

KAPITAL TUZILMASINI OPTIMALLASHTIRISH NAZARIYALARI

Norqulov Mirsaid To'liqin o'g'li

Termiz davlat universiteti
o'qituvchisi i.f.f.d., PhD.

Annotatsiya

Mazkur tezisda kapital tuzilmasini optimallashtirishning asosiy nazariyalari ilmiy jihatdan tahlil qilindi. Tadqiqotda an'anaviy yondashuv, Modigliani-Miller teoremasi, kompromis nazariyasi, iyerarxik moliyalashtirish, agentlik xarajatlari, signal hamda bozor vaqti nazariyalarining mazmuni va metodologik xususiyatlari yoritildi. Kapital tuzilmasining korxona qiymati, moliyaviy barqarorlik va kapital qiymatiga ta'siri baholandi. Nazariyalar o'rtasidagi farqlar hamda ularning amaliy qo'llanish imkoniyatlari qiyosiy tahlil asosida ochib berildi. Tadqiqot natijalarida kapital tuzilmasini shakllantirishda kompleks yondashuvdan foydalanish korxona moliyaviy samaradorligini oshirishga xizmat qilishi asoslandi. O'zbekiston sharoitida nazariyalarni moslashtirib qo'llashning amaliy ahamiyati ko'rsatildi.

Kalit so'zlar: kapital tuzilmasi, WACC, moliyaviy barqarorlik, kompromis nazariyasi, iyerarxik moliyalashtirish, agentlik xarajatlari, signal nazariyasi, bozor vaqti nazariyasi.

Аннотация

В тезисе проведён научный анализ основных теорий оптимизации структуры капитала. Исследованы содержание и методологические особенности традиционного подхода, теоремы Модильяни-Миллера, компромиссной теории, иерархии финансирования, агентских издержек, сигнальной теории и теории рыночного тайминга. Оценено влияние структуры капитала на стоимость компании, финансовую устойчивость и цену капитала. На основе сравнительного анализа раскрыты различия между теориями и возможности их практического применения. Результаты исследования показали, что использование комплексного подхода при формировании структуры капитала способствует повышению финансовой эффективности предприятия. Также обоснована практическая значимость адаптации данных теорий к условиям Узбекистана.

Ключевые слова: структура капитала, WACC, финансовая устойчивость, компромиссная теория, иерархия финансирования, агентские издержки, сигнальная теория, теория рыночного тайминга.

Abstract

The thesis analyzed the main theories of capital structure optimization from a scientific perspective. The study examined the methodological features of the traditional approach, the Modigliani-Miller theorem, trade-off theory, pecking order theory, agency cost theory, signaling theory, and market timing theory. The impact of capital structure on firm value, financial stability, and cost of capital was evaluated. Differences among the theories and their practical applications were identified through comparative analysis. The findings demonstrated that the use of an integrated approach in capital structure decisions contributed to improving corporate financial efficiency.

The study also highlighted the practical importance of adapting modern capital structure theories to the economic conditions of Uzbekistan.

Keywords: capital structure, WACC, financial stability, trade-off theory, pecking order theory, agency costs, signaling theory, market timing theory.

KIRISH

Korxonaning moliyaviy boshqaruvida kapital tuzilmasi masalasi markaziy o'rin egallaydi. Kapital tuzilmasi - bu korxona faoliyatini moliyalashtirishda foydalaniladigan o'z va qarz mablag'lari nisbatini ifodalovchi tushuncha bo'lib, u korxonaning bozor qiymati, kapital narxi va moliyaviy barqarorligiga bevosita ta'sir ko'rsatadi. Kapital tuzilmasini optimallashtirish, ya'ni shunday nisbatni topishki, unda korxonaning kapital o'rtacha tortilgan narxi (WACC) minimal va bozor qiymati maksimal bo'lsin, korporativ moliya nazariyasining eng muhim va munozarali muammolaridan biri sifatida kun tartibida turibdi.

XX asrning ikkinchi yarmidan boshlab kapital tuzilmasi masalasini izohlashga qaratilgan ko'plab ilmiy yondashuvlar shakllandi. Ushbu nazariyalar moliyaviy qarorlar qabul qilish jarayonida nazariy va amaliy ahamiyatga ega bo'lib, ular korxona rahbariyatining moliyalashtirish manbalarini tanlashida muhim metodologik asos vazifasini bajaradi. Mazkur tezisda kapital tuzilmasini optimallashtirish bo'yicha asosiy nazariyalar tahlil qilinadi, ularning afzalliklari, kamchiliklari va o'zaro farqlari yoritib beriladi.

