

8-1-2020

ANALYSIS OF THE EFFECT OF INFLATION RISK ON REAL RETURN OF SECURITIES

O. Hamdamov PhD
Tashkent Financial Institute

Follow this and additional works at: <https://uzjournals.edu.uz/interfinance>

Recommended Citation

Hamdamov, O. PhD (2020) "ANALYSIS OF THE EFFECT OF INFLATION RISK ON REAL RETURN OF SECURITIES," *International Finance and Accounting*: Vol. 2020 : Iss. 4 , Article 21.
Available at: <https://uzjournals.edu.uz/interfinance/vol2020/iss4/21>

This Article is brought to you for free and open access by 2030 Uzbekistan Research Online. It has been accepted for inclusion in International Finance and Accounting by an authorized editor of 2030 Uzbekistan Research Online. For more information, please contact sh.erkinov@edu.uz.

PhD O.N.Хамдамов
Тошкент молия институту

ИНФЛЯЦИОН РИСКНИНГ ҚИММАТЛИ ҚОҒОЗЛАР РЕАЛ ДАРОМАДЛИГИГА ТАЪСИРИ ТАҲЛИЛИ

Мазкур мақолада акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент механизмини самарали таъкил этишда инфляцион рискларни баҳолаш амалиётини жорий этишнинг долзарблиги асосланган. Қимматли қоғозлар реал даромадлигини аниқлашда инфляцион риск даражасини миқдорий баҳолашнинг математик тартиби аниқ мисоллар орқали тушунтирилган. Бундан ташқари акциядорлик жамиятларида инфляцион рискларни баҳолаш амалиётини такомиллаштиришга доир таклифлар ишлаб чиқилган.

Таянч сўз ва иборалар: инфляция, қимматли қоғозлар, реал даромадлилик, молиявий менежмент, инфляция рисқи, дивиденд.

АНАЛИЗ ВЛИЯНИЯ ИНФЛЯЦИОННОГО РИСКА НА РЕАЛЬНУЮ ДОХОДНОСТЬ ЦЕННЫХ БУМАГ

В данной статье обоснована актуальность практического применения оценки инфляционного риска для эффективной организации механизма финансового менеджмента в акционерных обществах. Приведен математический порядок количественной оценки уровня инфляционного риска для определения реальной доходности ценных бумаг. Помимо этого, разработаны предложения по совершенствованию практики оценки инфляционного риска в акционерных обществах.

Ключевые слова: инфляция, ценные бумаги, реальная доходность, финансовый менеджмент, инфляционный риск, дивиденд.

ANALYSIS OF THE EFFECT OF INFLATION RISK ON REAL RETURN OF SECURITIES

This article is based on the relevance of the implementation of inflation risk assessment practices in the effective organization of financial management mechanisms in joint stock companies. The mathematical procedure for quantifying the level of inflation risk in determining the real return of securities is explained by real examples. In addition, proposals have been developed to improve the practice of inflation risk assessment in joint stock companies.

Keywords: inflation, securities, real return, financial management, inflation risk, dividend.

Кириш

Иқтисодиётда туб ислохотларни амалга оширишнинг жорий босқичида акциядорлик жамиятларида замонавий молиявий бошқарув механизмини такомиллаштиришга алоҳида эътибор қаратилмоқда. Бугунги кунда акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент механизмини ривожлантиришда халқаро замонавий стандартлардан фойдаланиш алоҳида аҳамиятга эга. 2017-2021 йилларда Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясида «корпоратив бошқарувнинг замонавий стандарт ва усулларини жорий этиш, корхоналарни стратегик бошқаришда акциядорларнинг ролини кучайтириш» масаласи алоҳида қайд этиб ўтилган [1]. Шунга мувофиқ, иқтисодиётнинг ривожланишида муҳим аҳамият касб этувчи акциядорлик жамиятлари фаолиятини молиявий менежмент механизми, функциялари ва

тамойилларини ҳисобга олган ҳолда янада ривожлантириш бўйича тадқиқотлар олиб бориш муҳим ҳисобланади.

