

## КАПИТАЛ ҚИЙМАТНИ БАҲОЛАШНИНГ ЗАМОНАВИЙ УСУЛЛАРИ

Худойқулов Хуршид Хуррамович -  
ТДИУ, DSc, доцент

**Аннотация.** Мақолада капитал қийматини баҳолашда мультипликатор коэффициентлар усулидан фойдаланишнинг илмий-назарий жиҳатлари баён этилган бўлиб, ривожланган мамлакатларда фойдаланиладиган капитал қийматини баҳолашда  $EV/S$  ва  $EV/EBITDA$  усулидан фойдаланишга асосий эътибор қаратилган. Жумладан, «Қизилқумцемент», «Қўқон механика заводи» «Кварц» ва «Ўзметкомбинат» акциядорлик жамиятининг 2015 йилдан 2019 йилгача маълумотлари асосида мазкур жамиятнинг капитал қийматини баҳолаш амалга оширилган ҳисобланади. Шунингдек, акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашда  $EV/S$  ва  $EV/EBITDA$  усулидан фойдаланишдаги мавжуд муаммолар аниқланган ва уларни бартараф этишга қаратилган илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

**Калит сўзлар:** акциядорлик жамияти, капитал қиймати, мультипликатор коэффициент, капиталлашув, дефолт спред риск, мамлакат rischi учун мукофот, капиталнинг терминал қиймати.

## СОВРЕМЕННЫЕ МЕТОДЫ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ КАПИТАЛА

Худойқулов Хуршид Хуррамович -  
ТГЭУ, DSc, доцент

**Аннотация.** В статье рассмотрены научно-теоретические аспекты применения метода коэффициентов мультипликатора при оценке стоимости капитала с акцентом на использование методов  $EV/S$  и  $EV/EBITDA$  при оценке стоимости капитала, применяемых в развитых странах. В частности, на основе данных Кызылкумцемента, Кокандского механического завода, Кварца и Узметкомбината за период с 2015 по 2019 год оценивается капитальная стоимость компании. Кроме того, выявлены существующие проблемы применения методов  $EV/S$  и  $EV/EBITDA$  при оценке стоимости капитала акционерного общества и разработаны научные предложения и практические рекомендации по их устранению.

**Ключевые слова:** акционерное общество, стоимость капитала, мультипликатор, капитализация, спредовый риск дефолта, премия за страновой риск, конечная стоимость капитала.

## MODERN METHODS FOR VALUING THE COST OF CAPITAL

Khudoykulov Khurshid Khurramovich -  
TSUE, DSc, associate professor

**Abstract.** The article indicates the scientific and theoretical aspects of using the method of multiplier coefficients in estimating capital value, focusing on using the  $EV/S$  and  $EV/EBITDA$  methods of evaluating capital value used in emerging markets countries. In particular, based on data from Qizilqumsement, Kokand Mechanical Plant, Kvarcs, Uzmetkombinat from 2015 to 2019, the company's capital value is estimated. In addition, the existing problems in using  $EV/S$  and  $EV/EBITDA$  methods estimate and identify the value of capital of the joint-stock company. Then, scientific proposals and practical recommendations were developed by the author.

**Keywords:** joint-stock company, cost of capital, multiplier ratio, capitalization, default spread risk, premium for country risk, terminal value of capital.

**Кириш.** 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 муваф-

фақиятли амалга оширишлари капитал ва бизнес қийматларнинг, энг аввало, компания капитал қийматининг тўғри баҳоланишига боғлиқ.

Хусусан, “2021 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 усулларини 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.

**Адабиётлар таҳлили.** Бугунги кунда дунёнинг кўпчилиги иқтисодчи олимлари ҳамда молиявий менежерлари йирик акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашда бир-нечта замонавий усуллардан фойдаланиб келмоқда. Бу эса, ўз навбатида, йирик акциядорлик жамиятлари капитали қийматини баҳолашда турли хил ёндашувлари мавжуд эканлигидан далолат беради. Ривожланган мамлакатларда акциядорлик жамиятлари капиталини баҳолашнинг уч хил умумлашган ёндашуви мавжуд. Хусусан, даромадлар, қиёсий қиймат ва харажатлар усуллари кенг қўлланилмоқда. Хорижлик иқтисодчи олимлардан Дамодаран фикрига кўра, акциядорлик жамиятлари капитали қийматини баҳолашда ички қиймат, қиёсий қиймат ва пул оқимлари воситасида капитал қийматини баҳолаш усулларидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ-деб таъкидлаган. Ушбу усуллардан фойдаланиш акциядорлик жамияти капиталининг реал қийматини баҳолаш имконини беради[3].

