

PhD, доцент Жавлонбек Қурбонов

Тошкент молия институти

КОРПОРАТИВ ТУЗИЛМАЛАРДА МОЛИВИЙ РИСКЛАРНИ БАҲОЛАШ МЕТОДЛАРИ

Аннотация: Мақолада корпоратив тузилмалаар учун молиявий рискларни баҳолашнинг аҳамиятли жиҳатлари ва рискларни баҳолаш методларининг ўзига хос хусусиятлари келтирилган, шунингдек, корпоратив тузилмаларнинг акциялари бўйича рисклар баҳоланган ва улар бўйича илмий хулосалар шакллантирилган.

Калит сўзлар: молиявий риск, инвестицион жозибadorлик, акция, Value at Risk, ўртача даромадлилик, стандарт четланиш, квантил.

METHODS OF ASSESSMENT OF FINANCIAL RISKS IN CORPORATE STRUCTURES

Abstract. The article presents the significant aspects of financial risk assessment for corporate structures and the specifics of risk assessment methods, and also assessed risks on shares of corporate structures and formulated scientific conclusions on them.

Key words: financial risk, investment attractiveness, stock, Value at Risk, average profitability, standard deviation, quantile.

Кириш

Ҳозирги кескин рақобат шароитида корхоналар учун инвестицион жозибadorлигини ошириш ёки мустаҳкамлаб бориш муҳим аҳамият касб этади. Чунки, корхоналарнинг инвестицион жозибadorлигига эга бўлиши уларга, бир томондан тез фурсатларда ва нисбатан арзонроқ бўлган молиявий ресурс жалб этиш, бошқа томондан инвесторлар иқтисодий фаровонлигини ошириш имкониятини яратади. Корхоналарнинг инвестицион жозибadorлиги оширишда қатор омиллар ўз таъсирини кўрсатади, яъни самарали бошқарув тизимининг жорий этилиши, самарали шартномавий муносабатларнинг мавжудлиги, юқори малакали кадрларнинг мавжудлиги, самарали инвестицион лойиҳаларига эга эканлиги, иқтисодий-географик жиҳатдан қулай жойда жойлашганлиги, ишлаб чиқариладиган маҳсулотлари истеъмолчиларининг ортиб бориши, молиявий-иқтисодий жиҳатдан хавфсизликни таъминланганлиги кабиларни келтиришимиз мумкин. Ушбу омилларнинг тўғри йўлга қўйилганлиги, корхоналарнинг келгусида ривожланишига ўз таъсирини кўрсатади, деб ўйлаймиз. Шундан келиб

чиққан ҳолда, улар таркибида, моливий хавфсизликни таъминлаш масаласига алоҳида эътибор қаратиш мақсадга мувофиқ.

Корпоратив тузилмаларда фаолиятининг асосий мақсадларидан бири бўлиб фойдани максималлаштириш экан, бу йўлда турли хавф хатарлар ҳам молиявий йўқотишлар юзага келиш эҳтимоллиги доимо юзага келади. Чунки, корпоратив молиянинг канцепцияларидан ҳам маълумки, риск қаршисига чиқмасдан туриб етарлича даромадлиликка эришиб бўлмайди. Бошқа сўз билан айтганда, даромадлилик бор жойда албатта турли даражадаги рисклар ҳам мавжуд бўлади. Шу сабабли корпоратив тузилмалар фаолиятида юзага келиши мумкин бўлган молиявий рискларни баҳолаш, риск даражасини пасайтириш, шунингдек риск натижасида юзага келиши мумкин бўлган молиявий йўқотишлар миқдорини камайтириш келгусида корпоратив тузилмалар инвестицион жозибадорлигини оширишга бевосита хизмат қилади. Шундан келиб чиққан ҳолда куйида корхоналар фаолиятида молиявий рискларни баҳолаш методлари ва уларни камайтириш хусусида алоҳида тўхталиб ўтамиз.

Мавзуга оид адабиётлар шарҳи

Корхоналарда молиявий менежемент тизимини самарали ташкил этиш йўллариغا доир илмий тадқиқотлар олиб борган О.Ҳамдамов риск менежментини самарали ташкил этиш, суғурта компанияларида рискларни бошқаришнинг ўзига хос хусусиятлари, риск менежменти бўйича халқаро тажрибалар, шунингдек, суғурта компанияларида рискларни баҳолашнинг статистик моделларига алоҳида эътибор қаратади [1].

