

ҚИИМАТЛИ ҚОҒОЗЛАРНИ БАҲОЛАШНИНГ НАЗАРИЙ АСОСЛАРИ ВА УНИНГ ЎЗИГА ҲОС ЖИҲАТЛАРИ

Хуррамов Эшмамат Худойбердивич

Термиз давлат университети “Иқтисодиёт”

кафедраси мустақил тадқиқотчиси

<https://doi.org/10.5281/zenodo.14864643>

Ўтган асрнинг 50-йилларига қадар халқаро фонд бозорларида маълум бўлган муайян рисклар тажрибали менежерлар томонидан сифатли баҳоланиб, рискларни баҳолашнинг умумлашган классификациясидан фойдаланилган бўлиб, улар консерватив, арзон, ўсаётган, даромадли ва спекулятивли, деб номланган. Замонавий портфель назарияси фонд бозори активларини, яъни қимматли қоғозларни баҳолаш ва чуқур таҳлил этишга асосланган бўлиб, таҳлиллар турли хил самарали моделлардан фойдаланилган ҳолда миқдор жиҳатдан ҳам амалга оширилади. Бунда асосий эътибор қимматли қоғозлар портфели таркибини аниқлашда портфел rischi ва даромадлилик нисбатларининг боғлиқлигига қаратилади.

Шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, қимматли қоғозлар портфелидаги риск ва кутилаётган даромад ўртасидаги боғлиқлик масалалари бир қатор хорижлик иқтисодчи олимлар томонидан муайян даражада ўрганилган. Жумладан, Гарри Марковиц¹ 1952 йилда “Молия журнали”да чоп этилган “Портфелни танлаш” (Portfolio Selection) мавзусидаги мақоласида қимматли қоғозлар портфелидаги риск ва кутилаётган даромад ўртасидаги боғлиқликни ўрганиб, портфелни шакллантириш тамойилларини изоҳлаб берди. Хусусан, Г.Марковиц ўз назариясида акцияларнинг кутилаётган даромади ва алоҳида акцияларга бўлган риск, шунингдек, уларнинг ўзаро алоқаси ҳамда портфелни шакллантириш масалаларини кўриб чиқади. Г.Марковиц назариясидан олдин эса, инвесторлар инвестициялар портфелини алоҳида тарзда фойда келтирувчи молиявий инстурмент сифатида кўришган, аммо улар бошидан инвестиция билан фойда келтирувчи акциялар ўртасида муносабатга эътибор қаратилмаган. Таъкидлаш жоизки, Г.Марковиц моделидаги эҳтимолга асосан, қимматли қоғозлар портфелини фақат диверсификация қилиш орқали портфел даромадини ошириш, riskли қимматли қоғозлардан қочиб, қимматли қоғозларнинг ўртача даромад келтирувчи ва уларнинг дисперсияси ҳисоблаб чиқилган. Натижада ушбу кашфиётдан сўнг, инвесторлар самарали портфеллининг ўртача дисперсиясига эътибор қаратишадиган бўлишди. Биринчидан, портфел даромадининг минимал дисперсияси ундан кутилаётган даромад даражасининг юқори эҳтимоллигини ифодалайди, иккинчидан, максимал кутилаётган даромад аниқ дисперсияни англатади, деган хулосага келган. Шунинг учун ҳам Г.Марковицнинг ёндашуви доим ўртача дисперсия модели (mean-variance model), деб номланиб, ушбу ёндашув инвесторлар учун самарали эканлиги эътироф этилган. Чунки, инвесторларнинг танлаган қимматли қоғозлари портфели riskсиз ва максимал фойда нуқтасининг самарали чегараси чизиғида тасвирланади. Назариясига кўра, оқилона портфелнинг самарали чегараси - бу аниқланган риск даражасида максимал кутилаётган даромадни аниқлаш имкониятини кўрсатиб беради. Ўз навбатида, Г.Марковиц портфелнинг самарали чегараси замонавий портфели назариясининг воситаси бўлиб, инвесторларнинг

¹ Harry Markowitz (1952). “Portfolio Selection” The Journal of Finance, Vol. 7, No. 1, pp. 77-91.

