



MOLIYA VA BANK ISHI

O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI BANK-MOLIYA AKADEMIYASI ILMIY JURNALI



AKSIYADORLIK JAMIYATLARI QIYMATINI OSHIRISHDA KAPITAL STRUKTURASINI OPTIMALLASHTIRISH ME'ZONLARI

Amirzoda HAMRAYEV

Toshkent Kimyo xalqaro universiteti katta o'qituvchisi

Yozishmalar uchun electron pochta: amirkhankhamrayev@gmail.com

Maqola haqida ma'lumot

Topshirilgan vaqti: 15.09.2022
Qabul qilingan vaqti: 17.10.2022

Tayanch so'z va iboralar *leverijli beta, leverijsiz beta, xususiy kapital bahosi, qarz kapitali bahosi, kapitalning o'rtacha tortilgan bahosi, korrxona fundamental qiymati, qarz yuki, sensitivlik*

Annotatsiya

Aksiyadorlik jamiyatining kapital tarkibi uning moliyaviy barqarorligi va umumiy qiymatini investorlar va manfaatdor tomonlar nazarida aniqlashda hal qiluvchi rol o'ynaydi. Ushbu maqola strategik kapital tuzilmasi qarorlari orqali aksiyadorlik jamiyatlarining qiymatini oshirish uchun ishlatilishi mumkin bo'lgan turli xil optimallashtirish mezonlarini o'rganadi. Mavjud adabiyotlarni va empirik tadqiqotlarni ko'rib chiqish orqali ushbu tadqiqot kapital tuzilmasini shakllantirishga ta'sir qiluvchi asosiy omillarni va ularning firma qiymatiga ta'sirini har tomonlama tushuntirishga qaratilgan.

OPTIMIZATION CRITERIA OF CAPITAL STRUCTURE AS INCREASE THE VALUE OF JOINT STOCK COMPANIES

Amirzoda HAMRAYEV

Tashkent Kimyo International University, Senior Lecturer

Corresponding author: email: amirkhankhamrayev@gmail.com

ARTICLE INFO

Received: 15.09.2022
Accepted: 17.10.2022

Key words: *levered beta, unlevered beta, cost of equity, cost of debt, weighted average cost of capital, corporate fundamental value, debt burden, sensitivity*

Abstract

The capital structure of a joint stock company plays a pivotal role in determining its financial health and overall value in the eyes of investors and stakeholders. This article explores the various optimization criteria that can be employed to enhance the value of joint stock companies through strategic capital structure decisions. By reviewing the existing literature and empirical studies, this research aims to provide a comprehensive understanding of the key factors influencing capital structure choices and their impact on firm value.

Kirish

Yillar mobaynida jismoniy va yuridik shaxslar qay ko'rinishda asosiy kapitalga qo'yilmalarni amalga oshirish va jamg'arma mexanizmlaridan foydalangan holda moliyaviy aktivlardan foydalanish to'g'risida fikr yuritib kelishmoqda. Real iqtisodiyotda transaksion xarajatlarning mavjudligi turli xildagi qimmatli qog'ozlar orqali kapitalni moliyalashtirish samaradorligini ko'rsatmoqda. Masalan, soliqlardan imtiyoz beradigan

subsidiyalarning davlat tomonidan ajratilishi qarz mablag'lari orqali moliyalashtirish imkoniyatlarini oshirib yubordi. Tadqiqotlar shuni ko'rsatmoqdaki, tarmoqlar kesimida yoki turli vaqt oraliqlarida korxonalar yagona kapital strukturasi bog'liq moliyaviy qarorlar qabul qilishiga to'g'ri kelar ekan. Ammo shunday bo'lsada, aktivlarning balansda tuzilishi, kutilayotgan kelgusidagi pul oqimlarining barqarorligi firmalarning qarz mablag'larini jalb qilishida yetakchi rolni o'ynaydi. Shundan kelib chiqadigan bo'lsak, har bir korxona o'zi

uchun optimal bo'lgan kapital strukturasini o'zi ishlab chiqadi.

Kapitalni shakllantirishning asosiy maqsadi korxona egasiga yuqori darajalarda foyda keltirishdir, hamda buni kapital nuqtayi nazaridan olib qaraydigan bo'lsak, jalb qilingan mablag'larning optimal bahosini aniqlashdan iborat.

Korxonani bosqichma bosqich rivojlantirib borishining asosiy mezonı bu korxona daromadini doimiy ravishda oshirishga imkon beradigan xususiy va qarz kapital bahosini minimallashtirish bilan baholanadi. Ushbu bahoning eng muqobil tarzda qisqartirilishi korxonaning fundamental qiymatini oshirib, firmalar faoliyati hamda ularning rivojlanish istiqbollari kompleks tarzda baholash jarayonlarini tezlashtiradi. Ya'ni, nazariyaga ko'ra agar korxona hozirda va kelajakda qanchalik ko'p pul oqimiga ega bo'lsa, uning qiymati shunchalik baland bo'ladi.

