

КАПИТАЛЛАР ТАРКИБИНИ ОПТИМАЛЛАШТИРИШНИНГ КЛАССИК НАЗАРИЯЛАРИ ВА УЛАРДАН АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТЛАРИ ФАОЛИЯТИДА ФОЙДАЛАНИШ

**Карлибаева Рая Хожбабаевна -
Тошкент давлат иқтисодиёт университети,
“Корпоратив бошқарув” кафедраси профессори, и.ф.д.**

Аннотация. Ушбу мақолада акциядорлик жамиятларида капиталларнинг шаклланиши ва уларнинг ишлатилишининг назарий жиҳатлари кўриб ўтилган, капиталларни оптимал таркибини билан боғлиқ муаммолар ўрганилган. Миллий иқтисодиётда капиталлар бозорининг қай даражада ривожланганлигига қараб, молиялаштиришнинг комбинацион вариантларини танлай олиш имкониятлари, акциядорлик жамиятлари томонидан молиялаштиришнинг муқобил вариантларини танлаш, уларнинг активларга инвестициялаш самарадорлигини ифодаловчи активлар даражаси, ўз ва қарз капиталлари нисбатлари таҳлили амалга оширилган.

Калит сўзлар: акциядорлик жамияти, капитал, инвестиция, мажбурият, актив, бизнес, пассив, пул, рентабеллик, тўлов қобилияти, стратегия, кредит, солиқ, фойда.

Аннотация. В данной статье рассматриваются теоретические аспекты формирования капитала и их использования в акционерных обществах, исследуются проблемы, связанные с оптимальным составом капитала. В зависимости от уровня развития рынка капитала в национальной экономике, выбора вариантов комбинированного финансирования, выбора альтернативных вариантов финансирования акционерными обществами, уровня активов, соотношения собственного и заемного капитала, что отражает эффективность инвестирования в активы.

Ключевые слова: акционерный капитал, инвестиции, обязательства, активы, бизнес, обязательства, деньги, рентабельность, платежеспособность, стратегия, кредит, налог, прибыль.

Annotation. This article discusses the theoretical aspects of capital formation and their use in joint stock companies, explores the problems associated with the optimal composition of capital. Depending on the level of development of the capital market in the national economy, the choice of combined financing options, the choice of alternative financing options by joint-stock companies, the level of assets, the ratio of equity to borrowed capital, which reflects the effectiveness of investing in assets.

Keywords: equity, investments, liabilities, assets, business, liabilities, money, profitability, solvency, strategy, credit, tax, profit.

Ривожланган мамлакатларда шаклланган неоклассик молия назариясида акциядорлик жамиятлари капиталлари таркибини оптималлаштиришга оид анъанавий концепция мавжуд.

Россиялик иқтисодчилар О.А.Кузнецова ва В.Н. Лившиц таъкидлайдиларки, ушбу ёндашувга мувофиқ маълум бир стационар шароитда акциядорлик жамияти қийматини максималлаштириш имкониятига эга бўлувчи баъзи оптимал капиталлар таркибига эга бўлади[3].

Анъанавий ёндашув тарафдорлари тасдиқлайдиларки, бирмунча сезиларсиз бўлган қарз маблағлари акциянинг даромадига жиддий таъсир этмайди. Акцияларнинг даромадлиги, яъни хусусий капиталнинг рентабеллиги қарз маблағлари қийматидан сезиларли фарқ қилмайди.

Ушбу назариянинг ўзига хос хусусияти шундан иборатки, фирма капиталининг ўртача қиймати унинг таркибига сезиларлича боғлиқдир. Капиталлар таркибининг ҳар қайси элементи ҳисобига унинг оптималлаштириш имкониятлари мавжуд бўлиб,

қарз капитали қийматини минималлаштириш ва унинг хусусий капитал қийматидан паст даражасини таъминлаш оптималлаштиришнинг бош мезон сифатида қаралади.

Фикримизча, анъанавий назарияда хусусий ва қарз капиталидан фойдаланиш билан боғлиқ шарт-шароитлар, хатарлар қуйидаги ҳолатлар билан изоҳланади:

– қарз капиталининг барча шаклларида қайд этилган фоизлар, маълум қайтариш муддатларидаги пул оқимларининг аниқ миқдори мавжуд. Хусусий капитал бўйича кутиладиган даромад меъёри стохастик таъсирга эга ва келгуси даврдаги хўжалик фаолияти натижасида олинадиган молиявий натижалар асосида молиявий ноаниқлик шароитларида шакллантирилади;

– қарз капиталини жалб қилишда унинг таъминотини шакллантириш зарурлиги;

– акциядорларнинг қолдиқ принципи бўйича даромад олиш имкониятига нисбатан кредиторларнинг қарз маблағларини биринчи даражада қайтариб олиш ҳуқуқи мавжудлиги.

Капиталлар таркибида қарз капиталларнинг салмоғи ортиб бориши молиявий дастак самараси ҳисобига хусусий капитал қийматига ижобий таъсир этади. Лекин, ликвидлилик билан боғлиқ хатар ҳам ортиб боришининг кузатилиши қайд этиб ўтилади.

Анъанавий назарияга мувофиқ қарз капиталининг хусусий капиталга нисбатан паст даражадаги қиймати шундай ҳулоса қилишга олиб келиши мумкинки, капиталнинг ўртача қийматини пасайиши қарз капитали-

нинг салмоғи ортиши билан таъминланиб, улар томонидан капиталларнинг оптимал таркибини шакллантириш бўйича илмий тавсиялар тизимининг асосини ташкил этади.

Фикримизча, ушбу назариянинг афзаллик жиҳати шундан иборатки, унда капиталнинг молиявий таркиби, капитал қиймати ва акциядорлик жамиятларининг бозор қиймати ўртасидаги ўзаро алоқалар мавжудлиги билан изоҳланади.

$$V = \frac{\bar{X}}{\left(\frac{D}{D+E}\right) * r_d + \left(\frac{E}{D+E}\right) * r_e} = \frac{\bar{X}}{WACC} \quad (1)$$

Демак юқоридагилардан кўриниб турибдики, фирманинг бозор қийматини оширишга (V) капиталларнинг ўртача тортилган қийматини ($WACC$) минималлаштириш орқали эришиш мумкин.

