KORXONALARDA KAPITAL TARKIBINI OPTIMALLASHTIRISH ORQALI MOLIYAVIY BARQARORLIKNI OSHIRISH MEXANIZMLARI

Egamberdiyev Zafarbek Amatjon o'g'li
Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti 2-bosqich magistranti
E-mail: zafarbekegamberdiyev0556@gmail.com
https://doi.org/10.5281/zenodo.23740054

Annotatsiya. Maqolada korxona moliyaviy barqarorligini oshirishda xususiy kapital, uzoq va qisqa muddatli majburiyatlar hamda ichki moliyalashtirish manbalari o'rtasidagi nisbatni boshqarish mexanizmlari ko'rib chiqiladi. Tadqiqot moliyaviy koeffitsiyentlar tahlili va uchta shartli moliyalashtirish ssenariysini solishtirishga asoslanadi. Moliyaviy mustaqillik, majburiyatlar ulushi, qarz va xususiy kapital nisbati, joriy likvidlik, foizlarni qoplash darajasi hamda xususiy kapital rentabelligini birgalikda baholash taklif etiladi. Shartli ssenariylar hisob-kitobi kapital tarkibidagi o'zgarishlar avvalo qarzga bog'liqlik va moliyaviy xavf ko'rsatkichlarida aks etishini ko'rsatadi; biroq optimal nisbatni aniqlash uchun haqiqiy pul oqimlari, kapital qiymati va investitsiya rentabelligi ham hisobga olinishi kerak. Korxona uchun yagona universal nisbat o'rniga ko'rsatkichlarning chegaraviy darajalari asosida davriy monitoring, mablag' jalb qilish va reinvestitsiya qarorlarini uyg'unlashtiruvchi amaliy mexanizm taklif etilgan.

Kalit so'zlar: kapital tarkibi, moliyaviy barqarorlik, qarz kapitali, xususiy kapital, likvidlik, reinvestitsiya, moliyaviy leverage, kapital qiymati.

Аннотация. В статье исследуются механизмы повышения финансовой устойчивости предприятий за счёт управления соотношением собственного капитала, долгосрочных и краткосрочных обязательств и внутренних источников финансирования. Использованы анализ финансовых коэффициентов и сравнение трёх условных сценариев структуры капитала. Предлагается комплексная оценка финансовой автономии, долговой нагрузки, текущей ликвидности, покрытия процентов и рентабельности собственного капитала. Показано, что изменение доли заёмного капитала влияет на долговую зависимость, однако определение оптимального соотношения требует дополнительного учёта денежных потоков, стоимости капитала и доходности инвестиций. Предложен поэтапный механизм мониторинга и принятия финансовых решений. Приведённые сценарии являются иллюстративными и не представляют собой результаты анализа отчётности конкретного предприятия.

Ключевые слова: структура капитала, финансовая устойчивость, заёмный капитал, собственный капитал, ликвидность, реинвестирование, финансовый рычаг.

Abstract. This article examines mechanisms for improving corporate financial stability through the management of equity, long- and short-term liabilities, and internal financing sources. The study combines financial ratio analysis with three illustrative capital structure scenarios. It proposes a joint assessment of financial autonomy, leverage, current liquidity, interest coverage and return on equity.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

The scenario comparison demonstrates how changes in financing composition affect debt dependence, while emphasizing that a firm-specific optimum also depends on cash flows, the cost of capital and investment returns. A phased decision-making and monitoring mechanism is proposed. The scenarios are illustrative calculations rather than empirical observations from an identified company.

Keywords: capital structure, financial stability, debt financing, equity, liquidity, reinvestment, leverage, cost of capital.

Kirish. Korxonaning barqaror rivojlanishi faqat ishlab chiqarish hajmining o‘sishi yoki hisobot davri foydasi bilan belgilanmaydi. Majburiyatlarning muddati, kapital qiymati, operatsion pul oqimlarining barqarorligi va moliyalashtirish manbalari tarkibi birgalikda boshqarilmasa, rentabelli faoliyat yuritayotgan tashkilot ham to‘lov qobiliyati bilan bog‘liq muammoga duch kelishi mumkin. Shu bois kapital tarkibini optimallashtirish moliyaviy strategiyaning mustaqil emas, balki investitsiya, dividend va likvidlik siyosati bilan uzviy bog‘liq yo‘nalishi sifatida qaralishi lozim.