активларидаги риск даражасини ҳисобга олган ҳолда, ушбу активлар портфелидан кутилаётган даромаднинг максимал бўлишини таъкидлайди. Шу билан бирга, Г. Марковиц фикрига кўра, самарали чегарадаги ҳар бир нуқта учун мавжуд бўлган барча инвестициялар ичида битта портфел мавжуд бўлади. Ушбу портфел, кутилаётган риск ва даромаднинг мос келишини таъминлайди.

Ўзбекистонлик иқтисодчи олимлардан Ш.Ш.Шоҳазамий² докторлик диссертацияси ишида фонд бозоридаги молиявий ҳисоб-китоблар каби масалаларни ўрганган бўлсада, фонд бозори активларини баҳолаш моделларига бағишланган ҳисоб – китобларга алоҳида тўхталиб ўтмаган. Ш.Ш.Шоҳазамий қимматли қоғозларнинг таҳлилини такомиллаштириш учун активларни баҳолаш моделлари назариясидан фойдаланиш мақсадга мувофиқдир, деб таъкидлаган³. Қимматли қоғозлар ва фонд бозори борасида ўз тадқиқот ишларини олиб борган Л.И.Бутиков⁴ ҳам докторлик диссертацияси ишида Ўзбекистонда қимматли қоғозлар бозорининг шаклланиши ва фаолият кўрсатишидаги муаммоларини ҳал қилиш йўллари кўрсатиб берган. Н.Ғ.Каримов⁵ ўзининг докторлик диссертацияси ишида Ўзбекистон Республикаси қимматли қоғозлар бозорига тўхталиб, инвестицион фаолиятни қимматли қоғозлар бозори орқали молиялаштириш масалалари йўллари очиб берган. Жумладан, Н.Ғ.Каримов⁶ активларни баҳолаш назариясига тўхталиб, бугунги кунда амалиётда Г.Марковиц назариясидан кўра У.Шарп назариясидан кўпроқ фойдаланганлигини таъкидлайди. Бизнинг фикримизча Г.Марковиц назарияси билан У.Шарп назарияси ўртасида жиддий принципал тафовут йўқ. У.Шарп изланишларида Г.Марковиц назариясини янада ривожлантирган. Маҳаллий иқтисодчи олимлардан яна бири Х.Қурбонов⁷ ўзининг илмий изланишида молиявий активларни баҳолаш модели “компаниянинг капитали умумий қийматни белгилашда ва унинг доирасида амалга оширилган инвестиция лойиҳалари учун талаб қилинадиган даромад даражасини аниқлашда катта амалий аҳамиятга эга”, дейди. Бундан ташқари, У.Бурхонов ўзининг илмий ишларида Ўзбекистон шароитида активларни баҳолашда мамлакатнинг кредит модели ҳамда сегментация ва тузатиш киритилган САРМ (Capital asset pricing model) моделидан фойдаланиш лозимлигини айтиб ўтган.

² Ш.Ш. Шоҳазамий “Методологические основы и приоритеты стратегического развития рынка ценных бумаг в Узбекистане”. Автореферат ст. 1-42, Т; 2011г

³ Ш.Ш. Шоҳазамий “Молия бозори ва қимматли қоғозлар” дарслик Т., ТФИ. 2012, бет-178

⁴ Л.И.Бутиков “Проблемы формирования и функционирования рынка ценных бумаг в Узбекистане” Автореферат Т,-2008, ст.1-41,

⁵ Н.Ғ.Каримов “Иқтисодий интеграциялашув шароитида инвестицияларни молиялаштиришнинг бозор механизмларини жорий этиш муаммолари” Автореферат, Т,- 2007, бет.1-40

⁶ Н.Ғ. Каримов ва Р.Х. Хожиматов.: Инвестицияни ташкил этиш ва молиялаштириш: Дарслик. –Т.: ТДИУ, 2011, 771-787 бет

⁷ Х.Қурбонов “Корпоративные финансы” Тошкент “Иқтисод-Молия” 2007, с-40