

TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI DSC.03/10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI
ILMIY KENGASH

TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI

RAXMATULLAEV BOTIRJON ABDULXAMIDOVICH

AKSIYADORLIK JAMIYATLARIDA KAPITALLAR TARKIBINI
OPTIMALLASHTIRISH YO'LLARI

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI

Toshkent – 2023

**Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi avtoreferati
mundarijasi**

**Оглавление автореферата диссертации доктора философии (PhD)
по экономическим наукам**

**Contents of Dissertation Abstract of the Doctor of Philosophy (PhD) in
Economic Sciences**

| | |
|--|----|
| Raxmatullayev Botirjon Abdulxamidovich Aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallar tarkibini optimallashtirish yo'llari..... | 3 |
| Рахматуллаев Ботиржон Абдулхамидович Пути оптимизации структуры капитала в акционерных обществах..... | 29 |
| Рахматуллаев Ботиржон Абдулхамидович Ways to optimize the capital structure in joint-stock companies..... | 55 |
| E'lon qilingan ishlar ro'yxati Список опубликованных работ List of published works..... | 61 |

TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI
HUZURIDAGI DSC.03/10.12.2019.I.16.01 RAQAMLI
ILMIY KENGASH

TOSHKENT DAVLAT IQTISODIYOT UNIVERSITETI

RAXMATULLAEV BOTIRJON ABDULXAMIDOVICH

AKSIYADORLIK JAMIYATLARIDA KAPITALLAR TARKIBINI
OPTIMALLASHTIRISH YO'LLARI

08.00.07 – Moliya, pul muomalasi va kredit

Iqtisodiyot fanlari bo'yicha falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi
AVTOREFERATI

Toshkent – 2023

Falsafa doktori (PhD) dissertatsiyasi mavzusi O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasi huzuridagi Oliy attestatsiya komissiyasida B2022.4.PhD/Iqt2585 raqam bilan ro'yxatga olingan.

Dissertatsiya Toshkent davlat iqtisodiyot universitetida bajarilgan.

Dissertatsiya avtoreferati uch tilda (o'zbek, rus, ingliz (rezyume)) Ilmiy kengash veb-sahifasi (www.tsue.uz) va «ZiyoNet» axborot ta'lim portali (www.ziynet.uz) manziliga joylashtirilgan.

Ilmiy rahbar: **Olimjonov Odil Olimovich**
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Rasmiy opponentlar: **Karlibayeva Raya Xojabayevna**
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Berdiyarov Baxriddin Tavasharovich
iqtisodiyot fanlari doktori, professor

Yetakchi tashkilot: **Toshkent moliya instituti**

Dissertatsiya himoyasi Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti huzuridagi ilmiy darajalar beruvchi DSc.03/10.12.2019.I.16.01 raqamli Ilmiy kengashning 2023 yil « ____ » ____ kuni soat ____ dagi majlisida bo'lib o'tadi. Manzil: 100003, Toshkent shahri, Islom Karimov ko'chasi, 49-y. Tel.: (0 371) 239-28-71, faks: (0371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

Dissertatsiya bilan Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti Axborot-resurs markazida tanishish mumkin (____ raqam bilan ro'yxatga olingan). Manzil: 100003, Toshkent shahri Islom Karimov ko'chasi, 49-uy. Tel.: (0371) 239-28-71, faks: (0 371) 239-43-51, e-mail: tsue@tsue.uz.

Dissertatsiya avtoreferati __ yil « ____ » _____ kuni tarqatildi.

(____ yil « ____ » _____ dagi № ____ raqamli reyestr bayonnomasi).

M.P. Eshov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash raisi, i.f.d., professor

U.V. G'afurov

Ilmiy darajalar beruvchi ilmiy kengash kotibi, i.f.d., professor

S.K. Xudoyqulov

Ilmiy darajalar beruvchi Ilmiy kengash huzuridagi ilmiy seminar raisi, i.f.d., professor

KIRISH (falsafa doktori (PhD)dissertatsiyasi annotatsiyasi)

Dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati. Iqtisodiy islohotlar sharoitida globallashtirish va raqobat jarayonlarining tobora kuchayib borishi iqtisodiyotning barqarorligini ta'minlashda moliya bozori misli ko'rilmagan o'zgarishlarga sabab bo'lmoqda. Jahon iqtisodiyotida yuzaga kelgan noaniqliklar kapital oqimlarida jiddiy muammolarni yuzaga keltirmoqda. "Jahon sanoatida kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati 2021 yilda barcha tarmoqlar bo'yicha 6,6 foizda o'zgarishsiz qolgan. 2022 yilda kelib, 6,8 foizgacha oshishi kuzatilmoqda. Bu jarayon alohida tarmoqlarning rivojlanishida ham o'z ifodasini topmoqda"¹. Xususan, yirik korxonalar kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati va uning oqilona tarkibini aniqlashni taqozo etmoqda. Shuningdek, 2020 yilda AQShdagi kompaniyalar kapital qiymatidan kutilayotgan daromad 4,34 foizni, Yevropada 4,56, Yaponiyada 4,25, Xitoyda 4,69, Hindistonda 6,23 foizni tashkil etgan². Bu esa o'z navbatida, mazkur mamlakatlardagi kompaniyalarning biznes qiymatini, investitsion loyihalarni amalga oshirish va investitsiya salohiyati darajalarini aniqlashda kompaniyaning kapitali qiymatini baholashning optimal usulidan foydalanish zarurligini namoyon etadi.

Rivojlangan mamlakatlarning yirik kompaniyalarida kapitalni jalb etish, yirik investitsiya loyihalarini amalga oshirish va investitsion qarorlar qabul qilishda kapital tarkibini shakllantirish modellarini O'zbekiston iqtisodiyotiga joriy qilish natijasida milliy iqtisodiyotda faoliyat yuritayotgan korxonalarining kapitali tarkibiga ta'sir qiluvchi omillarni aniqlashda alohida ahamiyat kasb etadi. Jumladan, xususiy va qarz kapitalini e'tiborga olgan holda kapitalning o'rtacha tortilgan qiymatini hisoblash(WACC), moliyaviy leverej ta'siri(effect of financial leverage), moliyaviy koeffitsientlar(financial ratios) hamda zamonaviy optimallashtirish uslublarini(modern method of capital structure optimization) e'tiborga olgan holda kutilayotgan sof foydani aniqlash va kompaniyaning kapital tarkibini optimallashtirishga makro hamda mikrodarajadagi omillarning ta'sir darajasi bo'yicha tadqiqot olib borishga alohida e'tiborni talab etadi.

O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlarining kapitallashtirish darajasini yanada oshirish, iqtisodiy barqarorligini ta'minlash, investitsiya jarayonida ishtirokini yanada kengaytirishda ularning erkinligini mustahkamlashga alohida e'tibor qaratilmoqda. Bugunga kelib, korxonalar kapitali hamda biznes qiymatlarini baholashda chegirmaviy pul oqimlari metodologiyalaridan to'laqonli foydalanilmaslik va kapitallar tarkibini optimallashtirish usullari mavjud emasligi esa kompaniyalar o'z kapitallarini oshirishining zamonaviy usullaridan foydalanishga to'sqinlik qilmoqda. Shunga ko'ra, 2022-2026 yillarga mo'ljallangan Yangi O'zbekistonning taraqqiyot strategiyasi doirasida «Kapital bozorini yanada

¹ <https://www.kroll.com/en/insights/publications/cost-of-capital>

² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

rivojlantirish, qimmatli qog'ozlar chiqarilishini ko'paytirish, jismoniy va yuridik shaxslarning fond bozorida ishtirokini kengaytirish»³ vazifasi alohida belgilab berildi.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2015 yil 24 apreldagi PF-4720-son “Aksiyadorlik jamiyatlarida zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy etish chora-tadbirlari to'g'risida”gi, 2017 yil 7 fevraldagi PF-4947-son “O'zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo'yicha Harakatlar strategiyasi to'g'risida”gi, 2018 yil 22 yanvardagi PF-5308-sonli “Faol tadbirkorlik, innovatsion g'oyalar va texnologiyalarni qo'llab-quvvatlash yili”da amalga oshirishga oid davlat dasturi to'g'risida”gi farmonlari, 2015 yil 21 dekabrda PQ-2454-son “Aksiyadorlik jamiyatlariga xorijiy investorlarni jalb qilish borasidagi qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida”gi qarori, 2021 yil 13 apreldagi PF-6207-son “Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida”gi farmonlar va boshqa me'yoriy-huquqiy hujjatlarda belgilangan vazifalarni amalga oshirishda mazkur dissertatsiya ishi muayyan darajada xizmat qiladi.

Tadqiqotning respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo'nalishlariga mosligi. Mazkur dissertatsiya tadqiqoti respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining I. “Demokratik va huquqiy jamiyatni ma'naviy-axloqiy va madaniy rivojlantirish, innovatsion iqtisodiyotni shakllantirish” ustuvor yo'nalishiga muvofiq holda bajarilgan.

Muammoning o'rganilganlik darajasi. Aksiyadorlik jamiyatlari kapitallar tarkibini shakllantirish va optimallashtirish yo'llarining ilmiy-nazariy, uslubiy va amaliy muammolari F.Modilyan, M.Miller, R.Hamada, J.Shtiglits, S.Mayers, N.Mayluf, O.Blajevich, N.Kirilchuk, X.Askari, N.Maleki, S.Masud, J.Birman, P.Kryuger, P.Fernandes, A.Damodaran, S.Kaplan, R.Rubak, J.Lyu, D.Nissim, J.Tomas, M.Raxman, A.Shamsuddin, V.Badgi, Sh.Tadkod singari xorijlik iqtisodchi olimlarning ilmiy tadqiqot ishlarida o'ziga xos tarzda tadqiq etilgan hamda kapitallar tarkibini shakllantirish va optimallashtirish bilan bog'liq mavjud muammolar yoritilgan⁴.

³ O'zbekiston Respublikasi Prezidentining “Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida”gi PF-6207-son farmoni, 2021 yil 13 aprel.

