

VALUATION OF JOINT STOCK COMPANIES COST OF CAPITAL USING MULTIPLIER RATIOS

The article describes the theoretical aspects of the method of valuation of joint-stock companies by means of multiplier coefficients, and analyses the multiplier ratios in the evaluation of the efficiency of JSC “Qizilqumsement” and “Kokand mechanical plant.

Keywords: value of the enterprise, value of shares, market value of shares, dividend yield, dividend payout ratio, shareholder value, dividend discount model, discounted cash flow model.

In these today's, world managers use financial management in a number of ways in assessing the equity value of joint stock companies. In particular, the most widely used methods of valuation of joint stock companies in the world are income, cost and relative value. As a result of the development of the capital market in our country, joint stock companies need to be assessed using the market's key performance indicators in valuation of capital.

In particular, in our country, President Shavkat Mirziyoev has set tasks for radical development of the capital market and reduction of state share in joint stock companies. Therefore, one of the most important tasks for the development of the capital market is to place IPO (Initial public offering) and SPO (Secondary public offering) shares in large joint-stock companies in order to reduce the state's share. In world practice, the market value of shares is determined by the use of the stock market's key performance indicators in the primary and secondary public offering. It also requires that joint stock companies in our country use multiplier ratios, which are key indicators of the stock market in determining the market value of shares. Today, stock companies meet the criteria for evaluating criteria only by the decision of the Cabinet of Ministers No. 207.

However, this decision does not specify the criteria for evaluating the performance of joint stock companies by key stock market indicators. There is a wide-ranging scientific study of the value of joint stock companies around the world, especially the valuation of the stock market through key performance indicators. In particular, there has been a lot of research on the market value of shares of stock companies, the carrying value and the value of the enterprise, and the investment attractiveness of the multiplier ratios. However, the relevance of the research topic is the fact that the stock market valuation of stock companies in our country is not used to evaluate the stock market through key performance indicators, and the value of the market and the value of the shares when placing primary and secondary shares. In addition, local economists have not done enough research using capital markets to evaluate cost of capital.

Currently, most economists and financial managers in the world use large-scale joint stock companies in several ways in valuing capital.

This, in turn, suggests that there are different approaches to capital appraisal of a large joint stock company. In developed countries, there are three different approaches to equity valuation. In particular, the methods of calculating the capital,

income, relative costs and costs of the joint-stock company are widely used. According to Damodaran, a foreign economist, it is advisable to use equity, comparative value and cash flow valuation techniques to evaluate the value of a joint stock company. The use of these methods allows the joint stock company to assess its cost of capital.

Today, the most widely used method in the world is the use of relative values in the valuation of joint stock companies. In particular, researchers use this method to estimate the market value of shares of the joint-stock company and their forecasts. Specifically, researchers around the world are evaluating, mainly, using multiplier ratios in a relative value estimation method. These, in turn, are widely used in the ratio of market price to net profit (price earnings ratio), share price to book value ratio (price to book value ratio), share price to market value (price to sales ratio) and discounted cash flow ratios

As a result of the above research, our conclusions and suggestions, which are based on the use of the relative value valuation method in the evaluation of joint stock companies, are as follows:

First, it is necessary to carry out the assessment of the capital of the joint stock companies of the country and the criteria for evaluating the effectiveness of their activities, taking into account the key market indicators. Evaluation of joint stock companies' performance using the multiplier coefficient, which is an important market indicator, allows determining the market value of the securities of joint stock companies.

Second, in order to reduce the state's share in joint stock companies, it is necessary to use the relative value method to determine the market value of the shares of the joint stock company. This, in turn, provides for the forecasting of the cost of capital for joint stock companies and the market price of their shares.

Thirdly, it is necessary to set the rate of dividend for the net profit of joint stock companies. In particular, the mechanism of capitalization of net profits of joint stock companies should be eliminated. This, in turn, will increase the dividend payout on the shares and use discounted dividend models to determine the capital value of joint stock companies.

Fourthly, it is necessary to develop a sequence of evaluation of joint stock companies' performance criteria through the key market indicators. It is also necessary to make a decision on the introduction of criteria for assessing the performance of economic entities. In turn, the stock market provides an opportunity to evaluate the stock market with key performance indicators.

Х.Х.Худойқулов – ТДИУ доценти, PhD

МУЛЬТИПЛИКАТОР КОЭФФИЦЕНТЛАР ОРҚАЛИ АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРНИ КАПИТАЛ ҚИЙМАТИНИ БАҲОЛАШ

Мақолада мультипликатор коэффициентлар орқали акциядорлик жамиятлари капитал қиймати баҳолаш усулларининг назарий жиҳатлари ёритиб берилган бўлиб, мамлакатимиздаги «Қизилқумцемент» ва «Қўқон механика заводи» АЖларининг фаолият самарадорлигини баҳолашда мультипликатор коэффициентлар таҳлил қилинган.

Таянч сўзлар: корхона қиймати, акциянинг баланс қиймати, акциянинг бозор баҳоси, дивиденд даромадлилиги, дивиденд қоплаш коэффициентлари, акциядорлик капитали қиймати, дивиденд дисконт модел, чегирмавий пул оқимлари модели.

ОЦЕНКА КАПИТАЛА АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА ПО МУЛЬТИПЛИКАТИВНЫМ КОЭФФИЦИЕНТАМ

В статье описываются теоретические аспекты метода оценки стоимости акционерных обществ с использованием мультипликативным коэффициентом, Оценка эффективности АО «Кызылқумцемент» и «Кокандский механический завод» в нашей стране была проанализирована по коэффициентам мультипликатора.