Adabiyotlar sharhi

Kapital atamasi korxonaning uzoq muddatli mablag'larini ifodalab keladi. Boshqacha qilib aytadigan bo'lsak, kapital korxona balans hisobvarag'ining chap tomonida ifodalanadigan jami elementlar yig'indisidan o'ng tomonidagi jami majburiyatlarning ayirib tashlanganiga teng. Kulkarni fikriga ko'ra, kapital strukturası korxona aktivlarini moliyalashtirish orqali paydo bo'ladi (Kulkarni, 1988). Kapital strukturası birinchi bo'lib Modigliani va Miller tomonidan faraz qilingan va unga muvofiq, agarda mamlakatda soliqlar mavjud bo'lmasa, bozor yanada samarali ishlaydi degan g'oya yotadi (Modigliani va Miller, 1958). Keyinchalik kapital strukturasiga oid iyerarxiya nazariyasi paydo bo'la boshladi. Iyerarxiya nazariyasi birinchi bo'lib Donaldson tomonidan taklif etilgan va unga ko'ra, korxona egalari va menejerlari firmaning o'lchamidan qat'iy nazar tashqi moliyalashtirish manbalaridan emas, balki taqsimlanmagan foyda orqali ichki manbalardan kapitalni moliyalashtirsa, maqsadga muvofiqligi keltirib o'tiladi (Donaldson, 1961). Agarda taqsimlanmagan foyda investitsion zaruriyatdan oshib ketadigan bo'lsa, qarz majburiyatlaridan osonlikcha qutulish mumkin. Iyerarxiya nazariyasiga teskari ravishda xususiy va qarz kapitali o'rtasidagi korrelyatsion koeffitsientning mavjud bo'lmaganligi sababli murosaga kelish nazariyasi optimal kapital strukturası mavjudligini bashorat qiladi. Mayers nazariyasiga ko'ra, korxonalar optimal kapital strukturasiga o'z mablag'larini qarz mablag'lariga almashtirish orqali yoki uning teskarisini qilish orqali erishadilar va buning natijasida korxonaning qiymati eng yuqori nuqtaga yetadi (Myers va Majluf, 1984). Fama va Miller menejerlar va aksionerlar o'rtasida turli xil nafilik funksiyasini o'rganib, o'z ishlarini davom ettirishdi (Fama va Miller, 1972). Fama va Miller o'zining tadqiqotlarini Modigliani va Miller nazariyasidan kelib chiqqan holda kengaytirishdi va agentlik nazariyasini shakllantirishdi. Agetlik nazariyasi agentlik xarajatlariga bog'liq bo'lishini isbotlashdi. Firmalarning kapital tuzilishi tashqi investorlar uchun informatsion signal vazifasini o'tashi signal nazariyasining asosi bo'lib xizmat qiladi. Nazariyaga muvofiq, firmaning autsayderlaridan ko'ra insayderlari,

ya'ni menejer, korxona mulkdorlari korxonaning ayni damdagi haqiqiy holati haqida aniq tushunchaga ega bo'ladilar. Korxona menejerlari qarz mablag'laridan ko'ra o'z mablag'laridan foydalanish zarurligini afzal ko'rishadi, chunki agarda korxona bankrot bo'ladigan yoki to'lovga layoqatsiz holga tushadigan bo'lsa, qarz mablag'laridan ko'p foydalanish natijasida menejerlarning ishdan ketishiga sabab bo'lishi mumkin. Bunda teskari ravishda, autsayderlar shunday o'ylashadiki, qarz mablag'larining firmaga ko'plab jalb qilinishi firmaning yuqori sifatda o'ziga ishongan holda ishlayotganligini ko'rsatadi (Ross, 1977).

Tadqiqot metodologiyasi

Tadqiqotimizning ushbu qismida korxonalar qiymatini oshirishda talab etiladigan kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati (WACC) darajasini aniqlashda regression metoddan foydalanish taklifi keltirilgan hamda bir qancha modellardan (Gordon growth modeli, CAPM modeli va diskontlangan pul oqimlari modellari) foydalanilgan.