Акциядорлик жамияти даромадининг математик кутилиши эса $\bar{X}$ вақт оралиғидаги $X(1), X(2), \dots, X(t)$ даромадларининг эҳтимолли миқдорига тенгдир. Капиталларнинг ўртача тортилган қиймати эса қарз капиталининг жами капиталдаги улушини $(D/(D+E))$ унинг қийматига (r_d) кўпайтмаси ва хусусий капитални жами капиталдаги улушини $(E/(D+E))$ унинг қийматига (r_e) кўпайтмаси йиғиндисидан иборат.

Фикримизча, анъанавий назарияда капиталлар таркибини оптималлаштириш қарз капитали салмоғининг оширилиши ҳисобига таъминланиб, оптималлаштиришнинг ягона омили сифатида қарз капитали ҳисобланиши эътироф этилади.

Бундай ҳулоса капиталлар қийматида молиявий рискларни ҳисобга олишга оид назарий постулат ва амалий усулларга нисбатан зид ҳисобланади. Чунки капиталлар таркибида қарз капиталининг юқори салмоғи капиталлар ўртача тортилган қийматини ортиши ҳисобига ликвидлилик ва тўлов қобилиятини йўқотиш билан боғлиқ молиявий рискларни ҳам ортишига сабаб бўлади. Қарз капиталидан фойдаланиш даражасини ошириш молиявий барқарорлик йўқолиши ва банкротлик хавфи юзага келишига сабаб бўлади.

Анъанавий назария тарафдорларининг илмий қарашлари интуитив тавсифга эга бўлиб, хусусий ва қарз капитали қийматига таъсир этувчи барча омиллар ҳисобга олинмаган. Замонавий шароитда қарз олиб иш-

лаш аксарият тадбиркорлик субъектлари учун иқтисодий ночорликни эмас балки тадбиркорликнинг бир тури ҳисобланса-да, қарз маблағларини жалб этиш имконияти иқтисодий рентабеллик чегараси билан белгиланади.

Замонавий капиталлар таркиби назариясининг асосини Модильяни-Миллер теоремаси ташкил қилиб, ушбу теорема молиявий менежментнинг фан сифатида шаклланишидаги фундаментал асосларини ташкил этади. Ушбу теорема методологияси биринчидан, мукамал фонд бозорлари ва капитал таркиби учун нейтрал солиқ тизимига асосланиб, ҳар қандай акциядорлик жамияти бозор қийматига унинг капиталлари таркиби таъсир этмаслиги эътироф этилади. Ушбу теорема идеал молиявий бозорлар ва нейтрал солиқ тизими сингари гипотетик шароитга асосланганлиги капиталлар таркибини оптималлаштириш соҳасидаги излашлар учун асос бўлиб ҳизмат қилади. Чунки хусусий капитал ёки қарз капиталини жалб қилиш билан боғлиқ трансакцион харажатлар, дифференциал солиқ режими ҳар қайси манбанинг қийматига турлича таъсир этади.

1958-1963 йилларда Франко Модильяни ва Мертон Миллер фирмаларнинг бозор қийматига молиялаштириш усуллари таъсирининг самарадорлигини тадқиқ қилганлар.

Уларнинг капиталлар таркибига оид илмий қарашлари бир неча қоидаларга асосланади. Буни кўриб чиқишга ҳаракат қиламиз. Модильяни-Миллернинг назариясида қатор қатъий талаблар мавжуд бўлиб, ушбу талаблар негизидаги шарт-шароитларга асосланган ҳолда ҳулоса шакллантирилган. Булар куйидагилардан иборат:

1. Барча инвесторлар бозорда бир хил хулқ-атворда бўлиб, нисбатан бир хил активлардан тенг даромад кутилади.

2. Модель мукамал капиталлар бозорига асосланиб, жисмоний ва юридик шахслар бир хил шароитда қарз олиш имкониятига эга. Ушбу қарз маблағларни жалб қилиш билан боғлиқ трансакцион харажатлар ҳам бир хил ҳисобланади.

3. Моделда фойдаланиладиган қарз маблағлар қиймати доимий ва рисксиз фоиз ставкадаги даромадлар билан таъминланади.

4. Моделда қамраб олинувчи барча фирмалар ноллик ўсиш даражасига эга, яъни йиллик даромад доимий ва вақт бўйича чексиздир. Барча даромадлар дивиденд шаклида тўланади.

5. Моделда қарз ва хусусий капитал қийматига нисбатан солиқ тизимининг таъсири нейтрал позицияда кўриб чиқилади.

Юқоридаги шартларда Модильяни-Миллер назариясида қуйидаги қоидалар илгари сурилади[8]:

Биринчи қоида: фирманинг қиймати уни молиялаштириш стратегиясига боғлиқ эмас.

Уни қуйидаги формула орқали ифода-лаш мумкин:

$$V_U = V_L \quad (2)$$

$$\text{Активлар даромадлиги} = r_A = \frac{\text{Кутиладиган операцион фойда}}{\text{Активларнинг ўртача қиймати}}. \quad (3)$$

Агар акциядолик жамияти фақат хусусий капитал ҳисобига активларни шакллантирган бўлса, унда активлар рентабеллиги хусусий капиталлар рентабеллигига тенг бўлади.

Демак, ушбу шартнинг бажарилиши идеал шарт-шароитни талаб қилади. Хусусан, ҳар қайси манба ҳисобига капиталларни шакллантиришнинг комбинацияли вариантыда капиталнинг қиймати ўзгармайди. Чунки бундай шароитда қарз капитали ва хусусий капитални жалб қилишда уларнинг қиймати бир хил ҳисобланади.

Ушбу модель капиталлар таркиби назариясининг кейинги ривожланишида ўзига хос равишда фундамент, “эталон” ролини ўйнаган. Лекин ушбу шарт-шароит реал ҳаётда таъминланмайди.

Иккинчи қоида: Капиталларни қарз маблағлари ҳисобига шакллантирувчи фирмада $(r_{E,L})$ акциялар бўйича кутилувчи даромад меъёри фақат хусусий капитал ҳисобига капиталларни шакллантирган фирма $(r_{E,U})$ акциялари бўйича кутилувчи даромад меъёри билан фирманинг жами қарзига хусусий капиталнинг нисбатини акциялар бўйича кутиладиган ва қарз кутиладиган даромад ўртасидаги фарқ кўпайтмасининг йиғиндисига тенг. Буни қуйидагича изоҳлашимиз мумкин:

Акциядорлик жамияти активлари рентабеллиги юқорида кўриб ўтганимиздек, операцион фойдани жами активларга нисбатига тенг.