Kapital tuzilmasi tushunchasi keng va tor ma'noda talqin qilinadi. Keng ma'noda u korxonaning barcha moliyaviy resurslari, jumladan o'z kapitali, uzoq muddatli va qisqa muddatli qarz majburiyatlari yig'indisini bildiradi. Tor ma'noda esa, ko'pchilik nazariyotchilar tomonidan qabul qilingan ta'rifga ko'ra, kapital tuzilmasi faqat uzoq muddatli moliyalashtirish manbalari - o'z kapitali va uzoq muddatli qarz mablag'lari nisbatini ifodalaydi.

Kapital tuzilmasining optimalligi quyidagi mezonlar orqali baholanadi: birinchidan, kapitalning o'rtacha tortilgan narxi (WACC) eng past darajada bo'lishi; ikkinchidan, korxonaning bozor qiymati maksimal bo'lishi; uchinchidan, moliyaviy barqarorlik va to'lov qobiliyati ta'minlanishi; to'rtinchidan, kapitalning rentabelligi yetarli darajada saqlanishi.

ADABIYOTLAR SHARHI

Kapital tuzilmasini optimallashtirish nazariyalari korporativ moliya tizimida muhim ilmiy yo'nalishlardan biri hisoblanadi. Ushbu nazariyalar korxonalarda o'z va qarz mablag'lari nisbatini shakllantirish, kapital qiymatini kamaytirish hamda bozor qiymatini oshirish bilan bog'liq masalalarni izohlashga qaratilgan.

Kapital tuzilmasi nazariyalarining dastlabki shakli an'anaviy yondashuv hisoblanadi. Durand tomonidan ishlab chiqilgan mazkur yondashuvda korxona uchun optimal kapital tuzilmasi mavjudligi asoslangan bo'lib, qarz mablag'lari ulushining ma'lum darajagacha oshirilishi kapitalning o'rtacha tortilgan qiymatini pasaytirishi va korxona qiymatini oshirishi qayd etilgan [9]. Shu bilan birga, qarz ulushi haddan

tashqari ortishi moliyaviy riskni kuchaytirishi natijasida kapital qiymati qayta oshishi mumkinligi ta'kidlangan.

Kapital tuzilmasi nazariyasining rivojlanishida Modigliani va Miller tomonidan ishlab chiqilgan yondashuv muhim o'rin tutadi. Mualliflar mukammal bozor sharoitida korxona qiymati kapital tuzilmasiga bog'liq emasligini ilmiy asoslaganlar [1]. Keyinchalik ular korporativ soliqlar omilini modelga kiritib, qarz mablag'larining "soliq qalqoni" effekti orqali korxona qiymatini oshirishi mumkinligini ko'rsatganlar [2]. Ushbu nazariya keyingi ilmiy tadqiqotlar uchun metodologik asos vazifasini bajardi.

Kompromis nazariyasi Kraus va Litzenberger tomonidan rivojlantirilgan bo'lib, unda kapital tuzilmasi qarzning soliq afzalliklari va moliyaviy qiyinchilik xarajatlari o'rtasidagi muvozanat asosida shakllanishi asoslangan [8]. Myers ushbu yondashuvni rivojlantirib, korxonalarining maqsadli kapital tuzilmasiga bosqichma-bosqich yaqinlashishini izohlab bergan [3].

Axborot asimmetriyasi konsepsiyasiga asoslangan iyerarxik moliyalashtirish nazariyasi Myers va Majluf tomonidan ishlab chiqilgan bo'lib, unga ko'ra korxonalar moliyalashtirish manbalarini qat'iy ketma-ketlik asosida tanlaydi: avvalo ichki mablag'lar, keyin qarz mablag'lari va so'ng aksiyalar emissiyasi [4]. Mazkur nazariya korxonalarining amaldagi kapital tuzilmasini tarixiy moliyalashtirish qarorlari natijasi sifatida izohlaydi.

Jensen va Meckling tomonidan ishlab chiqilgan agentlik xarajatlari nazariyasida kapital tuzilmasi korporativ boshqaruv va manfaatlar to'qnashuvi bilan bog'liq holda tadqiq qilingan [5]. Mualliflar qarz mablag'laridan foydalanish menejerlar faoliyatini nazorat qilish va resurslardan samarali foydalanishni rag'batlantirishini asoslaganlar.

