

Капитални бошқариш компания қийматини бошқариш усули сифатида

Азизбек Дониёр ўғли Бегимов
Суннатилла Шодмонович Салимов
Тошкент молия институтини

Аннотация. Ушбу ишда муаллиф томонидан капитал тузилмасини бошқаришнинг асосий усуллари тавсифи, унинг алоҳида қисмларини бошқаришнинг кучли ва ожиз жиҳатлари тақдим этилган. Муаллиф томонидан компания қийматига таъсир кўрсатишнинг назарий жиҳатдан икки усули – унинг активлари тузилмасига таъсир кўрсатиш ёхуд компания пассивлари тузилмасини ўзгартириш белгиланган.

Калит сўзлар: капиталнинг тузилмаси; компания қиймати; қийматни максималлаштириш; капитал тузилмасини бошқариш; қарз олинган капитал; ўз капитали; молиявий левежи; капитал тузилмаси омиллари

Capital management as a way to manage company value

Azizbek Doniyor oglu Begimov
Sunnatilla Shodmonovich Salimov
Tashkent Financial Institute

Abstract: In this work, the author describes the main methods of managing the capital structure, the strengths and weaknesses of the management of its individual parts. The author theoretically identifies two ways to influence the value of a company - to influence the structure of its assets or to change the structure of the company's liabilities.

Keywords: structure of capital; value of company; value maximization; capital structure of management; borrowed capital; own capital; financial leverage; capital structure factors

Ҳозир дунёда иқтисодий шарт-шароитлардан қатъи назар компаниянинг қийматини максималлаштириш ва фойда олиш ҳисобига мулкдорларнинг бойлигини кўпайтириш исталган тадбиркорлик фаолиятининг асосий мақсади ҳисобланади. Бу жиҳатдан компаниянинг қиймати мулкдорлар бойлиги ўсишининг асосий воситалари билан бирхиллаштирилади. Шундай қилиб, корхона мулкдорларининг бойлиги доимо кўпайиб бориши учун компания

қийматини максималлаштириш мақсадида қиймат миқдорига таъсир кўрсатишнинг муайян усулларидан фойдаланиб компания қийматига таъсир кўрсатиш зарур.

Компания қийматини максималлаштириш мақсадида қийматга таъсир кўрсатишнинг барча мумкин бўлган усуллари у ёки бу даражада ташкилот баланси элементларига таъсир кўрсатишнинг юқорида айтиб ўтилган икки усулига бориб тақалади. Активларга таъсир кўрсатиш ҳолатида активлар томонидан ҳосил қилинадиган пул оқимлари тадқиқ этилади. Пассивлар билан бўлган ҳолатда активлар тузилмасини, хусусан, капитал тузилмасини шакллантирадиган манбалар тузилмаси тадқиқ этилади. Манбалар тузилмаси ўзида эълон қилинган материалларда кўп сўз юритиладиган ва муҳокама қилинадиган бизнес қийматини максималлаштиришда фойдаланиладиган воситани ифодалайди. Айни вақтда, ушбу восита амалиётда жуда камдан-кам қўлланилади. Бу унга жуда кўплаб омилларнинг таъсир кўрсатиши билан боғлиқ. Бу омилларнинг таркиби тармоқнинг аниқ шарт-шароитларига ва умуман иқтисодиётнинг ҳолатига боғлиқ. Бу эса капитал тузилмасини бошқаришни жуда қийин жараёнга айлантиради.

Капитал тузилмасини бошқаришнинг турли амалиётлари тадқиқ этилиши яқунлари бўйича капитал тузилмасини бошқариш усулини қўллаш орқали ташкилот қийматини максималлаштириш бизнес қийматини бошқариш тизимида қийматни оширишнинг энг самарали инструменти ҳисобланади.