Ключевые слова: стоимость предприятия, стоимость акций, рыночная стоимость акций, дивидендная доходность, коэффициент выплаты дивидендов, стоимость акционерного капитала, модель дисконтирования дивидендов, модель дисконтированных денежных потоков

Кириш

Бугунги кунда дунё амалиётида акциядорлик жамиятларни капитал қиймати баҳолашда молиявий менежерлар бир нечта усуллардан фойдаланилмоқда. Хусусан, акциядорлик жамиятларини капитал қиймати баҳолашда дунёда кенг қўланиладиган усуллардан даромад, харажат ва қиёсий қиймат усули ҳисобланади. Мамлакатимизда капитал бозорининг ривожланиши натижасида акциядорлик жамиятларини капитал қиймати аниқлашда бозорнинг асосий самарадорлик кўрсаткичларидан фойдаланиш тақозо этмоқда. Жумладан, мамлакатимизда Президентимиз Шавкат Мирзиёев томонидан капитал бозорини тубдан ривожлантириш ҳамда акциядорлик жамиятларида давлат улушини қисқартиш бўйича вазифалар белгилаб бердилар. Шундан келиб чиққан ҳолда, капитал бозорини ривожлантириш учун йирик акциядорлик жамиятларида давлат улуши қисқартиш мақсадида бирламчи ва иккиламчи оммавий акцияларни жойлаштириш муҳим вазифалардан бири ҳисобланади. Дунё амалиётида акциядорлик жамиятларини

акциялари бирламчи ва иккиламчи оммавий жойлаштиришда фонд бозорининг муҳим самарадорлик кўрсаткичларидан фойдаланган ҳолда акцияларининг бозор баҳосини аниқланади. Шунингдек, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари акцияларини бозор баҳосини аниқлашда фонд бозори асосий кўрсаткичларидан ҳисобланган мультипликатор коэффицентлар фойдаланиб аниқлаш тақозо этади. Бугунги кунда акциядорлик жамиятлари фаолиятини баҳолаш мезонларини фақатгина Вазирлар Маҳкамасининг 207-сонли қарорига асосан амалга оширилади. Бироқ, мазкур қарорда фонд бозорининг асосий кўрсаткичлари бўйича акциядорлик жамиятларини фаолиятини баҳолаш мезонлари кўрсатилмаган [1]. Жаҳонда миқёсида акциядорлик жамиятларини капитали қиймати баҳолашда, хусусан фонд бозорини муҳим самарадорлик кўрсаткичлар орқали баҳолаш усули кенг қўламда илмий тадқиқ этилмоқда. Айниқса, акциядорлик жамиятларини акцияларининг бозор баҳоси, баланс қийматни ҳамда корхонанинг қийматини аниқлашда мультипликатор коэффицентлар орқали инвестиция жозибадорлиги аниқлашга бағишланган кўплаб илмий тадқиқотлар ишлари олиб борилган. Бироқ, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларини капитал қийматини аниқлашда фонд бозорини муҳим самарадорлик кўрсаткичлари орқали баҳолаш ҳанузгача фойдаланилмаётгани, бирламчи ва иккиламчи оммавий акцияларни жойлаштиришда акцияларнинг бозор баҳосини ва баланс қийматини баҳолашда, дивидент дисконт моделларини фойдаланилмаётгани тадқиқот мавзусининг долзарблиги ифодалайди. Шунингдек, маҳаллий иқтисодчи олимлар томонидан капитал қийматни баҳолашда фонд бозорининг асосий кўрсаткичлардан фойдаланган ҳолда етарлича тадқиқот олиб борилмаган.

Мавзуга оид адабиётлар таҳлили

Бугунги кунда дунёнинг кўпчилиги иқтисодчи олимлари ҳамда молиявий менежерлари йирик акциядорлик жамиятларини капитал қийматини баҳолашда бир нечта замонавий усулларда фойдаланиб келмоқда. Бу эса, ўз навбатида, йирик акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолашнинг турли хил ёндашувлар мавжуд эканлигидан далолат беради. Ривожланган мамлакатларда акциядорлик жамияти капиталини баҳолашнинг уч хил ёндашув мавжуд. Хусусан, акциядорлик жамияти капиталини баҳолашнинг даромадлар, қиёсий қиймат ва харажатлар усуллари кенг қўлланилмоқда. Хорижлик иқтисодчи олимлардан Дамодаран фикрига кўра акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда ички қиймат, қиёсий қиймат ва пул оқимлари билан капитал қийматини баҳолаш усулларидан фойдаланиш мақсадга мувофиқ деб таъкидланган. Ушбу усуллардан фойдаланиш акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолаш имконияти беради [2]. Жон Берр Уильямс тадқиқотида эса, акциядорлик жамиятларини капиталини баҳолашда чегирмавий дивиденд ва чегирмавий пул оқимлари моделлари орқали акциядорлик жамиятларини капитал қийматини аниқлашни кўрсатган. Унинг фикрига кўра акциядорлик жамиятни капитал қийматини баҳолашда тўланадиган дивидендлар миқдори ҳамда дивидендларнинг фоизлар орқали капитал қийматини баҳолаш энг