Ross tomonidan taklif etilgan signal nazariyasida kapital tuzilmasidagi o'zgarishlar investorlar uchun axborot signali sifatida talqin qilinadi [6]. Unga ko'ra, qarz ulushining oshirilishi bozorga korxonaning moliyaviy istiqbollari ijobiy ekanligi haqida signal beradi.

Kapital tuzilmasini shakllantirishda bozor omillarining rolini Baker va Wurgler tomonidan ishlab chiqilgan bozor vaqti nazariyasi yoritib beradi. Ushbu nazariyada korxonalar moliyalashtirish manbalarini bozor konyunkturasiga mos ravishda tanlashi va aksiyalar qiymati yuqori bo'lgan davrlarda emissiyani amalga oshirishi asoslangan [7].

Yuqoridagi ilmiy yondashuvlar kapital tuzilmasini optimallashtirish masalasi ko'p omilli va murakkab jarayon ekanligini ko'rsatadi. Nazariyalar bir-birini to'ldiruvchi xarakterga ega bo'lib, korxonalarining moliyaviy strategiyasini shakllantirishda muhim metodologik asos vazifasini bajaradi.

METODOLOGIYA

Mazkur tadqiqotda kapital tuzilmasini optimallashtirish nazariyalarini tahlil qilishda tizimli, qiyosiy va mantiqiy tahlil usullaridan foydalanildi. Tadqiqot jarayonida an'anaviy yondashuv, Modigliani-Miller teoremasi, kompromis nazariyasi, iyerarxik moliyalashtirish, agentlik xarajatlari, signal va bozor vaqti nazariyalarining ilmiy qarashlari o'rganildi. Kapital tuzilmasining korxona qiymati, moliyaviy

barqarorlik hamda kapital qiymatiga ta'siri nazariy jihatdan baholandi. Kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati (WACC), moliyaviy risk va rentabellik ko'rsatkichlari asosida nazariyalar o'rtasidagi farqlar qiyosiy tahlil qilindi. Tadqiqotda xorijiy olimlarning ilmiy ishlari, iqtisodiy adabiyotlar va korporativ moliya bo'yicha nazariy manbalardan foydalanildi. Olingan natijalar asosida kapital tuzilmasini shakllantirishda kompleks yondashuvning ahamiyati hamda uni O'zbekiston iqtisodiy sharoitida qo'llash imkoniyatlari ilmiy jihatdan asoslandi.

TAHLIL VA NATIJALAR

Yuqorida ko'rib chiqilgan nazariyalar kapital tuzilmasi muammosiga turli nuqtai nazardan yondashadi. An'anaviy yondashuv va kompromis nazariyasi optimal kapital tuzilmasi mavjudligini ta'kidlaydi va uni topish bo'yicha tavsiyalar beradi. Modigliani-Miller teoremasi, aksincha, mukammal bozor sharoitlarida kapital tuzilmasi neytralligini isbotlaydi. Iyerarxik nazariya va bozor vaqti nazariyalari optimal tuzilma tushunchasini umuman rad etadi, agentlik xarajatlari va signal nazariyalari esa kapital tuzilmasi qarorlarini korporativ boshqaruv va axborot asimmetriyasi kontekstida tushuntiradi. Nazariyalarning qiyosiy tavsifi 1-jadvalda keltirilgan.

1-jadval.

Kapital tuzilmasi nazariyalarining qiyosiy tavsifi¹

Nazariya	Asosiy g'oya	Optimal tuzilma mavjudligi	Asosiy mualliflar
An'anaviy yondashuv	WACC minimal bo'lgan nuqtada optimal tuzilma	Ha	Durand [9]
Modigliani-Miller teoremasi	Mukammal bozorda kapital tuzilmasi neytral	Yo'q (soliqsiz) / 100 foiz qarz (soliqli)	Modigliani, Miller [1]; [2]
Kompromis nazariyasi	Soliq foydasi va bankrotlik xarajatlari muvozanati	Ha	Kraus, Litzenberger [8]; Myers [3]
Iyerarxik nazariya	Moliyalashtirish manbalarining iyerarxiyasi	Yo'q	Myers, Majluf [4]
Agentlik xarajatlari nazariyasi	Manfaatlar to'qnashuvini minimallashtirish	Ha	Jensen, Meckling [5]
Signal nazariyasi	Kapital tuzilmasi orqali bozorga signal berish	Bilvosita	Ross [6]
Bozor vaqti nazariyasi	Bozor konyunkturasi asosida moliyalashtirish	Yo'q	Baker, Wurgler [7]