Молиявий рискларни бошқариш молиявий менежмент механизмининг муҳим элементларидан бири бўлибгина қолмай, корхоналарнинг истикболда молиявий барқарорлигини таъминлаш, молиявий операцияларни амалга ошириш натижасида олинadиган молиявий натижанинг самарадорлик даражасини реал баҳолаш ҳамда инвестицион имкониятларни амалга ошириш жараёнларини прогноз қилиш имконини беради. Таъкидлаш лозимки, бугунги кунда инфляцияни пул маблағларини реал даромадлигига таъсирини баҳолашга доир тадқиқотлар олиб борилган бўлсада, айнан қимматли қоғозлар реал даромадлигига инфляцион рискларни таъсирига доир тадқиқотлар етарлича олиб борилмаган. Шунинг учун, молиявий рискларнинг асосий турларидан бири бўлган инфляцион рискларни молиявий ресурсларнинг вақтлар бўйича қийматига таъсирини баҳолаш, қимматли қоғозлар даромадлигига таъсирини таҳлил қилиш, молиявий фаолиятнинг бошқа соҳаларига таъсирини аниқлашга доир илмий ва амалий тадқиқотлар олиб бориш долзарб ҳисобланади.

Мавзуга оид адабиётлар шарҳи

Пул маблағларининг вақтлар бўйича қийматига инфляцион омилларни таъсири, уни миқдорий баҳолашнинг назарий ва амалий жиҳатларига доир тадқиқотлар америкалик машҳур олим Франк Найт (Frank H. Knight) томонидан амалга оширилган. Олим томонидан (1921) “Риск, ноаниқлик ва фойда” (“Risk, Uncertainty and Profit”) мавзусидаги докторлик диссертациясида ишлаб чиқилган асосий эконометрик ва назарий ёндашувлар 100 йилдан буён ўзининг илмий ва амалий аҳамиятини йўқотганича йўқ. Франк Найт томонидан яратилган риск ва даромадлилик даражаси ўртасидаги боғлиқлик концепцияси кейинчалик олимлар томонидан такомиллаштириб борилди. Концепциянинг моҳияти шундан иборатки, бизнестан олинadиган ҳар қандай даромад хажми ва бир вақтда юзага келадиган риск даражаси ўртасида тўғри пропорционаллик мавжуд бўлиб, яъни кутилаётган даромад хажми қанчалик кўп бўлса риск даражаси мос равишда шунчалик юқори бўлади ёки аксинча [2].

Ўз навбатида, инфляция инвестицион қарорларга таъсир кўрсатувчи муҳим омиллардан биридир. Хусусан, П.Шотман ва М.Швайцерларнинг таъкидлашича, инвесторларни энг кўп ўйлантирадиган масалалардан бири иқтисодиётда нархларни ўсиши ҳисобига, инвестицияларнинг реал даромадлигини камайиб боришидир [3]. Инфляцион рискларни фонд бозорига таъсирининг фундаментал таҳлиliga доир қатор илмий ишланмалар муаллифларининг фикрига кўра, иқтисодиётнинг ҳар бир соҳаси учун инфляциянинг бевосита ва билвосита оқибатлари мавжуд. Хусусан, улар валюта курсларига, инвестициялар миқдорига, ишсизлик даражасига, фоиз ставкаларига, шунингдек фонд бозори ҳолатига таъсир кўрсатиш шаклида намоён бўлиши мумкин. Бундан ташқари, тадқиқотлар шуни кўрсатадики, инфляция ва фонд бозори бир-бири билан чамбарчас боғлиқ ва инфляция даражаси фонд бозори ўзгарувчанлиги (волатиллиги) ва инвестицияларнинг