Qarz mablag‘laridan foydalanish rivojlanish loyihalarini tezlashtirishi mumkin, ayni vaqtda foizlar va asosiy qarzni so‘ndirish bo‘yicha qat’iy to‘lovlar korxonaning riskka sezgirligini kuchaytiradi. Xususiy kapitalning katta ulushi esa kreditorlarga bog‘liqlikni kamaytiradi, lekin ayrim sharoitlarda moliyalashtirishning umumiy qiymati va mulkdorlar kutayotgan daromadlilikka ta’sir ko‘rsatishi mumkin. Demak, maqbul tuzilmani faqat “qarz kam bo‘lsa yaxshi” tamoyili asosida belgilash ilmiy jihatdan yetarli emas.

Tadqiqotning maqsadi - korxonalarda kapital tarkibini baholashning o‘zaro bog‘liq ko‘rsatkichlarini tizimlashtirish, shartli ssenariylar orqali ularning o‘zgarishini ochib berish va moliyaviy barqarorlikni ta’minlashga qaratilgan boshqaruv mexanizmini ishlab chiqish. Ishning obyekti korxonaning moliyalashtirish tizimi, predmeti esa kapital tarkibi va barqarorlik ko‘rsatkichlari o‘rtasidagi iqtisodiy bog‘liqlikdir. Tadqiqot aniq korxonaning moliyaviy hisobotlari asosidagi empirik test sifatida taqdim etilmaydi.

Mavzuga oid adabiyotlar sharhi- Kapital tarkibining nazariy asoslari Modigliani va Millerning ishidan boshlanadi: mukammal kapital bozori haqidagi qat’iy farazlarda moliyalashtirish tarkibi firma qiymatiga ta’sir qilmaydi [1]. Mazkur natija amaliyotdagi optimal nisbatni tayyor formula sifatida bermaydi, aksincha soliqlar, moliyaviy tanglik xarajatlari va axborot nomutanosibligi kabi real cheklovlarni alohida o‘rganishga turtki bo‘ladi.

Jensen va Meckling agentlik xarajatlari orqali mulkdorlar, menejerlar va kreditorlar manfaatlari o‘rtasidagi tafovut moliyalashtirish qarorlarida muhim ekanini ko‘rsatgan [2]. Myers va Majluf esa tashqi investorlar bilan axborot nomutanosibligi mavjud bo‘lganda korxonalar avvalo ichki moliyaviy resurslarga, so‘ng qarzga, zarur hollarda yangi ulush chiqarishga murojaat qilishi mumkinligini asoslagan [3]. Ushbu qarash reinvestitsiya siyosatini kapital tarkibidan ajratib bo‘lmasligini ko‘rsatadi.

Myers kapital tarkibining yagona umumiy nazariyasi mavjud emasligini, amaliy qarorlar murosali tanlov va moliyalashtirish ketma-ketligi tamoyillarining turli kombinatsiyalariga tayanishini ta’kidlagan [4]. Zamonaviy korporativ moliya adabiyotida ham moliyaviy leverage, kapitalning o‘rtacha tortilgan qiymati va pul oqimi risklari bir-birini to‘ldiruvchi o‘lchovlar sifatida talqin qilinadi [5]. Mahalliy tadqiqotlarga doir dastlabki maqolada Allaberganov, Mavlyanova va Abdullayeva ishlari qayd etilgan. Biroq taqdim etilgan bibliografik yozuvlarda ayrim maqolalarning tom, son, sahifa va DOI ma’lumotlari yetarlicha aniqlashtirilmagan. Shu sababli ularni bu tahrirda tekshirilgan ilmiy natija sifatida batafsil sharhlashdan tiyilindi; aniq bibliografik rekvizitlar tasdiqlangach, mahalliy adabiyotlar sharhi kengaytirilishi mumkin.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

Adabiyotlar tahlilidan kelib chiqadigan asosiy masala shundaki, kapital tarkibining bir yoki ikki koeffitsiyentiga qarab barqarorlik haqida yakuniy xulosa chiqarish yetarli emas. Balansdagi nisbatlar majburiyatlarni to‘lash jadvali, operatsion pul oqimi va investitsiyadan kutilayotgan daromad bilan birgalikda talqin etilishi kerak. Shu yondashuv mazkur maqolaning tahliliy asosini tashkil qiladi.

