy elektron jurnali – Т.: № 1, yanvar-fevral, 2021 йил, – № 00051, 18-30 б. (08.00.00. №10)
6. Худойкулов Х.Х. Акциядорлик жамиятларининг қарз капитал қийматини баҳолашнинг замонавий усули // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий журнали – Т.: №2, апрель, 2021 йил, 18 б. (08.00.00. №19)
7. Худойкулов Х.Х. Ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятларини капитал қийматини баҳолашнинг прогрессив усуллари // «UzBridge» электрон журнали I – сон – Т.: февраль, 2020 йил, 72-83 б. (08.00.00. №29)
8. Худойкулов Х.Х. Акциядорлик жамиятлари капитали қийматини баҳолаш методологиялари ва уларнинг қиёсий таҳлили // Biznes-Эксперт. – Т.: 2019 йил, – №4. – 12-14 б. (08.00.00. №3)
9. Худойкулов Х.Х. Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлар усулидан фойдаланишдаги муаммолар // 32-39 б. Илм-фан ва инновацион ривожланиш илмий журнали,1/2020 – Т.: 2020 йил, 32-39 б. (ОАК Раёсатининг 2019 йил 28 февралдаги 262/9.2-сон қарори.)
10. Худойкулов Х.Х. Ривожланган мамлакатларда капитал қийматини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усулларида фойдаланишнинг ўзига хос жиҳатлари // «UzBridge» электрон журнали III – сон – Т.: октябрь, 2020 йил, 76-86 б (08.00.00. №29)
11. Худойкулов Х.Х. Акциядорлик жамиятлари капиталини баҳолашда капитал активлар ҳисоблаш (CAPM) усулидан фойдаланиш // «Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar» ilmiy elektron jurnali – Т.: № 4, iyul-avgust, 2020 йил. № 00048, 47-54 б. (08.00.00. №10)

12. Худойкулов Х.Х. Мультипликатор коэффициентлар орқали акциядорлик жамиятларни капитал қийматини баҳолаш // «Халқаро молия ва ҳисоб» илмий электрон журнали – Т.: № 6, декабрь, 2019 йил. 15 б. (08.00.00. №19)

13. Худойкулов Х.Х. Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг илмий-назарий ва амалий жиҳатлари // «Иқтисодиёт ва таълим» – Т.: № 6, 2019 йил, 70-76 б (08.00.00. №11)

14. Khudoykulov Kh.Kh. The cost of capital: theory and evidence // International scientific and practical Conference Modern views and research, England, August 2020, pp.22-23.

15. Khudoykulov Kh.Kh. The income method of the valuation of company capital // International scientific and practical conference, Cutting edge-science, - The United States of America, August 2020, pp.42-44.

16. Худойкулов Х.Х. Ўзбекистондаги акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда қарз инструментлари таъсири // Республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами 2019 йил 9 ноябрь – Т.: 2019 йил, 484-486 б.

17. Худойкулов Х.Х. Ўзбекистон молия бозорига коронавирус пандемияси таъсири ва оқибатлари // Ўзбекистон молия бозорини ривожлантиришда инвестиция фондларининг жозибдорлигини ошириш Республика илмий-амалий конференцияси мақола ва тезислар тўплами – Т.: 2020 йил, 512-515 б.

II бўлим (II часть; II part)

18. Худойкулов Х.Х. Ўзбекистон капитал бозорини ривожланишига акциядорлик жамиятларини капиталидан қутулётган даромадни таъсири // «Ўзбекистоннинг жаҳон молия бозорига интеграциялашуви: асосий тенденциялар, муаммолар ва истиқболлар» мавзусида халқаро илмий-амалий конференция материаллари 2019 йил 25 октябрь – Т.: 2019 йил, 302-303 б.