риск даражасига таъсир қилади. Бошқа томондан, қимматли қоғозлар бозори йирик ва кичик инвесторларга портфелни диверсификациялаш имкониятини яратиш билан бир қаторда инвестициялар ва жамғаришни рағбатлантиради [4]. Б.К.Ғойибназаров “Иқтисодий ўсиш” ва “иқтисодий ривожланиш” тушунчалари ўртасидаги фарқни изоҳлаш жараёнида, аҳолининг реал даромад миқдорини ҳисоблашда инфляция даражасини инобатга олиш лозим эканлигини таъкидлайди. Жорий йилдаги реал даромадни аниқлашда инфляциянинг расмий кўрсаткичидан фойдаланган ҳолда фоиз ставкалар асосида ҳисоблаш мумкин. Халқаро миқёсда мамлакатлар аҳолиси даромадлари ўзгаришини қиёслаш учун уларни муқим бир валюта бирлигига келтириш лозим. Кўпинча аҳоли даромадлари ёки ЯИМ ларни аҳоли жон бошига кўрсаткичлари АҚШ долларига келтирилади [5].

Таҳлил ва натижалар

Инфляцион рискларни молиявий ресурсларнинг баҳоси хусусан қимматли қоғозлар реал даромадлигига таъсирини дастлаб И.Фишер томонидан ишлаб чиқилган тенгламага мувофиқ аниқлаймиз. Фишер томонидан таклиф қилинган формулага мувофиқ дастлаб таҳлил қилинаётган йиллар мобайнида кузатилган инфляция даражаси бўйича маълумотлар умумлаштириб олинади. Нархлар даражаси ўзгаришини ифодаловчи асосий кўрсаткичларидан бири инфляция даражаси бўлиб, маълум бир давр учун индекс миқдорининг нисбий ўзгариши сифатида ҳисобланади. Агар таҳлил қилинаётган давр бошида инфляция даражаси ва инфляция ўсиши бўйича прогноз мавжуд бўлса, нархлар индексининг кутилаётган миқдори (фоизи)ни қуйидагича аниқлаш мумкин:

$$I_p(T) = I_p(0) * (1 + \pi_t) \quad (1)$$

бу ерда: $I_p(0)$ -хисобот даври бошида нарх индексининг миқдори, π_t – t -даврдagi инфляция даражаси.

Йиллик инфляция даражасини ҳисоблаш учун, мураккаб фоизларни аниқлашга ўхшаш формуладан фойдаланилади. Агар йилнинг исталган даврида нархлар ўсиш суратига эга бўлса, бундай ҳолатда инфляция таҳлил қилинаётган йил учун қуйидагича аниқланади:

$$\pi = (1 + \pi_{1/m})^m - 1 \quad (2)$$

бу ерда: $1/m$ - инфляция даражаси маълум бўлган йилдаги ойлар сони, π – нарх даражасининг ўсиш сурати (инфляция даражаси).

Юқорида таъкидлаганимиздек, инфляция қимматли қоғозлар билан боғлиқ молиявий операцияларнинг реал (ҳақиқий) даромадлигига таъсир қилиб, мазкур операцияларда реал даромадлилик дейилганда инвестиция суммаси реал харид қобилиятининг нисбий ўсиши тушунилади ҳамда қуйидагича ҳисобланади:

$$r_t = (R_t - \pi_r)(1 + \pi_r) \quad (3)$$

бу ерда: r_t –инвестициянинг реал даромадлиги, R_t –инвестициянинг номинал даромадлиги (олинган фоизли даромадлар), π_r –инвестицион давр мобайнида инфляция даражаси.

Мазкур тенглама реал даромадлилик, номинал даромад ставкасини инфляция даражасига мос равишда камайтириш йўли билан олиш мумкин эмаслигини кўрсатади. Шунинг учун инвестор сармойани бирон соҳага киритишдан аввал, олинши мумкин бўлган номинал ставкани жалб қилинган капитал баҳосидан келиб чиққан ҳолда белгилайди. Бундан ташқари, номинал ставканинг чегаравий миқдорини аниқлагандан сўнг, инфляциянинг прогноз кўрсаткичларидан келиб чиққан ҳолда реал даромадлилик фоиз миқдорини ҳисоблаши мумкин. Бундай ҳолатда агар $n=1$ йил бўлса, i реал даромадлиликни таъминловчи фоиз ставкани Фишер тенгласига мувофиқ қуйидагича аниқлаш мумкин:

$$i = r + \pi + r\pi \quad (4)$$

бу ерда: $\pi+r\pi$ инфляцион мукофот деб аталиб, иктисодиётда нархларни ўсиб кетиши натижасида инвестор кўрган зарарни қоплаш учун компенсация (тўлов) тушунилади.