Молиявий рискларни бошқариш доирасида илмий тадқиқотлар олиб бораётган Ш.З.Турсунходжаева реал сектор корхоналарида молиявий рискларни бошқариш, молиявий рискларни бошқариш методлари, молиявий рискларни аниқлаш усулари, молиявий рискларни камайтиришда рақамли технологиялардан фойдаланиш, шунингдек, “Гартнер сеҳрли квадрати” дан фойдаланиш истиқболлари тўғрисида ўз илмий хулосаларини келтиб ўтади [2].

Суверен фонд маблағларидан самарали фойдаланиш ва бу жараёнда молиявий хавфсизликни таъминлаш доирасида тадқиқотлар олиб бораётган И.Т.Жуманиёзов корхоналар молиявий хавфсизлигини таъминлаш, молиявий рискларни баҳолаш орқали моливий қарорлар қабул қилиш, шунингдек моливий рискларни баҳолаш механизмлари, молиявий рискларни баҳолашнинг эмпирик, вариация ва оптимал миқдорлари хусусида ўз илмий қарашларини келтириб ўтган [3].

Солиқ муносабатларини оптималлаштириш масалаларида тадқиқотлар олиб борган Б.Ташмурадова мамлакатимиз молия тизимида хавф солувчи солиқ рискларининг ўзига хос хусусиятлари, солиқ рискларини аниқлаш, солиқ рискларини пасайтириш усуллари, шунингдек, солиқ рискларини бошқариш масаларига алоҳида тўхталиб ўтган [4].

С.Э.Элмирзаев билан биргаликда олиб борилган тадқиқот ишларимизда давлат ва корпоратив миқёсда солиқ рисклари, хавф-хатарлар юзага келиш мумкин бўлган зоналар, солиқ рискларини пасайтириш учуллари хусусида илмий хулослар келтирилган [5].

Тадқиқот методологияси

Корпоратив тузилмаларда инвестицион жозибадорликни оширишда моливий рискларни баҳолашга доир мазкур тадқиқотни амалга оширишда илмий абстракция, таҳлил ва синтез, таққослаш, индукция ва дедукция ҳамда рискларни баҳолашнинг монте-карло ва Value at Risk (VAR) методларидан фойдаланилди.

Таҳлил ва натижалар

Корпоратив тузилмаларни молиявий бошқаришда рискларни аниқлаш, уларнинг таъсир доираларини баҳолаш, молиявий риск даражаларини пасайтириш муҳим ўрин эгаллайди. Баъзида молиявий рискларни пасайтириш имкони бўлмасда, аммо ўз вақтида уларнинг таъсирини баҳолаш муҳим ўрин эгаллайди. Чунки, молиявий рискларни қаерда, қачон ва қандай таъсир доирада намоён бўлишини олдиндан кўра олиш, молиявий йўқотишлардан сақланиб қолиш имкониятини бериши мумкин. Бунда молиявий рискларни аниқлашда хизмат қилувчи ахборот таъминот базалари муҳим роль ўйнайди.

Аниқ маълумотлардан фойдаланилган ҳолда келгусидаги юзага келиши мумкин бўлган молиявий хавф хатарларни ёки молиявий йўқотишларни маълум бир эҳтимоллик доирасида баҳолаш мумкин. Ҳозирги кунда қадар иқтисодчи олимлар томонидан корхоналарда молиявий рискларни баҳолаш бўйича қатор методлар ишлаб чиқилган бўлиб, ҳар бири ўзига хос хусусиятларга эга. Мазкур методларни шартли равишда иккита гуруҳга ажратишимиз мумкин:

1) Рискларни баҳолашнинг статистик методлари: даромадлиликнинг стандарт четланиши (σ); Value at Risk методи; CVaR методи.

2) Рискларни баҳолашнинг эксперт методлари: рейтинг методлари; баллик методлар; Дельфи методи.