Идеал капиталлар бозори шароитида эса қарз маблағлари ҳисобига капиталларни шакллантириш операцион фойда миқдори ва хусусий капитал рентабеллигига таъсир этмайди. Бунда қуйидаги тенглама шартлари бажарилади:

$$r_A = \left(\frac{D}{D+E} \times r_d \right) + \left(\frac{E}{D+E} \times r_{E,L} \right) = r_{E,U}. \quad (2.2.4)$$

Ушбу тенгламадан $r_{E,L}$ ни топсак, қуйидаги ифодани оламиз:

Йиллик қайд этилган даромад келти-

$$\begin{aligned} r_{E,L} &= (r_{E,U} - \frac{D}{D+E} \times r_d) \times \frac{D+E}{E} = \frac{r_{E,U} \times D}{E} - \frac{D}{E} \times r_d + r_{E,U} = \\ &= r_{E,U} + (r_{E,U} - r_d) \times \frac{D}{E} \end{aligned}$$

биз икки усулдан фойдаланамиз. Биринчиси, маълум даврларда C_1 кутилувчи пул оқимларини жорий қийматини аниқлаш учун дисконтлашда активлардан кутилувчи

рувчи активнинг жорий қийматини ҳисоблашда

даромад меъёрини оламиз. Буни қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$PV_a = \frac{C_n}{1+r} \quad (4)$$

Бунда фоиз меъёри сифатида айнан ушбу активларнинг иқтисодий рентабеллик даражаси олинади.

Бундан ташқари, инвестициялашнинг муқобил даромад меъёри ёки ишончли минимал рисксиз ставка r_f бўйича дисконтлаш мумкин.

Бу қуйидагича ифодаланади:

$$PV_a = \frac{C}{1 + r_f} \quad (5)$$

Активлар бўйича кутилувчи даромадлиликни ҳисоблашда Г.Марковиц портфел

$$\beta = \frac{\text{cov}(\tilde{r}, \tilde{r}_m)}{\sigma_m^2} = \frac{\text{cov}(\tilde{C}_1 / PV - 1, \tilde{r}_m)}{\sigma_m^2} \quad (8)$$

Актив даромадлигининг жорий қиймати (PV_a) ҳам истиқболли баҳолаш натижаси сифатида ноъмалум ўзгарувчан кўрсаткич ҳисобланади. Шунинг учун (9) формулани қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$\beta = \frac{\text{cov}(\tilde{C}_1, \tilde{r}_m)}{PV \times \sigma_m^2} \quad (9)$$

(9) формулани (7) формулага қўямиз ва дисперсиянинг ҳар бир бирлигига тўғри келувчи риск учун кутилувчи мукофот, яъни: $-(r_m - r_f) / \sigma_m^2$ тенглама λ коэффициент билан ифодаланса, қуйидаги формулага эга бўламиз:

$$V = E + D = E = \frac{V_1 - \lambda \times \text{cov}(\tilde{V}_1, \tilde{r}_m)}{1 + r_f} \quad (12)$$

Фараз қилайлик, фирма r_f рисксиз фоиз ставкада D миқдорда қарз олсин. Кейинги даврда ушбу қарз бўйича харажатлар $(1 + r_f) D$ миқдорда фирмага қўшимча молиявий юк бўлади. Хусусан, кейинги даврда

$$E = \frac{V_1 - (1 + r_f)D - \lambda \times \text{cov}[\tilde{V}_1 - (1 + r_f)D, \tilde{r}_m]}{1 + r_f} = \frac{V_1 - \lambda \times \text{cov}(\tilde{V}_1, \tilde{r}_m)}{1 + r_f} - D \quad (13)$$

Қарз маблағлари ҳисобига капиталларни шакллантирувчи фирманинг қийматини ҳисоблаш учун (13) формулада кўрсатилганидек, D қарз қийматини қўшамиз ва натижада қуйидаги формулани ҳосил қилиш мумкин:

$$V = \frac{V_1 - \lambda \times \text{cov}(\tilde{V}_1, \tilde{r}_m)}{1 + r_f} \quad (14)$$

назариясидан фойдаланиш мумкин. Бу қуйидагича ифодаланади:

$$r = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (6)$$

(6) ва (6) формулаларни бирлаштириб, қуйидаги ифодага эга бўламиз:

$$\frac{C_1}{PV_a} = 1 + r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (7)$$

Бунда, β (бета) коэффициент актив даромадлигининг ўртача бозор даромадлиги ковариацияси ҳисобланиб, бозор даромадлигининг дисперсияга нисбати орқали аниқланади:

$$\frac{C_1}{PV} = 1 + r_f + \frac{\lambda \times \text{cov}(\tilde{C}_1, \tilde{r}_m)}{PV} \quad (10)$$

(10) тенглама учун PV ни топсак қуйидаги формула ҳосил бўлади:

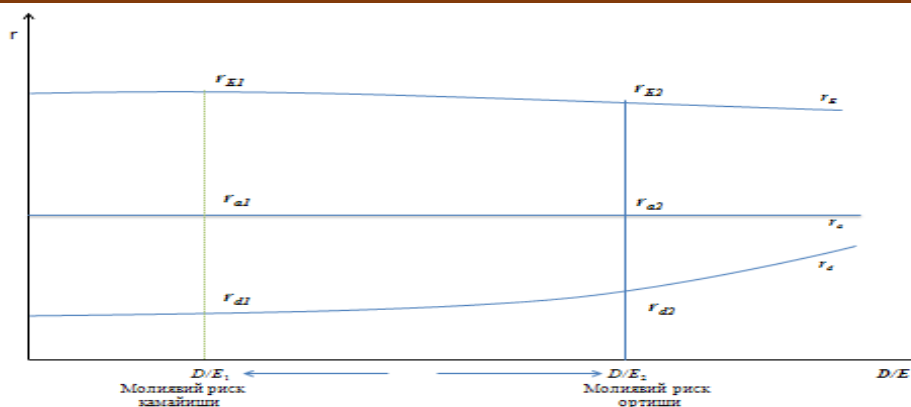
$$PV = \frac{C_1 - \lambda \times \text{cov}(\tilde{C}_1, \tilde{r}_m)}{1 + r_f} \quad (11)$$