Юқорида келтирилган формулалардан фойдаланган ҳолда мамлакатимизда фаолият юритаётган акциядорлик жамиятларининг қимматли қоғозлари бўйича олинган даромадларга инфляцион рискларни таъсирини таҳлил қиламиз. Таҳлил жараёнида дастлаб акциядорлик жамиятларнинг (2014-2019 йиллардаги) дивидендлар бўйича қарздорлик ва акцияларнинг фоиз ва сўмдаги даромадлилиги ҳамда таҳлил қилинаётган давр мобайнида мамлакатда кузатилган инфляция даражаси аниқлаб олинади (1-жадвал).

Кварц АЖ томонидан акциялар бўйича тўланган фоиз кўринишидаги дивидендларнинг алоҳида йиллардаги реал даромадлилиги Фишер тенгласига мувофиқ қуйидагича аниқланади.

$$r_{(Кц,2014 \text{ й})} = \frac{1 + 0,53}{1 + 0,061} - 1 = 44,2; \quad r_{(Кц,2015 \text{ й})} = \frac{1 + 0,34}{1 + 0,056} - 1 = 26,8; \quad r_{(Кц,2016 \text{ й})} = \frac{1 + 0,68}{1 + 0,057} - 1 = 58,9$$

$$r_{(Кц,2017 \text{ й})} = \frac{1 + 0,53}{1 + 0,144} - 1 = 33,7; \quad r_{(Кц,2018 \text{ й})} = \frac{1 + 0,571}{1 + 0,143} - 1 = 37,4; \quad r_{(Кц,2019 \text{ й})} = \frac{1 + 0,123}{1 + 0,152} - 1 = -2,51$$

Жиззах пластмасса заводи АЖ томонидан акциялар бўйича тўланган фоиз кўринишидаги дивидендларнинг алоҳида йиллардаги реал даромадлилиги Фишер тенгласига мувофиқ қуйидагича аниқланади.

$$r_{(Жпз,2014 \text{ й})} = \frac{1 + 0,148}{1 + 0,061} - 1 = 8,19; \quad r_{(Жпз,2015 \text{ й})} = \frac{1 + 0,361}{1 + 0,056} - 1 = 28,8; \quad r_{(Жпз,2016 \text{ й})} = \frac{1 + 0,968}{1 + 0,057} - 1 = 86,1$$

$$r_{(Жпз,2017 \text{ й})} = \frac{1 + 8,427}{1 + 0,144} - 1 = 724,0; \quad r_{(Жпз,2018 \text{ й})} = \frac{1 + 0,611}{1 + 0,143} - 1 = 40,9; \quad r_{(Жпз,2019 \text{ й})} = \frac{1 + 0,121}{1 + 0,152} - 1 = -2,69$$

Қўкон механика заводи АЖ томонидан акциялар бўйича тўланган фоиз кўринишидаги дивидендларнинг алоҳида йиллардаги реал даромадлилиги Фишер тенгласига мувофиқ қуйидагича аниқланади.

$$r_{(Қмз,2014 \text{ й})} = \frac{1 + 0,647}{1 + 0,061} - 1 = 55,2; \quad r_{(Қмз,2015 \text{ й})} = \frac{1 + 0,53}{1 + 0,056} - 1 = 44,8; \quad r_{(Қмз,2016 \text{ й})} = \frac{1 + 0,667}{1 + 0,057} - 1 = 57,7$$

$$r_{(Қмз,2017 \text{ й})} = \frac{1 + 0,667}{1 + 0,144} - 1 = 45,71; \quad r_{(Қмз,2018 \text{ й})} = \frac{1 + 0,143}{1 + 0,143} - 1 = 0; \quad r_{(Қмз,2019 \text{ й})} = \frac{1 + 0,143}{1 + 0,152} - 1 = -0,78$$

1-жадвал

Акциядорлик жамиятлари қимматли қоғоғлари даромадлиги ва инфляция даражаси тўғрисида маълумот¹