Мазкур методларнинг барчаси бугунги кунда амалиётда корпоратив тузилмалар томонидан кенг фойдаланилади. Молиявий рискларни баҳоловчи менежерлар ўзлари учун қулай методларни танлаши ва молиявий рискларни баҳолашда фойдаланишлари мумкин. Бунда, фойдаланилган метод хусусиятидан келиб чиққан ҳолда молиявий қарорлар қабул қилиш муҳим аҳамиятга эга деб ҳисоблаймиз. Чунки бугунги кунда қўлланилаётган методлар асосида аниқланган молиявий риск даражалари турли қийматда чиқиши мумкин. Аммо, аксарият ҳолатларда ушбу қийматлар бир-бирига яқин бўлади. Статистик методлар таркибига кирувчи стандарт четланиши методи ҳам даромадлиликнинг ўзгариши орқали молиявий рискларни баҳолаш имконини беради. Аммо, ушбу метод тўлиқ ҳулоса чиқаришга ҳам молиявий қарор қабул қилишга 100%лик натижа бера олмайди. Чунки ушбу методнинг ҳам амал қилиши маълум бир даражадаги эҳтимоллик билан қабул қилинади. Стандарт четланиш методи молиявий рискларни баҳоланишнинг Value at Risk методи таркибида ҳам қўлланилади ва молиявий қарорлар қабул қилиш учун муҳим маълумотлар беришда хизмат қилади. Бу эса ўз навбатида Value at Risk методининг мазмун-моҳияти ва аҳамиятини янада оширишга ўз таъсирини кўрсатади.

Value at Risk методи бугунги кунда молиявий рискларни баҳоловчи кенг қўлланиладиган методлардан бири бўлиб, айрим адабиётларда ушбу метод Монте Карло методи деб ҳам келтирилади. Ушбу метод қимматли қоғозлар бозорида иштирок этувчи корпоратив тузилмалар ва инвесторлар томонидан кенг фойдаланилади. Ушбу метод қимматли қоғозларнинг маълум бир даврдаги бозор баҳоси ўзгаришларини инобатга олган ҳолда, келгуси даврда унинг қиймати кўпи билан қанча пастлаши мумкинлигига баҳо беради. Яъни, ушбу метод асосида бугун сотиб олмоқчи бўлган қимматли қоғознинг бозор баҳоси келгуси яқин кунларда кўпи билан қанча миқдорда пастлаши мумкинлигини аниқлаш мумкин.

Value at Risk методи асосида аниқланадиган риск даражаси ҳам бошқа методлар сингари хатоликлардан холи эмас. Ушбу хатоликларнинг кам бўлиши ва аниқланган риск даражасининг ҳақиқатга яқин бўлиши бевосита ахборот таъминот базасининг қанчалик аниқлиги ҳамда кўплиги жуда муҳим. Шу сабабли ҳам Value at Risk методи асосида қимматли қоғоз бозор қиймати бўйича молиявий риск даражасини аниқлаш учун камида бир йиллик ҳар кунги бозор қиймати тўғрисида маълумотлар бўлиши талаб этилади. Ёки, ҳафтанинг шанба ва якшанба кунлари қимматли қоғозлар бозори ишламаслиги инобатга олинмаса, камида 250 кунлик маълумотлар бўлиши мақсадга мувофиқ келади. Акс ҳолда, оз маълумотлар асосида аниқланган

молиявий риск даражаси ҳақиқатга яқин келмаслиги ва қабул қилинган молиявий қарорлар самара бермаслиги мумкин, деб ҳисоблаймиз.

Value at Risk методдан фойдаланилган АЖ “КВАРЦ”, АЖ “ЎЗРТХБ” ва АИТБ “Ипотекабанк” мисолида “Тошкент” РФБ да муомалада бўлган акциялар савдоси билан боғлиқ молиявий рискларни баҳолаш ҳамда уларнинг шу асосида инвестицион жозибadorлиги хусусида таҳлилий маълумотларимизни келтириб ўтамиз (1-жадвал).