⁴ 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.261–97.; Hamada R (1969) «Portfolio analysis, market equilibrium, and corporate finance» The Journal of Finance, Vol. 24, No. 1. pp. 13–31.; Stiglitz, Joseph E, (1969). «A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem» American Economic Review, American Economic Association, Vol. 59, No. 5 pp. 784-793.; Myers, S., and N.S. Majluf, (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information. Those Investors Do Not Have» Journal of Financial Economics Vol. 13, No.2 pp.187-221.; 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.; О.Г.Блажевич, Н.А.Кирильчук «Модели оценки стоимости капитала» Научный вестник: Финансы, банки, инвестиции - 2016 - №3 ст.47-52.; Hosein Asgari Alouj, Nahid Maleki Nia, Seyed Hassan Masoud and Sajjadian Amiri (2012). «The Effect of Systematic Risk on Cost of Capital determinants Applying CAPM Model: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE) », Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 6(10): 180-188.; Bierman, J. H. (1993). «Capital budgeting in 1992: a survey» Financial Management, 22(3):24.; Kruger, P., Landier, A. and Thesmar, D. (2011). «The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate», available at: <http://ssrn.com/abstract=1764024>.; Fernandez, P. (2003). «Equivalence of Ten Different

Aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallar tarkibini shakllantirishning nazariy, uslubiy va amaliy jihatlari o'zbekistonlik iqtisodchi olimlar O.Olimjonov, T.Malikov, B.Xodiyev, B.Berkinov, M.Eshov, A.Burxonov, M.Xamidulin, B.Tuxliyev, R.Karlibayeva, B.Toshmurodova, X.Qurbonov, S.Elmirzayev, Sh.Shoxa'zamiy, X.Xudoyqulov tomonidan ham o'ziga xos tarzda amalga oshirilgan⁵.

Dissertatsiya mavzusining dissertatsiya bajarilgan oliy ta'lim muassasasi ilmiy tadqiqot ishlari bilan bog'liqligi. Dissertatsiya mavzusi Toshkent davlat iqtisodiyot universitetining ilmiy tadqiqot ishlari rejasiga muvofiq "Iqtisodiyotni modernizatsiya qilish sharoitida moliya, bank va hisob tizimini muvofiqlashtirishning ilmiy asoslari" mavzusida ilmiy tadqiqot loyihasi doirasida bajarilgan.

Tadqiqotning maqsadi iqtisodiy islohotlarning hozirgi sharoitida aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallar tarkibini optimallashtirish bo'yicha taklif va tavsiyalar ishlab chiqishdan iborat.

Tadqiqotning vazifalari:

aksiyadorlik jamiyatlari kapitallarining iqtisodiy tabiatini yoritilishi natijasida ularni boshqarishning yangi vazifalari asosida optimallashtirish yo'nalishlarini asoslash;

aksiyadorlik jamiyatlarini moliyalashtirish manbalarining optimal instrumentlarini aniqlashga kompleks yondashuvni taklif etish;

kapitallarning o'rtacha tortilgan qiymatini aniqlash uslubiyotini tahlil qilish natijasida milliy iqtisodiyot shart-sharoitlaridan kelib chiqqan holda uslubiy tavsiya

Methods for Valuing Companies by Cash Flow Discounting». EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=367161>.; Fernandez, P. (2010). «WACC: Definition, Misconceptions and Errors». Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1620871>.; Damodaran, A. (2006). «Investment Valuation». New York: McGraw-Hill pp-710.; Damodaran, A. (2012). «Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset». Wiley; 3 editions, pp-992.; Kaplan, S., and Ruback, R. 1995. «The valuation of cash flow forecasts»: An empirical analysis. The Journal of Finance, Vol. 56, No. 4, pp.1059–1093.; Liu, J., Nissim, D., and Thomas, J. (2007). «Is Cash Flow King in Valuations»? Financial Analyst Journal, Vol 63, Issue 2, pp.56–65..; Rahman, M. L., and Shamsuddin, A. (2019). «Investor sentiment and the price-earnings ratio in the G7 stock markets». Pacific-Basin Finance Journal, 55, 46-62.; Vaibhav, B and Shweta, T. (2019). «A Study on Relative Valuation with Reference IPO Valuation in Dairy Industry». International Journal of Latest Technology in Engineering, Management & Applied Science, Vol 8, Issue 1, pp.58–66.

⁵ Олимжонов О.О., Маликов Т.С. Молиявий менежмент. – Тошкент: Академия, 1999. -193 б.; Ходиев Б.Ю., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н. Бизнес қийматини баҳолаш. Ўқув қуллама. – Тошкент: Фан, 2006, 228-б.; Эшов М. Корхонанинг фундаментал қийматини бошқариш: назария ва амалиёт. Монография. – Т.: Маънавият, 2020. - 200 б.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008. – 204 с.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари. Автореферат. – Т., 2018, 1-30-б.; Toshmurodova B., Elmirezayev S., Tursunova N. Moliyaviy menejment. Darslik. – Т.: Iqtisod-moliya, 2017. - 325 б; Курбонов Х. Корпоративные финансы. – Тошкент: Иқтисод-Молия, 2007. -40 с.; Тошмуродова Б.Е., Элмирзаев С.Е., Турсунова Н.Р. Молиявий менежмент. Дарслик. – Т.: ТМИ, 2017. 145-б.; Elmirezayev S. va boshqalar. Moliya bozori. Darslik. – Т.: Iqtisod-moliya, 2019. – 324 б.; Шохазамий Ш.Ш. Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик - Т.: ТФИ, 2012. -178 б.; Худойқулов Х.Х. Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш. Автореферат. – Т., 2021. 1-40-б.;

berish;

moliyalashtirish manbalarining alohida elementlarini tahlil qilish natijasida uning optimal nisbatlari aksiyadorlik jamiyati moliya-xo'jalik faoliyatining natijalariga bevosita bog'liqligini isbotlab berish;

aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallar tarkibi va dividend siyosatining o'zaro bog'liqligi aniqlanadi va ilmiy xulosalar ishlab chiqiladi;

aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallarni shakllantirish va uni optimalashtirishga yo'naltirilgan amaliy taklif va tavsiyalar tizimini ishlab chiqish hamda ilmiy xulosalarni asoslash;

kapitallar tarkibini optimallashtirish orqali aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy barqarorligini mustahkamlash yo'llari bo'yicha ilmiy va amaliy tavsiyalar berish.

Tadqiqotning ob'ekti sifatida ishlab chiqarish sohasida foyiyat yuritayotgan aksiyadorlik jamiyatlari olingan.

Tadqiqotning predmeti aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallarni shakllantirish va optimallashtirish jarayonida vujudga keluvchi moliyaviy munosabatlar hisoblanadi.

Tadqiqotning usullari. Tadqiqotda empirik, iqtisodiy-matematik modellashtirish, statistik ma'lumotlarni guruhlash, qiyosiy tahlil, tanlama kuzatuv, panel ma'lumotlar, korrelyatsion va regression tahlil usullaridan foydalanilgan.

Tadqiqotning ilmiy yangiligi quyidagilardan iborat:

uslubiy yondashuvga ko'ra “tranzaktsion xarajatlar”, “kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati”, “moliyaviy dastak” va “institutSIONAL cheklov” tushunchalariga kengaytirilgan hamda kapital qiymatini baholash mazmuniga ustunlik berilgan yondashuvga ko'ra takomillashtirilgan;

moliyaviy mustaqillik koeffitsiyentining mo"tadil darajasini ta'minlashda ichki moliyaviy zaxiralarning to'planish darajasi va barqaror passivlarni oshirish orqali kapital tarkibini optimallashtirish taklifi asoslangan;

aksiyadorlik jamiyatlarida aktivlar va passivlarni muvozanatlashgan boshqarish tizimida moliyaviy ekspluatatsion ehtiyojlardan ortiqcha resurslarni qisqartirish hisobiga joriy majburiyatlarni restrukturiza-tsiyalash taklifi asoslangan;

kapital tarkibini optimallashtirish hisobiga sof foydani oshirish imkoniyatlarini namoyon etuvchi istiqbolli stsenariy variantlari asosida 2025 yilga qadar prognoz ko'rsatkichlari ishlab chiqilgan.

Tadqiqotning amaliy natijalari quyidagilardan iborat:

aksiyadorlik jamiyatlari kapitallari tarkibi xususiy va qarz mablag'lari hisobiga shakllantirish orqali optimal kapitallar tarkibini shakllantirish siyosati ishlab chiqilgan;

aksiyadorlik jamiyatlari kapitalining optimal tarkibi determinanti bozor qiymatini maksimallashtirishda muvozanat ko'rsatkichlari hisobiga ta'minlanishi asoslangan;

aksiyadorlik jamiyatlari kapitalining optimal tarkibi xususiy kapital rentabelligining maksimal qiymati, kapital qiymatining minimal qiymati va moliyaviy risklarning minimal darajasida ta'minlashi tizimlashtirilgan;

aksiyadorlik jamiyati kapital tarkibini shakllantirish siyosatining ustuvor yo'nalishlari algoritmi tizimlashtirilgan;

aksiyadorlik jamiyatida barqaror passivlarning kapitallar tarkibidagi ulushini oshirishda uzoq muddatli korporativ obligatsion zayomlarni emissiya qilish bo'yicha moliyalashtirish strategiyasi ishlab chiqilgan;

aksiyadorlik jamiyati aktivlari va passivlarini muvozanatlashgan boshqarish tizimida moliyaviy ekpluatatsion ehtiyojlardan ortiqcha resurslarni qisqartirish hisobiga joriy majburiyatlarni restrukturizatsiya tartibi ishlab chiqilgan.

Tadqiqot natijalarining ishonchliligi. Tadqiqot natijalarining ishonchliligi yetakchi iqtisodchi olimlarning aksiyadorlik jamiyatlari kapital tarkibini optimallashtirish bo'yicha ilmiy-nazariy fikrlarini qiyosiy va tanqidiy tahlil qilish, ilg'or xorij tajribasini o'rganish hamda umumlashtirish, kapital tarkibini aniqlashning ekspert natijalari hamda milliy va xalqaro nufuzli tashkilotlarning rasmiy manbalariga asoslanganligi, jumladan, O'zbekiston Respublikasi Moliya vazirligi, Davlat aktivlarini boshqarish agentligining statistik ma'lumotlari, Koporativ axborot yagona portali va aksiyadorlik jamiyatlari statistik ma'lumotlariga asoslanib jarayonni tahlil qilish orqali ilmiy-nazariy xulosalar qilinganligi bilan belgilanadi.