№	Кўрсаткичлар	2014 йил	2015 йил	2016 йил	2017 йил	2018 йил	2019 йил
1	Инфляция даражаси* фоизда	6,1	5,6	5,7	14,4	14,3	15,2
«Кварц» АЖ							
1	Дивидендлар бўйича қарздорлик (млн.сўмда)	2,1	4,9	10,5	17,9	18,8	39,7
2	Акциялар даромадлиги:						
3	- сўмда	534,4	597,4	1172,3	914,8	4000	210,5
4	- фоизда	53	34	68	53,3	57,14**	12,3
5	Инфляцион риск таъсири натижасида реал даромадлилик, %да	44,2	26,8	58,9	33,7	37,4	-2,51
«Жиззах пластмасса заводи» АЖ							
1	Дивидендлар бўйича қарздорлик (млн.сўмда)	39,4	101,4	42,6	76,1	1779,3	341,3
2	Акциялар даромадлиги:						
3	- сўмда	490,37	1107,44	2969,0	25830,0	1873	367,8
4	- фоизда	14,8	36,1	96,8	842,7	61,1	12,1
5	Инфляцион риск таъсири натижасида реал даромадлилик, %да	8,19	28,8	86,1	724	40,9	-2,69
«Кўқон механика заводи» АЖ							
1	Дивидендлар бўйича қарздорлик (млн.сўмда)	25,5	53,2	85,1	374,9	119,9	261,1
2	Акциялар даромадлиги:						
3	- сўмда	582	485	600	600	129	129
4	- фоизда	64,7	53	66,7	66,7	14,3	14,3
5	Инфляцион риск таъсири натижасида реал даромадлилик, %да	55,2	44,8	57,7	45,71	0	-0,78

* Давлат статистика қўмитасининг расмий веб сайти маълумотлари асосида олинган.

** «Кварц» АЖ нинг 2019 йилнинг 3 чорақлик ҳисоботлари олинган ҳамда ушбу йилдаги кўрсаткич бозор баҳосига нисбатан ҳисобланган.

Мазкур тадқиқот ишимизда объект сифатида танлаб олинган акциядорлик жамиятлари, Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги “Фонд биржасида акцияларни оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида”ги 268-сонли қарорига мувофиқ биринчилардан бўлиб, фонд бозорида IPO ва SPO операцияларини амалга ошириб келаётган корхоналар ҳисобланади. Шунинг учун, аҳоли ва корхоналарни бўш турган пул маблағларини жалб қилишда муваффақиятли фаолиятни бошлаган корхоналарнинг молиявий ҳолатини ҳар томонлама чуқур таҳлил қилиш ва тегишли хулосаларни шакллантириш мақсадга мувофиқ, деб ўйлаймиз.

¹ АЖ ларининг расмий веб сайти маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.

Кварц АЖ нинг 2014-2018 йиллар мобайнида акциялар бўйича даромадлиги ўртача 53% ни ташкил этган. Бироқ таҳлил қилинаётган давр мобайнида дивидендлар бўйича қарздорлик миқдори ўсиш тенденциясига эга бўлмоқда. Бу эса ўз навбатида инвесторларни акциялар сотиб олишга бўлган қизиқишини камайтириши мумкин. Бундан ташқари, 2019 йилга келиб 2017 йилда дастлабки ўтказилган IPO лар бўйича, инвесторларга дивидендлар тўлашнинг дастлабки муддатлариданок салбий молиявий ҳолатни кузатилиши яъни, акциялар даромадлигини деярли 40% га тушиб кетиши, корхона томонидан дастлабки Road Show жараёнларида юқори дивидендлар миқдори бўйича тақдим этилган режаларга шубҳа уйғотиши табиий. Бундан ташқари, 2019 йилдаги 15,2% лик инфляция даражаси, инвестор томонидан акциялар бўйича 12,3% лик даромадни, аслида -2,51% зарарга ўзгараётганлигини намоён қилмоқда. Худди шунингдек, «Жиззах пластмасса заводи» ва «Қўқон механика заводи» акциядорлик жамиятларининг аксарият молиявий ҳолатлари юқоридаги акциядорлик жамиятники сингари кузатилмоқда. Уларнинг ҳар иккисида ҳам сўнгги йилларда, дивидендлар бўйича қарздорлик миқдори ўсиш тенденциясига эга бўлмоқда. Таъкидлаш лозимки, «Жиззах пластмасса заводи» АЖ 2019 йилга келиб акциядорларга дивидендлар бўйича қарздорлик миқдорини 5 баробарга камайтиришга эришган. Бироқ, 2019 йилдаги инфляция даражаси ҳар иккала корхоналар акцияларининг реал даромадлигини 12% дан ортиқ эмас, мос равишда -2,69% ва -0,78% зарар билан чиқаётганлигини кўришимиз мумкин.