1-жадвал

Корпоратив тузилмалар акциялари бозор қийматлари ўзгариши билан боғлиқ молиявий рисклар¹

Сана	АЖ “КВАРЦ”			АЖ “ЎЗРТХБ”			АИТБ “Ипотекабанк”		
	Бозор баҳоси	Кунлик ўзгариш	Кунлик даромад-лилик	Бозор баҳоси	Кунлик ўзгариш	Кунлик даромад-лилик	Бозор баҳоси	Кунлик ўзгариш	Кунлик даромад-лилик
05.01.2022	4 200,00	▲ 29		28 500	▲ 3 000		1,2	▼ 0,22	
31.01.2022	4 050,00	▼ 50	-1,22%	28 800	▲ 1 300	4,73%	1	▲ 0,01	1,01%
28.02.2022	3 950,00	▼ 161	-3,92%	26 400	▼ 1 051	-3,83%	0,98	▼ 0,02	-2,00%
31.03.2022	3 900,00	▼ 49	-1,24%	24 000	▼ 700	-2,83%	0,99	0	0,00%
29.04.2022	3 900,00	▲ 50	1,30%	25 000	0	0,00%	0,9	0	0,00%
31.05.2022	3 600,00	▼ 149	-3,97%	22 800	▼ 200	-0,87%	0,87	▼ 0,01	-1,14%
30.06.2022	3 290,00	▲ 109	3,43%	21 930	▲ 30	0,14%	0,81	0	0,00%
29.07.2022	3 149,99	▼ 50,01	-1,56%	22 200	▲ 3 199	16,84%	0,83	▲ 0,01	1,22%
31.08.2022	3 050,00	▼ 50	-1,61%	20 450	▲ 450	2,25%	0,8	▼ 0,03	-3,61%
30.09.2022	3 001,00	▲ 40,99	1,38%	18 999	▲ 1 509	8,63%	0,78	▼ 0,02	-2,50%
31.10.2022	3 099,00	▲ 4	0,13%	20 350	▲ 853	4,38%	0,79	▲ 0,01	1,28%
30.11.2022	3 400,00	▲ 100	3,03%	19 400	▼ 399	-2,02%	0,79	▲ 0,03	2,60%
30.12.2022	3 488,97	▲ 154,97	4,65%	20 800	▲ 398,99	1,96%	0,88	▲ 0,01	1,15%
31.01.2023	3 450,00	▲ 40	1,17%	23 299	▲ 898	4,01%	0,9	▲ 0,02	2,27%
28.02.2023	3 192,71	▲ 147,71	4,85%	22 010	▼ 490	-2,18%	0,9	0	0,00%
31.03.2023	2 950,00	▲ 199,5	7,25%	20 499	▲ 499	2,50%	0,87	▼ 0,02	-2,25%
28.04.2023	3 000,00	0,00	0,00%	21 950	▲ 600,01	2,81%	0,92	▲ 0,03	-2,13%
31.05.2023	2 800,00	0,00	0,00%	20 900	▲ 199	0,96%	0,9	▼ 0,08	-8,16%
2013 йил 31 май куни акция сотиб олган инвестор кейинги 1 кунлик ва 5 кунликда ушбу акция билан йўқотилиши мумкин бўлган максимал зарар қанча бўлиши мумкин. Бу бевосита компаниялар инвестицион жозибadorлигига таъсир кўрсатади.									
Келгуси яқин кунларда акция бозор қиймати тушиб кетишининг максимал қиймати	Ўртача даромадлилик		Стандарт четланиш	Ўртача даромадлилик		Стандарт четланиш	Ўртача даромадлилик		Стандарт четланиш
	-0,08%		±2,59%	-0,05%		±2,86%	0,01%		±4,30%
Квантил	q	1,0%	-0,0612	1,0%	-0,0670	1,0%	1,0%	-0,1000	
1 кунлик прогноз	2 628,78	6,12%		19 499,14	6,70%		0,81	10,00%	
5 кунлик прогноз	2 417,13	13,67%		17 767,59	14,99%		0,70	22,37%	

¹ Тошкент РФБ расмий сайти <https://uzse.uz/> маълумотларидан фойдаланилган ҳолда муаллиф томонидан тайёрланди