Замонавий иқтисодиёт шароитида тадбиркорлик фаолиятининг асосий мақсади, айнан олганда, мулкдорларнинг бойлигини ошириш ташкилотнинг янги қийматини шакллантирадиган қўшимча пул оқимини яратишга тўғридан-тўғри боғлиқдир. Бинобарин, бизнес қийматини максималлаштириш мақсадида қиймат миқдорини шакллантирувчи у ёки бу кўрсаткичлар орқали унинг миқдорига таъсир кўрсатиш бўйича бир қанча усуллардан фойдаланиш зарур.

Қийматни бошқариш нуқтаи назаридан бизнес қиймати миқдорини оширишга кўпчилик ёндошувлар стратегик менежмент ва маркетинг усулларини, масалан:

- тегишли тарзда бозорга йўналтирилган стратегияни ишлаб чиқиш;
- корхонани самаралироқ операцион бошқаришни ташкил этиш;
- корхонанинг қатъий белгиланган харажатларини пасайтириш (ортиқча қувватларни сақлашга чиқимларни камайтириш);
- дебитор қарздорлик оборотда бўлишини (айланишини) тезлаштириш;
- тўпланган захираларни реализация қилиш;
- қарзларни тўлаш орқали молияга билвосита таъсир кўрсатишни назарда тутати.

Юқорида санаб ўтилган барча усуллар аналитик жиҳатдан фақат ҳисобот беришнинг ретроспектив маълумотларига йўналтирилган кўпроқ фойда олишни бошқариш моделига тегишлидир. Ушбу камчилик нафақат ретроспектив маълумотларни таҳлил қилишни эмас, балки ретроспектив маълумотларни ушбу қийматга келтириш имкониятини ҳам назарда тутадиган бошқарувнинг қиймат концепцияси билан бартараф этилади. Бошқача сўзлар билан айтганда, қийматни бошқариш молиявий менежмент жараёни сифатида фойдани бошқариш имкониятини берибгина қолмасдан, балки қўйилган капиталдан самарали фойдаланишни ошириш имконини ҳам беради (бу алоҳида қизиқиш уйғотади).

Молиявий менежментда компания қийматини максималлаштиришнинг икки йўли ажратиб кўрсатилади. Биринчиси – активлар тузилмасига таъсир кўрсатиш ҳисобига - компания қиймати кўпайишига кўмаклашадиган активлар элементларининг аниқ нисбатини танлаш. Бунда интеллектуал мулк, мулкӣ ҳуқуқ, ишбиламонлик нуфузи қиймати кирадиган номоддий активлар тузилмасига алоҳида эътибор бериш тавсия этилади.

Компания қийматини максималлаштиришнинг иккинчи варинати - ташкилотнинг пасивлари тузилмасига таъсир кўрсатиш ҳисобига. Ушбу усул компания активларини молиялаштириш манбаларининг мақбул тузилмасини шакллантириш механизми сифатида қийматни бошқариш тизимида асосий қизиқиш уйғотади. Бу кейинчалик корхона учун қўшимча пул оқими юзага келишига имкон яратади. Ушбу нисбат аниқ шароитларда корхона ўзининг асосий фаолиятини амалга оширадиган муайян тармоқ учун хос бўлган ички ва ташқи муҳитнинг бир қанча омилларига боғлиқ бўлади [9].

Тадқиқ этиладиган ташкилотнинг аниқ муҳитига боғлиқ ҳолда қўлланиладиган капитал тузилмасининг катта миқдордаги детерминанти мавжуд. Умуман олганда капитал тузилмасининг бир қанча умумий белгиловчи омиллари ажратиб кўрсатилади:

- капиталнинг миқдори ва даромадлилиги;
- ўсиш имконияти;
- активлар тузилмаси;
- манбалар қиймати;
- макроиқтисодий омиллар;
- солиқ солиш даражаси;
- ҳаётий цикл босқичи;
- давлат мулки улуши;
- молиявий менталитет;
- шаклланган тузилмани ҳисобга олиш;
- таваккалчилик даражаси [4].