Юқоридагиларга асосланган ҳолда хусусий капитал ҳисобига молиялаштирилувчи фирмани кўриб, фирманинг кутилувчи даромадлиги давр охирида V_1 га тенг бўлиб, давр бошидан барча операцион фойдани мужассамлаштиради. Модильяни-Миллер назариясига кўра (11) формуладан фойдаланиб, қуйидаги тенгламани шакллантириш мумкин:

фирма $V_1 - (1 + r_f) D$ миқдорда даромад олиши мумкин. Бунда қарз маблағлари ҳисобига капитални шакллантирувчи фирма капитали қийматини қуйидагича ифодалаш мумкин:

Демак, идеал капиталлар бозори шароитида капиталлар таркибини хусусий ва қарз маблағлар ҳисобига шакллантириш бир хил трансакция харажатлари мавжудлиги ҳамда солиқлар мавжуд бўлмаган шароитда унинг қийматига таъсир этмайди.

1-расмда хусусий капитал рентабеллигига (r_E) қарз капитали қиймати (r_D) ва капиталлар таркибининг (D/E) таъсири тасвирланган.



1-расм. Капитал таркибини унинг элементлари даромадлик меъёрига таъсири чизмаси

Манба: Расм муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Модильяни-Миллернинг 2-қоидасига қўра қарз маблағлари жалб этиш ҳисобига фаолият юритувчи акциядорлик жамияти учун капиталлар оптимал таркибининг бош мезони хусусий капитал ҳисобига молиялаштириш сиёсати шароитида талаб қилувчи даромадлилик ҳам ҳисобланади.

Капитал таркибининг D/E_1 нисбатига-ча хусусий капиталнинг r_{E1} рентабеллиги таъминланиб, бунда молиявий дастак самараси туфайли хусусий капиталнинг юқори даражаси таъминланади. Қарз капитали қиймати эса ўзгармас r_{d1} даражада қолади. Бундай шароитда r_a иқтисодий рентабеллик шароитида арзон жалб қилинган қарз капитали ҳисобига $r_{E1} > r_a$ таъминланмоқда. Бундан бошқача қилиб айтсак, самарали қарз маблағларини жалб қилиш ҳисобига активлар рентабеллигининг жорий ҳолатида (ROA) акциядорлик жамиятида юқори даражадаги хусусий капитал рентабеллиги (ROE) таъминланмоқда.

Фараз қиламиз, агар акциядорлик жамияти қўшимча молиявий эксплуатацион эҳтиёжга эга бўлсин. Ушбу эҳтиёж қарз маблағларини жалб қилиш ҳисобига молиялаштириш стратегияси танласин. Бундай шароитда хусусий капитал рентабеллиги икки омил, яъни биринчиси, капитал таркибига (D/E), шунингдек, қарз капитали қийматига боғлиқ бўлади.

Агар юқори даражадаги қарз капиталини ($D/E_1 - D/E_2$) юқори фоизлар ҳисобига амалга оширсан, қарз капитали қиймати (r_{d2}) ортиб боради. Бу, ўз навбатида, хусусий капиталлар рентабеллиги пасайишига ($r_{E1} > r_{E2}$) олиб келиб, параллел равишда қарз капитали амортизацияси ва унинг фоизлари билан боғлиқ молиявий мажбуриятлари қў-

пайиши ҳисобига операцион фойданинг етишмаслик эҳтимоли билан боғлиқ молиявий риск ортишига олиб келади. Шунингдек, Модильяни-Миллернинг 2-қоидасига мувофиқ хусусий капитал рентабеллиги пасайиши ва қарз капиталлари қиймати ортиши акциядорлик жамияти акциядорларидан унинг қарз мажбуриятлари эгаларига ишбилармон рискнинг бир қисmini трансформациялашувига олиб келмоқда.

Капитал таркиби ва унинг алоҳида элементлари қийматига таъсир этувчи омиллардан бири солиқ тизими ҳисобланади. Ўзбекистон Республикасида амалдаги солиқ тизимида қарзли молиялаштириш тизимида маълум имтиёзлар мавжуд. Хусусан, жалб қилинган қарз капитали бўйича фоизлар фойда солиғи бўйича солиққа тортилувчи базани аниқлашда чегириб ташланади. Шу билан бирга дивидендлар солиққа тортилади. Агар капиталнинг ҳар бир элементига солиқ омилининг таъсирини инобатга олсак, Модильяни-Миллернинг иккинчи қоидасини қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$r_{E, L} = r_{E, U} + (1 - T_c) \times (r_{E, U} - r_d) \times \frac{D}{E}. \quad (15)$$

Ўзбекистон Республикаси Солиқ кодексига[9] асосан қарз маблағлари бўйича фоиз тўловлари солиққа тортилувчи фойда ҳисобига амалга оширилади. Фойда солиғи базасини ҳисоблашда харажатлар сифатида олинган кредитлар бўйича фоизлар, кредит шартномасида назарда тутилган ставкалар доирасида муддати ўтган ва узайтирилган кредитлар бўйича фоизлар даромадлардан чегирилади. Инвестиция даврида капитал қўйилмалар таркибига кирувчи инвестициялар учун олинган кредит ва заёмлар бўйича

фоизлар, инвестиция даврида капитал қўйилмалар таркибига кирувчи инвестициялар учун олинган, лекин муддати ўтган кредит ва заёмлар бўйича фоизлар чегирилмаслиги белгилаб қўйилган.

Демак, юқоридагилардан кўриниб турибдики, жалб қилинган кредит ресурсларининг мақсадига қараб ҳам ўзига хос солиқ тартиби амал қилади. Бундан ташқари, Солиқ кодексининг 147-моддасида чегирилмайдиган харажатлар келтирилган бўлиб, унга кўра, кредит шартномасида муддатли

қарзлар учун назарда тутилган ставкалардан ортиқча тўлов муддати ўтган ҳамда узайтирилган кредитлар (заёмлар) бўйича фоизлар ҳам чегирилмайдиган харажатлар туркумига киритилади[10].