Хорижлик иқтисодчи олим Джон Берр Уильямс тадқиқотида эса, акциядорлик жамиятлари капиталини баҳолашда чегирмавий дивиденд ва чегирмавий пул оқимлари моделлари орқали акциядорлик жамиятларини капитал қийматини аниқлашни кўрсатган. Унинг фикрига кўра, акциядорлик жамияти капитали қийматини баҳолашда тўланадиган дивидендлар миқдори ҳамда дивидендларнинг фоизлари орқали баҳолаш энг мақбул йўл эканлиги таъкидланган [4]. Фикримизча, бугунги кунда ривожланган мамлакатларда акциядорлик жамиятлари жуда паст фоизда дивиденд тўлайди. Бундан ташқари, дунёдаги йирик акциядорлик жамиятлари дивиденд даромадлиги деярли йилига уч фоизга ўсади. Бундан кўриниб турибдики, че-

гирмавий дивиденд моделидан фойдаланган ҳолда акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашни ушбу акциядорлик жамиятларининг акциялари оддийгина сабабларга кўра бозор қийматини ошишини кўрсатади.

Бугунги кунда, чегирмавий дивиденд модели (DDM) акциядорлик жамиятини имтиёзли акцияларининг бозор қийматини аниқлашда фойдаланилмоқда. Ушбу моделнинг умумий ўзгарувчилар элементини ўзида мужассамлаштирган ифодаси қўйидаги формулада акс эттирилган:

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+i)^t} + \frac{CF_{t+1}}{i-g} \times \frac{1}{(1+i)^n};$$

бу ерда компанияда тўланадиган келгусидаги даромаднинг жорий қиймати  $V$ , дисконт ставка  $i$ , дивиденд бўйича пул оқимлар  $CF_t$  ва прогноздан кейинги даврдаги даромаднинг ўсиши суръати  $g$  каби ўзгарувчилар орқали аниқланади. Корпоратив молиядан тадқиқот олиб бораётган хорижлик иқтисодчи олим Дамодаран акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашда эркин пул оқимлари моделидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ, деб таъкидлаган. Унинг фикрига кўра, эркин пул оқимлари моделидан фойдаланишда акциядорлик жамиятининг пул оқимлари ва ўз маблағларидаги пул оқимларини инобатга олиш лозим[5].

Бугунги кунда дунё амалиётида акциядорлик жамиятлари капиталини баҳолашда нисбий қийматлар баҳолаш усулидан фойдаланиш кенг қўлланиладиган усул ҳисобланади. Жумладан, тадқиқотчилар мазкур усулдан фойдаланишда акциядорлик жамияти акциялари бозор қийматини аниқлаш ва уларни прогноз қилишда ҳам фойдаланмоқда. Хусусан, дунёдаги замонавий илмий тадқиқотчилар асосан нисбий қийматлар баҳолаш усулида мультипликатор коэффициентлар орқали баҳолашга бағишланмоқда.

Булар, ўз навбатида, акциянинг бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффициент (price earnings ratio), акциянинг бозор баҳосини баланс қийматига нисбати (price to book value ratio), акциялар бозор баҳосининг сотиш қийматига нисбати (price to sales ratio) ва чегирмавий пул оқимлари коэффициентларидан (DCF) кенг қўлланилмоқда.

Хусусан, хорижлик иқтисодчи олимлардан Ботсман ва Баскин тадқиқотларида бозор баҳосининг соф фойдага нисбати коэффициенти P/E (price earnings ratio) орқали саноат корхоналари таҳлил қилинган. Мазкур тадқиқотчилар ҳуласасига кўра, саноат корхоналарининг капитал қийматини баҳолашда уларнинг даромадлари ўсиши инобатга олиниши лозим, деб таъкидланганлар[6]. С.Каплан ва Д.Рубаклар эса, акциядорлик жамиятлари капиталини баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усули ҳамда мазкур акциядорлик жамиятлари қарз маблағлари юқори

улуши шароитида солиқлар, фоизлар ва амортизация чегирилгунга қадар фойда (Earning before depreciation, interest and tax) мультипликатор коэффициентларига таъсири бўйича тадқиқотлар олиб борганлар.

Уларнинг хулосасига кўра, солиқлар, фоизлар ва амортизация чегирилгунга қадар фойда кўрсаткичи ҳисобга олган ҳолда капитал қийматни баҳолашда чегирмавий пул оқимлари билан баҳолаш усули эканлигини таъкидладилар[7]. Хорижлик иқтисодчи олим С.Пенман эса, ўз тадқиқотларида мультипликатор коэффициентларни ҳисоблаб, хусусан, капитал қиймати бозор баҳосининг соф фойдага нисбати коэффициентлари ва акциянинг бозор баҳосини баланс қийматига нисбати коэффициентлари орқали акциядорлик жамиятлари капиталининг бозор қийматини ҳамда мазкур коэффициентларнинг тортилган вазни комбинацияси орқали акциянинг бозор ва баланс қийматининг прогнозини амалга оширишга мувофиқ бўлган[8].