Tadqiqot metodologiyasi. Tadqiqot usullari nazariy manbalarni qiyosiy tahlil qilish, koeffitsiyentlarni hisoblash, ssenariy asosida modellashtirish va boshqaruv qarorlarini bosqichlarga ajratishdan iborat. Shartli hisob-kitobda jami aktivlar 100 shartli birlik deb olinadi; xususiy kapital va majburiyatlar yig‘indisi mazkur qiymatga teng deb faraz qilinadi. Hisoblashlar kapital tarkibidagi farqni namoyish etadi, ammo likvidlik yoki rentabellik bo‘yicha haqiqiy korxona holatini almashtirmaydi.

1-jadval. Kapital tarkibi va moliyaviy barqarorlikni baholash indikatorlari

Ko‘rsatkich	Hisoblash tartibi	Iqtisodiy mazmuni
Moliyaviy mustaqillik (KA)	Xususiy kapital / jami aktivlar	Aktivlarning o‘z manbalari bilan qoplanish ulushi
Majburiyatlar ulushi (KM)	Jami majburiyatlar / jami aktivlar	Tashqi manbalarga bog‘liqlik
Qarz/xususiy kapital (D/E)	Jami majburiyatlar / xususiy kapital	Moliyaviy leverage o‘lchovi
Joriy likvidlik (KL)	Aylanma aktivlar / qisqa muddatli majburiyatlar	Joriy to‘lov qobiliyatining balansdagi o‘lchovi
Foizlarni qoplash (ICR)	EBIT / foiz xarajatlari	Operatsion foydaning foiz to‘lovlariga yetarliligi
Xususiy kapital rentabelligi (ROE)	Sof foyda / o‘rtacha xususiy kapital × 100%	Mulkdor kapitalining daromadliligi

Manba: muallif tomonidan korporativ moliya yondashuvlari asosida tizimlashtirilgan [4; 5].

Bu yerda EBIT - foizlar va foyda solig‘i to‘lovlaridan oldingi foyda. ROE hisobida davr boshidagi va davr oxiridagi xususiy kapitalning o‘rtacha qiymati qo‘llanishi maqsadga muvofiq. ICR koeffitsiyenti foizlarni qoplashni aks ettiradi, ammo asosiy qarzni qaytarish imkoniyatini to‘liq ochib bermaydi; shuning uchun operatsion pul oqimlari va qarzga xizmat ko‘rsatish jadvali ham baholanishi lozim.

Kapital qiymatini baholashda o‘rtacha tortilgan kapital qiymati - $WACC = E/(D+E) \times Re + D/(D+E) \times Rd \times (1-T)$ - qo‘llanishi mumkin. Bu yerda E - xususiy kapital, D - foizli qarz, Re - xususiy kapital qiymati, Rd - qarz qiymati, T - foyda solig‘ining tegishli stavkasi. Ushbu ifodadagi D barcha majburiyatlar bilan aynan bir xil emas: foizsiz kreditorlik qarzlarini avtomatik ravishda foizli qarz sifatida kiritish xato bo‘ladi. WACCni hisoblash uchun bozor qiymatlari va mablag‘ qiymati haqidagi qo‘shimcha ma’lumotlar talab etiladi.

Tahlil va natijalar. Kapital tarkibiga oid boshlang‘ich maqolada keltirilgan 30/70, 50/50 va 70/30 nisbatlar korxonaning haqiqiy yillik hisoboti emas, nazariy taqqoslash ssenariylaridir. Quyidagi jadval ularga qat’iy hisoblash chegarasi beradi: jami aktivlar 100 birlik, majburiyatlar esa aktivlar va xususiy kapital o‘rtasidagi farqqa teng. Shu faraz ostida moliyaviy mustaqillik, majburiyatlar ulushi va D/E arifmetik aniqlanadi.

2-jadval. Kapital tarkibining uchta shartli ssenariysi (jami aktivlar = 100 birlik)

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

Ssenariy	Xususiy kapital	Majburiyatlar	KA	KM	D/E
A: qarz ustun	30	70	0,30	0,70	2,33
B: teng nisbat	50	50	0,50	0,50	1,00
C: xususiy kapital ustun	70	30	0,70	0,30	0,43

Manba: muallifning shartli arifmetik hisob-kitoblari; empirik ma'lumot emas.