Tadqiqot natijalarining ilmiy va amaliy ahamiyati. Tadqiqot natijalarining ilmiy ahamiyati unda ishlab chiqilgan nazariy, uslubiy xulosa va tavsiyalardan passivlar tarkibini optimallashtirish borasida amalga oshiriladigan ilmiy tadqiqot ishlarining ilmiy apparatini boyitish hamda metodologik asoslarini takomillashtirishda foydalanish mumkinligi bilan izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining amaliy ahamiyati ishlab chiqilgan nazariy, amaliy taklif va tavsiyalar asosida korxonalar biznes rejalarini shakllantirishda, kapital tarkibini oqilona shakllantirish yuzasidan amaliy-uslubiy qo'llanmalar ishlab chiqishda foydalanish mumkinligi bilan izohlanadi.

Tadqiqot natijalarining joriy qilinishi. Aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallar tarkibini optimallashtirish asoslarini takomillashtirish bo'yicha ishlab chiqilgan ilmiy-nazariy, amaliy va uslubiy taklif hamda tavsiyalar asosida:

uslubiy yondashuvga ko'ra "tranzaksion xarajatlar", "kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati", "moliyaviy dastak" va "institutSIONAL cheklov" tushunchalariga kengaytirilgan hamda kapital qiymatini baholash mazmuniga ustunlik berilgan yondashuvga ko'ra takomillashtirilgan mualliflik ta'riflari bo'yicha taklif 60410200 – Soliqlar va soliqqa tortish yo'nalishlari uchun "Soliqqa tortish tamoyillari" fani darsligida o'z aksini topgan (O'zbekiston Respublikasi Oliy va o'rta maxsus ta'lim vazirligining 2021 yil 18 avgustdagi 356/7-297-son buyrug'i). Natijada kapitallar

tarkibini shakllantirishga doir asosiy atamalar tavsifining yoritib berilishi talabalarda nazariy bilim va amaliy ko'nikmalarni hosil qilish imkoniyatini yaratgan;

moliyaviy mustaqillik koeffitsiyentining mo'tadil darajasini ta'minlashda ichki moliyaviy zaxiralarning to'planish darajasi va barqaror passivlarni oshirish orqali kapital tarkibini optimallashtirish taklifi "Toshloq paxta tozalash" aksiyadorlik jamiyati tomonidan "Aksiyadorlik jamiyati kapital tarkibini takomillashtirish" dasturini ishlab chiqishda foydalanilgan ("Toshloq paxta tozalash" aksiyadorlik jamiyatining 2022 yil 20 yanvardagi 01-son ma'lumotnomasi). Natijada investitsion strategiyani samarali realizatsiya qilish maqsadida jami kapitaldagi joriy majburiyatlar hajmini 12 %ga qisqartirish, EBIT ko'rsatkichni foizlar hisobiga iqtisod qilish orqali 2021 yilda sof foyda normasining maksimal darajasi va xususiy kapital rentabelligini 3,7 %ga oshirish imkoni yaratilgan;

aksiyadorlik jamiyatlarida aktivlar va passivlarni muvozanatlashgan boshqarish tizimida moliyaviy ekpluatatsion ehtiyojlardan ortiqcha resurslarni qisqartirish hisobiga joriy majburiyatlarni restrukturiza-tsiyalash bo'yicha taklifi "Toshloq paxta tozalash" aksiyadorlik jamiyati tomonidan "Aksiyadorlik jamiyati kapital tarkibini takomillashtirish" dasturini ishlab chiqishda foydalanilgan ("Toshloq paxta tozalash" aksiyadorlik jamiyatining 2022 yil 20 yanvardagi 01-son ma'lumotnomasi). Natijada barqaror passivlarning kapitalar tarkibidagi ulushini oshirishda uzoq muddatli korporativ obligatsion zayomlarni emissiya qilish bo'yicha moliyalashtirish strategiyasini rivojlantirish va majburiyatlar tarkibida joriy majburiyatlarning 9,3 %ga qisqartirilishi orqali to'lov qobiliyati pozitsiyasini mustahkamlash imkoni yaratilgan;

kapital tarkibini optimallashtirish hisobiga sof foydani oshirish imkoniyatlarini namoyon etuvchi istiqbolli stsenariy variantlari asosida 2025 yilga qadar prognoz ko'rsatkichlari taklifi "Toshloq paxta tozalash" aksiyadorlik jamiyati tomonidan "Aksiyadorlik jamiyati kapital tarkibini takomillashtirish" dasturini ishlab chiqishda foydalanilgan ("Toshloq paxta tozalash" aksiyadorlik jamiyatining 2022 yil 20 yanvardagi 01-son ma'lumotnomasi). Mazkur taklifning amaliyotga tatbiq etilishi natijasida aksiyadorlik jamiyatlari kapitalida xususiy kapitalning ulushi hamda qarz kapitali ulushini aniqlash, shuningdek qarz va xususiy kapital nisbatlarini hisoblash imkoni yaratilgan.

Tadqiqot natijalarining aprobatsiyasi. Mazkur tadqiqot natijalari 7 ta, shu jumladan, 5 ta respublika va 2 ta xalqaro ilmiy-amaliy konferentsiyada ma'ruza shaklida bayon etilgan va muhokamadan o'tkazilgan.

Tadqiqot natijalarining e'lon qilinishi. Dissertatsiya mavzusi bo'yicha jami 14 ta ilmiy ish, jumladan 1 ta darslik, 1 ta o'quv qo'llanma, 1 ta monografiya, O'zbekiston Respublikasi Oliy attestatsiya komissiyasi e'tirof etgan jurnallarda 3 ta ilmiy maqola, nufuzli xorijiy jurnallarda 1 ta ilmiy maqola nashr etilgan.

Dissertatsiyaning tuzilishi va hajmi. Dissertatsiya ishi tarkibi kirish, 3 ta bob, xulosa, foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati va ilovalardan iborat. Dissertatsiyaning umumiy hajmi 136 betni tashkil etadi.

DISSERTATSIYANING ASOSIY MAZMUNI

Ishning **kirish** qismida dissertatsiya mavzusining dolzarbligi va zarurati asoslangan, tadqiqotning maqsadi va asosiy vazifalari, ob'ekti va predmeti shakllantirilgan, respublika fan va texnologiyalari rivojlanishining ustuvor yo'nalishlariga bog'liqligi ko'rsatilgan, tadqiqotning ilmiy yangiligi va amaliy natijalari bayon qilingan, olingan natijalarning ilmiy-nazariy va amaliy ahamiyati yoritib berilgan, tadqiqot natijalarini amaliyotga joriy qilish, ularning sinovdan o'tganligi, nashr etilgan ishlar va dissertatsiya tuzilishi bo'yicha ma'lumotlar keltirilgan.

Dissertatsiyaning **“Aksiyadorlik jamiyatlari kapitallarini shakllantirish va optimallashtirishning ilmiy-nazariy asoslari”** deb nomlangan birinchi bobida aksiyadorlik jamiyatlarining kapitallar tarkibini shakllantirish va optimallashtirishning ilmiy-nazariy jihatlari, ularning kapitallar tarkibini optimallashtirish yo'llari bo'yicha ilmiy-nazariy ahamiyatining ilmiy-uslubiy jihatlari yoritib berilgan.

Kapital iqtisodiy fanda o'ziga xos murakkab iqtisodiy kategoriyalardan biri sifatida tadqiq qilinib, uning mohiyatini zamonaviy sharoitlarda moliyaviy menejment fani va amaliyotining oldiga qo'yilayotgan vazifalar kesimida tadqiq qilish aksiyadorlik jamiyatlari taraqqiyotining fundamental masalalaridan biri hisoblanadi.

Zamonaviy moliya tizimida aksiyadorlik jamiyatlarining kapitalari tarkibini shakllantirish nazariyasi moliyaviy menejment kontseptsiyasi hisoblanadi. U kapital qiymati nazariyasi va korxonaning bozor qiymati nazariyasi bilan uzviy bog'liq, chunki o'z mablag'lari va qarz kapitalini jalb etish qiymatini qiyoslash va korxonaning bozor qiymatiga moliyalashtirishning turli murakkab jarayonlar ta'sirini tahlil qilishga asoslanadi. Qayd etilgan o'zaro aloqa mazkur nazariyalarning yagona kontseptual majmuada rivojlantirilishini ifodalaydi.

Kapital qiymatini aniqlovchi ko'rsatkichlar kapital tarkibini shakllantirishning oqilonaligi va korxonaning moliya-xo'jalik faoliyatini samarali boshqarishga qaratilgan qarorlarni asoslashning muhim vositasi sifatida xizmat qiladi.

Professor I. Blankning fikricha, kapital tarkibini shakllantirish jarayonida uning qiymatini baholash, xususiy va qarz kapitalining alohida elementlari⁶. yig'indisidan iborat bo'ladi. Ammo nazariy jihatdan kapitalning o'rtacha tortilgan qiymat

⁶ Бланк И.А. Управление формирование капитала. – К.: Ника-Центр, 2000. - С.45.

ko'rsatkichi tarkibida uning elementlari tarkibi, har bir elementning qiymati va natijaga qo'shgan hissasi to'g'risidagi ma'lumotni ifodalaydi.