Юқоридагиларга мувофиқ Ўзбекистон Республикаси солиқ тизими амалиётига асосланган ҳолда акциядорлик жамиятларида капиталларнинг ўртача тортилган қийматини ҳисоблашда қуйидаги формуладан фойдаланиш мумкин бўлади:

$$WACC = r_d * (1 - k * T_c) \frac{D}{D + E} + r_e * \frac{E}{D + E}, \quad (16)$$

Бу ерда, k - кредит шартномасида муддатли қарзлар учун назарда тутилган ставкалардан ортиқча тўлов муддати ўтган ҳамда узайтирилган кредитлар (заёмлар) бўйича фоизлар ҳисобланиб, у шартли равишда қуйидаги ҳолатларда капиталларнинг ўртача тортилган қийматига таъсир этади.

$$k = \begin{cases} 1, & \text{агар } k_{e\%} \geq k_{\%} \\ [0, 1), & \text{агар } k_{e\%} \leq k_{\%} \end{cases} \quad (17)$$

бу ерда: $k_{e\%}$ - тўлов муддати ўтган ҳамда узайтирилган кредитлар (заёмлар) бўйича фоизлар, $k_{\%}$ - кредит шартномасида муддатли қарзлар учун назарда тутилган ставкалар.

$$P_n = (EBIT - r_d * D(1 - T_D)) * (1 - T_C), \quad (18)$$

бу ерда, **EBIT** – фоизлар ва солиқлар тўлангунга қадар даромаддир.

Агар акциядорлик жамияти қарз мажбуриятларига эга бўлмаса, бунда юқоридаги формулани қуйидагича ёзиш мумкин:

$$P_n = EBIT * (1 - T_C), \quad (19)$$

$$P_D = (EBIT - r_d * D(1 - T_D)) * (1 - T_C) * (1 - T_S) \quad (20)$$

бу ерда: $(1 - T_C)$ акциядорлик жамиятлари тўлайдиган фойда солиғи бўлса, $(1 - T_S)$ - акциядорлар дивидендлардан тўлайдиган солиқдир.

Акциядорлик жамиятида яратиладиган қўшилган қийматнинг тақсимланиши жараёнидаги пул оқимларидан давлат солиқлар ҳи-

Ҳозирги шароитда акциядорлик жамиятлари пасивлари таркибида муддати ўтган кредитлар мавжудлиги кузатилаётган бўлиб, ушбу кредитлар бўйича муддатидан ўтказиб юборилган ҳар бир кун учун амалдаги қонунчиликка мувофиқ 0,033% пеня тўланиши белгиланган. Ушбу пеняни йиллик йиғиндиси 12,045 %ни ташкил этади.

Маълумки, акциядорлик жамиятлари соф фойдаси ҳисобига акциядорлар дивиденд олиш имкониятига эга. Дивиденд шаклидаги даромадлар ҳам амалдаги қонунчиликка мувофиқ солиққа тортилади. Дивиденд тўлаш учун ҳосил қилинган тақсимланмаган фойдани қуйидагича ифодалаш мумкин:

Лекин ушбу формула ҳам акциядорларга тегадиган реал фойдани ифодаламайди. Акциядорлар олинган дивидендлардан солиқ тўлашини инобатга олиб, уларга тегишли эҳтимолли дивидендни қуйидаги формула орқали ифодалаш мумкин:

собига манфаатдор бўлса, фойданинг маълум қисми эвазига акциядор ва кредиторлар манфаатдор ҳисобланади. Акциядорлик жамиятида яратилган қийматни тақсимланиши билан боғлиқ пул оқимларини қуйидагича моделлаштириш мумкин:

$$CF_T = (EBIT - r_d * D) * (1 - T_C) * (1 - T_S) + r_D * D * (1 - T_D), \quad (21)$$

Ушбу моделни пул оқимларининг ҳар бир туркуми бўйича, яъни акциядорлар учун дивиденд манбаи бўлган тақсимланмаган фойда ва кредиторлар учун тўланган молия-

вий натижалар бўйича пул оқимларини туркумласак, қуйидаги ифодага эга бўлиш мумкин:

$$CF_T = EBIT * (1 - T_c) * (1 - T_s) + r_d * (1 - T_D) * D * \left[1 - \frac{(1 - T_c) * (1 - T_s)}{(1 - T_D)} \right]$$

Хусусий ва қарз мажбуриятларидан иборат капитал таркибига эга акциядорлик жамиятининг реал жорий қиймати мавжуд пул оқимларини дисконтлаш йўли билан аниқланади. Ушбу модель асосида дивидендлар, қарз воситаларидан олинувчи даромад-

лар ва фойдани солиққа тортиш тизимининг ўзига хос тартиблари шароитида унинг акциядорлик жамиятлари капиталлари қийматига таъсири бўйича қуйидаги хулосаларни тизимлаштириш мумкин:

$$V_L = \frac{EBIT * (1 - T_c) * (1 - T_s)}{r} + \frac{r_d * D * (1 - T_D)}{r_d * (1 - T_D)} \left[1 - \frac{(1 - T_c) * (1 - T_s)}{(1 - T_D)} \right] =$$

$$= V_U + D * \left[1 - \frac{(1 - T_c) * (1 - T_s)}{(1 - T_D)} \right]$$

1. Агар фойда, дивиденд ва қарз капиталларидан олинувчи даромадлар солиққа тортилса ($T_c=T_s=T_D=0$), капиталларни хусусий ва қарз воситалари ҳисобига шакллантириш сиёсатига солиқ тизимининг таъсири нейтрал бўлади: $V_U = V_L$.

2. Дивиденд ва қарз инструментлари учун солиқ имтиёзлари мавжудлиги ($T_s=T_D=0$) ва фақат фойдадан тўланувчи солиқлар мавжудлиги шароитида Модильяни-

Миллернинг модели асосида қуйидаги ифодани ҳосил қилиш мумкин: $V_L = V_U + T_c * D$.

3. Агар дивидендлар ва қарз маблағларидан олинадиган даромадлар учун бир хил солиқ юки амал қилса, яъни инвестор учун акция ёки қарз инструментлари бир хил манфаат келтирса ($T_s=T_D$) Модильяни-Миллер моделини қуйидагича ифодалаш мумкин: $V_L = V_U + T_c * D$.