19. Khudoykulov Kh.Kh. The valuation of the capital. As a case of jsc «Kokand mechanical plant» // «Strategy of actions of the republic of uzbekistan: macroeconomic stability, investment activity and perspectives of innovative development» Collection of materials III international online scientific and practical conference, 4-section, December 10-11, Tashkent 2020, pp.36-42.

20. Худойкулов Х.Х. Ўзбекистонда акциядорлик жамиятларини хусусий капитал қиймати баҳолашнинг хусусиятлари // «Рақамли иқтисодиёт шароитида иқтисодиёт ва ишлаб чиқаришни ташкил етиш ва бошқариш: назария ва амалиёт» мавзусидаги халқаро илмий-амалий конференцияси – Т.: 15 апрель 2021 йил, 819-821-б.

21. Худойкулов Х.Х. Капитал қийматини баҳолашнинг ривожланган мамлакатлар тажрибаси // «Ўзбекистон Республикаси ҳаракатлар стратегияси: макроиқтисодий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва инвестицион ривожланиш истиқболлари» мавзусидаги II Халқаро илмий-амалий конференцияси – Т.: 2019 йил, 458-463-б.

22. Худойкулов Х.Х. Пай фондни ташкил этишда илғор хориж тажрибасидан Ўзбекистон шароитида фойдаланиш имкониятлари // Biznes-Эксперт журнали 9-сони – Т.: сентябрь, 2018 йил, 39-42-б.

23. Худойкулов Х.Х. Молия бозорини тартибга солишнинг илмий-назарий ва амалий жиҳатлари // Иқтисодиёт ва таълим журнали 5-сони – Т.: 2019 йил, 39-48-б.

24. Худойкулов Х.Х. Инвестиция фондлари соф активларига таъсир этувчи омиллар // «Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар» илмий журнали. 2-сони – Т.: март-апрель, 2019 йил, 1-8-б.

25. Худойкулов Х.Х. Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорини давлат томонидан тартибга солиш борасидаги муаммолар ва ечимлар // Biznes-Эксперт журнали, 11-сон- Т.: ноябрь, 2019 йил. - 3-6-б.

26. Khudoykulov Kh.Kh. Econometric Analysis of World Investment Funds Net Assets // Asian Journal of Technology & Management Research Vol. 9 – Issue:1[Jun-2019] 29-33 pages.

27. Khudoykulov Kh.Kh. Econometric Analysis of Pure Assets of World Investment Funds // International Journal of Research in Management & Business Studies Vol. 7 Issue 1 Jan. - Mar. 2020, 28-31pages.

28. Khudoykulov Kh.Kh. Investment Funds Functioning Features In The Conditions of Economic Liberalization of Uzbekistan // Asian Journal of Technology & Management Research [ISSN: 2249 –0892] Vol.10 – Issue: 01[Jun-2020] 60-68 pages.

29. Худойкулов Х.Х. Биржавий инвестицион фонд EFT // Ўзбекистон молия бозорини ривожлантиришда инвестиция фондларининг жозибадорлигини ошириш Республика илмий-амалий конференцияси мақола ва тезислар тўплами – Т.: 2020 йил, 35-37-б.

30. Худойкулов Х.Х. Молия бозорини тартибга солиш: хориж тажрибаси ва Ўзбекистон имкониятлари // Республика илмий-амалий анжумани материаллари тўплами – Т.: 9 ноябрь 2019 йил, 469-473-б.

Автореферат «Тошкент давлат иқтисодиёт университети» журнали таҳририятида таҳрирдан ўтказилди (05.07.2021 йил).

Босишга рухсат этилди: 07.07.2021 йил
Бичими 60x45 ¹/₈, «Times New Roman»
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.
Шартли босма табағи 5. Адади: 100. Буюртма: № 44.

Ўзбекистон Республикаси ИИВ Академияси,
100197, Тошкент, Интизор кўчаси, 68.

«АКАДЕМИЯ НОШИРЛИК МАРКАЗИ»
Давлат унитар корхонасида чоп этилди.