Капитал тузилмасининг санаб ўтилган детерминантлари орасида макроиқтисодий омиллар алоҳида ажратиб кўрсатилади, улар орасида кўпича икки гуруҳ : давлатнинг фискал ва монетар сиёсати омиллари ажратиб кўрсатилади. Менежерлар қарор қабул қилар эканлар тенг даражада ҳам ички, ҳам бошқарув жараёни ва қабул қилинадиган қарорларнинг хусусияти изчиллигини белгилайдиган ташқи омиллар маълумотларига амал қилиши лозим деб ҳисобланади [1].

Капитал тузилмасининг энг машҳур классификацияси ўзида компания активларини молиялаштириш манбаларини ўз маблағларига ва қарз олинган маблағларга ажратишни ифодалайди. Уларнинг нисбати (молиявий леве́риж) компаниянинг самарали ишлашини таъминлаш учун зарур бўлган ўз капитали ва қарз олинган капитал элементларининг мақбул чағиштирилишини ифодалайди [11].

Капитал тузилмаси компаниянинг қийматида кўрсатадиган жами самарани таҳлил қилишда компания томонидан молиялаштириш манбалари сифатида фойдаланиладиган капиталнинг ҳар иккала турининг ҳам қимматли жиҳатлари, ҳам камчиликлари борлиги аниқланган. Жумладан, ўз капиталидан фаол фойдаланиш зарур ресурсларни тезликда ва энг кам чиқим билан жалб этиш (айниқса қайта инвестициялашга йўналтириладиган тақсимланмаган фойдадан фойдаланишда) ва компаниянинг молиявий барқарорлигини таъминлаш имконини беради. Бироқ ўз маблағларидан устун даражада фойдаланиш компанияга қарз олинган капиталдан бир неча баравар қимматга тушади. Бу пировард истикболда ҳамкорлик қилиш учун компанияни камроқ жозибador қилиб қўяди.

Агар қарз олинган капитални капитал тузилмасининг асосий манбаи сифатида қараладиган бўлса, унинг афзалликлари қаторида энг аввало қарзларни жалб этишнинг (кредит тарихи яхши бўлган тақдирда), ўз капитали рентабеллигини ва ташкилотнинг молиявий салоҳиятини оширишнинг катта имкониятларини ажратиб кўрсатиш зарур. Айтиш мумкин вақтда капитал тузилмасида қарз олинган маблағларнинг кўп эканлиги бизнеснинг фойда олишини пасайтириши ва молиявий барқарорлик пасайиши хавфи, тўловга лаёқатлилик йўқолиши каби хавф-хатраларга олиб келиши мумкин [8].

Капитал тузилмаси элементларининг ушбу плюслари ва минуслари маблағлар манбаларининг тузилмаси корхона молиявий ҳолатининг бир қанча омилларида боғлиқлигининг корреляцион таҳлили натижалари билан тасдиқланади. Таҳлил натижалари бўйича компания капиталининг тузилмаси унинг фойда кўриши ва активларининг ликвидлиги билан салбий боғлиқликда бўлади. Бундан ташқари, ривожланаётган мамлакатларда компаниянинг активлари унинг қарз нисбати билан салбий боғлиқликда бўлади (моддий

активларнинг юқори даражаси - қарз олувчи дефолт бўлган тақдирда кредиторлар учун кафолат эмас). Бошқа томондан, компаниянинг ўлчами ва унинг активларининг айланиши қарздорлик даражаси билан ижобий боғлиқликда бўлади. Тадқиқотнинг эмпирик натижалари иерархия назариясини тасдиқлайди. Унга мувофиқ ликвидлик даражаси юқори бўлган фойда оладиган корхона қарздорликнинг паст даражасига эга бўлади [2].

