

KOMPANIYALAR KAPITALDAN FOYDALANISH SAMARADORLIGIGA TA'SIR ETUVCHI OMILLAR

Usmonov Bunyod Aktam o'g'li

TDIU, mustaqil izlanuvchi, PhD

E-mail: b.usmonov@tsue.uz

Annotatsiya

Maqolada kapital samaradorligini baholash hamda unga ta'sir etuvchi omillar o'rganilgan bo'lib, unga mos tarzda kapital qiymatini baholashning zamonaviy usullarini joriy etish kabi masalalarga e'tibor qaratilgan. Shuningdek, kapital samaradorligi bo'yicha olingan natijalardan kelib chiqqan holda kompaniyaning moliyaviy holatiga mos ravishda taklif va tavsiyalar shakllantirilgan.

Kalit so'zlar: kapital, qarz kapitali, kapital qiymati, samaradorlik.

Abstract

The article examines the efficiency of capital utilization and the factors influencing it, focusing on modern methods of assessing capital value. Attention is also given to implementing these methods appropriately. Based on the results of capital efficiency analysis, recommendations and proposals have been developed in accordance with the company's financial condition.

Keywords: capital, debt capital, capital value, efficiency.

Аннотация

В статье изучены эффективность использования капитала и факторы, влияющие на нее, с акцентом на внедрение современных методов оценки стоимости капитала. Также на основе результатов анализа эффективности капитала разработаны предложения и рекомендации, соответствующие финансовому состоянию компании.

Ключевые слова: капитал, заемный капитал, стоимость капитала, эффективность.

KIRISH

Kompaniyalarda investitsiya oqimlarining o'sib borishi natijasida, xususan, kompaniyalarning kapital qiymatini baholashning zamonaviy usullarini joriy etish hamda kompaniyalarning kapitaliga ta'sir qiluvchi omillar hisoblangan xususiy va qarz kapitalining ta'sir darajasini aniqlash, shuningdek, moliyaviy aktivlarni baholash modeli va kapitalning o'rtacha tortilgan qiymatini aniqlash hamda kapitalning oqilona tarkibini belgilashga yangicha yondashuvni ishlab chiqish zarurligini ko'rsatmoqda.

ADABIYOTLAR SHARHI

Xorijlik iqtisodchi olimlardan Modilyan va Miller kapital tarkibi va qiymatini baholashni o'rganib, kapital tarkibini shakllantirish tamoyillarini izohlab bergan. Xususan, F. Modilyan va M. Millerning kapital tarkibini aniqlash va kapital qiymatini

baholash nazariyasida real iqtisodiyotga ta'sir qiluvchi omillar hisoblangan soliqlar, bankrotlik, nobarqaror kapital bozori, inflyatsiya kabi omillarni inobatga olmagan holda kapital qiymatini baholash va kapital tarkibini aniqlash nazariyasiga asos solingan [1]. F. Modilyan va M. Miller nazariyasiga ko'ra, kapitalning oqilona tarkibini aniqlashda xususiy kapital bilan qarz kapitali tarkibining bog'liqlik masalalari ko'rib chiqiladi.

Xorijlik iqtisodchi olimlardan biri G. Donaldson esa ilmiy izlanishida AQShdagi bir nechta kompaniyaning turli xil moliyaviy strategiyalarini amalga oshirishda kapital tarkibi nazariyasidan foydalanib, kompaniya kapitali tarkibiy tuzilishi mazkur kompaniyaning kapital iyerarxiyasiga bog'liq, degan xulosaga kelgan [2].

Fama va French ilmiy izlanishlarida esa, kompaniyaning kapital qiymatini baholashda moliyaviy qiyinchiliklar hamda kompaniya iyerarxiyasi kabi omillarni inobatga olgan holda, kapital qiymatini baholashda ushbu ikkala omilning ahamiyatli ekanligi ta'kidlangan [3].

Xorijlik iqtisodchi olimlardan Nikolay Goloveskiy va Anna Lebedeva o'z tadqiqotlarida qurilish korxonalarining kapital qiymatini baholashdagi muammolarni o'rganib, Gordon modeli [4] va fond bozorining multiplikatori P/E (Price/EPS – Aksiyalarni bozor bahosi / aksiyaga to'g'ri keluvchi foyda) koeffitsiyenti qiymati past bo'lishining asosiy sababi kompaniyaning qarz qiymatining pastligi ekanligini ko'rsatgan.

Ta'kidlash joizki, muqobil modellar xorijlik iqtisodchi olim Uilyam Sharp tomonidan yaratilgan moliyaviy aktivlarni baholash (CAPM) modeli nazariyasi farazlari asosida ishlab chiqilgan [5]. Xorijlik iqtisodchi olimlardan biri Jon Lintner ham moliyaviy aktivlarni baholash usuli ustida tadqiqotlar olib borib, Uilyam Sharp tomonidan yaratilgan nazariy asoslarga to'liq qo'shilgan [6].