Юқоридаги 1-жадвал маълумотлари 2022 йил 5 январдан 2023 йил 31 майга қадар, яъни 350 банк иш кунида Тошкент РФБ да муомалада бўлган учта корпоратив тузилманинг акциялари бозор қийматлари асосида шакллантирилган. Ушбу жадвал маълумотлари юқорида таъкидлаб ўтганимиздек, 250 кундан ортиқ бўлган кунлар бўйича шакллантирилган маълумотлар бўлганлиги сабабли, бу бўйича шакллантириладиган хулосаларимиз ишончлилиқ даражаси юқори бўлиши мумкин, деб ўйлаймиз. Жадвал маълумотларига кўра, “Кварц” акциядорлик жамиятининг 05.01.2022 йилдаги қиймати 4200 сўмдан 2800 сўмгача пастлаганини кўришимиз мумкин. “ЎзРТХБ” акциядорлик жамиятининг акциялари эса ушбу даврда 28500 сўмдан 20900 сўмгача пастлаганини кўришимиз мумкин. АИТБ “Ипотекабанк” нинг акцияси эса ушбу давр оралиғида 1,2 сўмдан 0,9 сўмгача пастлаган. Ушбу уччала корпоратив тузилмаларда ҳам умумий ҳолатда акциялар бозор қиймати пастлаган бўлсада, дарвлар оралиғида бозор қийматларида ўсиш ва пасайишлар кузатилган. Ушбу компаниялар акцияларини 2023 йил 31 май куни сотиб олмоқчи бўлган инвесторлар яқин келажакда қанча йўқотиш қилиши мумкин эканлигини олдиндан аниқлаш муҳим аҳамиятга эга. Бунди, юқорида таъкидлаганимиздек Value at Risk методи асосида аниқлашга муваффақ бўлдиқ. Методга мувофиқ аввало, ўтган давр бўйича ҳар кунлик даромадлилик аниқланиб, ўрганилаётган давр бўйича кунлик ўртача даромадлилик аниқланади. Ушбу кўрсаткич АЖ “Кварц” ва АЖ “ЎзРТХБ” лар учун аниқланганда, мос равишда -0,08% ва -0,05% эканлиги аниқланди. Шу кўрсаткичнинг ўзи ҳам ушбу корпоратив тузилмалар акцияси бозор қиймати бўйича муаммо борлигини ўзида акс эттиради. АИТБ “Ипотекабанк” да эса ўртача даромадлилик кўрсаткича 0,01% бўлиши, қолган икки компаниянинг натижасига қараганда нисбатан ижобий ҳолда эканлигини таъкидлашимиз мумкин. Стандарт четланиш кўрсаткичи эса юқоридаги компаниялар учун мос равишда $\pm 2,59\%$, $\pm 2,86\%$ ва $\pm 4,30\%$ экналиги аниқанди. Стандарт четланиш методиди асосида хулоса ўртача даромадлилик асосидаги хулосадан фарқ қилади, яъни бунда мазкур корпоратив тузилмалар акциялари бўйича энг юқори риск АИТБ “Ипотекабанк” да эканлигини кўришимиз мумкин.

Value at Risk методиди квантил кўрсаткичи бўлиб, ушбу кўрсаткич ўртача даромадлилик ва стандарт четланиш кўрсаткичларида мавжуд хатоликларни инбатга олган ҳолда рискларни баҳолашга замин яратади. Яъни, квантил риск даражасини ўзида акс эттиради. Бошқа сўз билан айтганда, квантил – бу даромадлиликнинг ўртача миқдори кўрсаткичи ва даромадлиликнинг стандарт четланиш миқдори 99% эҳтимоллик билан тўғри ва 1% эҳтимоллик билан хатолик бўлиши мумкин, деб қабул қилинади.

Мазкур хатоликнинг ҳам рискларни баҳоланиши инобатга олиниши риск даражасининг ҳақиқатга яқин бўлишига ёрдам беради. Мазкур кўрсаткични Microsoft Excel дастури ёрдамида, жадвал ячейкасига $=НОРМОБР(1\%;\text{ўртача даромадлилик микдори};\text{стандарт четланиш микдори})$ ни киритиш орқали қулай ва тез аниқлаш мумкин. Квантил кўрчаткичи юқоридаги корпоратив тузилмалар қимматли қоғозлари баҳоланганда мос равишда $q = -0,0612, -0,0670, -0,1000$ эканлиги аниқланди. Бундан кўринадики, мазкур корпоратив тузилмалар орасида rischi юқориси АИТБ “Ипотекабанк” ва rischi пасти АЖ “Кварц” эканлигини таъкидлашимиз мумкин. Квантил маълумотларидан фойдаланган ҳолда қуйидаги формулалар асосида корпоратив тузилмаларнинг келгуси даврлардаги бозор баҳоларининг энг паст қийматини прогноз қилиш мумин.