Tahlil va natijalar muhokamasi

Korxonalarning fundamental qiymatini aniqlashda diskontlangan pul oqimlari modelidan foydalanib quyidagiga ega bo'lamiz:

$$FV = \sum_{i=1}^T \frac{FCF_i}{(1+WACC)^i} + \frac{TV}{(1+WACC)^T}$$

Bu yerda:

FV – korxona fundamental qiymati

FCF_i – prognoz qilinayotgan davrdagi bo'sh pul oqimlari

WACC – kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati

TV – korxonaning tugatilish qiymati

T – tahlil qilinayotgan yilning oxiri

Korxonalarning tugatilish qiymati (TV) Gordon growth modeli asosida baholanadi hamda quyidagicha ifoda etiladi:

$$TV = \frac{FCF_T \times (1+g)}{WACC - g}$$

Bu yerda:

FCF_T – T davrdagi korxonaning bo'sh pul oqimlari

g – korxona pul oqimlarining o'sish sur'ati

Kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati xususiy va qarz kapital bahosidan kelib chiqqan holda faoliyatni qanday qilib moliyalashtirish kerakligi to'g'risidagi qarorga ta'sir etadi. Uning qiymati quyidagi formula orqali ifodalanadi:

$$WACC = r_e \times w_e + r_d \times w_d \times (1 - T)$$

Bu yerda:

r_e – xususiy kapital bahosi

r_d – qarz kapitali bahosi

w_e – korxona xususiy kapitali ulushi

w_d – korxonaning qarz kapitali ulushi

T – foydadan olinadigan soliq stavkasi

Moliyaviy adabiyotlarda kapital strukturasiga ta'sir etuvchi omil sifatida leverij ko'rsatkichi, ya'ni qarz

mablag'larining umumiy xususiy kapitalda tutgan ulushi olinadi. Xususiy kapital bahosini aniqlashda Hamada tomonidan ishlab chiqilgan usuldan foydalaniladi (Hamada, 1972):

$$r_e = r_f + \beta_l \times (r_m - r_f)$$

$$\beta_l = \beta_u \times \left(1 + \frac{d}{e} \times (1 - T)\right)$$

Bu yerda:

r_f – riskdan holi stavka

r_m – kutilayotgan bozor stavkasi

r_e – xususiy kapital kutilayotgan daromadliliği

$r_m - r_f$ – risk mukofoti

β_l – leverejli beta

β_u – leverijsiz beta

$\frac{d}{e}$ – leverij, qarz kapitalining xususiy kapitalga nisbati

T – foyda solig'i darajasi

Korxona qiymatini hisoblashning birinchi bosqichi korxona xususiy kapitali bahosini aniqlashdan boshlanadi. Xususiy kapital bahosini aniqlash uchun CAPM modelidan foydalanamiz. Formulada korxonalar leverijli betasini aniqlashning imkoni bo'lmaganligi bois, leverijsiz beta qiymatlarini topib olamiz. Leverijsiz qiymatlarni aniqlash uchun bir qancha iqtisodiyot sohalarida band bo'lgan korxonalarning beta koeffitsientlari olinib, unga ko'ra koeffitsientlar medianasi aniqlanadi. Quyidagi jadvalda sohalar bo'yicha leverijsiz beta koeffitsienti haqida ma'lumotga ega bo'lamiz.

1-jadval

Sanoat kesimida leverijsiz beta koeffitsientlarining miqdori

Sanoat nomi	Leverijsiz beta koeffitsienti
Avtomobil	1.12
Salqin ichimliklar	1.17
Qurilish materiallari	1.15
Kimyoviy mahsulotlar	0.98
Ko'mir	1.25
Qurilish ta'minotlar	1.03
Oziq ovqatni qayta ishlash	0.75
Konchilik hamda og'ir sanoat	1.11
Neft va gaz	1.09

Manba: <https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/betas.xls>

Yuqoridagi jadval ma'lumotlari asosida korxonalarning leverijsiz beta koeffitsientlarini aniqlashtirib, 1.11 ga teng bo'lgan mediana ($\beta_u = 1.11$) aniqlanadi. Biz tahlil qilayotgan davrda Toshkent yog'- moy kombinati AJ o'z

kapitalining 25% ni qarz mablag'lari evaziga shakllantirgan. Shundan kelib chiqqan holda korxonaning leverijli beta koeffitsienti Hamada tengligi orqali quyidagicha aniqlanadi:

$$\beta_l = \beta_u \times \left(1 + (1 - T) \times \left(\frac{D}{E}\right)\right) = 1.11 \times (1 + (1 - 0.15) \times 0.25) = 1.35$$

bahosini aniqlash jarayoni amalga oshiriladi.