Буни тенгламалар системаси орқали қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$\begin{cases} V_L = V_U, \text{ агар } T_c = T_s = T_D = 0 \\ V_L = V_U + T_c * D, \text{ агар } T_s = T_D = 0 \\ V_L = V_U + T_c * D, \text{ агар } T_s = T_D \end{cases} \quad (22)$$

Ўзбекистон Республикасида амалдаги солиқ қонунчилигига мувофиқ акциядорлик жамиятлари бир қатор солиқ ва йиғимларни тўлайди. Ушбу солиқ ва йиғимлардан акциядорлик жамиятларининг капиталлар таркибига таъсир этувчи солиқлар сифатида фойда солиғи, ободонлаштириш ва ижтимоий

инфратузилмани ривожлантириш солиғини тўлайдилар. Жисмоний шахслар дивиденд шаклидаги даромадларидан солиқ тўлайдилар. Кўриб ўтиладиган моделга биноан акциядорлик жамияти қўшимча қарз мажбуриятларини жалб қилса, жамият бозор қийматининг ўзгариши қуйидагича тенг бўлади:

$$\Delta V = D * \left(1 - \frac{(1 - \rho * 0,07) * (1 - 0,15)}{(1 - 0)} \right) \quad (23)$$

Чунки амалдаги солиқ қонунчилигига кўра облигациялар бўйича даромадлар солиқлардан озод қилинган ва кредит бўйича фоизлар фойда солиғи базасини аниқлашда харажат сифатида чегириб ташланади. ρ - акциядорлик жамиятлари учун солиқ ҳимоясининг тўғриланган коэффициенти ҳисобланади.

Акциядорлик жамиятлари молиявий-хўжалик фаолияти ёмонлашуви уларнинг мажбуриятларини қайтара олмаслик билан боғлиқ муаммоларни вужудга келтириши мумкин. Айниқса қарз мажбуриятларининг капиталлар таркибида ўсиб бориши акциядорлик жамиятлари учун иқтисодий ночорликнинг эҳтимолли ҳолатларини кўпайтиради. Иқтисодий ночорлик эса Ўзбекистон Рес-

публикаси “Банкротлик тўғрисида”ги қонунига мувофиқ — хўжалик суди томонидан эътироф этилган ёки қарздор ихтиёрий равишда тугатилаётганида унинг ўзи эълон қилган қарздорнинг пул мажбуриятлари бўйича кредиторлар талабларини тўла ҳажмда қондиришга қодир эмаслиги, шу жумладан, бюджет ва бюджетдан ташқари фондларга солиқлар, йиғимлар ва бошқа мажбурий тўловларни таъминлашга қодир эмаслиги[11] ҳисобланади.

Модильяни-Миллернинг капиталлар таркибига оид таклиф қилинган назариясида (1958 ва 1963 йилларда) компания қийматини аниқлашга таъсир этувчи барча омиллар инobatга олинмаган. Масалан, қарз капиталининг ўзига хос салбий хусусиятли жи-

ҳатларидан бири шуки, қарз капитали бўйича қарз амортизацияси ва у бўйича ҳисобланган фоизлар акциядорлик жамиятининг молиявий ҳўжалик фаолияти натижаларига бевосита боғлиқ эмас. Яъни ҳар қандай ҳолатда ҳам ушбу мажбуриятлар бажарилиши зарур. Ушбу ҳолат молиявий ночорлик рискинни кучайтириши мумкин. Шунинг учун ҳам акциядорлик жамиятлари учун заҳира жамғармасини шакллантириш зарур реквизит сифатида қабул қилинган.

А. Краус ва Р. Литценбергернинг стандартлар нисбатлар назариясида иқтисодий ночорлик рисқи шароитида қарз маблағлари ҳисобига молиялаштирилган акциядорлик жамиятлари қийматини ҳисоблаш қуйидагича баён этилади[12]:

$$V_L = V_U + T_C * D - VP_{bc}, \quad (24)$$

бу ерда VP_{bc} - банкротлик харажатлари қиймати.

Иқтисодий ночорлик ва бевосита банкротлик тадбирлари билан боғлиқ харажатларни икки асосий турга ажратиш мумкин:

– иқтисодий ночорлик билан боғлиқ тўғридан-тўғри харажатлари;

– иқтисодий ночорлик билан боғлиқ билвосита харажатлар.

Иқтисодий ночорлик билан боғлиқ тўғридан-тўғри харажатларга суд харажатлари ёки банкротлик тадбирлари билан бевосита боғлиқ харажатларни киритиш мумкин.

Иқтисодий ночорлик пировардидаги билвосита харажатларга акциядорлик жамияти акциялари бозор котировкасининг тушиши, унинг кредит рейтинги пасайишига боғлиқ. Жаҳон амалиётининг тасдиқлашича, иқтисодий ночорлик бирламчи даражада активларнинг таркиби ва уларнинг сифат кўрсаткичи билан бевосита боғлиқ бўлса-да акциядорлик жамияти молиялаштириш сиёсати ҳам сезиларли таъсир кўрсатади.

Иқтисодчилар М. Франк ва В. Гоял акциядорлик жамиятлари иқтисодий ночорлигининг улар қийматига таъсирида 2 асосий омил сифатида активлар таркиби ва молиявий ночорликни бошдан кечираётган компанияни ҳуқуқий тартибга солувчи қонунчиликни эътироф этиб ўтишади[13]. Ҳақиқатда ҳам санация ёки ликвидация тадбирларини амалга ошириш жараёнида активлар таркибидаги юқори ликвидли активлар тез ва қийматини юқори даражада йўқотмаган ҳолда сотилади.

Умумий кўринишда акциядорлик жамияти қийматига иқтисодий ночорликнинг таъсирини қуйидаги кўринишда ифодалаш мумкин:

$$V = V_0 * f(x, y), \quad (25)$$

V – молиявий ночорлик бошлангунга қадар акциядорлик жамияти қиймати;

V_0 – молиявий ночорлик таъсиридан кейинги акциядорлик жамиятининг қиймати;

$f(x, y)$ – активлар таркиби ва амалдаги қонунчилик сингари ўзгарувчилардан ташкил топувчи акциядорлик жамияти қийматига молиявий ночорликнинг таъсир этиш функцияси ҳисобланиб $[0; a]$ доирада тебраниши мумкин.