| Iqtisodiy maktab vakillari | Kapitalga yondashuvlar |
|---|--|
| Aristotel e.a 384 - 322 yil | Uni kapital haqidagi fikrlar kashfiyotchisi deb hisoblash mumkin, ammo u har qanday pul to'planishini g'ayritabiiy, ma'nosiz deb hisoblagan |
| F. Akvinskiy 1225 - 1274 yil | U boylikni tabiiy (tabiiy iqtisodiyot mahsulotlari) va sun'iy (oltin va kumush)ga ajratadi |
| F.Kene 1694 - 1774 yil | Dastlabki avanslar”, ya'ni uzoq muddatli xarajatlar va “yillik avanslar”, ya'ni butunlay ishlab chiqarish xarajatlariga kiritilgan ishlab chiqarishni tashkil etishning yillik xarajatlaridan iborat tuzilmani ajratib o'tadi |
| Ann Robber Jak Tyurgo 1727 - 1781 yil | “Dastlabki xarajatlarning birinchi fondi”ning manbai yerning o'zi deb e'lon qilindi, chunki qoramol uni yetishtirish boshlanishidan oldin ham mavjud edi. Qullarni ko'char boylikning ikkinchi turi sifatida o'rganadi. Kapitalni “to'plangan qiymat” deb ta'riflagan |
| Adam Smit 1723 - 1790 yil | Kapital nazariyasini ikkilik bilan tavsiflagan. U asosiy va aylanma mablag'lar doktrinasini yaratdi. Kapital tuzilishini tahlil qilganda “Smit dogma” qarashi paydo bo'ldi |
| David Rikkardo 1772 - 1823 yil | Tovar ayirboshlash qiymati darajasi pasayishi ularni ishlab chiqarishda asosiy kapitaldan tobora ko'proq foydalanishga bog'liqligi va asosiy kapitalning ulushi qanchalik katta bo'lsa, pasayish shunchalik katta bo'ladi degan g'oyani ilgari surdi |
| Djon Styuart Mill 1806 - 1873 yil | Kapitalning moddiy kontseptsiyasiga asoslanib, kapitalni “ilgari to'plangan o'tgan mehnat zaxirasi” deb ta'riflagan. Biroq tadqiqot natijalarida kapital tarkibi (iqtisodiyotda faoliyat yurituvchi barcha korxonalarining kapitallari yig'indisi) ishlab chiqarish mahsulotining faqat bir qismini o'z ichiga olgan |
| Karl Narks 1818 - 1883 yil | Kapitalni foyda keltiruvchi qiymat sifatida, shuningdek, o'z-o'zini qo'paytiruvchi (kapitalning tabiatini dialektik tushunish doirasida) qiymat sifatida tavsiflaydi. “Kapitalning organik tuzilishi” tushunchasini kiritgan |
| F.Modilyan 1918 yil M. Miller 1923 yil | Ular soliqlarni kamaytirish evaziga tejalishi va moliyaviy xarajatlar o'rtasidagi o'zaro bog'liqlik nazariyasi deb atalgan modifikatsiyalangan yangi nazariyasi, ya'ni kapitalning optimal tuzilishiga bog'liq omillarni yaxshiroq tushunish imkonini bergan |
| Dj.K. Van Xorn 1935 yil | U kapital tarkibini korxonada tomonidan moliyalashtirish uchun foydalaniluvchi qimmatli qog'ozlar nisbati sifatida belgilashi aniqlangan |
| F. Li Cheng va Dj.I. Finerti 1879-1958 yil | Ular o'z yondashuvlarida kapital tarkibini qimmatli qog'ozlar to'plami sifati ekanligini aniqlashgan |
| S.Ross va R.Vesterfild | Ular fikriga ko'ra, kapital tarkibi qarzni kapitalga nisbati ekanligi keng tushuntirilgan |
| B.Grem i D.L. Dodd | Ular kapital tarkibi aksiyadorlik mulki va kompaniyaning butun kapitali o'rtasidagi munosabatlar sifatida tavsiflagan |
| I.A. Blank | Kapital tarkibi korxonada o'z faoliyati davomida aktivlarni moliyalashtirish uchun foydalanuvchi o'z va qarz mablag'larining barcha shakllari nisbatini ifodalaydi-deb ta'rif bergan |
| T.V. Teplova | U o'z fikrlarida kapital tarkibi faqat uzoq muddatli moliyalashtirish manbalarining nisbati ekanligini aniqlagan |
| Rayzberg B. A, Lozovoy L.M, Starodubtseva Ye.B | Ular kapital tarkibi iqtisodiy objekt yoki iqtisodiy toifani ma'lum xususiyatlarga ko'ra uning tarkibiy qismlariga bo'lish, ushbu tarkibiy qismlar o'rtasidagi maqobil munosabatlar ekanligini isbotlaganlar |
| V.V.Kovalev | “Moliyaviy tuzilma”ni umuman korxonada faoliyatini moliyalashtirish qobiliyati sifatida ajratib ko'rsatgan. Ya'ni bunda barcha mablag' manbalarining tuzilishi va korxonaning “kapital tarkibi”. Bu mablag'larning tor qismiga ishora qiladi, ya'ni uzoq muddatli majburiyatlar(o'z manbalari va uzun pullar)ga bog'liqligini ko'rsatgan |

1-rasm. Iqtisodiy maktablar va ular vakillarining “kapital tuzilishi” kontseptsiyasiga yondashuvlar evolyutsiyasiga qo'shgan hissasi ⁷

⁷ Internet manbalari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Professop I.T. Balabanovning fikricha, kapital savdo, moliya tashkilotlariga eng yaqin bo'lgan pul mablag'larining harakati orqali aniqlashga harakat qilinadi. Bu usulning qulayligi shundaki, bu yerda muomala jarayoni – kapital tarkibiy qismlarining bir turi boshqa turga aylanishi yaqqol ko'rsatiladi, ya'ni “pul – tovar – pul” klassik formulasi amalga oshiriladi⁸.

Kapital o'zining birlamchi shakllanish bosqichidayoq mulk egasini tezda almashtirish yoki ulapning guruhini o'zgartirish imkoniyatini belgilab qo'yadi. Ko'pincha “moliyaviy kapital”⁹, “sanoat kapitali” atamalaridan foydalaniladi. Ehtimol, bunda ularning kapital faoliyati klassik formulasi tahlilidan kelib chiquvchi ayrim farqlari ko'zda tutiladi. Moliyaviy va savdo operasialarini amalga oshirishda yangi, o'zgartirgan kapital olish jarayoni eng quyi darajagacha qisqartiriladi.

Kapitallar tarkibi nazariyasining dastlabki bosqichi xorijlik olim Dj.Uilyamsning XX asrning 30-yillarida chop etilgan moliyaviy aktivlarni baholash borasidagi asari va keyinchalik uning ishlari bilan bog'liq¹⁰. Biroq bu sohadagi keng tahlillar 50-yillarning ikkinchi yarmida, ya'ni kapitalning moliyaviy tuzilishini tahlil qilishga zamonaviy yondashuvni ishlab chiqishda alohida hissa qo'shgan F.Modilyan va M.Millerning ilmiy ishlari nashr etilgan vaqtdan e'tiboran boshlangan¹¹. Moliyaviy menejment nazariyasi va amaliyotini yanada rivojlantirish, shuningdek, korporatsiyalar kapitalining moliyaviy tuzilishi to'g'risidagi ilk tadqiqot natijalarini umumlashtirishda kapitalning moliyaviy tuzilishi, uni optimallashtirishga zamonaviy yondashuvlarni belgilovchi (to'ldiruvchi, muqobil singari) yangi nazariyalar yuzaga kela boshladi.

Iqtisodiy jarayonlar shu jumladan, iqtisodiy inqirozlar kapitalga bo'lgan nazariyalar o'zgarishiga olib kelmoqda. Ishda kapitalning moliyaviy tuzilishi nazariyasi bosqichlarini uning o'ziga xos xususiyatlari, asosiy g'oya va kamchiliklarini to'liq tahlil qilingan. F.Modilyan va M.Millerning ilmiy yondashuvlari vujudga kelgunga qadar va moliyaviy masalalar tahliliga asoslangan an'anaviy nazariya moliyaviy kapital tuzilishini dastlabki nazariyalaridan biri hisoblanadi.

Klassik iqtisodiy nazariyaga ko'ra yangi mahsulot yaratish jarayonida yangi iste'mol qiymatining vujudga kelishi ro'y beradi va shu paytning o'zida xomashyo yo'q qilinadi. Aynan yangi qiymat, boshqalar bilan bir qatorda, uni yaratish uchun foydalaniladigan kapital bilan belgilanadi.

Kapital shunisi bilan xarakterliki, umumiy holatda uning moddiy ko'rinishda ifodalash mumkin bo'lgan uzil-kesil va buning natijasida oddiy moddiy ob'ektlardan

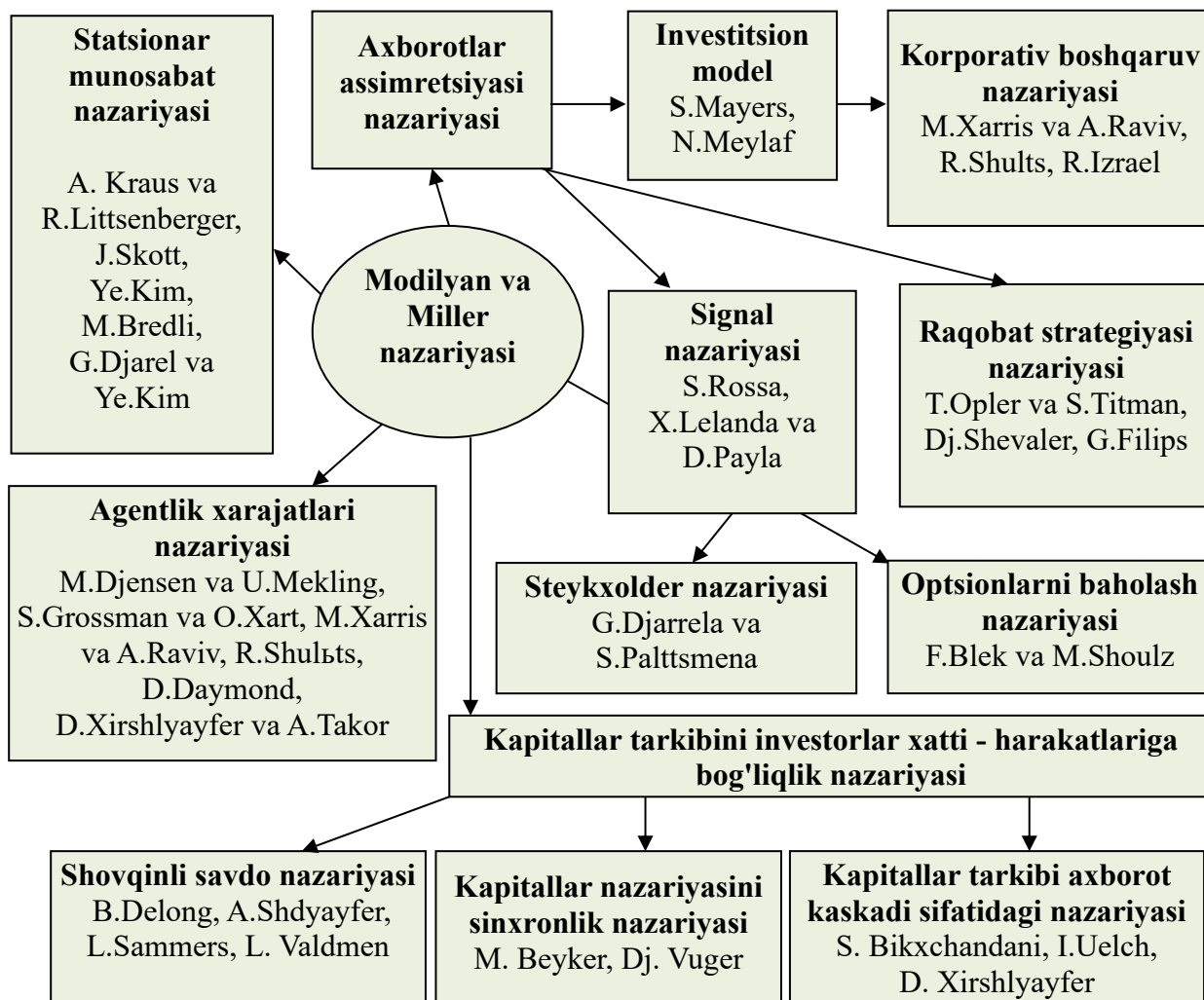
⁸ Балабанов И.Т. Финансовый менеджмент. – М.: ЮНИТИ, 2006 г. – С. 211.