Keyingi bosqichda korxonaning xususiy kapitali

2-jadval

Mamlakatlar miqyosida bozor riski mukofoti va riskdan holi stavkalar o'rtasidagi bog'liqlik

Mamlakat	Jami bozor riski mukofoti	Riskdan holi stavka	Mamlakat riski mukofoti
O'zbekiston	10.46%	5.46%	NA
Xitoy	6.07%	1.07%	0.81%
Indoneziya	7.89%	2.89%	1.56%
Yaponiya	6.07%	1.07%	0.00%
Koreya	5.75%	0.75%	0.00%
Pokistan	20.18%	15.18%	NA
Filippine	7.89%	2.89%	1.43%
Singapur	5.00%	0.00%	NA
Tayvan	5.91%	0.91%	NA
Tayland	7.43%	2.43%	0.51%

Manba: <https://www.stern.nyu.edu/~adamodar/pc/datasets/ctrypremJuly23.xlsx>

Yuqoridagi jadval ma'lumotlaridan kelib chiqib, biz tahlil qilayotgan korxona uchun xususiy kapital bahosini aniqlaymiz:

$$r_e = r_f + \beta_l \times (r_m - r_f) = 5.46 + 1.35 \times 10.46 = 19.58\%$$

Kapitalning o'rtacha tortilgan qiymatini aniqlashning keyingi bosqichini qarz kapitali bahosini aniqlashdan

boshlanadi. Buni aniqlash uchun korxona moliyaviy natijalari to'g'risidagi hisobotning foizli xarajatlar qismidagi summani korxona balans ma'lumotlaridagi uzoq va qisqa muddatli kreditlar yig'indisi jamiga bo'lish orqali aniqlaymiz. Buni quyidagicha ifodalab olsak maqsadga muvofiq bo'ladi (Xudoyqulov, 2021):

$$r_d = \frac{\text{Foizlar shaklidagi xarajatlar (180 satr)}}{\text{Uzoq muddatli kreditlar + Qisqa muddatli kreditlar (570, 730 satr)}}$$

Buning natijasida korxona foydasining necha foizida

korxonaga qarz mablag'larini jalb etganligi kelib chiqadi.

3-jadval

"Toshkent yog'-moy kombinati" AJ ba'zi ko'rsatkichlari qiymatlari

Korxona nomi	Yillar	ROE	Qarz kapitali xususiy kapitalga nisbati	Joriy likvidlik	Qarz kapitali bahosi
"Toshkent yog'-moy kombinati" AJ	2022	0.21	0.25	1.03	6.69
"Toshkent yog'-moy kombinati" AJ	2021	-0.98	1.09	0.74	39.08
"Toshkent yog'-moy kombinati" AJ	2020	-0.11	0.97	1.15	9.34
"Toshkent yog'-moy kombinati" AJ	2019	0.07	0.43	1.15	8.62

Manba: Moliyaviy hisobot natijalaridan foydalanilib, muallif tomonidan tuzildi

Ushbu yuqorida aniqlangan ma'lumotlar asosida korxona kapitali o'rtacha tortilgan qiymati quyidagicha aniqlanadi: $WACC = r_e \times w_e + r_d \times w_d \times (1 - T) = 0.75 \times 19.58 + 0.25 \times 6.69 \times 0.85 = 16.11\%$. Demak, biz tahlil

qilayotgan korxona kapital o'rtacha tortilgan qiymati 16.11% ni tashkil etmoqda. Bu qiymat korxona xususiy hamda qarz mablag'larining har 100 so'mini jalb qilishda 16.11 so'm xarajat qilayotganligini ko'rsatadi.

4-jadval

Yog'-moy ishlab chiqaruvchi AJlari qarz yuki hamda qarz bahosi hisobi

Korxonalar nomi	Qarz yuki (x)	Qarz bahosi (y)
Andijon yog'-moy AJ	6.91	15.77
Asaka yog' AJ	3.74	4.17
Guliston yog' ekstraktsiya AJ	1.82	9.02
Farg'ona yog'-moy AJ	3.39	4.2
Yangiyo'l yog'-moy AJ	0.25	8.86
Qarshi yog' ekstraktsiya AJ	3.79	10.83
Yog'gar Beruniy AJ	1.51	10.05
Qo'qon yog'-moy AJ	1.82	7.34
Toshkent yog'-moy kombinati AJ	0.97	6.69