Ўзбекистон шароитида иқтисодий ночор акциядорлик жамиятлари активларининг ликвидлилиги паст ва шу билан бирга ушбу активларнинг реал бозор қийматини йўқотиш рисқи юқори даражададир. Шунингдек, активларни реал баҳолаш тизими билан боғлиқ муаммолар кесимида $f(x, y)$ функцияси ривожланган мамлакатлар даражасидан паст кўрсаткичга эга бўлиб, уни қуйидагича ифодалаш мумкин:

$$f_{\text{ўзб}}(x, y) \leq f(x, y) \quad (26)$$

$f_{\text{ўзб}}(x, y)$ ва $f(x, y)$ - Ўзбекистон Республикаси ва ривожланган мамлакатлар акциядорлик жамиятларига молиявий ночорлик таъсирининг мултиномили функцияси.

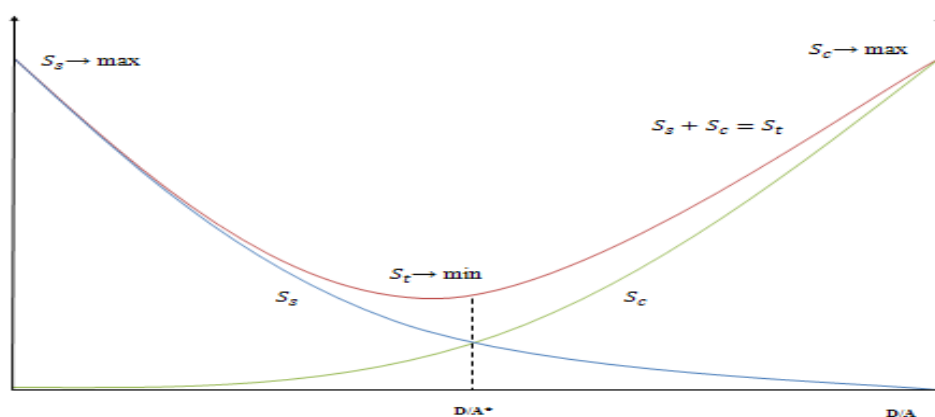
Қарзли ва ҳиссали молиявий воситаларнинг сифат тавсифларидан маълумки, акциядорлик жамиятлари кредиторлари одатда қайд этилган даромад оладилар. Акциядорларнинг даромадлари эса дивиденд шаклида бўлиб, жамиятнинг соф фойдасига боғлиқ. Демак, бундан кўринадики, акциядорлар маълум даражада акциядорлик жамияти учун юқори фойда келтирувчи рискли лойиҳаларни ҳам амалга оширишни кўзлайдилар. Фойдани ошириш стратегияси акциядорлар учун дивиденд шаклидаги даромадни кўпайтириш имониятини беради. Кредиторлар эса бундай стратегия натижасида вужудга келувчи рисклар ҳисобига ўз даромадларини эҳтимолли йўқотиш билан боғлиқ фаолиятни чеклашга ҳаракат қиладилар. Чунки фойдани максималлаштириш улар даромадлар кўпайишини таъминламайди.

Менежерларнинг асосланмаган рисклардан қочишини таъминлаш мақсадида кредиторлар акциядорлик жамиятларига чекловлар белгилайдилар. Бундай чеклов-

лар одатда кредит шартномасида белгила-
ниб, менежерларнинг рискли лойиҳаларни
амалга ошириш имкониятларини чегаралай-
ди. Шу билан бирга менежер ва акциядорлар
ўртасида ҳам зиддиятлар мавжуд бўлиб, ме-
нежерлар айниқса, акциядорлик жамиятида
ўз улуши жуда кам бўлган менежерлар ак-
циядорлик жамиятлари ёки унинг акциядор-
лари манфаатлари учун ҳаракат қилмайдилар.
Натижада акциядорлар томонидан ме-
нежерларнинг фаолиятини чегараловчи ай-
рим чекловлар қўйилиши мумкин. Бундай
ҳолатда менежерлар акциядорлик жамияти
фаолиятини ривожлантириш учун потен-
циал имкониятларидан фойдалана олмайди-
лар. Акциядорлик жамиятлари капиталлари
таркибида хусусий капиталнинг қарз маб-
лағларга нисбатан салмоғини пасайиши
акциядорларнинг таъсир кучини нисбатан
нейтраллашувига олиб келади.

Демак, юқоридагилардан кўриниб ту-
рибдики, акциядорлар, кредитор ва мене-
жерлар ўртасидаги зиддиятлар ҳам жамият-
нинг капиталлар таркибига таъсир кўрсата-
ди. Акциядорларнинг таъсир даражасини
нейтраллаштириш мақсадида қарзли молия-
лаштириш стратегиясини кучайтириш кре-
диторлар томонидан чекловларнинг кучайи-
шига олиб келади. Бу ерда акциядор ва кре-
диторларнинг акциядорлик жамияти фао-
лияти юзасидан чегаралаш имкониятлари
ўзаро нисбатан ассиметрик тавсифга эга. Бу-
ни қуйидаги расмдан кузатиш мумкин.

Албатта, акциядорлар, кредитор ва ме-
нежерлар ўртасидаги зиддиятларнинг ак-
циядорлик жамияти қийматига таъсири ўр-
тасида аниқ функционал боғлиқлик мавжуд
бўлмаса-да, юқорида кўрсатиб ўтилган асси-
метрик ўзгаришлар ўртасида корреляцион
боғлиқлик мавжуд.



2-расм. Акциядор ва кредиторларни чегаралаш билан боғлиқ харажатларнинг ўзаро боғлиқлиги

Манба: Расм муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Расмдан кўриниб турибдики, қарз маб-
лағларининг капиталлар таркибидаги улу-
ши D/A ҳисобланиб, ушбу расмда шартли ра-
вишда $0 \leq D/A \leq 1$ интервал олинган.
Акциядор ва кредиторларни чегаралаш би-
лан боғлиқ харажатлар D/A^* нуқтада тенг
бўлиб ($S_s = S_c$), жами харажатлар S_t минимал
даражага тушади.