$$P_{t+1} = P_t \times (q + 1)$$

$$P_{t+k} = P_t \times (q \times \sqrt{k} + 1)$$

Бу ерда, q – квантил, P_t – қимматли қоғознинг t даврдаги қиймати, яъни бизнинг мисолимизда 31.05.2023 йилдаги бозор қиймати;

P_{t+1} – қимматли қоғознинг $t+1$ даврдаги квантилни ҳисобга олган ҳолда қутилиши мумкин бўлган энг паст қиймат, яъни бизнинг мисолимизда 01.06.2023 йил учун прогноз қилинган энг паст қиймат;

P_{t+k} – қимматли қоғознинг $t+k$ даврдаги квантилни ҳисобга олган ҳолда қутилиши мумкин бўлган энг паст қиймат, яъни бизнинг мисолимизда $k=5$, 05.06.2023 йил учун прогноз қилинган энг паст қиймат;

Демак, юқоридаги жадвал маълумотларига кўра 31.05.2023 йилда инвестор АЖ “КВАРЦ” нинг акцияларини 2800 сўмдан харид қилса, 1 кундан кейин унинг бозор қиймати 2 628.78 сўм, 5 кунда эса 2417.13 сўмгача камайиши мумкин экан, яъни 1 кунлик учун риск 6,12%, 5 кунлик учун эса 13,67% эканлигини кўришимиз мумкин.

Хулоса

Умуман юқоридагилардан келиб чиққан ҳолда акциялар бозор қиймати бўйича молиявий рискларни баҳолашга доир қуйидаги хулосаларни алоҳида келтириб ўтиш мумкин:

- молиявий рискларни баҳолашда молиявий риск даражаси ҳақиқатга яқин бўлиши учун ишончли ва камида 250 кунлик маълумотлар базасини шакллантириш мақсадга мувофиқдир;
- молиявий рискларга ўз вақтида ва тўғри баҳо берилиши ҳамда шу асосида молиявий қарорлар қабул қилиниши корпоратив тузилмалар инвестицион жозибадорлини ортишига хизмат қилади;

- Value at Risk metodi boʻshqa statistik metodlarga qaraganda nisbatan ishonchli bʻolib, ushbu metodlardan mamlakatimizdagi korporativ tuzilmalar faoliyatida foydalaniish bir tomondan korporativ tuzilmalar rivojiga taʼsir kʻrsatsa, boʻshqa tomondan qimmatli qoʻzlar bozori rivojlaniishiga hamda investorlar iqtisodiy farovonligi ortishiga xizmat qiladi deb uylaymiz.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати:

1. Хамдамов О.Н. Риск менежментини ривжлантиришининг халқаро амалиёт тажрибалари. Молия илмий журнали. 2021 йил 4-сон, 96-бет.
2. Турсунходжаева Ш.З. Реал сектор корхоналарида молиявий рискларни бошқаришда рақамлаштирилган тизимлардан фойдаланиш истиқболлари. "Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar" ilmiy elektron jurnali. № 2, mart-aprel, 2021 yil
3. Jumaniyazov I.T. Korxonalarda moliyaviy qarorlar qabul qilish va risklarni baholash usullari. "Science and Education" Scientific Journal / ISSN 2181-0842 May 2022 / Volume 3 Issue 5.
4. Ташмурадова Б.Э. Солиқ рисклари ва уларни бошқариш хусусиятлари. "Халқаро молия ва ҳисоб" илмий журнали. №1, февраль, 2022 йил.
5. Қурбонов Ж.Ж., Элмирзаев С.Э. Давлат ва корпоратив молия муносабатларда солиқ хавфсизлигини таъминлаш масалалари. Молия илмий журнали 2014 йил 2-сон, 81-86 бетлар