мақбул йўл эканлигини таъкидланган [3]. Фикримизча, бугунги кунда ривожланган мамлакатларда акциядорлик жамиятлари жуда паст фоизда дивиденд тўлайди. Бундан ташқари, дунёдаги йирик акциядорлик жамиятларни дивиденд даромадлилиги деярли йилига уч фоизга ўсади. Бундан кўриниб турибдики, чегирмавий дивиденд моделидан фойдаланган ҳолда акциядорлик жамияти капитал қийматини баҳолашиши ушбу акциядорлик жамиятларининг акциялари оддий сабабларга кўра бозор қийматини ошиши кўрсатади. Бугунги кунда, чегирмавий дивиденд модели акциядорлик жамиятини имтиёзли акцияларининг бозор қийматини аниқлашда фойдаланилмоқда. Корпоратив молиядан тадқиқот олиб бораётган Дамодаран акциядорлик жамиятини капитал қийматини баҳолашда эркин пул оқимлари моделида фойдаланиш мақсадга мавофиқ деб таъкидлаган. Унинг фикрига кўра, эркин пул оқимлари моделида фойдаланишда акциядорлик жамиятининг пул оқимлари ва ўз маблағларидаги пул оқимларини инобатга олиш лозим [4].

Бугунги кунда дунё амалиётида акциядорлик жамиятини капиталини баҳолашда нисбий қийматлар баҳолаш усулидан фойдаланиш кенг қўлланилган усул ҳисобланади. Жумладан, тадқиқотчилар мазкур усулдан фойдаланишда акциядорлик жамиятини акциялари бозор қийматини ҳамда уларни прогноз қилишда ҳам фойдаланилмоқда. Хусусан, дунёдаги илмий изланувчилар асосан нисбий қиймат баҳолаш усулида мультипликатор коэффициентлар орқали баҳолайди. Булар ўз навбатида, акцияни бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффициент (*price earnings ratio*), акцияни бозор баҳосини баланс қийматига нисбати (*price to book value ratio*), акцияни бозор баҳосини сотиш қийматига нисбати (*price to sales ratio*) ва чегирмавий пул оқимлари коэффициентларидан кенг қўлланилмоқда. Хорижлик олимлардан Ботсман ва Баскин тадқиқотларида бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффициентлари *P/E (price earnings ratio)* орқали саноат қорхоналаридан таҳлил қилган. Мазкур тадқиқотчилар хулосасига кўра, саноат қорхоналарининг капитал қийматини баҳолашда уларнинг даромадлари ўсиши инобатга олиш лозим деб таъкидлаганлар [5]. Илмий иланувчилар Каплан ва Рубаклар акциядорлик жамиятлариникапитали баҳолашда чегирмавий пул оқимлари усули ҳамда мазкур акциядорлик жамиятиларини қарз маблағлари улуши юқори бўлиши солиқлар, фоизлар ва амортизация чегирилгунга қадар фойда (*Earning before depreciation, interest and tax*) мультипликатор коэффициентларга таъсири тадқиқот олиб борганлар. Уларнинг хулосасига кўра, солиқлар, фоизлар ва амортизация чегирилгунга қадар фойда билан мультипликатор коэффициентларда капитални баҳолаш чегирмавий пул оқимлари билан баҳолаш усули эканлигини таъкидладилар [6]. Пенман эса, тадқиқотида мультипликатор коэффициентлар ҳисоблаб, хусусан бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффициентлари ва акцияни бозор баҳосини баланс қийматига нисбати коэффициентлар орқали акциядорлик жамиятларини капиталининг бозор қийматини ҳамда мазкур коэффициентларнинг тортилаган вазни комбинация орқали акциянинг бозор ва баланс қийматини прогнозни амалга ошириш мувофиқ бўлган [7].

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Хотчкисс ва Мурадианлар тадқиқотида акциядорлик жамиятлари капиталини баҳолашда нисбий қиймат усулидан қўллаб мультипликатор коэффицентларни акциядорлик жамиятини банкротлик даражасини аниқлашда фойдаланганлар. Уларнинг фикрига кўра, чегимавий пул оқимлари коэффиценти ҳисобланган корхона қиймати EV (Enterprise Value) мазкур корхонанинг тушумига нисбати коэффиценти ҳамда корхона қиймати EV (Enterprise Value) мазкур корхонанинг активларига нисбати коэффицентлари орқали корхонанинг банкротлик даражаси аниқлаган. Жумладан, тадқиқот хулосасига кўра, чегирмавий пул оқимлари коэффицентлари 40-70 фоиз акциядорлик жамиятини банкротлик даражасини аниқлайди, деб таъкидлайдилар [8]. Ким ва Риттерлар тадқиқотида эса, акцияларнинг бирламчи оммавий таклифини IPO (Initial Public Offering) амалга оширишда ушбу акцияларининг бозор баҳосини аниқлашда нисбий қиймат усулидан фойдаланган ҳолда бозорнинг асосий самарадорлиги ифодаловчи коэффицентларидан фойдаланиб, акцияларнинг бозор баҳосини аниқлаш имкониятлари кўрсатганлар. Хусусан, уларнинг тадқиқотида кўра, бозорнинг асосий самарадорлигини ифодаловчи мультипликатор коэффицентлар акцияларининг бозор қийматини баҳолай олади, бироқ солиқлар, фоизлар ва амортизация чегирилгунга қадар фойда EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) коэффицентлар орқали баҳолаш акциядорлик жамиятини акциялари бозор баҳоси аниқ баҳолаш имкониятини беришини кўрсатганлар [9].