A ssenariyda har bir birlik xususiy kapitalga 2,33 birlik majburiyat to'g'ri keladi. Bu tuzilma kreditorlarga yuqori bog'liqlikni anglatadi, ammo avtomatik tarzda to'lovga qobiliyatsizlikni bildirmaydi: qarzning muddati, stavkasi, ta'minoti va pul oqimlari hal qiluvchi ahamiyatga ega. B ssenariyda D/E = 1 bo'lib, qarz va xususiy mablag'lar tenglashadi. Buni barcha tarmoqlar uchun optimal deb bo'lmaydi. C ssenariyda D/E taxminan 0,43 bo'lgani sababli balans bo'yicha moliyaviy mustaqillik yuqoriroq, lekin uning investitsiyalar daromadliligiga ta'siri alohida baholanishi kerak.

Shartli natijalar kapital tarkibini tanlashda ikki xil maqsad - moliyaviy xavfni cheklash va kapitaldan samarali foydalanish - ba'zan qarama-qarshi yo'nalishda harakat qilishini ko'rsatadi. Masalan, kreditni kamaytirish foiz xarajatlarini qisqartirishi mumkin, ammo qo'shimcha investitsiya uchun yetarli resurs qolmasligi ham ehtimol. Shu bois qaror D/E koeffitsiyenti uchun bitta "ideal" sonni topishga emas, balki kapital qiymati, to'lov qobiliyati va investitsiya qiymatini birgalikda baholashga qaratilishi kerak.

Ssenariylarning hisoblangan natijalari quyidagi chegaralarga ega: aylanma aktivlar, qisqa muddatli majburiyatlar, EBIT, foiz xarajatlari va sof foyda bo'yicha ma'lumot berilmaganligi sababli KL, ICR yoki ROE qiymatlarini bu jadvaldan chiqarib bo'lmaydi. Ular uchun raqamlar to'qib qo'shish ilmiy jihatdan asossiz bo'lar edi. Real korxonaning kamida uch yillik balans, moliyaviy natijalar va pul oqimlari hisobotlari mavjud bo'lgandagina dinamik tahlil, tarmoq bilan solishtirish hamda statistik xulosalar berish mumkin.

Kapital tarkibini optimallashtirishning amaliy mexanizmi. Taklif etilayotgan mexanizm har chorakda takrorlanadigan besh bosqichli siklga asoslanadi. Birinchi bosqichda balans, foyda-zarar va pul oqimi ma'lumotlari yig'iladi, foizli qarzlar va foizsiz majburiyatlar alohida ajratiladi. Ikkinchi bosqichda KA, D/E, joriy likvidlik, foizlarni qoplash va operatsion pul oqimi dinamikasi baholanadi. Uchinchi bosqichda tarmoq xususiyati va qarz muddatlarini hisobga olgan holda muqobil ssenariylar ishlab chiqiladi.

To'rtinchi bosqichda yangi qarz olish, mavjud qarzni qayta moliyalashtirish, sof foydani reinvestitsiya qilish yoki investor jalb etish variantlari pul oqimlari hamda kutilayotgan qiymat yaratish mezonlari asosida qiyoslanadi. Beshinchi bosqichda tanlangan qarorning natijalari va rejalashtirilgan ko'rsatkichlardan og'ishlar chorak yakunida ko'rib chiqiladi. Ushbu siklda ko'rsatkichlar uchun yagona universal chegaralar emas, korxonaning tarmoq va kredit shartlariga mos ichki me'yorlari belgilanadi.

3-jadval. Moliyaviy barqarorlikni boshqarishning bosqichli mexanizmi

Bosqich	Asosiy savol	Qaror uchun asos
1. Diagnostika	Kapital va qarz qayerdan shakllangan?	Balans, qarz reyestri, pul oqimi
2. Risk tahlili	Qisqa muddatli to'lovlar	Likvidlik, ICR, to'lov

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

	qoplanadimi?	kalendari
3. Muqobil variantlar	Qaysi moliyalashtirish tarkibi maqbul?	D/E, WACC, ssenariylar
4. Qaror	Qarzmi, reinvestitsiyami, yangi kapitalmi?	Kapital qiymati va loyiha pul oqimi
5. Monitoring	Natija reja bilan mos keladimi?	Choraklik nazorat va tuzatish choralari

Manba: muallif taklifi.