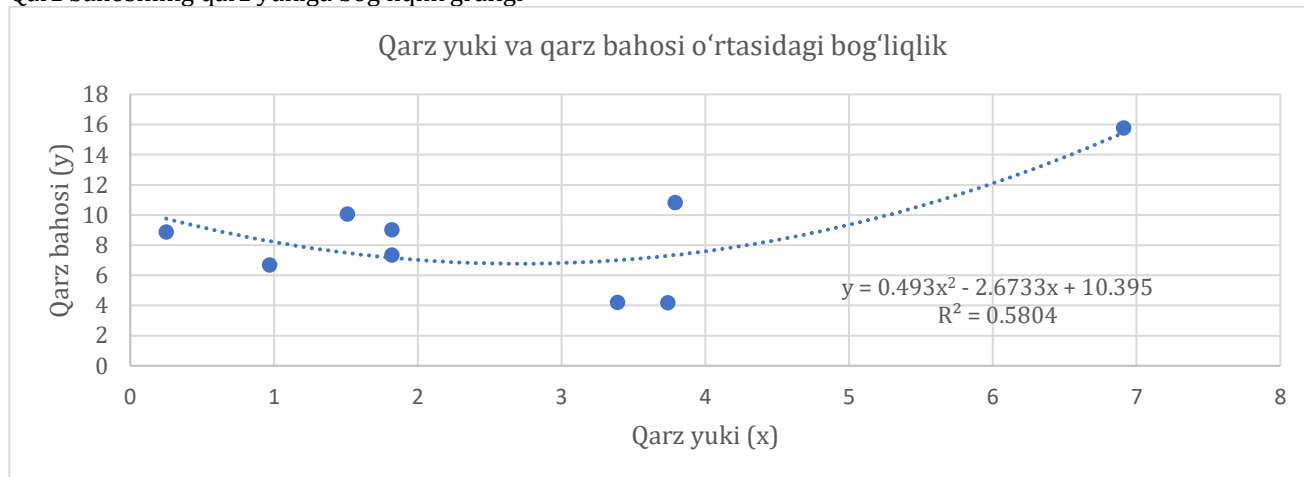
Manba: Moliyaviy hisobot natijalari asosida muallif tomonidan tayyorlandi

Quyidagi berilgan grafikda korxonalar qarz yuki va qarz bahosining bog'liqligi o'rtasida grafik tasvirlangan. Shuningdek, grafik ma'lumotlari asosida kvadratik

regression tenglama shakllantirib olingan va determinatsiya koeffitsienti tekshirilgan.

1-grafik

Qarz bahosining qarz yukiga bog'liqlik grafigi



Manba: Ma'lumotlar asosida muallif tomonidan shakllantirildi

Yuqorida keltirilgan grafik ma'lumotlaridan anglashiladiki, determinatsiya koeffitsienti tanlab olingan 10 ta korxonalar o'rtasida 0.5804 ga teng ekan. Bundan korxonalar o'rtasida Cheddok shkalasiga ko'ra, sezilarli darajada bog'liqlik mavjudligi anglashiladi.

Bizga ma'lumki, qarz bahosi miqdori qarz yuki miqdoriga tog'ridan-to'g'ri bog'liq, shuning uchun bizga ma'lum bo'lgan funktsiyaning o'suvchi tomoni biz uchun muhim sanaladi. Yuqorida ega bo'lgan funktsiyamiz

$y = 0.493 \times x^2 - 2.6733 \times x + 10.395$ hosilasini nolga tenglashtirib, so'ngra oraliqda o'suvchanligini tekshirganimizda quyidagi ifodaga ega bo'lamiz:

$$\frac{dy}{dx} = 2 \times 0.493 \times x - 2.6733 > 0$$

$$0.986x > 2.6799$$

$$x > 2.71$$

Demak funktsiya $x > 2.71$ da o'suvchan bo'ladi. Shuning uchun korxonalarning qarz kapitali qiymati qarz yuki qiymati 2.71 dan kichik bo'lganda bir xil songa teng bo'lib, 2.71 dan oshishi bilanoq qarz bahosi ham oshib boradi. Qarz yukining eng yuqori qiymatini 10 ga teng deb olamiz.

Korxona qiymati darajasini kapital strukturasi bog'liq holda o'rganish anchagina murakkab jarayon, shuning uchun biz xususiy hamda qarz kapitali bahosini qarz yuki ko'rsatkichidan kelib chiqib baholab, ularning

qiymatlari qarz yuki darajasi 2.71 dan kichik bo'lganda o'zgarimasdan qolishini hamda shuningdek, 2.71 dan oshishi natijasida ikkala kapital bahosi ham oshib borishini aniqlaymiz. Kapitalning optimal strukturasi shakllantirish bu cheksiz jarayondir, ya'ni korxonalar 1% qarz kapitalini ko'paytirib, 1% ga xususiy kapitalni oshirish imkonlarini ko'rib chiqishi mumkin. Boshqalari

esa turlicha yo'ldan borishlari ham mumkin. Tadqiqotimizda tahlil qilayotgan korxonalarimiz qarz kapitalini qo'shimcha 5% ga oshirish natijasida uning qiymatlari qanday o'zgarib borishiga aniqlik kiritamiz. Korxonalar qiymatining kapital strukturasi bog'liq holda hisoblab chiqilgan ko'rinishlarini quyidagi jadval orqali bilishimiz mumkin.