Иерархия назариясидан фойдаланиш элдаги кўпчилик корхоналар учун ҳам, дунёнинг кўплаб компаниялари, устун даражада саноат коипаниялари учун ҳам хосдир. Жумладан, дунёнинг кўпчилик саноат компаниялари тақсимланмаган фойдадан фойдаланишни биринчи ўринга қўйиб ўзларининг капитали тузилмасини қурадилар. Сўнгра маблағларни банк кредитлари ва қарзлар орқали жалб этиш бошланади. Фақат охириги босқичда капитал тузилмасида акциялар эмиссияси ва қарзга олинган қимматли қоғозлар қолади.

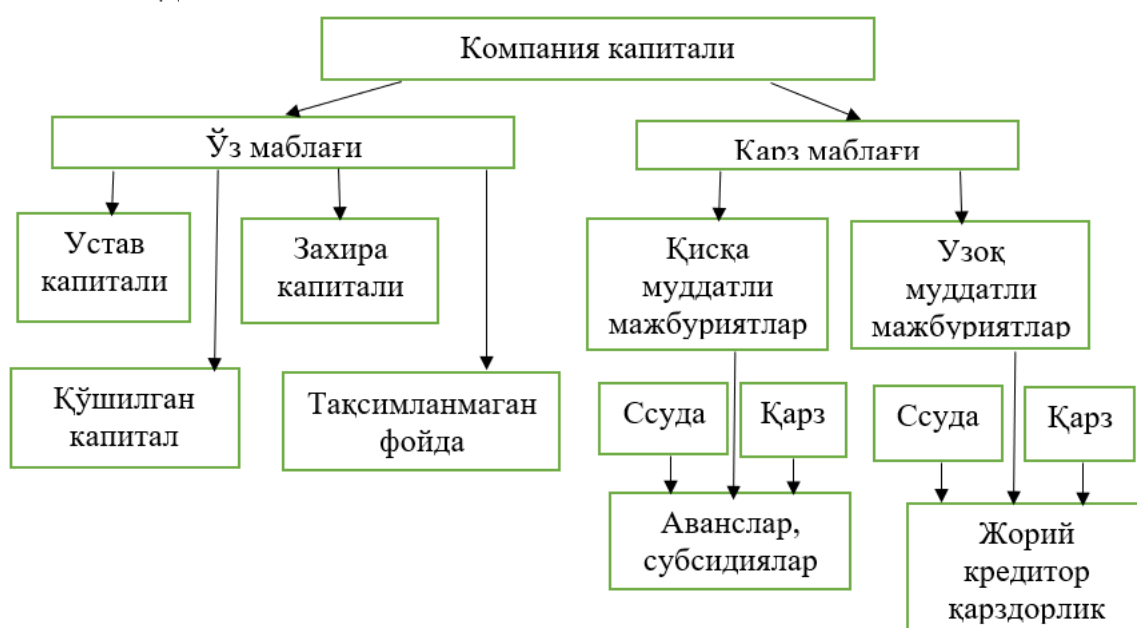
Агар Давид Рикардо, Адам Смит ва Карл Маркс томонидан акс эттирилган «капитал тузилмаси» ва «капитал қиймати» тушунчалари маъноси бирлаштирилса, капитал тўғрисида қуйидагича хулосага келиш мумкин: капитал унинг мулкдорига фоиз шаклида даромад келтиради, бунда капиталдан фойдаланиш ундан фойдаланганлик учун ҳақ тўлаш билан боғлиқдир. Капитал қийматининг моҳияти эса ушбу ҳолатда икки хил ифодаланади. Биринчидан, капиталнинг қиймати ўзида капиталга хизмат кўрсатиш бўйича ҳақиқий харажатларни ифодалайди. Ушбу талқинда капитал қиймати миқдорини тадқиқ этиш «ҳақиқий жиҳат» кўрсаткичи таҳлил қилинишини талаб этадиган бошқарув мақсадларида қўллаш учун муҳимдир. Иккинчидан, компания капиталининг қиймати жалб этилган (қўйилган) капиталга минимал даромад сифатида ифода этилган. Бундай ёндашувдан мулкдорни (ушбу ҳолатда инвесторни) маблағ қўйилган бизнеснинг истикболи қизиқтирадиган бизнес (ёки акциялар) қийматини баҳолашда фойдаланиш зарур [10].