Muhokama. Taqdim etilgan ssenariylar moliyaviy mustaqillik oshganda balans bo'yicha qarzga bog'liqlik kamayishini tasdiqlaydi, biroq korxona qiymati eng yuqori bo'ladigan tarkibni aniqlamaydi. Modigliani va Miller [1] nazariyasining qat'iy farazlari va agentlik hamda axborot xarajatlariga doir yondashuvlar [2; 3] birgalikda qaralganda qarzdan foydalanishning foydasi va riski korxonaning o'ziga xos sharoitlariga bog'liqligi ayon bo'ladi.

Amaliyotda uchta muammo ayniqsa dolzarb. Birinchidan, jami majburiyatlarni foizli qarz bilan tenglashtirish tahlil natijalarini buzishi mumkin. Ikkinchidan, joriy likvidlikning balansdagi nisbatan yuqori qiymati ham pul tushumlari muddati nomuvofiq bo'lsa, to'lov xavfini bartaraf etmaydi. Uchinchidan, yuqori ROE ba'zan samarali boshqaruv natijasi emas, moliyaviy leverage ortganining oqibati bo'lishi mumkin. Shu sababli rentabellikni risk bilan tuzatilgan holda sharhlash zarur.

Mazkur ishning cheklovi - real korxona kesimidagi ko'p yillik moliyaviy ma'lumotlar va tarmoq ko'rsatkichlari mavjud emasligi. Shuning uchun maqola natijalari konseptual va hisobiy-illyustrativ xarakterga ega. Keyingi bosqichda 3–5 yillik moliyaviy hisobotlar asosida regressiya tahlili yoki panel ma'lumotlar modeli qurish, kapital qiymati va investitsiya samaradorligini solishtirish orqali taklif etilgan mexanizmning real natijadorligini tekshirish maqsadga muvofiq.

Xulosa. Kapital tarkibini optimallashtirish korxonaning moliyaviy mustaqilligi va investitsiya salohiyatini bir vaqtda boshqarishni talab etadi. Shartli uchta ssenariyda qarz/xususiy kapital nisbati 2,33 dan 0,43 gacha kamaygani moliyalashtirish manbalari tarkibining balansdagi moliyaviy risk indikatorlariga ta'sirini yaqqol ko'rsatadi. Shu bilan birga, ushbu nisbatlarning hech biri korxonaning real ma'lumotlarisiz mutlaq optimal deb baholanmaydi.

Taklif etilgan boshqaruv mexanizmi kapital manbalarini diagnostika qilish, qarzga xizmat ko'rsatish imkoniyatini baholash, alternativ moliyalashtirish variantlarini qiyoslash, qaror qabul qilish va monitoring bosqichlarini birlashtiradi. Amaliy tavsiya sifatida foizli va foizsiz majburiyatlarni alohida hisobga olish, qisqa muddatli qarzlar bilan uzoq muddatli investitsiyalarni moliyalashtirishga ehtiyotkor yondashish, reinvestitsiya siyosatini pul oqimlari bilan muvofiqlashtirish va ko'rsatkichlarni kamida choraklik davriylikda qayta baholash tavsiya etiladi.

Kelgusidagi empirik tadqiqotda real korxona hisobotlari asosida WACC, ICR va ROE ko'rsatkichlarini hisoblash hamda moliyaviy ko'rsatkichlarning maqbul chegaralarini tarmoq kesimida aniqlash lozim. Ana shunday ma'lumotlar mavjud bo'lgandagina taklif etilgan yondashuvning kapital qiymatini kamaytirish va moliyaviy barqarorlikni oshirishga ta'sirini miqdoriy jihatdan sinash mumkin.

Foydalanilgan adabiyotlar

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.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.

2. 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.
3. 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. DOI: 10.1016/0304-405X(84)90023-0.
4. Myers S.C. Capital Structure // Journal of Economic Perspectives. 2001. Vol. 15, No. 2. P. 81–102.
5. Brealey R.A., Myers S.C., Allen F., Edmans A. Principles of Corporate Finance. 14th ed. McGraw Hill, 2023.

© Ushbu material Creative Commons Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) litsenziyasi asosida tarqatiladi.