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Хотчисс ва Мурадианлар тадқиқотида акциядорлик жамиятлари капитални баҳолашда нисбий қиймат усулини қўллаб мультипликатор коэффициентларнинг акциядорлик жамиятлари банкротлик даражасини аниқлашда фойдаланганлар. Уларнинг фикрига кўра, чегирмавий пул оқимлари коэффициентлари ҳисобланган корхона қиймати EV (Enterprise Value) мазкур корхонанинг тушумига нисбати коэффициентлари ҳамда корхона қиймати EV (Enterprise Value) мазкур корхонанинг активларига нисбати коэффициентлари орқали корхонанинг банкротлик даражасини аниқлаган. Жумладан, тадқиқот хулосаларига кўра, чегирмавий пул оқимлари коэффициентлари акциядорлик жамияти банкротлигининг эҳтимоллик даражасини 40-70 фоиз атрофида аниқлайди, деб таъкидладилар[9].

Демак, ушбу олимларнинг чегирамавий пул оқимлари коэффициентини қўллаган ҳолда олган таҳлиллари натижалари акциядорлик жамияти банкротлик ҳолатини 100 фоиз эмас, балки 40 фоиздан 70 фоизгача аниқлай олади, деган илмий хулоса келиб чиқади. Хорижлик иқтисодчи олимлардан Лю, Ниссим ва Томаслар илмий изланишида акциядорлик жамиятлари капитални қийматини ва акцияларнинг бозор баҳосини аниқлашда бозор асосий самарадорликни ифодаловчи мультипликатор коэффициентларни аниқлашнинг муқобил усулларида фойдаланишган. Уларнинг фикрига кўра, капитални баҳолашда корхона қиймати EV (Enterprise Value) коэффициентларидан фойдаланиш зарур эканлигини асосланган. Ўз навбатида, акциянинг бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффициент P/E (price earnings ratio) ва акциянинг бозор баҳосини баланс қийматига нисбати P/B

(price to book value ratio) коэффициентларига қараганда корхона қиймати EV (Enterprise Value) коэффициентларидан фойдаланиш капитални баҳосини аниқроқ баҳоланиш имконияти беришини таъкидладилар[10].

Улар ривожланган G-7 давлатлари қимматли қоғозлар бозоридаги инвестиция имкониятларига акциянинг бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффициент P/E (price earnings ratio) таъсири борасида тадқиқот олиб борган.

Замонавий корпоратив молия ривожланиши борасида илмий ишланиш олиб бораётган маҳаллий иқтисодчи олимлардан С.Э.Элмирзаев фикрига кўра, акциядорлик жамиятлари капитални баҳолашда фойдаланиладиган акцияларни баҳолаш моделларининг бир-нечтасидан фойдаланиш ва уларнинг ўртачасини инобатга олиш мақсадга мувофиқ, деб таъкидлаган. Бундан ташқари, капитални баҳолашда кенг қўлланиладиган нисбий қиймат усулидаги P/E коэффициент моҳиятини қуйидагича ифодалайди. Хусусан, P/E коэффициентлари дастлаб келгуси даврда корхонанинг битта акциясига тўғри келадиган даромадни баҳоланиши билан изоҳлайди[11].

Маҳаллий иқтисодчи олимлардан Б.Тошмуродова ва С.Элмирзаев тадқиқотларида амалиётда кенг қўлланилаётган капитал қийматини ҳисоб-китоб қилишнинг бир-нечта ёндашувларига тўхталган. Бу эса, ўз навбатида, дивидендларни дисконтлашнинг турли хил моделлари DDM (Dividend discount model), капитал активларини баҳолаш модели CAPM (Capital asset pricing model), Модильяни — Миллер модели (Modigliani–Miller theorem) ва мультипликатор коэффициентлар билан капитални баҳолашни изоҳлайдилар[12]. Булардан ташқари, маҳаллий иқтисодчи олим Р.Х.Карлибаева акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўлларига оид тадқиқотида капитал таркибини баҳолашда хусусий капитал ва қарз капиталига нисбатлари орқали ифодаланишини таъкидлаган. Хусусан, қарз капитални қийматини минималлаштириш хусусий капитал рентабеллигини ошириш билан изоҳлайди[13].