Ушбу нуқта шартли равишда капитал-
лар таркибининг оптимал нуқтаси ҳисобла-
нади. $D/A \leq D/A^*$ бўлганда капиталлар тар-
кибида хусусий капитал салмоғи юқори бў-
либ ($S_s \geq S_c$), бунда акциядорларнинг жамият
фаолиятини бошқаришдаги таъсир кучи
юқори бўлади.

Акциядор ва кредиторларни чегаралаш
билан боғлиқ харажатларни инобатга олган

ҳолда Ф. Модильяни ва М.Миллер моделини
қуйидагича кўринишда ифодалаш мумкин:

$$V_L = V_U + T_c \cdot D - VP_{bc} - S_t \quad (27)$$

Демак, қарз маблағларини жалб қилиш
ҳисобига молиялаштириш стратегиясини
танлаган акциядорлик жамиятининг бозор
қийматига солиқлар, банкротлик риски ва
акциядор ҳамда кредиторлар ваколатларини
чегаралаш билан боғлиқ харажатлар каби
омиллар таъсир этади.

Ф.Модильяни ва М.Миллер томонидан
ишлаб чиқилган моделнинг Ўзбекистон Рес-
публикаси акциядорлик жамиятлари фао-
лияти реал иқтисодий шарт-шароитидаги
тўғрилланган модификациясини қуйидаги
модель орқали ифодалаш мумкин:

$$V_L = V_U + \sum_{i=1}^{i=k} W_i, \quad (28)$$

бу ерда,

V_L – хусусий ва қарз капиталларидан фойдаланиш ҳисобига капиталларни шакллантирувчи акциядорлик жамияти қиймати;

V_U – хусусий капитал ҳисобига капиталларни шакллантирувчи акциядорлик жамияти қиймати;

W_1 – солиқ ҳимоясининг жорий қиймати;

W_2 – молиявий ночорлик харажатларининг жорий қиймати;

W_3 – акциядор ва кредиторларни чеғаралаш билан боғлиқ харажатларнинг жорий қиймати;

Ўзбекистон Республикасида мавжуд корпоратив молиялаштириш тизими ўзига хос “Банк тизимига асосланган модел”дан “Молиявий бозорларга асосланган модел”га мувофиқ тараққий этиб бораётган шароитда аксарият акциядорлик жамиятлари капиталларини шакллантиришда анъанавий усуллар ҳамон устуворлик қилмоқда. Хусусан, банк кредитлари бозори орқали молиявий ресурсларни тақсимлаш қўлами устувор аҳамият касб этмоқда. Ҳозирги кунда амалдаги солиқ тизими ва банк кредитлари бўйича белгиланган фоиз ставкалари аксарият акциядорлик жамиятлари учун юқори даражадаги қарз оғирлигини юзага келтирмоқда.

Юқоридагиларга асосланган ҳолда хулоса қилиш жоизки, Модильяни-Миллер-

нинг капиталлар таркибига оид модели модификацияси акциядорлик жамиятининг капиталлар таркиби ўзгариши унинг қиймати-га таъсирини аниқлаш имкониятигагина эга.

Акциядорлик жамиятлари капиталлар таркиби ўзгаришини унинг бозор қийматига таъсирини аниқлашда эса қуйидаги моделдан фойдаланиш мумкин:

$$\Delta V = V(2) - V(1) + \sum_{i=1}^{i=k} W_i, \quad (28)$$

бу ерда,

ΔV – ташқи молиялаштириш манбаидан фойдаланиш шароитида акциядорлик жамияти қиймати ўзгариши (капиталлар таркиби ўзгариши);

W_i – тўғриловчи ўзгарувчилар;

k – моделда инобатга олинadиган тўғриловчи ўзгарувчилар сони;

$V(1)$ ва $V(2)$ – акциядорлик жамияти капиталлар таркиби ўзгаргунига қадар ва ўзгарганидан кейинги қиймати.

Акциядорлик жамияти капиталлар таркиби ўзгариши шароитида молиялаштиришнинг оптимал таркибини қуйидаги модель орқали ифодалаш мумкин:

$$\Delta V \xrightarrow{\Omega} \max$$

Ушбу модель молиялаштиришнинг бир неча комбинацион вариантыда фойдаланган ҳолда капиталлар таркибини оптимал пировард натижавий вектори акциядорлик жамияти бозор қийматини оширишга йўналтирилишини ифодалайди.

Манба ва адабиётлар рўйхати:

1. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. Т.1. – М.: Ось, 1977.
2. Мизес Л. Фон. Теория экономического цикла / пер. с англ. под ред. А.В. Куряева. – Челябинск: Социум, 2012.
3. Кузнецова О.А., Лившиц В.Н. Структура капитала. Анализ методов ее учета при оценке инвестиционных проектов. // Экономика и мат. методы. 1994, Т 31, Вып. 4.
4. Шумпетер Й.А. Теория экономического развития. – М.: Прогресс, 1982.
5. Кейнс Дж. М. Общая теория занятости, процента и денег / пер. с англ. проф. Н.Н. Любимова. – М.: Гелиос АРВ, 2012.
6. Бем-Баверк, Ойген Фон. Избранные труды о ценности, проценте и капитале. – М.: Эксмо, 2009.
7. Мине Г., Шнайдер Д. Метакапитализм и революция в электронном бизнесе: какими будут компании и рынки в XXI веке / Пер. с англ.-М.: Альпина Паблишер, 2001.
8. Mike Dempsey. The Modigliani and Miller Propositions: The History of a Failed Foundation for Corporate finance // A Journal of Accounting, Finance and Business Studies, №3, 2014, pp.279-295.
9. Ўзбекистон Республикаси Солиқ кодекси, 2016 йил, 20-боб, 145-модда.
10. Ўзбекистон Республикаси Солиқ кодекси, 2016 йил, 20-боб, 147-модда.
11. Ўзбекистон Республикасининг “Банкротлик тўғрисида”ги қонуни, 2-модда, Тошкент ш., 1998 йил, 28 август, 668-I-сон.
12. Gabriela B. Capital structure theories: a critical approach. Studia UBB, Oeconomica, volume 56, issue 2, 2011.
13. Frank, M. & Goyal, V. (2005). Trade-off and pecking order theories of debt. The Handbook of Empirical Corporate Finance, Elsevier Science, Chapter 12, pp.135-197.