Mahalliy iqtisodchi olimlardan biri X. Qurbonov o'z ilmiy izlanishida moliyaviy aktivlarni baholash modeli "kompaniyaning kapitalining umumiy qiymatini belgilash va uning doirasida amalga oshirilgan investitsiya loyihalari uchun talab qilinadigan daromad darajasini aniqlashda katta amaliy ahamiyatga ega" ekanligini qayd etgan [7]. Bundan tashqari, U. Burxonov o'z ilmiy ishlarida O'zbekiston sharoitida moliyaviy aktivlarni baholashda mamlakatning kredit modeli, shuningdek sementatsiya va tuzatish kiritilgan CAPM (Capital Asset Pricing Model) modelidan foydalanish lozimligini aytib o'tgan [8].

O'zbekiston iqtisodchi olimlaridan R. Karlibayeva [9] va B. Usmonov [10] o'z ilmiy izlanishlarida aksiyadorlik jamiyati kapitalining oqilona tarkibini aniqlashda quyidagi gipotezalarni inobatga olishni ta'kidlagan.

TAHLIL VA NATIJALAR

Maqolamizning navbatdagi qismida kapitaldan foydalanish samaradorligiga ta'sir etuvchi omillar va ularning dinamik o'zgarishini ekonometrik tahlil asosida o'rganamiz. Ekonometrik tahlilni amalga oshirish jarayonida, dastlab, biz tomondan eng kichik kvadratlar usuli (Ordinary Least Squares Method, OLS)dan foydalanilgan holda aksiyadorlik jamiyatlari bo'yicha moliyaviy ko'rsatkichlar tizimlashtirildi. Eng

kichik kvadratlar usuli ikkita parametrga ega bo'lib, bular geometrik va statistik parametrlar hisoblanadi. Har ikkala parametrlarning o'ziga xos jihatlari mavjud bo'lib, mazkur modellar orqali aksiyadorlik jamiyatlari bo'yicha natijalar olinishida tegishli ma'lumotlarning tasnifiy xususiyatlarini inobatga olish zarur.

Ta'kidlash lozimki, OLS ekonometrik tahlilida omillar soni ko'p bo'lishi talab etiladi. Shu sababli biz tomondan "Farg'ona Azot" AJning oxirgi 6 yillik moliyaviy natijalari umumlashtirilib, ularning har 6 oylik natijalari 1 davr deb tanlanib, umumiy ssenariy tahlil usuli tanlab olindi. Bunga asosiy sabab shundaki, bugungi kunda mazkur aksiyadorlik jamiyatining oxirgi 12 yillik ma'lumotlarini yagona korporativ portal yoki jamiyatning rasmiy veb-saytlaridan olish imkoniyati mavjud emas.

Dastavval kapitaldan foydalanish samaradorlik koeffitsiyentlari tahlilini ko'rib chiqamiz (1-jadval).

1-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlari kapitaldan foydalanish samaradorlik koeffitsiyentlari tahlili¹ (% , da)

№	Ko'rsatkichlar	2015y	2016y	2017y	2018y	2019y	2020y	2021y	2022y	2023y
"Farg'onaazot" aksiyadorlik jamiyati										
1	Aktivlar rentabelligi	0,024	0,024	0,049	0,444	9,988	17,666	19,054	21,034	18,67
2	Xususiy kapital rentabelligi	0,136	0,043	0,097	0,659	14,207	22,148	21,968	19,861	18,138
3	Sotuv rentabelligi	0,087	0,062	0,188	0,854	13,372	19,229	17,393	18,491	17,239
4	Moliyaviy leveraj koef. (D/E)	4,53	0,74	0,94	0,48	0,42	0,25	0,152	0,164	0,35
5	Kapitalning yetarlilik koef. (Equity ratio)	0,19	0,57	0,51	0,67	0,70	0,79	0,867	0,834	0,73
6	Kapitalizatsiya koeffitsiyenti	0,59	0,19	0,31	0,28	0,26	0,16	0,064	0,037	0,17
7	ROCE	0,002	0,001	0,042	0,012	0,123	0,226	0,269	0,257	0,227