Хорижлик иқтисодчи олимлардан Лю, Ниссим ва Томаслар илмий изланишида акциядорлик жамиятини капитални қийматини аниқлашда капиталдаги акцияларнинг бозор баҳосини аниқлашда бозор асосий самарадорлигини кўрсатадиган мультипликаторкоэффицентларни аниқлашни муқобил усулларидан фойдалаган. Уларнинг фикрига кўра, капитални баҳолашда корхона қиймати EV (Enterprise Value) коэффицентларидан фойдаланиш зарур эканлиги изоҳладилар. Ўз набаотида, акцияни бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффицент P/E (price earnings ratio) ва акцияни бозор баҳосини баланс қийматига нисбати P/B (price to book value ratio) коэффицентлар қараганда корхона қиймати EV (Enterprise Value) коэффицентларидан фойдаланиш капитални баҳосини аниқроқ баҳоланиш имконияти беришини таъкидладилар [10]. Ривожланган G-7 давлатлари қимматли қоғозлар бозоридаги инвестиция имконияларига акцияни бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффицент P/E (price earnings ratio) таъсири борасида тадқиқот олиб борган. Хорижлик иқтисодчи олимлардан Раҳман ва Шамсуддинфикрига кўра: “Қимматли қоғозлар бозоридаги инвестиция жозибадорлигига акцияни бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффиценти фундаментал таъсир қилувчи омил ҳисобланиб, P/E коэффицентининг ўсиб бориши қимматли қоғозлар бозоридаги акцияларнинг ликвидлиги юқори эканлиги билан изоҳлайди”[11]. Бундан ташқари, Вайбхав Бадги ва Швета Тадкод тадқиқотларида нисбий қиймат усулида баҳолаш IPO акцияларнинг бирламчи оммавий таклифини IPO (Initial Public Offering) амалга оширишда

акцияларининг бозор қиймати аниқлаш кўрсатиб берганлар. Шунингдек, улар акциядорлик жамиятлари капитал қийматини баҳолашда активлар, даромадлар ва бозор кўрсаткичлари орқали баҳолашни амалга оширганлар. Уларнинг фикрига кўра, бугунги кунда дунё амалиётида кенг қўлланадиган усул нисбий қиймат усули ҳисобланади [12].

Замоновий корпоратив молия ривожланиши борасида илмий ишланиш олиб бориётган маҳаллий иқтисодчи олим С.Э.Элмирзаевга фикрига кўра, акциядорлик жамиятларини капитали баҳолашда фойдаланиладиган акциядарни баҳолаш моделларидан бир нечтасидан фойдаланиш ва уларни ўртачаси инобатга олиш мақсадга мувофиқ, деб таъкидлаган. Бундан ташқари, капитални баҳолашда кенг қўлланиладиган нисбий қиймат усулидаги Р/Е коэффициент моҳиятини қуйидагича ифодалайди. Хусусан, Р/Е коэффициент дастлаб келгуси даврда корхонанинг битта акциясига тўғри келадиган даромадни баҳолашни билан изоҳлайди [13].

Маҳаллий иқтисодчи олимлардан Б.Тошмуродова ва С.Элмирзаев тадқиқотларида амалиётда кенг қўлланилаётган капитал қийматини ҳисоб китоб қилишнинг бир нечта ёндашувларига тўхтаган. Бу эса, ўз навбатида дивидендларни дискондлашнинг турли хил моделлари DDM (Dividend discount model), капитал активларни баҳолаш модели CAPM (Capital asset pricing model), Модильяни — Миллер модели (Modigliani–Miller theorem) ва мультипликатор коэффициентлар билан капитални баҳолашни изоҳлайдилар [14]. Булардан ташқари, Р.Х.Карлибаева акциядорлик жамиятларида молиявий менежментизимини самарали ташкил этиш йўллари тадқиқоти капитал таркибини баҳолашда хусусий капитал ва қарз капиталига нисбатлари орқали ифодаланишини таъкидлаган. Хусусан, қарз капиталини қийматини миниммалаштириш хусусий капитал рентабеллигини ошиши билан изоҳлайди [15].

Фикримизча, акциядорликлик жамиятларини капитал қийматини баҳолашда ва уларининг фаолиятини самарадолиги баҳолашда дунё амалиётида кенг қўлланилётган бозорни муҳим кўрсаткичлари ҳисобланган дивидент тўлаш коэффициент, дивидентнинг даромадлилиги даражаси, корхона қиймати, 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) коэффициент, акцияни бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффициент Р/Е (price earnings ratio) ва акцияни бозор баҳосини баланс қийматига нисбати Р/В (price to book value ratio) коэффициентлар фойдаланиш мақсадга мувофиқ ҳисобланади. Шунингдек, мазкур коэффициентлардан бугунги кунда мамлакатимиздаги йирик акциядорлик жамиятларида давлат улуши қисқартириш мақсадида ушбу акциядорлик жамиятларини акциялар бирламчи оммавий жойлаштиришни амалга оширишда акцияларнинг бозор баҳосини аниқлашда кенг фойдаланилмоқда.

Таҳлил ва натижалар

Мамлакатимизфонд бозорида акциялари фаол бўлган акциядорлик жамиятларини ҳисобланаган «Қизилқумцемент» ва «Қўқон механика заводи» АЖларининг фаолиятини самарадорлигини бозорнинг муҳим кўрсаткичлари асосида баҳолашни амалга оширилган. Тадқиқотимизда «Қизилқумцемент» АЖ ва «Қўқон механика заводи» АЖларининг капитал қийматини баҳолашда мультипликатор коэффициентларни ҳисоб-китоб қилишдан олдинубшу акциядорлик жамиятларнинг молиявий кўрсаткичлари таҳлили қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (1-жадвал).