Фикримизча, акциядорлик жамиятлари капитал қийматини ва уларнинг фаолияти самарадорлигини баҳолашда дунё амалиётида кенг қўлланилаётган бозорни муҳим кўрсаткичлари ҳисобланган дивиденд тўлаш коэффициентлари, дивиденднинг даромадлиги даражаси, корхона қийматини EV (Enterprise Value) солиқлар, фоизлар ва амортизация чегирилгунга қадар фойда EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) коэффициент, Гордон модели, PEG (price/earnings to growth) коэффициенти, акцияни бозор баҳосини

соф фойдага нисбати коэффициент P/E (price earnings ratio) ва акциянинг бозор баҳосини баланс қийматига нисбати P/B (price to book value ratio) коэффициентлардан фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Шунингдек, мазкур коэффициентлардан бугунги кунда мамлакатимиздаги йирик акциядорлик жамиятларида давлат улушини қисқартириш мақсадида ушбу акциядорлик жамиятлари акцияларини бирламчи оммавий жойлаштиришни амалга

оширишда акцияларнинг бозор баҳосини аниқлашдан кенг фойдаланилмоқда.

**Тадқиқот методологияси.** Акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда уларнинг капитали қийматини маҳсулот сотишдан тушган тушумга нисбати EV/S (Enterprise value/Sales) коэффициенти фойдаланиш лозим. EV/S мультипликатор коэффициенти қуйидагича топилади.

$$\frac{EV}{S} = \frac{\text{Акциядорлик жамиятини қиймати}}{\text{маҳсулот сотишдан тушган тушум}} \quad (1)$$

Бу ерда; Акциядорлик жамиятининг қиймати (Enterprise value)=бозор капиталлашуви-пул маблағлари+ Қисқа муддатли кредит ва қарзлари + Узоқ муддатли кредит ва қарзлари.

Шунингдек, Акциядорлик жамиятлари капитали қийматини аниқлашда акциядорлик капитали қиймати солиқлар, фоиз, амортизация

харажатларидан олдинги фойдага нисбати EV/EBITDA (Enterprise value/Earnings before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) мультипликатор коэффициентидан фойдаланиш мумкин. EV/EBITDA мультипликатор коэффициенти қуйидагича топилади.

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Акциядорлик жамиятини қиймати}}{\text{солиқлар ва фоизлардан олдинги фойда}} \quad (2)$$

Бу ерда: EV- акциядорлик жамиятини қиймати; EBITDA-солиқлар ва фоизлардан олдинги фойда; EBITDA= Ялпи фойда – сотиш, умумий ва

маъмурий харажатлар (SG&A) – бошқа операция харажатлар + Бошқа операция фойда + эскириш харажатлари.

1-жадвал

Акциядорлик жамиятлари EV/S мультипликатори коэффициентларининг таҳлили

| №                                 | Кўрсаткичлар                                    | 2015 й      | 2016 й      | 2017 й      | 2018 й      | 2019 й      |
|-----------------------------------|---|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>«Қизилқумцемент» АЖ</b>        |   |             |             |             |             |             |
| 1                                 | Маҳсулот сотишдан соф тушум (млрд. сўмда)       | 758         | 1013        | 1121        | 1660        | 1683        |
| 2                                 | Бозор капиталлашуви (млрд. сўмда)               | 703         | 703         | 604         | 669         | 718         |
| 3                                 | Пул маблағлари (млрд. сўмда)                    | 22          | 54          | 110         | 19          | 61          |
| 4                                 | Қисқа муддатли кредит ва қарзлари (млрд. сўмда) | 80,3        | 55,0        | 10,0        | 0,0         | 0,0         |
| 5                                 | Узоқ муддатли кредит ва қарзлари (млрд. сўмда)  | 10          | 54          | 158         | 64          | 0           |
| 6                                 | Акциядорлик жамияти қиймати (EV) (млрд. сўмда)  | 771         | 758         | 663         | 714         | 657         |
| 7                                 | <b>EV/S коэффициенти</b>                        | <b>1,02</b> | <b>0,75</b> | <b>0,59</b> | <b>0,43</b> | <b>0,39</b> |
| <b>«Қўқон механика заводи» АЖ</b> |   |             |             |             |             |             |
| 1                                 | Маҳсулот сотишдан соф тушум (млрд. сўмда)       | 52          | 59          | 84          | 80          | 32          |
| 2                                 | Бозор капиталлашуви (млрд. сўмда)               | 20,3        | 20,3        | 22,4        | 31,3        | 25,0        |
| 3                                 | Пул маблағлари (млрд. сўмда)                    | 0,03        | 0,00        | 0,29        | 0,64        | 0,03        |
| 4                                 | Қисқа муддатли кредит ва қарзлари (млрд. сўмда) | 0,03        | 1,38        | 0,11        | 0,00        | 0,00        |
| 5                                 | Узоқ муддатли кредит ва қарзлари (млрд. сўмда)  | 0,60        | 0,36        | 0,18        | 0,01        | 0,00        |
| 6                                 | Акциядорлик жамияти қиймати (EV) (млрд. сўмда)  | 20          | 22          | 22          | 31          | 25          |
| 7                                 | <b>EV/S коэффициенти</b>                        | <b>0,4</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,4</b>  | <b>0,8</b>  |
| <b>«Кварц» АЖ</b>                 |   |             |             |             |             |             |
| 1                                 | Маҳсулот сотишдан соф тушум (млрд. сўмда)       | 162         | 235         | 303         | 300         | 247         |
| 2                                 | Бозор капиталлашуви (млрд. сўмда)               | 78          | 78          | 78          | 130         | 315         |
| 3                                 | Пул маблағлари (млрд. сўмда)                    | 8           | 9           | 8           | 12          | 8           |
| 4                                 | Қисқа муддатли кредит ва қарзлари (млрд. сўмда) | 3           | 6           | 0           | 0           | 0           |
| 5                                 | Узоқ муддатли кредит ва қарзлари (млрд. сўмда)  | 0           | 1           | 20          | 0           | 88          |
| 6                                 | Акциядорлик жамияти қиймати (EV) (млрд. сўмда)  | 74          | 77          | 91          | 119         | 396         |
| 7                                 | <b>EV/S коэффициенти</b>                        | <b>0,5</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,4</b>  | <b>1,6</b>  |
| <b>«Ўзметкомбинат» АЖ</b>         |   |             |             |             |             |             |
| 1                                 | Маҳсулот сотишдан соф тушум (млрд. сўмда)       | 970         | 1140        | 1800        | 4679        | 5261        |
| 2                                 | Бозор капиталлашуви (млрд. сўмда)               | 217         | 217         | 217         | 650         | 1300        |
| 3                                 | Пул маблағлари (млрд. сўмда)                    | 21          | 53          | 195         | 146         | 40          |
| 4                                 | Қисқа муддатли кредит ва қарзлари (млрд. сўмда) | 45          | 37          | 30          | 45          | 176         |
| 5                                 | Узоқ муддатли кредит ва қарзлари (млрд. сўмда)  | 53          | 68          | 408         | 760         | 847         |
| 6                                 | Акциядорлик жамияти қиймати (EV) (млрд. сўмда)  | 294         | 269         | 459         | 1309        | 2282        |
| 7                                 | <b>EV/S коэффициенти</b>                        | <b>0,3</b>  | <b>0,2</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,3</b>  | <b>0,4</b>  |