5-jadval

“Toshkent yog'-moy kombinati” AJ qiymatining qarz ulushi natijasida o'zgarib turish jadvali

Qarz kapitali ulushi (%)	Qarz yuki (Jami qarz/Asosiy faoliyat foydasi)	Xususiy kapital bahosi (%)	Qarz kapitali bahosi (%)	Kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati (%)	Korxonaning fundamental qiymati (mln so'm)
0	0.00	19.58	6.69	19.58	16076
5	0.17	19.58	6.69	18.89	16220
10	0.35	19.58	6.69	18.19	16370
15	0.54	19.58	6.69	17.50	16521
20	0.74	19.58	6.69	16.80	16678
25	0.97	19.58	6.69	16.11	16837
30	1.22	19.58	6.69	15.41	17002
35	1.49	19.58	6.69	14.72	17169
40	1.77	19.58	6.69	14.02	17344
45	2.06	19.58	6.69	13.33	17522
50	2.36	19.58	6.69	12.63	17709
55	2.68	19.58	6.69	11.94	17900
60	3.08	22.12	6.83	12.33	17790
65	3.70	25.46	7.25	12.92	17631
70	4.44	27.85	8.24	13.26	17543
75	5.97	31.03	12.01	15.41	17002
80	7.51	37.05	18.12	19.73	16045
85	9.45	42.54	29.16	27.45	15688
90	>10	-	-	-	-
95	>10	-	-	-	-

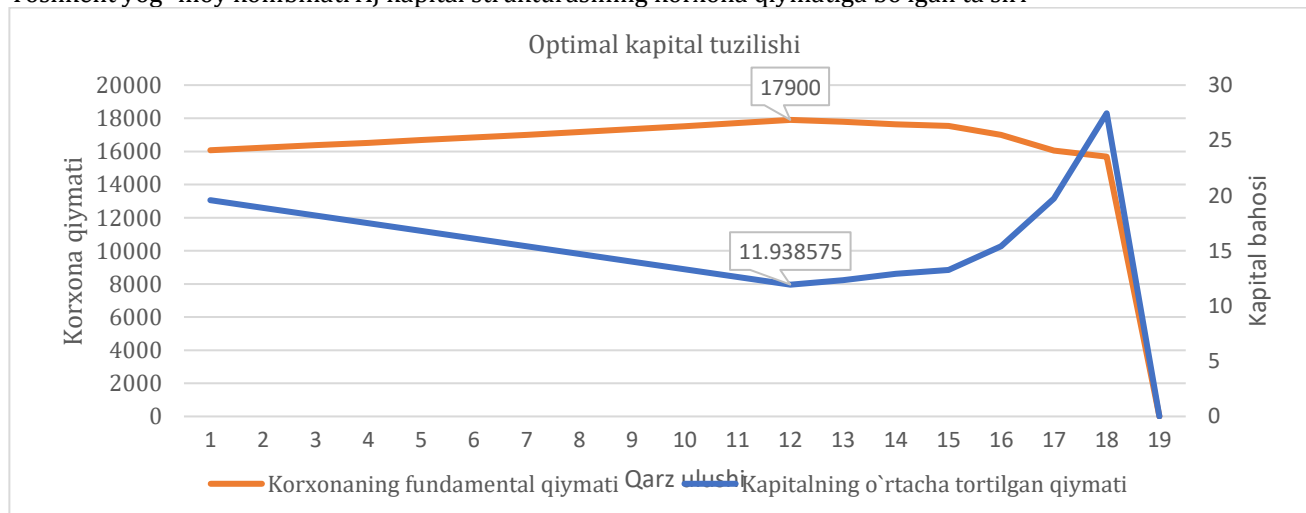
Manba: Moliyaviy hisobot natijalari asosida muallif tomonidan tayyorlandi

Regression formula hisob kitoblari asosida korxona kapitalining eng optimal ko'rinishi korxona 55% kapitalini qarz mablag'lari evaziga shakllantirganda erishishi mumkinligi aniqlanadi. Korxona aslida biz tahlil qilayotgan davrda 25% lik qarz ulushiga ega bo'lib, qiymatini 16.837

mln so'mga tenglashtirgani ifoda etilgan. Kapital optimallasuvi natijasida qiymat 17.9 mlrd so'mgacha, ya'ni qo'shimcha korxona qiymatini 1.063 mlrd so'mgacha oshirish mumkinligi aniqlandi. Bu degani korxona o'z qiymatini 6.31% ga ko'tarish imkoniyati bor deganidir.