1-жадвал

Акциядорлик жамиятларини молиявий кўрсаткичлари¹

№	Кўрсаткичлар	2014	2015	2016	2017	2018
«Қизилқумцемент» АЖ						
1	Маҳсулот сотишдан соф тушум (млрд.сўмда)	870	758	1013	1121	1660
2	Соф фойда (млрд.сўмда)	17	10	65	50	339
3	Активлари (млрд.сўмда)	936,4	1009,2	1054,5	1351,8	1551,3
4	Мажбуриятлари (млрд.сўмда)	96	212,2	174,5	249,1	138,4
5	Капитали (млрд.сўмда)	840,4	797	880	1102,7	1412,9
6	Дивиденд (млрд.сўмда)	4,7	5,4	29,3	23,9	101,5
«Қўқон механика заводи» АЖ						
1	Маҳсулот сотишдан соф тушум (млрд.сўмда)	47	52	59	84	80
2	Соф фойда (млрд.сўмда)	9	8,3	8,3	8,3	5,7
3	Активлари (млрд.сўмда)	36	50	69	100	95
4	Мажбуриятлари (млрд.сўмда)	3	11	27	55	52
5	Капитали (млрд.сўмда)	34	39	42	45	43
6	Дивиденд (млрд.сўмда)	0,9	1,1	1,2	1,3	0,8

1-жадвалдаги маълумотлардан кўришиб турибдики, «Қизилқумцемент» АЖнинг маҳсулот сотишдан тушган соф тушими 2014 йилда 870 млрд. сўм бўлган бўлса, 2018 йилга келиб эса, 1660 млрд. сўмни ташкил этган. Соф фойдаси эса, 2018 йилда 339 млрд. сўмни ташкил этган бўлса, 2014 йилга нисбатан 19 баробарга ортганлигини кўришимиз мумкин. Бунинг асосий сабаби шундан иборатки, Ўзбекистон Республикаси Президентнинг 2017 йил 14 ноябрдаги ПҚ-3386 сонли «Ёқилги-энергетика ресурслари ҳамда бошқа юқори ликвидли маҳсулотлар билан таъминлаш борасида рақобат муҳитини такомиллаштириш, суиистеъмолчиликлар ва талон-тарожликлар шароитини тугатиш, тўлов интизомини мустаҳкамлаш, дебиторлик ва кредиторлик қарзларини камайтириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги Қарорига асосан 2018 йил 1 январдан бошлаб юқори ликвидли 27 турдаги маҳсулот фақат

¹«Қизилқумцемент» ва «Қўқон механика заводи» АЖларининг расмий веб сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

биржа савдолари орқали реализация қилиши ҳамда цемент маҳсулотларини ҳам биржа орқали сотилиши билан ифоллаш мумкин. «Қизилқумцемент» АЖнинг активлари ва мажбуриятларини таҳлил қиладиган бўлсак, активлари йилдан-йилга ортиб ортиб бормоқда. Бундан ташқари, ўз навбатида, мажбуриятлари ҳам йилдан-йилга ортиб бормоқда. Бироқ, 2014 йилда активлари мажбуриятларига нисбати деярли 10 баробарга кўп бўлган бўлса, 2018 йилда эса, мазкур кўрсаткичлар нисбати 10 баробардан юқори эканлигини кўрсатади. «Қизилқумцемент» АЖнинг капитал қийматини 2018 йилда 2014 йилга нисбатан икки баробарга кўпайганлиги кўришимиз мумкин. 2014 йилда соф фойдасига ажратилган дивиденд 27,6 фоизни ташкил этган бўлса, 2018 йилда эса, 30 фоизни ташкил этган. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятини фойдасини деярли 30 фоизини дивиденд тўлашга ажратилаётганлигидан далолат беради.

«Кўқон механика заводи» АЖнинг таҳлили шуни кўрсатадики, маҳсулот сотишдан соф тушум 2014 йилга нисбатан 2018 йилда 33 млрд. сўмга ортаган бўлса, соф фойдаси эса, 3,3 млрд.сўмга камайганлиги кўрсатади. Фикримизча, акциядорлик жамиятини маҳсулот ишлаб чиқариши пасайганлиги билан ифодалаш мумкин. Бундан ташқари, мамлакатимиздаги инфляция даражасини юқорилик акциядорлик жамиятини маҳсулот ишлаб чиқаришига таъсир қилган. 2018 йилда активларини мажбуриятларга нисбатан 1,5 баробарга ошиши эса, капиталини 43 млрд.сўмни ташкил этишига олиб келди. 2014 йилда эса, соф фойдадан дивидендга ажратилган маблағлар 10 фоизни ташкил этса, 2018 йилда эса, 15 фоизни ташкил этган. Бундан кўриниб турибдики, соф фойдани 10-15 фоизи дивиденд тўлашга ажратилмоқда.

«Қизилқумцемент» АЖ ва «Кўқон механика заводи» АЖларининг капиталини баҳолашда мультипликатор коэффицентларни ҳисоб-китобини амалга оширамиз. Нисбий қиймат баҳолаш усулидан фойдаланган ҳолда акцияни бозор баҳосини соф фойдага нисбати коэффицент Р/Е (price earnings ratio) ҳисоблаймиз. Р/Е коэффиценти қуйидагича топилади:

$$P/E \text{ коэффицент} = \frac{P}{EPS}(1)$$

Бу ерда,

P - акциянинг бозор қиймати;

EPS - битта акцияга тўғри келадиган соф фойда;

$$EPS = \frac{\text{соф фойдани – имтиёзли акцияларга тўланган дивидентлар}}{\text{оддий акцияларнинг сони}};$$

Юқоридаги кўратилган Қизилқумцемент» АЖ ва «Кўқон механика заводи» АЖларининг Р/Е коэффицентлари қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (2-жадвал).