Ўз-ўзидан ташкилотнинг капитали қийматини аниқлаш бизнеснинг узлуксиз фаолият кўрсатиши учун зарур бўлган маблағларнинг таркиби ва тузилмасини аниқлашнинг туб масалалари билан боғлиқдир. Бинобарин, молиялаштиришнинг оқилона тузилмасини баҳолаш мақсадида пассивларни таҳлил қилиш зарур. Бунда оптимал капиталнинг тегишли мезонларига амал қилиш зарур [7]. Бошқача сўзлар билан айтганда, ташкилотнинг ресурсларини оқилона тақсимлаш мақсадида капиталнинг тузилмасини мақбуллаштириш тартиб-таомилини амалга ошириш зарур.

И.А.Бланк томонидан таклиф этилган «капиталнинг мақбул тузилмаси» тушунчасига мувофиқ ушбу жараён ўзида ўз капиталидан ва қарз олинган капиталдан фойдаланиш нисбатини аниқлаш бўйича изчил хатти-ҳаракатларни ифодалайди. Бунда ўз капиталининг рентабеллиги даражаси билан молиявий

барқарорлик даражаси ўртасидаги мақбул пропорция таъминланади, яъни корхонанинг бозор қийматини максималлаштириш таъминланади [3].

Компания капитали тузилмасини мақбуллаштиришда қўлланиладиган методдан қатъи назар активларни шакллантириш манбаларининг танланган нисбати билан белгиладиган молиявий таваккалчиликни ҳисобга олиш зарур. Ушбу таваккалчилик унинг ҳисоб-китоби натижалари ҳар қандай ташкилот учун кенг аналитик қўлланиладиган молиявий левежиж сифатидаги восита ёрдамида энг тез-тез баҳоланади [6]. Молиявий левежижни бевосита баҳолашдан ташқари ўз капитали ва қарз олинган капитал тузилмасининг ҳар бир таркибий қисмига хос бўлган ўзига хос хавф-хатарларни ҳисобга олиш зарур. 2-расмда ўз маблағлари ва қарз олинган манбалар ажратиб кўрсатилган ташкилот капитали тузилмаси тақдим этилган.



2-расм. Ташкилотнинг ўз маблағлари ва қарз олинган манбалари тузилмаси

Расмдан кўриниб турибдики, ҳар бир ташкилотнинг капитали тузилмасига ҳосил бўлишнинг турлича табиатига эга бўлган ва тегишли равишда капитални мақбуллаштириш бўйича тадбирларни амалга оширишда ҳисобга олиниши зарур бўлган таваккалчилик капитали тузилмасини ташкил этувчи аниқ таркибий қисмига хос бўлган комплекс таркибий қисмлар киритилади [8].

Барча юқорида айтилганларни ҳисобга олиб ташкилот қийматини бошқариш тизимида капитал тузилмасини бошқариш зарурлиги тўғрисида хулоса қилиш мумкин. Чунки компания капитали тузилмасини мақбуллаштириш пировард натижада бизнес қийматини максималлаштиришга кўмаклашадиган ўз маблағлари ва қарз олинган капиталнинг зарур нисбатини шакллантириш имконини беради. Капитал тузилмасини иерархия тамойили бўйича шакллантирадиган жаҳоннинг кўпчилик компаниялари иқтисодиёт шароитларидан ва амалга ошиши эҳтимоли юқори бўлган хавф-хатарлар