⁹ Миляков Н.В. Финансы: учебник. 2-е изд. – М.: ИНФРА-М, 2007 г. - С. 385.

¹⁰ In Memoriam John Henry Williams (1887-1980)//Economic Policy Review (Federal Reserve Bank of New York). - Winter 1980. - Vol. 5, № 4.

¹¹ Miller M. H., Modigliani F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares // Journ. Business. - 1961; Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment //Amer. Econ. Rev. - 1958. - V.48. - No.3.

fapqli ravishda insonning his etish organlari qabul qilishi uchun ochiq bo'lgan obrazini yaratib bo'lmaydi. Shu bilan bir paytda unga nisbatan sifatni baholash, sifat tavsifnomalarini o'lchash turli xil usullarini qo'llash mumkin. Ko'p hollarda tashqi kuzatuvchi jamiyat aksiyalarining bozor narxini e'tiborga oladi. Bu narx ichki va tashqi umumiy iqtisodiy vaziyatning turli omillariga nisbatan favqulodda sezuvchan bo'ladi.

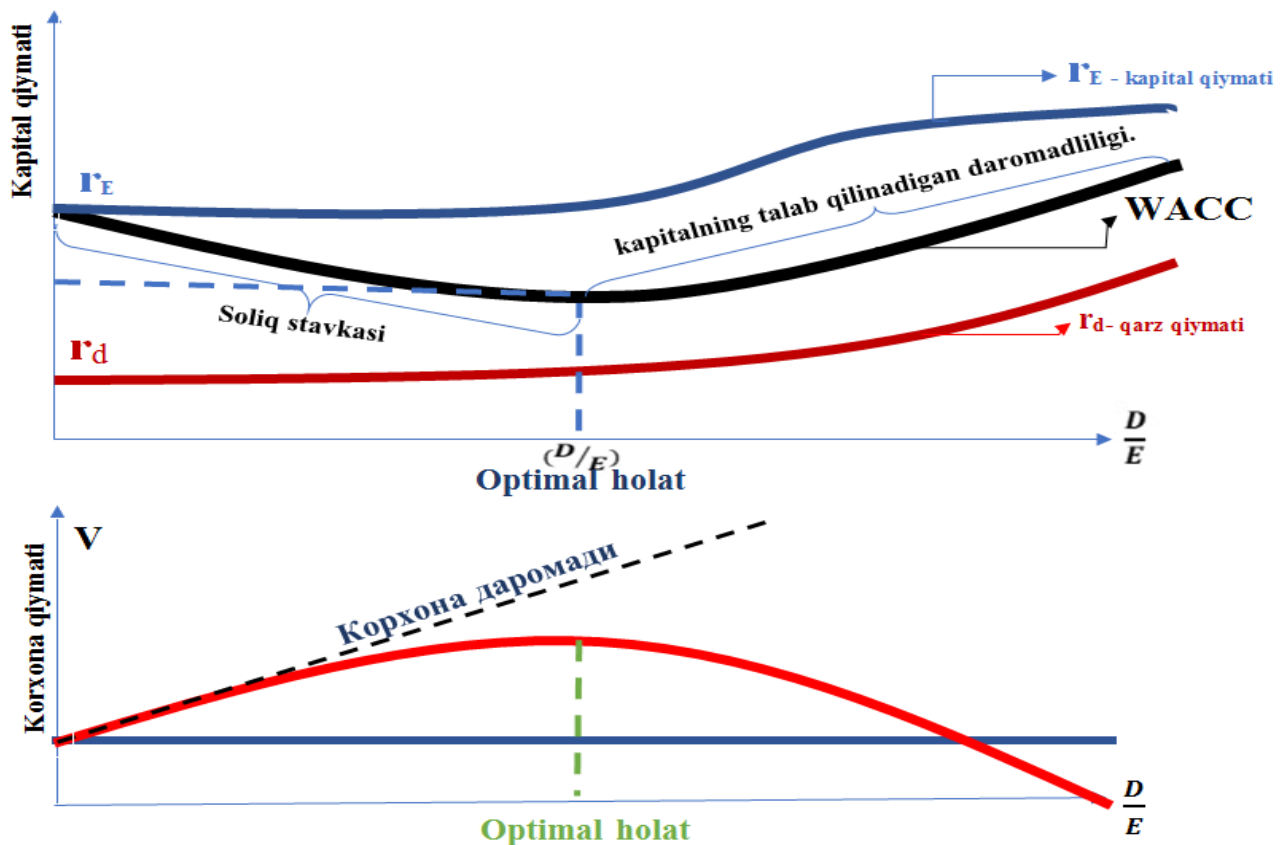


2-rasm. Kapitallar tarkibini shakllantirish bo'yicha zamonaviy nazariyalar ¹²

Demak, kapitallar tarkibiga oid shakllangan nazariy yondashuvlarning fundamental asoslarini Modilyani va Millerning kapitallar tarkibiga oid nazariy yondashuvlari tashkil qiladi.

Quyidagi 3-rasmdan ko'rish mumkinki, aktivlarga avanslangan kapitallar o'rtacha qiymatining minimal darajasi (WACC) kapitallar tarkibining ma'lum nisbatida $(D/E)^*$ ta'minlanadiki, bunda iqtisodiy rentabellikning ma'lum stantsionar holatida xususiy kapital rentabelligining (r_{el}) yuqori ko'rsatkichi ta'minlanadi. Xususiy kapital rentabelligining yuqori ko'rsatkichi moliyaviy dastakning yuqori samarasi sharoitida qarz kapitali qiymatidan (r_d) iqtisodiy rentabellikning yuqori darajasida ta'minlanadi.

¹² Muallif tomonidan shakllantirilgan.



3-rasm. Kapitallar tarkibini uning alohida elementlari va kompaniya qiymatiga ta'siri chizmasi ¹³

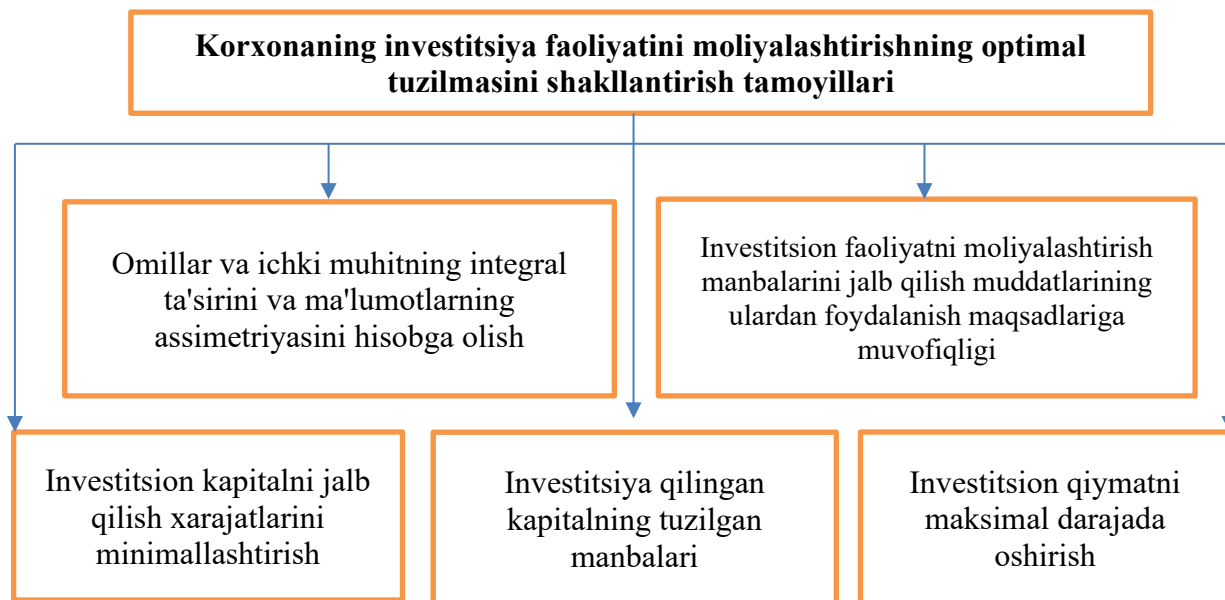
Muallifning fikricha, bu jarayon bevosita aksiyadorlik jamiyatlari bozor qiymati bilan funktsional bog'liqlikka ega. Ya'ni tahlil qilinayotgan kapitallarning optimal tarkibi $(D/E)^*$ xususiy kapitalning maksimal qiymatini ta'minlashi orqali aksiyadorlik jamiyatlari bozor qiymatining maksimal darajasi ta'minlanadi.

Demak, bunda shunday xulosani tizimlashtirish mumkinki, aksiyadorlik jamiyatlari bozor qiymatini maksimallashtirish barcha omillar qatorida birinchi darajada aktivlar samaradorligining asosiy determinantlari bo'lgan ularning aylanuvchanlik ko'rsatkichi va rentabellik darajasiga bog'liq bo'lsa, ikkinchi muhim ta'sir etuvchi omillar arsenalida kapitallar tarkibini shakllantirish orqali kapitallar o'rtacha tortilgan qiymatining optimal ko'rsatkichi sharoitida xususiy kapital rentabelligining maksimal darajasida ta'minlanadi.

Mazkur holatdan shunday xulosa tizimlashtirish mumkinki, kapitallar tarkibi mavjud ichki va xalqaro kapitallar bozorlaridagi keng doiradagi instrumentlar sharoitida aksiyadorlik jamiyatlari xususiy va qarz kapitallari qiymatini o'zida mujassamlashtiradi. Kapital tarkibiga oid mavjud klassik va institutsional nazariyalarning kontseptual asoslarini tadqiq qilish natijasida, xo'jalik faoliyatining xususiyatlariga asoslangan holda asosiy ta'sir ko'rsatuvchi omillar kapital bozorining rivojlanganlik darajasi, undagi mavjud kon'yunktura va kapitalni jalb etish bo'yicha transaksion xarajatlar hisoblanishi asoslandi.