Манба: Жадвал акциядорлик жамиятларининг ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан таёрланган.

**Таҳлил ва натижалар.** Тадқиқот ишида «Қизилқумцемент», «Қўқон механика заводи» «Кварц» ва «Ўзметкомбинат» АЖларининг EV/S мультипликатор коэффициентлари қуйидаги жадвалда келтирилган (1-жадвал).

1-жадвал маълумотлари таҳлили шуни кўрсатадики, «Қизилқумцемент» АЖнинг капиталининг қиймати 2015 йилда 771 млрд. сўм бўлган бўлса, 2019 йилда ушбу кўрсаткич 15 фоизга камайган. EV/S коэффициент эса, 2015 йилда 1,02 ни ташкил этган бўлса, 2019 йилда 0,39 ни кўрсатади. Агар EV/S коэффициент бирдан кичик бўлса, акциядорлик жамиятини қиймати паст баҳоланиб, жамиятнинг салоҳиятини ўсиши кутилаётганлигидан далолат беради. Агар EV/S мультипликатор коэффициенти  $1 < EV/S < 3$  бўлса, акциядорлик жамияти қиймати ҳаққоний баҳоланаётганлиги кўрсатади. Таҳлилимизда «Қизилқумцемент» АЖнинг қиймати 2015 йилда ҳаққоний баҳоланган бўлиб,

2019 йилда паст баҳоланаётганлиги кўрсатади. «Қўқон механика заводи» АЖни қиймати 2019 йилда 2015 йилга нисбатан атига 25 фоизга ошган, хусусан 20 млрд. сўмдан 25 млрд. сўмгача кўтарилган. Шунингдек, EV/S коэффициент эса, 2015 йилда 0,4 ни ташкил этган бўлса, 2019 йилда 0,8 га етган. Бунга асосий сабаблардан бири, жамиятининг капиталдаги акцияларининг бозор қиймати ошганлиги ҳисобланади. «Кварц» АЖнинг қиймати 2015 йилда 74 млрд. сўм бўлиб, 2019 йилда эса, деярли 5,3 баробарга ошганлигини кўрсатади. Жумладан, EV/S коэффициент 2019 йилда 1,6 ни ташкил этган бўлиб, 2015 йилда 0,5 бўлганлигини кўриш мумкин. Бу шуни англатадики, акциядорлик жамиятининг қиймати унинг махсулот тушумига нисбатан тўғри баҳоланиши кўрсатади ва «Кварц» АЖни қиймати 2019 йилда ҳаққоний баҳоланаётганлигидан далолат беради.