2-grafik

Toshkent yog'-moy kombinati AJ kapital strukturasi korxona qiymatiga bo'lgan ta'siri

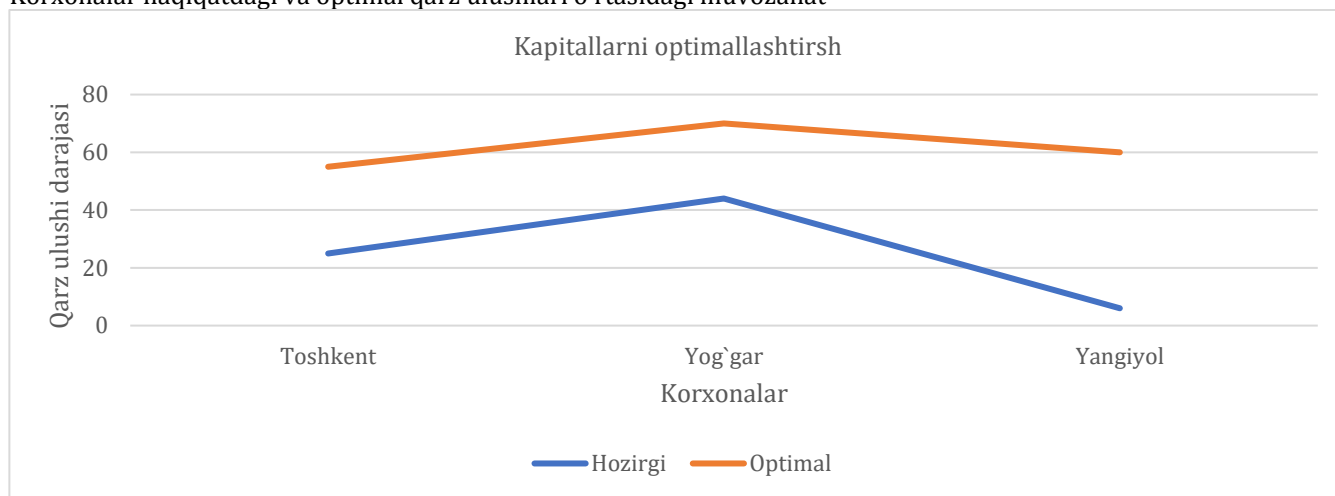


Manba: Muallif tomonidan tayyorlandi.

Tahlil mobaynida uchta bir biriga o'xshash hamda bir xil sanoatda faoliyat olib borayotgan aksiyadorlik jamiyatlari kapital strukturasi korxona qiymatiga bo'lgan ta'siri o'rganib chiqildi.

3-grafik

Korxonalar haqiqatdagi va optimal qarz ulushlari o'rtasidagi muvozanat



Manba: Moliyaviy hisobot shakllari ma'lumotlaridan foydalanib, muallif tomonidan tayyorlandi

Tahlil ma'lumotlaridan ko'rinmoqdaki, Yog'gar aksiyadorlik jamiyati haqiqiy qarz kapitali ulushi va optimal qarz kapitali ulushi ham qolgan korxonalar darajasidan yuqori chiqmoqda. Bunga bir qancha sabablar bo'lishi mumkin. Bir tomondan xususiy kapital qiymatining qarz kapitali qiymatidan yuqori bo'lishi korxona kapital strukturasi optimallashtirish zarurligini tavsiflaydi.

Korxonalar kapitali tuzilishini samarali boshqarish natijasida ularning fundamental qiymatlari

ham o'zgarib boradi va korxonaning q_u^i darajadan q_u^{i+1} darajagacha qarz ulushining oshirilishi korxona qiymatini qanchaga oshirilishi o'rganiladi.

$$Sensitivity_{q_u^i, q_u^{i+1}} = \frac{FV_{q_u^i}}{FV_{q_u^{i+1}}} - 1$$

Qarz ulushi darajasining qo'shimcha 5% ga oshirilishi korxona qiymatining qanchalik darajaga o'zgartirishi mumkinligi sensitivlik (sezuvchanlik) tahlili asosida amalga oshiriladi.