комплексидан келиб чиқиб оқилона иш тутадилар. Кўпчилик жахон ташкилотларининг молиявий сиёсати ўзини оқлайди, бироқ ҳозирги вақтда капитал тузилмасида кичик улушга эга бўлган активларни шакллантириш манбалари улушини ошириш мақсадида ўз маблағлари ва қарз олинган капитал тузилмасини бошқариш молиявий барқарорликнинг юқори даражасини таъминлаш, узоқ муддатли истиқболда компаниянинг тўловга лаёқатини ва қийматини максималлаштириш мавзусининг муҳим масаласига айланади.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Mokhova N., Zinecker M. Macroeconomic factors and corporate capital structure / *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Volume 110, 2014, pp. 530-540.
2. Serghiescu L., Videan V.-L. Determinant factors of the capital structure of a firm – an empirical analysis / *Procedia Economics and Finance*, Volume 15, 2014, pp. 1447 – 1457.
3. И. А. Бланк Словарь-справочник финансового менеджера. - К.: «Ника-Центр», 1998 - йил. - 480 бет. - («Библиотека финансового менеджера» серияси; 1 - нашр).
4. М.А. Дядюк , Е.А.Круглова , В.В. Фощан , “Финансовый левверидж как инструмент оценки риска формирования финансовой структуры капитала торгового предприятия” // *Бизнес Информ.* – 2014 йил – №9. 272-278 бетлар.
5. С.Л. Жуковская, М.С. Оборин “Основные подходы к анализу источников финансирования деятельности предприятия” // *Фундаментальные исследования.* – 2014 йил – №6-5. – 969-973 бетлар.
6. В.И. Мамишев “Структура капитала и ее влияние на стоимость компании” // *Проблемы современной экономики.* – 2015. – №1 (53). – 91-95 бетлар.
7. “Оценка стоимости предприятия (бизнеса)” / А.Г. Грязнова, М.А. Федотова, М.А. Эскиндаров, Т.В. Тазихина, Е.Н. Иванова, О.Н. Щербакова. - М.: ИНТЕРРЕКЛАМА, 2013 - йил - 544 бет.
8. В.Ю.Сутягин – “Стоимость капитала: взгляды и проблемы трактовки” // *Социально-экономические явления и процессы.* – 2014 -йил – №3 (061). – 118-120 бетлар
9. Е.И.Шохин – Дарслик: Финансовый менеджмент / Под ред. проф. 2011 - йил – 480 бет.

References

1. Mokhova N., Zinecker M. Macroeconomic factors and corporate capital structure / *Procedia - Social and Behavioral Sciences*, Volume 110, 2014, pp. 530-540.

2. Serghiescu L., Videan V.-L. Determinant factors of the capital structure of a firm - an empirical analysis / *Procedia Economics and Finance*, Volume 15, 2014, pp. 1447 - 1457.

3. I. A. Blank Dictionary-reference book of the financial manager. - K. : "Nika-Center", 1998 - yil. - 480 bet. - ("Library of the financial manager" series; 1 - nashr).

4. M.A. Dyadyuk, E.A. Kruglova, V.V. Foschan, "Financial leverage as a tool for assessing the risk of the formation of the financial structure of the capital of a trading enterprise" // *Business Inform.* - 2014 yil - №9. 272-278 betlar.

5. C.L. Zhukovskaya, M.S. Oborin "Basic approaches to the analysis of sources of financing of the enterprise's activities" // *Fundamental research.* - 2014 yil - No. 6-5. - 969-973 betlar.

6. V.I. Mamishev "Capital structure and its influence on the company's value" // *Problems of modern economics.* - 2015. - No. 1 (53). - 91-95 betlar.

7. "Evaluation of the value of an enterprise (business)" / A.G. Gryaznova, M.A. Fedotova, M.A. Eskinarov, T.V. Tazikhina, E.N. Ivanova, O. N. Shcherbakov. - M. : INTERREKLAMA, 2013 - yil - 544 bet.

8. V.Yu. Sutyagin - "The cost of capital: views and problems of interpretation" // *Socio-economic phenomena and processes.* - 2014 -yil - No. 3 (061). - 118-120 betlar

9. EI Shokhin - *Darslik: Financial management* / Ed. prof. 2011 - yil - 480 bet.