Xususiy kapital rentabelligi koeffitsiyenti 2016-yilda 2015-yilga nisbatan pasayishi oqibatida 0,04 % ni tashkil etib, ushbu koeffitsiyent 2017-yilda ijobiy tomonga o'zgarib, 0,09 % yetganini ko'rishimiz mumkin. 2018-yilda esa biroz ijobiy natija qayd etilib, koeffitsiyent 0,6 % ga yetdi. Qolgan ikki yil – 2019–2020-yillar davomida mos ravishda 14,2 % va 22,1 % ni tashkil etib, bu 2018-yilga nisbatan qariyb 15 va 23 barobarga o'sganligini ko'rsatadi. Sotuv rentabelligi koeffitsiyenti 2016-yilda bu ko'rsatkich 0,02 % ga kamayib, 0,06 % ni tashkil etdi. 2017-yilda esa 0,04 % ga o'sib, 0,1 % ga yetgan. 2018-yilga kelib, ushbu ko'rsatkich 2017-yilga nisbatan 8 barobarga o'sib, 0,8 % ga yetgan. 2019-yilda bu koeffitsiyent 13,3 % ni tashkil etgan bo'lsa, 2020-yilda esa 19,2 % ga yetdi.

Moliyaviy leveraj koeffitsiyenti 2015-yilda 4,53 ga teng bo'lgan bu koeffitsiyent, 2016-yilda 6,1 barobarga keskin kamayib, 0,74 ni tashkil etdi. 2018-yilda 0,94 ga

¹ <https://openinfo.uz/ru/reports/jsc/annual-aksiyadorlik-jamiyatlarining-yillik-moliyaviy-hisobotlari-asosida-muallif-tomonidan-hisoblandi>.

yetgan bu ko'rsatkich, 2020-yilda qariyb 4 barobarga kamayib, 0,25 ni tashkil etdi. 2018–2019-yillarda esa bu koeffitsiyent mos ravishda 0,48 va 0,42 bo'lgani kuzatildi. Kapitalning nisbati (Equity ratio). Bu ko'rsatkich yillar davomida sezilarli oshib borgan. 2015-yilda 0,19 koeffitsiyentni tashkil etgan bo'lsa, 2020-yilda to'rt barobarga o'sib, 0,79 ga yetgan. 2016–2017-yillar davomida bu ko'rsatkichlar mos ravishda 0,57 va 0,51 ni tashkil etgan, 2018–2019-yillarga kelib esa 0,67 va 0,70 koeffitsiyentlarni tashkil etdi. Kapitalizatsiya koeffitsiyenti 2015-yilda 0,59 ni tashkil etgan bu ko'rsatkich, 2020-yilda 3,75 barobarga kamayib, 0,16 ni tashkil etdi. Ushbu koeffitsiyentning normal qiymati 1 ga teng bo'lib, undan yuqori bo'lishi aksiyadorlik jamiyatining qarz mablag'lariga qaramligini bildiradi va moliyaviy barqarorligini pasaytiradi.

Umumiy kapital rentabelligi (ROCE) koeffitsiyenti 2015-yilda 0,002 ni tashkil etgan bo'lsa, 2016-yilda 2 barobarga kamayib, keyingi yillar davomida oshib borgan. 2020-yilda ushbu ko'rsatkich 0,226 ga yetib, 2015-yilga nisbatan 100 barobarga oshgan.

Olingan natijalar metodologiyaning to'g'ri qo'llanganligini tasdiqlaydi va ular biron-bir aksiyadorlik jamiyati bo'yicha 12-yil yoki undan ortiq davrlar uchun optimal bo'lishi mumkin. Ekonometrik tahlilning navbatdagi bosqichida ma'lumotlarning statistik tasniflanishiga doir moliyaviy natijalar asosida quyidagi jadval shakllantiriladi (2-jadval).

2-jadval

Ma'lumotlarning statistik tasniflanishi¹

№	Ko'rsatkichlar	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
1	Uzoq muddatli aktivlar	12	474681,9	301893,2	166434	937295,2
2	Joriy aktivlar	12	566139,3	501413,2	76474,14	1525660
3	Jami aktivlar	12	1052162	757820,4	257622,2	2311146
4	Uzoq muddatli majburiyatlar	12	217251,2	191242,1	13681,28	547464,3
5	Joriy majburiyatlar	12	202280,4	265121,5	25178,5	802456,4
6	Jami majburiyatlar	12	419531,6	408945,5	76278,57	1189563
7	Xususiy kapital	12	632630,6	475208,6	154403,8	1321058
8	Soy foyda	12	53827,82	89563,85	35652,7	292598,8
9	Sof tushum	12	674257,2	367229,3	310788,1	1521600
10	Mahsulot sotishdan olingan yalpi foyda (zarar)	12	216091,9	157547,1	63516,4	604097,9
11	Daromad (foyda) solig'ini to'lagunga kadar foyda	12	93955,93	102723,7	8014,76	350478,9
12	Foizdan daromadlar	12	141,8369	391,6381	0	1361,111
13	Foizdan xarajatlar	12	10255,04	19848,36	605,548	72915,28
14	ROA	12	6,143675	7,143803	0,0243869	19,68879
15	ROE	12	8,183535	9,105424	0,042647	24,43933

¹ STATA 15 maxsus dasturiy ta'minoti orqali muallif tomonidan hisoblandi

2-jadvalda asosiy ko'rsatkichlar sifatida uzoq muddatli aktivlardan boshlab, foizlar ko'rinishidagi daromadlar va xarajatlar keltirilgan. Shuningdek, aksiyadorlik jamiyatlarining umumiy faoliyatiga doir qo'shimcha multiplikator koeffitsiyentlarni ham keltirish lozim. Ushbu ma'lumotlar STATA 15 maxsus dasturiy ta'minoti yordamida hisoblangan.