¹³ Muallif tomonidan shakllantirilgan.

Ma'lumki, asosiy va aylanma aktivlarga avanslangan kapitallar takror ishlab chiqarishda yangi qo'shilgan qiymatni yaratish jarayonida ishtirok etib, bu jarayon umumiy tarixda investitsion jarayon sifatida qabul qilingan. Kapitallarni shakllantirish masalasi takror ishlab chiqarish jarayonining uzluksizligini ta'minlashning asosiy omillaridan biri hisoblanib, kapitallar tarkibini optimallashtirish ma'lum tamoyillarga asoslanadi.



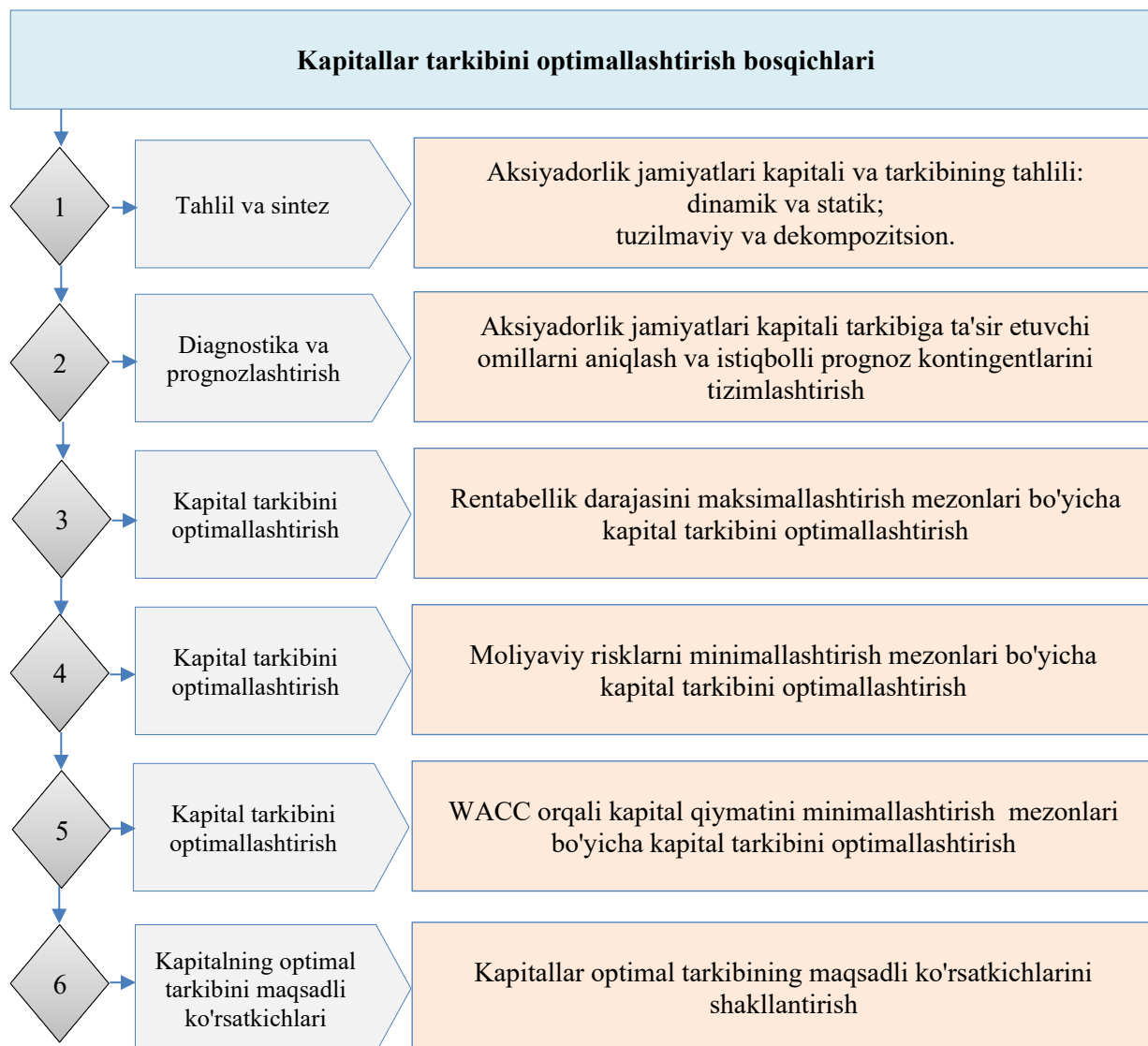
4-rasm. Korxonalar kapitallari tarkibini optimallashtirish tamoyillari ¹⁴

Bunday tamoyillar aksiyadorlik jamiyatlarida moliyaviy menejmentni tashkil qilishning fundamental tamoyillariga asoslanib, ular tadqiqot jarayonida 5 asosiy yo'nalishda tizimlashtirildi. Bunda kapitallar tarkibini optimal tuzilmasini shakllantirishda tashqi va ichki omillar ta'siri va ma'lumotlar assimetriyasini hisobga olish tamoyili ilgari surilgan. Ular omillar va ichki muhitning integral ta'siri, investitsion faoliyatni moliyalashtirish manbalarini jalb qilish, investitsion kapitalni jalb qilish xarajatlarini minimallashtirish, investitsiya qilingan kapitalning tuzilgan manbalari va investitsion qiymatni maksimal darajada oshirishni hisobiga yuzaga kelishinazarda tutilgan. Xususan, bunda avvalo, korxonaning ma'lum yo'nalishdagi rivojlanish strategiyasini tanlash muhim ahamiyat kasb etadi.

Dissertatsiyaning **“Aksiyadorlik jamiyatlari kapitallar tarkibini shakllanish va boshqarish amaliyotining tahlili”** deb nomlangan ikkinchi bobida aksiyadorlik jamiyatlari xususiy va qarz kapitallarini shakllantirish va boshqarish amaliyoti kompleks tahlil qilingan. Aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallarning optimal tarkibi va unga ta'sir etuvchi omillar, kapital tarkibini optimallashtirishning aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy natijalari samaradorligi va moliyaviy holatiga ta'siri asoslangan. Kapitallar optimal tarkibini shakllantirishga samarali dividend siyosatining ta'siri bo'yicha amaliy tavsiyalar tizimlashtirilgan.

¹⁴ Muallif tomonidan tizimlashtirilgan.

Dissertatsion tadqiqot jarayonida aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallar tarkibini optimallashtirish mantiqiy iyerarxik bosqichlar ketma-ketligiga asoslanishi ilgari surildi.



5-rasm. Kapitallar tarkibini optimal shakllantirishning maqsadli-iyerarxik bosqichlari tuzilmasi ¹⁵

Hozirgi kunda O'zbekiston Respublikasida faoliyat yuritayotgan aksiyadorlik jamiyatlari zimmasiga, ishlab chiqarishni modernizatsiyalash, tashqi bozor kon'yunkturasi o'zgarishlariga muvofiq tovarlar ishlab chiqarish va xizmatlar ko'rsatish tizimining optimal mexanizmini shakllantirish orqali ifodalanuvchi iqtisodiy rivojlantirish kursining belgilanishi asosiy va aylanma aktivlariga avanslangan kapitallarning optimal tarkibini shakllantirish vazifasi yuklanmoqda. Ayniqsa hozirgi kunda xalqaro kapitallar bozoridagi keskin o'zgarishlar va milliy kapitallar bozoridagi "uzun pullar" deb nomlanuvchi kapitallar segmentining cheklanganligi hamda kapitallar qiymatining holati xususiy va qarz kapitallarining optimal boshqarishga yo'naltirilgan qarorlar qabul qilishni taqozo etmoqda.

¹⁵ Рasm муаллиф томонидан тизимлаштирилган.

Xususan, bu jarayon iqtisodiyotning sanoat tarmog'ida faoliyat yuritayotgan aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatida ham kuzatilmoqda.

1-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlari kapitallari tarkibi va dinamikasi to'g'risida ma'lumot¹⁶

| № | Ko'rsatkichlar | 2017 y. | 2018 y. | 2019 y. | 2020 y. | 2021 y. | 2022 y. | 2022 yilda 2017 yilga nisbatan o'zgarish, mlrd. so'm | 2022 yilda 2017 yilga nisbatan o'zgarish, barobar |
|------------------------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|---|
| “Kvarts” AJ | | | | | | | | | |
| 1. | Jami kapital | 185,15 | 270,45 | 318,59 | 439,74 | 914,29 | 986,24 | +801,09 | 5,3 |
| 1.1. | Xususiy kapital | 166,65 | 232,45 | 306,19 | 312,94 | 354,48 | 337,34 | +170,69 | 2,0 |
| 1.2. | Qarz kapital | 18,5 | 38 | 12,4 | 126,8 | 559,81 | 648,9 | +630,4 | 35,0 |
| “Quvasoytsement” AJ | | | | | | | | | |
| 1. | Jami kapital | 273,42 | 261,51 | 248,23 | 337,92 | 339,56 | 470,69 | +197,27 | 1,7 |
| 1.1. | Xususiy kapital | 214,41 | 214,41 | 196,03 | 280,52 | 321,01 | 451,51 | +237,1 | 2,1 |
| 1.2. | Qarz kapital | 59,01 | 47,1 | 52,2 | 57,4 | 18,55 | 19,18 | -39,83 | 0,3 |
| “Toshloq paxta tozalash” AJ | | | | | | | | | |
| 1. | Jami kapital | 63,36 | 66,13 | 129,77 | 64,23 | 62,62 | 66,42 | +3,06 | 104,8 |
| 1.1. | Xususiy kapital | 34,56 | 38,03 | 39,36 | 46,71 | 50,22 | 58,22 | +23,66 | 168,5 |
| 1.2. | Qarz kapital | 28,8 | 28,1 | 90,41 | 17,52 | 12,4 | 8,2 | -20,6 | 28,5 |

1-jadval ma'lumotlaridan ko'rish mumkin, tahlil qilinayotgan aksiyadorlik jamiyatlarida aktivlarga avanslangan kapitallar tarkibida xususiy va qarz kapitali nisbatlari tizimli tavsifga ega bo'lmagan. Xususan, “Kvarts” aksiyadorlik jamiyatida 2017 yilda jami avanslangan kapital 185,15 mlrd. so'mni, shundan xususiy kapital 166,65 mlrd. so'mni va qarz kapital esa 18,5 mlrd. so'mni tashkil qilgan. 2022 yilga kelib esa bu aksiyadorlik jamiyatining jami kapitali 986,24 mlrd. so'mni tashkil qilib, uning 648,9 mlrd. so'mi qarz kapitali hisobiga shakllantirilgan. Natijada bu korxonada 2017 yilga nisbatan 2022 yildagi qarz kapitalining hajmi oshishi +630,4 mlrd. so'mni yoki 35 barobarga ortganligini ko'rish mumkin. Qarz kapitalining yuqori o'sish dinamikasi ularning 2017 yildagi jami kapitaldagi ulushining haddan ziyod past darajasi va 2022 yilga kelib esa aktivlarga avanslangan kapitalning sezilarli qismini tashkil qilayotganligini ta'minlagan.