2-жадвал

Акциядорлик жамиятларини Р/Е мультипликаторини коэффициентлари таҳлили²

№	Кўрсаткичлар	2014	2015	2016	2017	2018
«Қизилқумцемент» АЖ						
1	акцияни бозор баҳоси сўм	1567	1570	1555	1300	1500
2	Соф фойда (млрд. сўмда)	17	10	65	50	339
3	акцияларини сони (млрд. дона)	0,447	0,447	0,447	0,447	0,447
4	битта акцияга тўғри келадиган соф фойда (EPS) сўм	38,0	22,4	145,4	111,9	758,4
5	Р/Е коэффициент	41,2	70,2	10,7	11,6	2,0
«Қўқон механика заводи» АЖ						
1	акцияни бозор баҳоси сўм	909	909	909	1000	1150
2	Соф фойда (млрд. сўмда)	9	8,3	8,3	8,3	5,7
3	акцияларини сони (млрд. дона)	0,02	0,02	0,02	0,02	0,022
4	битта акцияга тўғри келадиган соф фойда (EPS) сўм	450,0	415,0	415,0	415,0	259,1
5	Р/Е коэффициент	2,02	2,19	2,19	2,41	4,44

2-жадвал таҳлили шуни кўрсатадики, «Қизилқумцемент» АЖнинг Р/Е мультипликатор коэффициенти 2014 йил 41,2ни ташкил этаган бўлса, 2018 йилда эса, 2 ни ташкил этган. Агар $0 < P/E < 10$ бўлса, инвестиция фондининг акцияларининг бозор қиймати арзон ҳисобланиб, инвестиция фондининг соф фойдасини камайганлигини кўрсатади. Бундан ташқари, инвестиция фондининг соф фойдагиолдинги йилга нисбатан ўсишини кўрсатиб, ўз набатида, инвестиция фондининг акциялари бозор қийматини арзон сотилаётганлигидан далолат беради. Инвесторлар ушбу акцияларни сотиб олиб узоқ муддат ушлаб турилса, юқори даромад олиш имкониятига эга бўлади³. Агар $P/E > 25$ бўлса, инвестиция фондининг соф фойдасини келажакда ўсиши мумкинлиги кутилмоқда бўлиб, мазкур фондининг акцияларининг бозор қиймати спекулятив пуфак ҳосил қилиниши кутилмоқда⁴. Бундан кўриниб турибдики, соф фойдани кескин ошиб кетиши натижасида Р/Е коэффициент паст бўлиб, бироқ ушбу акциядорлик жамиятининг акцияларини бозор баҳоси 50,6 фоизга ўсиши яъни 2258,3 сўмга тенг бўлиши кутилмоқда. «Қўқон механика заводи» АЖнинг Р/Е мультипликатор коэффициенти 2014 йилда 2,02 ни ташкил этса, 2018 йилда 4,44 ни ташкил этган. Жумладан, ушбу акциядорлик жамиятини Р/Е мультипликатор коэффициенти паст бўлиши, соф фойдаси тушиш тенденциясини ифодалайди. «Қўқон механика заводи» АЖнинг акциялари бозор баҳоси энг юқори диапозони 1410 сўм ташкил

²«Қизилқумцемент» ва «Қўқон механика заводи» АЖларининг расмий веб сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

³<https://www.doughroller.net/investing/understanding-the-value-of-a-good-pe-ratio/>

⁴<https://www.doughroller.net/investing/understanding-the-value-of-a-good-pe-ratio/>

этишини кўрсатади. Мазкур коэффициентдан ташқари, акцияни бозор баҳосини баланс қийматига нисбати P/B (price to book value ratio) коэффициентини акциядорлик жамиятини акцияни баланс қийматини аниқлаш имконини беради (3-жадвал).

3-жадвал

**Акциядорлик жамиятларини P/B мультипликаторини
коэффициентлари таҳлили⁵**

№	Кўрсаткичлар	2014	2015	2016	2017	2018
«Қизилқумцемент» АЖ						
1	акцияни бозор баҳоси сўм	1567	1570	1555	1300	1500
2	Капитали (млрд.сўмда)	840,4	797	880	1102,7	1412,9
3	акцияларини сони (млрд.дона)	0,45	0,45	0,45	0,45	0,45
4	акцияни баланс қиймати	1880	1783	1969	2467	3161
5	P/B коэффициент	0,83	0,88	0,79	0,53	0,47
«Қўқон механика заводи» АЖ						
1	акцияни бозор баҳоси сўм	909	909	909	1000	1150
2	Капитали (млрд.сўмда)	34	39	42	45	43
3	акцияларини сони (млрд.дона)	0,02	0,02	0,02	0,02	0,022
4	акцияни баланс қиймати	1700	1950	2100	2250	1955
5	P/B коэффициент	0,53	0,47	0,43	0,44	0,59