6-jadval

AJ lari qiymatining kapital strukturasi bo'lgan sensitivligi

Qarz kapitali ulushining o'zgarishi (oshirib borish, % da)	Kapital tuzilishining korxona qiymatiga bo'lgan sensitivligi (%)		
	Toshkent yog'-moy kombinati AJ	Yog'gar AJ	Yangiyo'l yog'-moy AJ
0% dan 5% ga	0.895	1.506	1.440
5% dan 10% ga	0.925	1.187	0.280
10% dan 15% ga	0.922	1.173	1.188
15% dan 20% ga	0.950	1.159	1.512
20% dan 25% ga	0.953	1.433	1.526
25% dan 30% ga	0.980	1.412	1.599
30% dan 35% ga	0.982	1.114	1.649
35% dan 40% ga	1.019	1.377	1.705
40% dan 45% ga	1.026	1.087	1.761
45% dan 50% ga	1.067	1.359	1.824
50% dan 55% ga	1.079	1.609	1.858
55% dan 60% ga	-0.615	1.319	1.972
65% dan 70% ga	-0.894	1.563	2.058
70% dan 75% ga	-0.499	1.538	-1.747
75% dan 80% ga	-3.084	1.515	-7.589
80% dan 85% ga	-5.629	-3.483	-9.155
85% dan 90% ga	-2.225	-3.866	-5.883
90% dan 95% ga		-3.485	-16.03
Kapital tuzilishiga oid sensitivlik o'rtachasi	0.99	1.35	1.56

Manba: Muallif tomonidan tayyorland

Jadvalga asosan ushbu ko'rsatkich doimiy ravishda bir xil tempda bo'lmaydi, balki qarz kapitali ulushining oshib

borishi bilan bu ko'rsatkich ham oshib boraveradi. Ikkinchi tomondan esa, kapital optimal darajasi tarkibida qarz ulushining oshib ketishi ushbu ko'rsatkichni kamayishiga olib kelib, qarz yuki bilan qarz bahosi o'rtasidagi chiziqsiz bog'lanishni aks ettiradi.

Korxona fundamental qiymatining kapital tuzilishiga bo'lgan sensitivligi har bir korxona uchun alohida ishlab chiqilib, bir iqtisodiyot sektorida faoliyat yuritayotgan korxonalar sensitivligi o'rtachasi esa $Sensitivity_{q_u}^{FV}$ asosida aniqlanadi, va shuningdek qarz kapitali ulushi optimal chegaradan oshib ketmasligi talab etiladi:

$$Sensitivity_{q_u}^{FV} = \overline{Sensitivity_{q_u, q_u^{i+1}}^{FV}}$$

$$\forall q_u^i: |q_u^{i+1} - q_u^i| = 5\%$$

$$q_u^i, q_u^{i+1} \leq q_u^{opt}$$

Masalan bu ko'rsatkich Toshkent yog'-moy kombinati aksiyadorlik jamiyatida – 0.99% ni, Yog'gar Beruniy aksiyadorlik jamiyatida – 1.35% ni va shuningdek, Yangiyo'l yog'-moy aksiyadorlik jamiyatida esa – 1.56% ni tashkil etayotganligi tadqiqotimiz orqali aniqlandi.

Xulosa va takliflar

Korxonalar qiymati sensitivligi ko'rsatkichining qanchalik darajada yuqori bo'lishi korxonalar fundamental qiymati hamda kapital strukturasi o'rtasidagi bog'liqlikning ham shunchalik yuqori bo'lishidan dalolat berib, kapital strukturasi optimallashtirish zarurligini ko'rsatadi. Olingan tadqiqot natijalaridan kelib chiqqan holda tahlil qilinayotgan korxonalarda kapital strukturasi qarz mablag'lari haqiqatdagi ulushini to optimal darajagacha bo'lgan chegarada qo'shimcha 5% ga oshirib, korxonalar fundamental qiymatini 1.0-1.5% gacha oshirish mumkinligi asoslandi.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. Donaldson, G., 1961. Corporate Debt Capacity: A Study of Corporate Debt Policy and the Determination of Corporate Debt Capacity. Division of Research, Graduate School of Business Administration. Boston: Harvard University.
2. Fama, E. F., and Miller, M.H., 1972. The theory of finance. Rinehart and Winston. New York: Holt.
3. Hamada, 1972. The effect of firm's capital structure on the systematic risk of common stocks. The journal of Finance, 27(2), pp. 435-452.
4. Kulkarni. P. V, 1988. "Business Finance Principles and Practice". Bombay: Himalaya Publishing House.
5. Modigliani. F and Miller. M., 1958. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. American Economic Review, pp. 261-297.
6. Myers, S. C., and Majluf, N., 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. Journal of Financial Economics, Tom 13, pp. 187-224.
7. Ross S. A., 1977. The determination of financial structure: The incentive signalling approach. Bell Journal of Economics, Tom 8(1), pp. 23-40.
8. Xudoyqulov X. X, 2021. Aksiyadorlik jamiyatlari kapital qiymatini baholashning metodolik asoslarini takomillashtirish, Toshkent: DSc avtoreferati..