“Quvasoytsement” aksiyadorlik jamiyatida 2017 yilda jami aktivlarga avanslangan kapital 273,42 mlrd. so'mni tashkil qilgan bo'lsa, shundan xususiy kapital

¹⁶ Aksiyadorlik jamiyatlarining yillik balans ma'lumotlari asosida tayyorlangan.

214,41 mlrd. so'mni va qarz kapitali esa 59,01 mlrd. so'mni tashkil qilganligini ko'rish mumkin. Bu korxonada ham kapitallar tahlil qilinayotgan davrlarda izchil o'sib borish tendentsiyasini (-197,27 yoki 1,7 martaga) ko'rsatgan.

2022 yilga kelib esa mazkur aksiyadorlik jamiyatining jami kapitali 470,69 mlrd. so'mni tashkil qilgan. Bu kapitalning 451,51 mlrd. so'mi asosan xususiy kapital hisobiga to'g'ri kelgan. Garchi, tahlil qilinayotgan davrda aktivlarga avanslangan kapital 1,7 martaga ortgan bo'lsa-da, ushbu kapitalni shakllantirishda xususiy kapital ulushi ortib borib, 2,1 martaga oshganligini ko'rish mumkin. Demak, xulosa qilish mumkinki, ikkinchi korxonada ishlab chiqarish faoliyati samaradorligi ortishi ichki moliyaviy salohiyat ortishi, natijada foydaning kapitalizatsiyasi hisobiga aktivlarning hajmi oshishi kuzatilgan.

“Toshloq paxta tozalash” aksiyadorlik jamiyatida ham xuddi shunga yaqin manzara kuzatilgan bo'lib, bu korxonada ishlab chiqarish sig'imi oshishi kuzatilmagligi natijasida, kapitallarning tahlil qilinayotgan davrdagi nominal qiymatida deyarli o'sish kuzatilmagan (+3,06 mlrd. so'm). Lekin ishlab chiqarishga avanslangan kapital tarkibidagi qarz kapitalining so'ndirilishi (-20,6 mlrd. so'mga) asosan xususiy kapital kompensatsiyasi hisobiga to'g'ri kelgan (-23,66 mlrd. so'm).

Yuqoridagilarga asoslangan holda xulosa qilish mumkinki, iqtisodiyotning sanoat tarmog'ida faoliyat yurituvchi aksiyadorlik jamiyatlarida aktivlarga avanslangan kapitallar sig'imi bo'yicha kapitallarni shakllantirish siyosatida turlicha yondashuvlar kuzatilgan.

Birinchiidan, barcha tahlil qilinayotgan korxonalarda kapital hajmi oshishi asosan xususiy kapital hajmi oshishi hisobiga to'g'ri kelgan bo'lib, bu quyidagi 3 muqobil variant hisobiga ta'minlangan: (a) ichki moliyaviy salohiyat oshishi (sof foyda hisobiga) hisobiga ta'minlangan; (b) moliya bozorlaridan xususiy kapitalning elementi hisoblangan qo'shimcha moliyaviy resurslarni jalb etish hisobiga ta'minlangan; (v) muqobil variant sifatida qayta taqsimlash natijasida (masalan, maqsadli davlat subsidiyalari yoki sug'urta koplannalari) kelib tushgan moliyaviy resurslar hisobiga ta'minlangan. Bunday muqobil variantlar aksiyadorlik jamiyatlarining kapitallari tarkibida xususiy kapital salmog'i ortishi pirovardida, ularning moliyaviy mustaqilligi oshirilishiga ta'sir ko'rsatgan.

Ikkinchiidan, xususiy kapital hajmi ortishida ichki moliyaviy salohiyatning ta'siri yuqori ekanligi asosan ishlab chiqarish hajmi oshishi hisobiga kuzatilishi e'tiborga olinsa, “Toshloq paxta tozalash” AJda xususiy kapital hajmi oshishi qo'shimcha aksiyalarni muomalaga chiqarish yoki qayta taqsimlash natijasida kelib tushuvchi mablag'larga to'g'ri kelganligi bo'yicha xulosani tizimlashtirish mumkin.

Uchinchiidan, sof foyda hisobiga zaxira kapitali hajmi oshishi natijasida xususiy kapital hajmi oshishi taminlanadi. Natijada aksiyadorlik jamiyatlari qarz kapitallari tarkibidagi joriy majburiyatlar bo'yicha mustahkam “sug'urta yostig'i”ning

moliyaviy asosini yaratish negizida to'lov qobiliyati muvozanatini yaratish imkoniyatlari yaratilgan.

Kapitallar tarkibining dinamik o'zgarishini quyidagi jadval ma'lumotlaridan ko'rish mumkin.

2-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlari kapitallari tarkibida xususiy va qarz kapitallari ulushi dinamikasi¹⁷(%da)

| № | Ko'rsatkichlar | 2017 y. | 2018 y. | 2019 y. | 2020 y. | 2021 y. | 2022 y. |
|------------------------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| “Kvarts” AJ | | | | | | | |
| 1. | Xususiy kapital | 90,0 | 85,9 | 96,1 | 71,2 | 38,8 | 34,2 |
| 2. | Qarz kapital | 10,0 | 14,1 | 3,9 | 28,8 | 61,2 | 65,8 |
| “Quvasoytsement” AJ | | | | | | | |
| 1. | Xususiy kapital | 78,4 | 82,0 | 79,0 | 83,0 | 94,5 | 95,9 |
| 2. | Qarz kapital | 21,6 | 18,0 | 21,0 | 17,0 | 5,5 | 4,1 |
| “Toshloq paxta tozalash” AJ | | | | | | | |
| 1. | Xususiy kapital | 54,5 | 57,5 | 30,3 | 72,7 | 80,2 | 87,7 |
| 2. | Qarz kapital | 45,5 | 42,5 | 69,7 | 27,3 | 19,8 | 12,3 |

2-jadval ma'lumotlaridan ko'rish mumkinki, “Kvarts” AJda tahlil qilinayotgan davrning oxiriga kelib xususiy kapitalning ulushi 34,2 %gacha pasaygan. “Quvasoytsement” AJda esa aksincha manzara, ya'ni xususiy kapital ulushi 94,5 %ni tashkil qilmoqda. “Toshloq paxta tozalash” AJda ham xususiy kapitalning jami kapitaldagi ulushi 2017 yilda 54,5 %ni tashkil qilgan bo'lsa, bu ko'rsatkich 2022 yilda 87,7 % ga yetgan.

“Kvarts” AJda kapital tarkibida qarz kapitali salmog'ining ortishi kapitalning optimal tarkibini boshqarishga yo'naltirilgan qaror qabul qilishda quyidagi ikki holatni hisobga olishni talab qiladi:

Birinchi, qarz mablag'larining yuqori ulushi qarzga xizmat ko'rsatish bilan bog'liq xarajatlarning ortishi natijasida sof moliyaviy natijaning (sof foyda) kamayishi va moliyaviy natijalar samaradorligi pasayishiga ta'sir etishi mumkin. Pirovard natijada foyda solig'i (foizlar ko'rinishidagi xarajatlar hisobiga foyda solig'i bazasining kengayishi), foizlar to'langunga qadar foyda (EBIT) va sof foyda o'rtasidagi tafovut kuchayishiga ta'sir etadi.

Ikkinchi, qarz majburiyatlari tarkibidagi joriy majburiyatlar (qisqa muddatli) majburiyatlar ortishi ular bo'yicha amortizatsiya va foizli to'lovlar ortishi hisobiga istiqbolda moliyaviy barqarorlikning yo'qolish xavfi kuchayishiga ta'sir etadi.

¹⁷ Aksiyadorlik jamiyatlari yillik balans ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

To'rtinchidan, joriy aktivlar tarkibidagi moliyaviy ekspluatatsion ehtiyojlarni baholash va ortiqcha aylanma aktivlarni minimallashtirish hisobiga aylanma aktivlar tezligini oshirish va joriy majburiyatlarni qisqartirishga yo'naltirilgan qarorlar qabul qilishni taqozo etadi.

Xususiy, qarz kapitallar tarkibi va tuzilmasi bo'yicha quyidagi jadval ma'lumotlari tizimlashtirilgan.