3-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, «Қизилқумцемент» АЖнинг P/B мультипликатор коэффициенти 2014 йилда 0,83 ни ташкил этса, 2018 йилда 0,47 ни ташкил этган. Мазкур коэффициентнинг бирдан кичик бўлиши «Қизилқумцемент» АЖнинг акциялари бозор баҳоси баланс қийматидан паст баҳода сотилаётганлигидан далолат беради. Бу эса, ўз навбатида, ушбу акциядорлик жамиятини акциялари бозорда паст баҳоланиши кўрсатади. Ушбу ҳолатда инвесторлар паст баҳоланган акцияларни сотиб олишга ҳаракат қилади. Сабаби, мазкур акциядорлик жамиятини акциялари бугунги кунда бозор баҳоси 1500 сўм бўлса, кележақда 3100 гача кўтарилиши кўтилмоқда. «Қўқон механика заводи» АЖнинг P/B мультипликатор коэффициенти 2014 йилда 0,53 ни ташкил этса, 2018 йилда 0,59 ни ташкил этган. Бу ҳам ўз навбатида, мазкур акциядорлик жамиятларини акциялари бозор баҳоси паст қийматда баҳоланмоқда. Бундан кўриниб турибдики, акцияларнинг баланс қийматини юқорилиги кележақда ушбу акциядорлик жамиятларини акциялари бозор баҳоси юқори бўлиши кўтилмоқда.

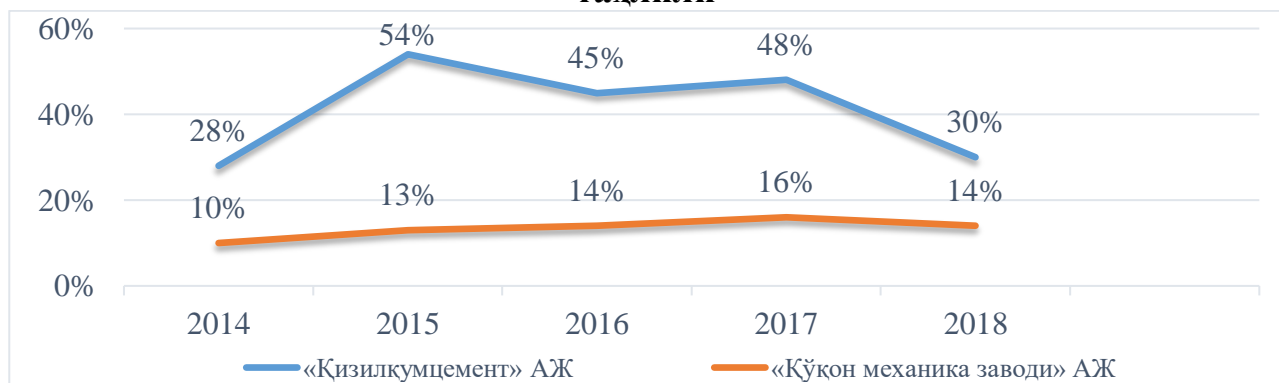
Мамлакатимизда кўпчилик инвесторлар акциядорлик жамиятларини дивиденд тўлаш қопилиятига кўпроқ қизиқадилар. Чунки, бозордаги олди-сотдидан даромад олиш камроқ бўлгани учун дивидент фоизига қизиқадилар. Хусусан, акциядорлик жамиятини дивидент тўлаш коэффициенти фойдалиш орқали акциядорлик жамиятини капитали кележақда қанчага

⁵«Қизилқумцемент» ва «Қўқон механика заводи» АЖларининг расмий веб сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

ўсишини аниқлаш имконияти беради. «Қизилқумцемент» ва «Қўқон механика заводи» АЖларининг дивиденд тўлаш коэффиценти таҳлили қуйидаги жадвалда ўз аксини топган (1-расм).

1-расм

Акциядорлик жамиятларини дивиденд тўлаш коэффиценти таҳлили⁶



1-расмдаги маълумотлардан кўриниб турибдики, «Қизилқумцемент» АЖ 2014 йилда жами тўланадиган дивидендлар миқдори соф фойданинг 23 фоизни ажаралилган бўлса, 2018 йилда соф фойдани 30 фоизи дивиденд тўлашга ажратилганлиги кўришимиз мумкин. «Қўқон механика заводи» АЖнинг эса, 2014 йилда соф фойдани 10 фоизи дивиденд тўловига жарилган бўлса, 2018 йилда 14 фоизни ташкил этаганлиги кўришимиз мумкин. Бундан кўриниб турибдики, акциядорлик жамиятларининг соф фойдасидан ажаратиладиган дивиденд соф фойдани 50 фоизига ҳам ташкил этмайди. Дивиденд қоплаш коэффицентини юқори бўлиши акциядолик жамиятига инвестиция жозибadorликни ортишига олиб келади. Дивиденд қоплаш коэффицентини паст бўлиши акциядорлик жамиятини бизнес фаолиятини кенгайтириш учун реинвестицияни амалга оширганлигидан далолат беради. Дивиденд қоплаш коэффиценти юқори бўлиши акциядорлик жамиятлари иқтисодий ўсишига таъсир қилмайди. Масалан, Кока-Кола ва Дженерал Моторс компаниялари хар доим дивиденд қоплаш коэффиценти юқори бўлади, лекин уларнинг иқтисодий ўсишига таъсир қилмайди⁷. Дивиденд қоплаш коэффицентидан ташқари дунёалиётида дивиденд даромадлиги кўрсаткич ҳам мавжуд. Ушбу кўрсаткич таҳлили қуйидаги жадвалда кўрсатилаган (4-жадвал).

4-жадвал

Акциядорлик жамиятларини дивиденд даромадлиги кўрсаткичи таҳлили

№	Кўрсаткичлар	2014	2015	2016	2017	2018
«Қизилқумцемент» АЖ						
1	Битта акция тўғри келадиган	127	12	73	54	227

⁶«Қизилқумцемент» ва «Қўқон механика заводи» АЖларининг расмий веб сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган.