Empirik tadqiqotlar shuni ko'rsatdiki, hech bir nazariya kapital tuzilmasi shakllanishining barcha jihatlarini to'liq tushuntira olmaydi. Turli sanoat tarmoqlari, korxona o'lchamlari va rivojlanish bosqichlari uchun har xil nazariyalar nisbatan ko'proq tushuntirish kuchiga ega. Yuqori soliq stavkalari sharoitida kompromis nazariyasi ustun keladi, yuqori axborot asimmetriyasi sharoitida - iyerarxik nazariya, yuqori bozor o'zgaruvchanligi sharoitida bozor vaqti nazariyasi muhimroq rol o'ynaydi.

¹ Muallif ishlanmasi

XULOSA VA TAKLIFLAR

Kapital tuzilmasini optimallashtirish nazariyalari korporativ moliyaning eng murakkab va munozarali sohalaridan biri bo'lib qolmoqda. Mazkur tahlil shuni ko'rsatadiki, optimal kapital tuzilmasi tushunchasi haqida yagona, umumiy qabul qilingan yondashuv mavjud emas. Har bir nazariya muammoning ma'lum jihatlarini ochib beradi va boshqalari bilan o'zaro to'ldirilgan holda foydalaniladi.

Amaliy nuqtai nazardan korxonalar uchun samaraliroq yondashuv - bu turli nazariyalarning eng kuchli tomonlarini birlashtirgan kompleks model qo'llashdir. Buning uchun kapital tuzilmasi to'g'risida qaror qabul qilishda quyidagilar hisobga olinishi lozim: soliq tizimi xususiyatlari (kompromis nazariyasi), korxonaning ichki moliyaviy salohiyati (iyerarxik nazariya), bozor sharoiti (bozor vaqti nazariyasi), korporativ boshqaruv darajasi (agentlik nazariyasi) va investorlar uchun yuboriladigan signallar (signal nazariyasi). Bunday integratsiyalashgan yondashuv korxonaning moliyaviy barqarorligini ta'minlash va bozor qiymatini maksimallashtirishga yordam beradi.

O'zbekiston sharoitida kapital tuzilmasi nazariyalarini qo'llashda o'ziga xos jihatlar mavjud bo'lib, bularga moliya bozorining nisbatan rivojlanmaganligi, qarz mablag'larining cheklangan turlari va yuqori narxi, ko'pchilik korxonalarda o'z kapitalining ustunligi kabilar kiradi. Shu sababli zamonaviy nazariyalarni mahalliy iqtisodiy sharoitga moslashtirilgan tarzda qo'llash maqsadga muvofiq hisoblanadi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR RO'YXATI

1. Modigliani F., Miller M. H. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment // American Economic Review. - 1958. - Vol. 48, No. 3. - P. 261-297.
2. Modigliani F., Miller M. H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction // American Economic Review. - 1963. - Vol. 53, No. 3. - P. 433-443.
3. Myers S. C. The capital structure puzzle // Journal of Finance. - 1984. - Vol. 39, No. 3. - P. 575-592.
4. Myers S. C., Majluf N. S. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have // Journal of Financial Economics. - 1984. - Vol. 13, No. 2. - P. 187-221.
5. Jensen M. C., Meckling W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure // Journal of Financial Economics. - 1976. - Vol. 3, No. 4. - P. 305-360.
6. Ross S. A. The determination of financial structure: the incentive-signalling approach // Bell Journal of Economics. - 1977. - Vol. 8, No. 1. - P. 23-40.
7. Baker M., Wurgler J. Market timing and capital structure // Journal of Finance. - 2002. - Vol. 57, No. 1. - P. 1-32.
8. Kraus A., Litzenberger R. H. A state-preference model of optimal financial leverage // Journal of Finance. - 1973. - Vol. 28, No. 4. - P. 911-922.
9. Durand D. Cost of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement // Conference on Research in Business Finance. - New York: NBER, 1952. - P. 215-262.