2-жадвал

**Акциядорлик жамиятлари EV/ЕБИТДА мультипликатори коэффициентларининг таҳлили**

| №                                 | Кўрсаткичлар   | 2015й       | 2016й       | 2017й       | 2018й       | 2019й       |
|-----------------------------------|--|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>«Қизилқумцемент» АЖ</b>        |  |             |             |             |             |             |
| 1                                 | Ялпи фойда (млрд.сўмда)  | 303         | 446         | 479         | 872         | 659         |
| 2                                 | Сотиш, умумий ва маъмурий харажатлар (SG&A)                                      | 28          | 28          | 33          | 41          | 38          |
| 3                                 | Бошқа операцион харажатлар   | 132         | 113         | 116         | 168         | 290         |
| 4                                 | Бошқа операцион фойда  | 7,9         | 7,9         | 7,5         | 11,7        | 18,3        |
|                                   | Эскириш харажатлари  | 51,8        | 102,7       | 62,1        | 331,1       | 159,4       |
| 5                                 | Фоизлар, солиқлар ва асосий воситалар эскириши қийматидан олдинги фойда (ЕБИТДА) | 203         | 415         | 400         | 1006        | 509         |
| 6                                 | акциядорлик жамият қиймати (EV)  | 771         | 758         | 663         | 714         | 657         |
| 7                                 | <b>EV/ЕБИТДА коэффициенти</b>  | <b>3,80</b> | <b>1,83</b> | <b>1,66</b> | <b>0,71</b> | <b>1,29</b> |
| <b>«Қўқон механика заводи» АЖ</b> |  |             |             |             |             |             |
| 1                                 | Ялпи фойда (млрд.сўмда)  | 14,0        | 13,1        | 16,3        | 13,9        | 3,4         |
| 2                                 | Сотиш, умумий ва маъмурий харажатлар (SG&A)                                      | 2,2         | 2,2         | 3,2         | 3,4         | 2,8         |
| 3                                 | Бошқа операцион харажатлар   | 3,5         | 4,4         | 6,5         | 7,6         | 2,8         |
| 4                                 | Бошқа операцион фойда  | 2,8         | 3,0         | 3,3         | 3,9         | 1,7         |
|                                   | Эскириш харажатлари  | 3,3         | 5,1         | 3,9         | 7,7         | 1,3         |
| 5                                 | Фоизлар, солиқлар ва асосий воситалар эскириши қийматидан олдинги фойда (ЕБИТДА) | 14,4        | 14,6        | 13,9        | 14,4        | 0,8         |
| 6                                 | акциядорлик жамият қиймати (EV)  | 20          | 15          | 14          | 14          | 25          |
| 7                                 | <b>EV/ЕБИТДА коэффициенти</b>  | <b>1,4</b>  | <b>1,1</b>  | <b>1,0</b>  | <b>1,0</b>  | <b>29,7</b> |
| <b>«Кварц» АЖ</b>                 |  |             |             |             |             |             |
| 1                                 | Ялпи фойда (млрд.сўмда)  | 50          | 101         | 163         | 131         | 82          |
| 2                                 | Сотиш, умумий ва маъмурий харажатлар (SG&A)                                      | 28          | 30          | 48          | 58          | 77          |
| 4                                 | Бошқа операцион фойда  | 1           | 3           | 3           | 3           | 4           |
|                                   | Эскириш харажатлари  | 9           | 9           | 9           | 11          | 10          |
| 5                                 | Фоизлар, солиқлар ва асосий воситалар эскириши қийматидан олдинги фойда (ЕБИТДА) | 32          | 83          | 126         | 87          | 20          |
| 6                                 | акциядорлик жамият қиймати (EV)  | 74          | 77          | 91          | 119         | 396         |
| 7                                 | <b>EV/ЕБИТДА коэффициенти</b>  | <b>2,3</b>  | <b>0,9</b>  | <b>0,7</b>  | <b>1,4</b>  | <b>20,2</b> |
| <b>«Ўзметкомбинат» АЖ</b>         |  |             |             |             |             |             |
| 1                                 | Ялпи фойда (млрд.сўмда)  | 266         | 354         | 583         | 1148        | 1132        |
| 2                                 | Сотиш, умумий ва маъмурий харажатлар (SG&A)                                      | 87          | 97          | 112         | 141         | 218         |
| 3                                 | Бошқа операцион харажатлар   | 140         | 172         | 220         | 426         | 379         |
| 4                                 | Бошқа операцион фойда  | 9           | 16          | 30          | 39          | 42          |
|                                   | Эскириш харажатлари  | 0,1         | 0,1         | 0,1         | 0,3         | 0,2         |
| 5                                 | Фоизлар, солиқлар ва асосий воситалар эскириши қийматидан олдинги фойда (ЕБИТДА) | 49          | 101         | 281         | 620         | 578         |
| 6                                 | акциядорлик жамият қиймати (EV)  | 294         | 269         | 459         | 1309        | 2282        |
| 7                                 | <b>EV/ЕБИТДА коэффициенти</b>  | <b>6,0</b>  | <b>2,7</b>  | <b>1,6</b>  | <b>2,1</b>  | <b>4,0</b>  |