⁷ <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/finance/dividend-payout-ratio-formula/>

	дивидент (сўм)					
2	Битта акциянинг бозор баҳоси (сўм)	1567	1570	1555	1300	1500
3	Дивиденд даромадлиги (1/3)	8%	1%	5%	4%	15%
«Кўқон механика заводи» АЖ						
1	Битта акция тўғри келадиган дивидент (сўм)	485	582	600	600	129
2	Битта акциянинг бозор баҳоси (сўм)	909	909	909	1000	1150
3	Дивиденд даромадлиги (1/3)	53%	64%	66%	60%	11%

4-жадвал маълумотларидан кўришиб турибдики, «Қизилқумцемент» АЖнинг дивиденд даромадлиги кўрсаткичи жудаям паст ҳисобланади. 2014-2018 йилларда 8-15 фоиз оралиғида эканлигини кўришимиз мумкин. Айниқса, 2015 йилда эса, 1 фоизни ташкил этган. Бунинг асосий сабабларидан бири соф фойдани олинги йилга нисбатан паст бўлишидир. 2015 йилда дивиденд даромадлиги кўрсаткичи 15 фоизни ташкил этиши, ўша йили соф фойдаси юқори бўлганлиги билан изоҳлаш мумкин. «Кўқон механика заводи» АЖнинг дивиденд даромадлиги кўрсаткичи 2014 йилда 53 фоиз бўлса, 2018 йилга келиб 11 фоизни ташкил этган. Бунинг асосий сабабларидан бири, акциядорлик жамиятининг соф фойдаси кескин тушиб кетиши ҳамда соф фойдадан дивидент миқдори кам ажратилганлиги билан ифодалаш мумкин. Фикримизча, таҳлил қилинган акциядорлик жамиятларида соф фойдасининг диярли 30 фоизи дивидендларни тўлашга ажратилганлиги сабабли дивиденд даромадлиги паст даражада бўлишини таъминламоқда.

Хулоса ва таклифлар

Юқоридаги олиб борилган тадқиқот натижасида асосида акциядорлик жамиятлари капитали баҳолашда нисбий қиймат баҳолаш усулидан фойдаланишга хизмат қиладиган хулоса ва таклифлармиз қуйидагилардан иборат:

Биринчидан, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятлари капиталини баҳолашда ҳамда акциядорлик жамиятлари фаолиятини самарадорлиги баҳолаш мезонларида бозорнинг муҳим кўрсаткичларини инобатга олиш лозим. Шунингдек, акциядорлик жамиятларини фаолиятини самарадорлигини баҳолашда мультипликатор коэффиценти орқали баҳоланиши акциядорлик жамиятларни қимматли қоғозларининг бозор баҳосини ва баланс қийматини аниқлаш имконияти беради.

Иккинчидан, мамлакатимиздаги акциядорлик жамиятларидаги давлат улуши камайтириш натижаси бирламчи ва иккиламчи оммавий акцияларни жойлаштириш акциядорлик жамиятини акциялари бозор қийматини аниқлашда нисбий қиймат усулидан фойдаланиш лозим. Бу эса, ўз навбатида, акциядорлик жамиятларини капитал қиймати ҳамда уларини акцияларининг бозор баҳосини прогноз қилишни таъминлайди.

Учинчидан, акциядорлик жамиятларини соф фойдасига нисбатан ажаратиладиган дивидент миқдори меъёрини белгилаш лозим. Жумладан, акциядорлик жамиятларини соф фойдасини капитализация қилиш механизмига чек қўйиш лозим. Бу эса, ўз навбатида, акцияларга тўланадиган дивидент миқдорини ошишига ҳамда акциядорлик жамиятларини капитал қийматини аниқлашда чегирмавий дивиденд моделларидан фойдалниш имконини беради.

Тўртинчидан, акциядорлик жамиятларини фаолиятини баҳолаш мезонларининг 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 жамиятини капитали баҳолашда қимматли қоғозлар бозори муҳим самарадорлик кўрсаткичлар билан баҳолаш имконияти беради.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати:

1.Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 28.07.2015 йилдаги 207-сонли “Давлат улуши бўлган акциядорлик жамиятлари ва бошқа хўжалик юритувчи субъектлар фаолияти самарадорлигини баҳолаш мезонларини жорий этиш тўғрисида”ги қарори.

2. Damodaran, A. (2006). Investment Valuation. New York: McGrown-Hill pp-710

3. Williams, J.B. (1938). The Theory of Investment Value. North-Holland Pub. Co pp-613

4. Damodaran, A. (2012). Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset. Wiley; 3 edition, pp-992

5.Boatsman, J., and Bakin, E. 1981. Asset valuation with incomplete markets. The Accounting Review, Vol. 56, No. 1, pp.38–53.

6.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.

7.Penman, S. 1998. Combining Earnings and Book Value in Equity Valuation. Contemporary Accounting Research, Vol. 15, No. 3, pp.291-324

8.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

9.Kim, M., and Ritter, J. (1999). Valuing IPOs. Journal of Financial Economics, Vol 53, Issue 3, pp. 409-437

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.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

12.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.

13.S.Elmirzayev va boshqalar. Moliya bozori. Darslik. – Т.:“Iqtisod-moliya”, 2019. – 324 б.

14.В.Тoшмуродова, S.Elmirzayev, N.Турсунова. Moliyaviy menejment. Darslik. – Т.:“Iqtisod-moliya”, 2017. – 325 б.

15.Р.Карлибаева “Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари” Автореферат, Т,- 2007, бет.1-30