Албатта, юқоридаги ҳолатлар акциядорлик жамиятларини келгусида инвесторларни жалб қилиш, уларни корхонанинг истиқболда юқори молиявий барқарорликка эга бўлишига ишонтириш, хорижий ҳамкорлар олдида обрўсини сақлаб қолишда зарурий чораларни кўришни тақозо қилади.

Хулоса ва таклифлар

Бугунги кунда акциядорлик жамиятларида молиявий риск даражаси ва таъсирини баҳолашда эконометрик таҳлил натижаларига асосланиш керак. Чунки ҳар бир молиявий операциялар бўйича олинган молиявий натижанинг таркибида инфляцион риск мавжуд бўлиб, ушбу рисклар таъсири натижасида молиявий натижанинг реал ва номинал фоизлар ўртасидаги фарқларни аниқлаш ҳамда муқобил вариантларни таҳлил қилишда муҳим аҳамият касб этади.

«Кварц», «Жиззах пластмасса заводи» ва «Қўқон механика заводи» акциядорлик жамиятлари томонидан тўланган дивиденд кўринишида даромадларининг реал харид қобилиятига бевосита таъсир кўрсатган омил, инфляция даражаси ҳисобланади. Инфляция даражасини 2014-2016 йиллар мобайнида деярли бир хил суратда ўсиши, мос равишда олинган даромадларнинг реал харид қобилиятига кам таъсир қилган. Бироқ, 2017 йилдан бошлаб иқтисодиётда туб ислохотларнинг амалга оширилиши, макроиқтисодий кўрсаткичларни ҳисоблаш амалиётини тубдан ўзгартириш ва халқаро стандартларга мослаштириш, иқтисодиётда нархларни давлат

томонидан тартибга солиш амалиётини босқичма-босқич камайтириш ва бозор механизмини янада кенг жорий этиш кабилар бевосита инфляцияни реал даражасини ҳам аниқлаш тартибини қайта кўриб чиқишни тақозо этмоқда.

Таҳлил натижаларидан кўринадики, 2017-2019 йилларда инфляция даражаси ўтган йилларга нисбатан деярли 3 баробарга ошганлиги, бунинг натижасида эса инвестор томонидан киритилаётган сармоялар бўйича реал даромадлилик миқдорининг мос равишда камайиб бораётганлигини бу эса, инвестордан иқтисодийдаги муқобил вариантларни қайта кўриб чиқишни ва самарали қарор қабул қилиш имконияти янада ошишига хизмат қилади.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги ПФ-4947-сонли Фармони.
2. Найт Ф.Х. Риск, неопределенность и прибыль/Пер. с. англ. – М.: Дело, 2003 – 360 с.
3. Schotman, P. and Schweitzer, M. Horizon sensitivity of the inflation hedge of stocks, *Journal of Empirical Finance*, 2000, Vol 7, p. 301.
4. Geetha, C., Mohidin, R., Chandran, V.V., and Chong, V. The Relationship between Inflation and Stock Market: Evidence from Malaysia, United States and China, *International Journal of Economics and Management Sciences*, 2011 №1(2), p.2
5. Ғойибназаров Б.К. Ўзбекистонда макроиқтисодий барқарорликни таъминлаш – турмуш фаровонлигининг юксалишига хизмат қилади. *statistika.uz* 14.01.2018 й.