2-jadval ma'lumotlariga ko'ra, har bir moliyaviy natija bo'yicha kuzatuvlar soni 12 tani tashkil etadi. Har bir moliyaviy natija uchun o'rtacha miqdorlar, ularga mos ravishdagi standart chetlanishlar, minimal va maksimal chegaraviy miqdorlar aniqlangan. Shuningdek, (mean) ustunda har bir moliyaviy ko'rsatkichning tahlil qilinayotgan davrdagi o'rtacha miqdori keltirilgan. Navbatdagi ustunda aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan mos ravishdagi moliyaviy ko'rsatkichlarning kutilayotgan qiymatdan chetlanish koeffitsiyenti aniqlangan bo'lib, ushbu ko'rsatkichlar keyingi ekonometrik tahlil uchun asos bo'lib xizmat qiladi.

Umuman olganda, eng kichik kvadratlar usuli (OLS) bir yoki bir nechta mustaqil o'zgaruvchilar va bog'liq o'zgaruvchilar o'rtasidagi munosabatni baholaydigan statistik tahlil usuli hisoblanadi. Mazkur usul to'g'ri chiziqli sifatida tuzilgan bog'liq o'zgaruvchining kuzatilgan va prognoz qilingan qiymatlari o'rtasidagi farq kvadratlari yig'indisini minimallashtirish orqali munosabatni baholaydi.

XULOSA VA TAKLIFLAR

Aksiyadorlik jamiyatlarida kapitaldan samarali foydalanishning muhim shartlaridan biri loyihalarni moliyalashtirish va ularni prognoz qilish mexanizmini to'g'ri tashkil etish hisoblanadi. Ta'kidlash lozimki, bugungi kunda dissertatsiya obyekti sifatida tanlangan ikkita aksiyadorlik jamiyatining istiqbolli strategiyalarini tahlil qilganimizda, asosiy prognozlar va ularni amalga oshirishga doir ekonometrik tadqiqotlar yetarli darajada ishlab chiqilmagan.

Aksiyadorlik jamiyatlarida moliyaviy hisobotni xalqaro standartlarga o'tkazish bo'yicha amalga oshirilayotgan islohotlarning joriy bosqichida korporativ baholashning xalqaro standartlariga ham e'tibor qaratish zarur. Chunki xalqaro amaliyotda MHXS (Moliyaviy Hisobotning Xalqaro Standartlari) bilan birgalikda korporativ baholash amaliyoti ham uyg'un tarzda qo'llaniladi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. Modigliani F., Miller M. H. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. The American Economic Review, Vol. 48, No. 3, pp. 261–297.
2. Donaldson G. (1969). *Strategy for Financial Mobility*. Boston, Division of Research, Harvard Graduate School of Business Administration.
3. Fama E., French K. (2002). *Testing tradeoff and pecking order predictions about dividends and debt*. The Review of Financial Studies, Vol. 15, No. 1, pp. 1–33.
4. Gordon J. (1959). *Dividends, Earnings, and Stock Prices*. The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No. 2, pp. 99–105.

5. Sharpe, W. F. (1964). *Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk*. Journal of Finance, Vol. 19, No. 3, pp. 425–442.
6. Lintner, J. (1965). *The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*. The Review of Economics and Statistics, Vol. 47, No. 1, pp. 13–37.
7. X. Qurbonov. *Korporativnye finansy*. Toshkent: Iqtisod-Moliya, 2007, 40-bet.
8. U. Burkhanov & Kh. Khudaykulov (2013). *Investment valuation in emerging markets: opportunities & specific factors*. Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar ilmiy elektron jurnali, No. 7, pp. 1–9.
9. R. X. Karlibayeva. *Aksiyadorlik jamiyatlarida moliyaviy menejment tizimini samarali tashkil etish yo'llari*. Avtoreferat, Toshkent, 2018, 1–30-bet.
10. Bunyod Usmonov. (2023). *Analysis of equity and its efficiency in joint stock companies of Uzbekistan*. World Economics and Finance Bulletin, Vol. 20, pp. 167–171. Retrieved from <https://www.scholarexpress.net/index.php/wefb/article/view/2480>.