Манба: Жадвал акциядорлик жамиятларининг ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

«Ўзметкомбинат» АЖни қиймати 294 млрд. сўмдан 2019 йилда 2282 млрд. сўмга етган. Бироқ, EV/S коэффициент 0,3 дан атига 0,4 га кўтарилган. Демак, «Ўзметкомбинат» АЖ қиймати паст қийматда баҳоланмоқда. Хулоса қилиб шуни айтиш мумкинки, акциядорлик жамиятининг маҳсулот сотишдан тушган тушумининг ортиб бориши жамиятининг капитал қийматига таъсир қилмаслиги кўрсатмоқда. Бироқ, маҳсулот сотишдан тушган тушумининг ортиши акциядорлик жамияти қийматининг ортишига сабаб бўлиши лозим.

Тадқиқотимизда «Қизилқумцемент», «Қўқон механика заводи» «Кварц» ва «Ўзметкомбинат» АЖларининг EV/EBITDA мультипликатор коэффициенти таҳлили қуйидаги жадвалда келтирилган (2-жадвал).

2-жадвал маълумотлари шуни кўрсатади, «Қизилқумцемент» АЖнинг EV/EBITDA мультипликатор коэффициенти 2015 йилда 3,80 бўлган бўлса, 2019 йилда 1,29 ни ташкил этган. Ушбу мультипликатор коэффициенти  $0 < EV/EBITDA < 3$  бўлса, акциядорлик жамиятининг капитали қиймати фонд бозори томонидан паст баҳоланмоқда. Акциядорлик жамиятининг фойдаси йиллар кесимида ўсиш тенденциясида бўлишига қарамасдан, жамиятнинг капитали қиймати адолатли баҳоланмаётганлигидан далолат беради. Агар мультипликатор коэффициенти  $3 < EV/EBITDA < 7$  бўлса, акциядорлик жамиятининг қиймати адолатли баҳоланганлиги кўрсатади. Агар мультипликатор коэффициенти  $EV/EBITDA > 7$  бўлса, ушбу жамият капиталининг қиймати фонд бозори томонидан юқори баҳоланмоқда. «Қўқон механика заводи» АЖнинг EV/EBITDA мультипликатор коэффициенти 2019 йилда 2015 йилга қараганда деярли 22 баробарга ошган бўлиб, хусусан 2015 йилда 1,4 дан 2019 йилга 29,7 ни ташкил этган ва бу ҳолат Қўқон механика заводи» АЖнинг капитали қиймати 2019 йилда юқори баҳоланганлиги кўрсатади. «Кварц» АЖнинг EV/EBITDA мультипликатор коэффициенти 2015 йилда 2,3 бўлган бўлса, 2019 йилда 20,2 ни ташкил этган. Бундан кўриниб турибдики, «Кварц» АЖ капиталининг қиймати бозорда юқори баҳоланмоқда. Лекин, акциядорлик жамиятининг ялпи фойдаси жамият капитали қиймати билан пропорционал равишда ўсиб бормаётганлиги кўрсатади.

«Ўзметкомбинат» АЖнинг EV/EBITDA мультипликатор коэффициенти 2015 йилда 6,0 ни ва 2019 йилда 4,0 ни ташкил этган. «Ўзметкомбинат» АЖнинг капитали қиймати фонд бозори орқали амалда паст баҳоланмоқда. Хулоса сифатида таъкидлаш жоизки, 2015 йилда «Кварц» АЖ инвестицион жозибаторлиги юқори ҳисобланади. Сабаби, EV/EBITDA мульти-

пликатор коэффициенти энг кичик кўрсаткичи «Кварц» АЖ ҳисобланади. Бироқ, 2019 йилда «Ўзметкомбинат» АЖ инвестицион жозибаторлиги юқори бўлиб, чунки EV/EBITDA мультипликатор коэффициент кўрсаткич энг кичик ҳисобланади.

**Хулоса ва таклифлар.** Юқоридаги олиб борилган тадқиқот натижасида асосида корона-вирус инфекцияси (COVID-19) тарқалиши мамлакат иқтисодиётига, капитал бозорига ва компанияларининг капитал қийматига ўз таъсири кўрсатмасдан қолмайди. Хусусан, дунё капитал бозорларида савдоларни тартибсизли сабабли компанияларининг капитал қиймати ошиб кетишига олиб келди. Мазкур омиллар таъсирини юмшатиш юзасидан хулоса ва таклифларимиз қуйидагилардан иборат.

1. Мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари капиталини баҳолашда ҳамда акциядорлик жамиятлари фаолиятининг самарадорлигини баҳолаш мезонларида бозорнинг муҳим кўрсаткичларини инобатга олиш лозим. Шунингдек, акциядорлик жамиятлари фаолияти самарадорлигини баҳолашда мультипликатор коэффициенти орқали баҳоланиши акциядорлик жамиятлари қимматли қоғозларининг бозор баҳосини ва баланс қийматини аниқлаш имконияти беради.

2. Республикаимизнинг акциядорлик жамиятларидаги давлат улушини камайтириш натижаси бирламчи ва иккиламчи оммавий акцияларни жойлаштириш акциядорлик жамиятининг акциялари бозор қийматини аниқлашда нисбий қиймат усулидан фойдаланиш лозим. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятларининг капитали қиймати ва уларнинг акциялари бозор баҳосини прогноз қилишни таъминлайди.

3. Акциядорлик жамиятлари фаолиятини баҳолаш мезонларини бозорнинг муҳим кўрсаткичлари орқали баҳолаш кетма-кетлигини ишлаб чиқиш зарур. Шунингдек, хўжалик юритувчи субъектлар фаолияти самарадорлигини баҳолаш мезонларини жорий этиш тўғрисида Қарорга ҳам ўзгартириш киритиш лозим. Ўз навбатида, акциядорлик жамияти капитали қийматини баҳолашда қимматли қоғозлар бозори муҳим самарадорлик кўрсаткичлар билан баҳолаш имконияти беради.

4. Акциядорлик жамиятининг капитали қийматини аниқлашда тараққий этган мамлакатлар баҳолаш кўрсаткичларидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ бўлади. Хусусан, акциядорлик жамиятлари активлари қийматини, хусусий капитал қийматини инобатдан олган ҳолда капитал қийматни баҳолаш, капитал қийматининг реал бозор қийматини аниқлаш имконияти беради.

5. Акциядорлик жамияти капитали рентабеллигини аниқлашда тараққий этган мамлакатларда кенг фойдаланиладиган инвестиция қилинган капитал рентабиллиги (ROIC) коэффицентидан фойдаланиш лозим. Мазкур коэффицент акциядорлик жамиятининг капиталга қилинган инвестициясининг самарадорлиги аниқлашга ҳихмат килади.

6. «Қизилкумцемент», «Ўзметкомбинат», «Қўқон механика заводи» ва «Кварц» АЖларни капитал қийматини баҳолаш чегирмайвий пул оқимлари методидан фойдаланган ҳол амалга оширилди. Натижада хар бир акциядорлик жамияти капитали акцияларнинг таргет баҳоси билан бозор баҳоси орасида ўсиш салоҳияти

аниқланган. Шунингдек, ушбу жамиятлар капиталлари қийматини баҳолашда беш йиллик эркин пул оқимлари прогноз методи орқали баҳолаш амалга оширилган. Хусусан, баҳолаш жараёнида акциядорлик жамиятларининг бизнес режа кўрсаткичларидан, капиталнинг ўртача тортилган қиймати ва молиявий активларни баҳолаш моделидан фойдаланилди. Шу билан бирга, жорий терминал қийматини аниқлашда 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 оширилган.

*Манба ва фойдаланилган адабиётлар:*

1. <https://home.kpmg/de/en/home/insights/2020/10/cost-of-capital-study-2020.html>
2. <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>
3. Damodaran, A. (2006). *Investment Valuation*. New York: McGraw-Hill pp-710
4. Williams, J.B. (1938). *The Theory of Investment Value*. North-Holland Pub. Co pp-613
5. Damodaran, A. (2012). *Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset*. Wiley; 3 editions, pp-992
6. Boatsman, J., and Bakin, E. 1981. *Asset valuation with incomplete markets*. *The Accounting Review*, Vol. 56, No. 1, pp.38-53
7. 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.
8. Penman, S. 1998. *Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation*. *Contemporary Accounting Research*, Vol. 15, No. 3, pp.291-324
9. Hotchkiss, E. and Mooradian, R. (1998) *Acquisitions as a Means of Restructuring Firms in Chapter 11*. *Journal of Financial Intermediation*, vol. 7, issue 3, pp.240-262
10. Liu, J., Nissim, D., and Thomas, J. (2007). *Is Cash Flow King in Valuations?* *Financial Analyst Journal*, Vol 63, Issue 2, pp.56-65.
11. S. Elmirzayev va boshqalar. *Moliya bozori. Darslik*. – Т.: "Iqtisod-moliya", 2019. – 324 b.
12. B.Toshmurodova, S.Elmirzayev, N.Tursunova. *Moliyaviy menejment. Darslik*. – Т.: "Iqtisod-moliya", 2017. – 325 b.
13. P.Карлибаева "Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари" Автореферат, Т,- 2007, бет.1-30