3-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlari xususiy kapitali tarkibi va dinamikasi ¹⁸ (%da)

| № | Ko'rsatkichlar | 2017 y. | 2018 y. | 2019 y. | 2020 y. | 2021 y. | 2022 y. |
|------------------------------------|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| “Kvarts” AJ | | | | | | | |
| 1. | Ustav kapitali | 24,7 | 33,8 | 27,0 | 52,9 | 46,7 | 49,0 |
| 2. | Qo'shilgan kapital | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| 3. | Zaxira kapitali | 21,7 | 15,2 | 17,2 | 20,3 | 19,7 | 22,1 |
| 4. | Taqsimlanmagan foyda | 42,2 | 37,9 | 27,6 | 6,5 | 13,3 | 16,2 |
| 5. | Boshqalar | 11,5 | 13,1 | 27,1 | 19,3 | 19,4 | 11,7 |
| | Jami xususiy kapital | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| “Quvasoytsement” AJ | | | | | | | |
| 1. | Ustav kapitali | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| 2. | Qo'shilgan kapital | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 3. | Zaxira kapitali | 27,8 | 37,4 | 38,8 | 48,8 | 46,3 | 36,3 |
| 4. | Taqsimlanmagan foyda | 71,8 | 62,2 | 60,7 | 50,8 | 53,4 | 63,5 |
| 5. | Boshqalar | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| | Jami xususiy kapital | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| “Toshloq paxta tozalash” AJ | | | | | | | |
| 1. | Ustav kapitali | 3,2 | 2,9 | 2,8 | 4,7 | 4,4 | 30,7 |
| 2. | Qo'shilgan kapital | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 3. | Zaxira kapitali | 4,9 | 6,6 | 8,4 | 5,6 | 0,4 | 0,4 |
| 4. | Taqsimlanmagan foyda | 0,6 | 6,0 | 4,1 | 39,8 | 48,8 | 25,8 |
| 5. | Boshqalar | 91,3 | 84,5 | 84,7 | 49,9 | 46,4 | 43,1 |
| | Jami xususiy kapital | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

3-jadvaldan ko'rish mumkinki, “Kvarts” AJda tahlil qilinayotgan davrda xususiy kapital tarkibida ustav kapitali 49,0 %ni tashkil qilib, 2017 yilga nisbatan 2 barobarga oshgan. Demak, 1-jadvalga muvofiq xususiy kapitalning 2 barobarga oshishida ustav kapitali muhim o'ringa ega. Ma'lumotlarga ko'ra, ustav kapitali 2021 yilda 41,1 mlrd. so'mni tashkil qilgan bo'lsa, qo'shimcha aksiyalar emissiya prospekti bo'yicha ustav kapitali 2022 yilga kelib, 165,4 mlrd. so'mga ortgan ¹⁹. Zaxira kapitali 2017 yilda 36,1 mlrd. so'mdan 2020 yilga kelib, 74,5 mlrd. so'mga ortganligini ko'rish mumkin. Taqsimlanmagan foydaning nominal miqdori pasayishi ichki moliyaviy salohiyat pasayishi hisobiga kuzatilgan.

“Quvasoytsement” AJda esa xususiy kapitalning yuqori to'planish darajasi asosan zaxira kapitali va taqsimlanmagan foyda oshishi hisobiga kuzatilgan.

¹⁸ Aksiyadorlik jamiyatlari yillik balans ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

¹⁹ Aksiyadorlik jamiyatlari yillik moliyaviy hisobotlaridan olingan.

Taqsimlanmagan foyda ulushi 2017 yilda 71,8 %ni tashkil qilgan bo'lsa, bu ko'rsatkich 2022 yilga kelib, 63,5 foizlik ulush bilan pasayish tendentsiyasini namoyon qilgan. Lekin bu taqsimlanmagan foyda hisobiga zaxira kapitalining 2017 yilgi 27,8 foizlik ulushi 2022 yilga kelib 36,3 foizga oshgan. Bunday manzara ma'lum darajada “Toshloq paxta tozalash” AJ dam ham kuzatilib, maqsadli tushumlarning keskin ortishi (25,1 mlrd. so'mga) hisobiga xususiy kapital hajmi oshishi kuzatilgan.

Demak, tahlil qilinayotgan aksiyadorlik jamiyatlarida xususiy kapital hajmi oshishida uning elementlari kesimidagi tahlillar bo'yicha turdosh tendentsiya kuzatilmayotgan bo'lsa-da, ichki moliyaviy salohiyat ortishi kuzatilmaganligi aniqlangan.

4-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlari qarz kapitali tarkibi va dinamikasi tahlili ²⁰(%da)

| № | Ko'rsatkichlar | 2017 y. | 2018 y. | 2019 y. | 2020 y. | 2021 y. | 2022 y. |
|------------------------------------|-----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| “Kvarts” AJ | | | | | | | |
| 1. | Uzoq muddatli majburiyatlar | 7,6 | 53,2 | 0,0 | 69,6 | 94,0 | 55,7 |
| 2. | Joriy majburiyatlar | 92,4 | 46,8 | 100 | 30,4 | 6,0 | 44,3 |
| | Jami | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| “Quvasoytsement” AJ | | | | | | | |
| 1. | Uzoq muddatli majburiyatlar | 0,0 | 0,0 | 20,5 | 17,1 | 0,0 | 0,0 |
| 2. | Joriy majburiyatlar | 100 | 100 | 79,5 | 82,9 | 100 | 100 |
| | Jami | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| “Toshloq paxta tozalash” AJ | | | | | | | |
| 1. | Uzoq muddatli majburiyatlar | 0,0 | 0,0 | 5,7 | 8,0 | 0,0 | 0,0 |
| 2. | Joriy majburiyatlar | 100 | 100 | 94,3 | 92 | 100 | 100 |
| | Jami | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

4-jadval bo'yicha qarz kapitalining tarkibi va tuzilishi tahlil qilingan bo'lib, unda tahlil qilinayotgan aksiyadorlik jamiyatlarida majburiyatlar tarkibida joriy majburiyatlarning yuqori ulushi kuzatilgan. “Kvarts” AJning qarz kapitali tarkibida joriy majburiyatlar 2017 yilda 92,4 foizni tashkil qilgan bo'lsa, 2022 yilga kelib, bu ko'rsatkich 44,3 foizga pasaygan. Tahlil qilinayotgan boshqa aksiyadorlik jamiyatlarida qarz kapitallari tarkibida joriy majburiyatlarning yuqori ulushi ular to'lov qobiliyatining yo'qolishi bilan bog'liq risklar kuchayishiga sabab bo'lgan. Mazkur holat qarz kapitallarini samarali boshqarishga qaratilgan tizimli chora-tadbirlarni amalga oshirishni taqozo qiladi.

Dissertatsiyaning “**Aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini samarali boshqarish yo'llarini takomillashtirish**» deb nomlangan uchinchi bobida O'zbekistondagi aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibini boshqarish bilan bog'liq muammolar va ularning bartaraf etish yo'llari asoslangan.

²⁰ Aksiyadorlik jamiyatlari yillik balans ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

Tahlillar tasdiqladiki, aksariyat aksiyadorlik jamiyatlarida strategik rivojlanishning ichki va tashqi moliyaviy imkoniyatlaridan foydalanishda muqobil variantlarni tanlash bo'yicha qarorlar qabul qilish tizimli tavsifga ega emas. Xususan, zaif darajadagi moliyaviy salohiyat natijasida taqsimlanmagan foyda nominal miqdorining past ko'rsatkichi ichki imkoniyatlar hisobiga investitsion faoliyatni moliyaviy ta'minlashdagi muammolarni keltirib chiqaradi.

Shuningdek, istiqboldagi o'sish strategiyasini tanlagan aksariyat aksiyadorlik jamiyatlarida taqsimlanmagan foydani investitsion resurs sifatida jalb etish bilan bir qatorda kapital bozorlaridagi mavjud kapitalning yuqori qiymati (nisbatan yuqori foiz stavkalar) va yuqori darajadagi transaksion xarajatlar istiqbolda bu kapitalga xizmat ko'rsatish bilan bog'liq xarajatlar ortishi pirovardida foyda normasipasayishiga ta'sir etmoqda.

Qolaversa, sanoat tarmog'ida faoliyat yuritayotgan aksariyat aksiyadorlik jamiyatlarida ishlab chiqarishning texnologik jihatdan zamonaviy jihozlar bilan qurollanganlik darajasining past ko'rsatkichi yuqori energiya sig'imi bilan bog'liq ekstensiv rivojlanish tavsifi natijasida tannarx xarajatlari ortishiga ta'sir qilmoqda. Mazkur holat asosiy ishlab chiqarish bilan bog'liq asosiy va aylanma aktivlarga avanslangan kapitallar samaradorligining past ko'rsatkichini ta'minlamoqda.

5-jadval

Aksiyadorlik jamiyatlarida rentabellik ko'rsatkichlari tahlili ²¹

| № | Ko'rsatkichlar | 2017 y. | 2018 y. | 2019 y. | 2020 y. | 2021 y. | 2022 y. |
|------------------------------------|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| “Kvarts” AJ | | | | | | | |
| 1. | ROA | 0,30 | 0,33 | 0,26 | 0,05 | 0,05 | 0,06 |
| 2. | ROE | 0,34 | 0,38 | 0,27 | 0,06 | 0,13 | 0,16 |
| “Quvasoytsement” AJ | | | | | | | |
| 1. | ROA | 0,19 | 0,21 | 0,17 | 0,10 | 0,19 | 0,24 |
| 2. | ROE | 0,24 | 0,26 | 0,21 | 0,12 | 0,20 | 0,25 |
| “Toshloq paxta tozalash” AJ | | | | | | | |
| 1. | ROA | 0,00 | 0,03 | 0,00 | 0,26 | 0,03 | 0,26 |
| 2. | ROE | 0,01 | 0,06 | 0,01 | 0,36 | 0,12 | 0,24 |

5-jadval ma'lumotlaridan ko'rish mumkinki, tahlil qilinayotgan aksiyadorlik jamiyatlarida aktivlar rentabelligi va xususiy kapital rentabelligi ko'rsatkichlari turli tendentsiyani namoyon etgan. Xususan, “Kvarts” AJda aktivlar rentabelligi 2017 yilda 0,3 ni tashkil qilgan bo'lsa, xususiy kapital rentabelligi 0,34 ni tashkil qilgan. 2022 yilga kelib esa bu ko'rsatkich mos ravishda 0,06 va 0,16 ni tashkil qilgan. Bunday ko'rsatkich tahlil qilinayotgan davrda foydaning nominal darajasida nisbiy o'sish kuzatilmagani bilan bir qatorda qarz kapitalining xususiy kapitalga nisbati koeffitsiyenti o'zgarishiga bog'liq bo'lgan. “Quvasoytsement” AJda jami aktivlarga investitsiyalangan kapitalning 451,5 mlrd. so'mi xususiy kapitalga to'g'ri

²¹ Yillik moliyaviy hisobotlar asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

kelayotganligi hisobiga aktivlar rentabelligi va xususiy kapital rentabelligi o'rtasida keskin tafovut kuzatilmagan.

Mazkur holat, avvalo, kapitallar bozori taraqqiyot tendentsiyasi natijasida moliyalashtirish instrumentlari bozorining rivojlanishi, aksiyadorlik jamiyatlari kapitallari tarkibini shakllantirishda korporativ boshqaruv tamoyillarining strategik yo'nalish sifatida tanlanishi asosiy ta'sir ko'satuvchi omil bo'lgan.

Umumiy xulosa sifatida ta'kidlash joizki, birinchidan, mamlakat iqtisodiyoti raqobatbardoshligini oshirish va iqtisodiyotni modernizatsiyalash bilan bog'liq o'tish davri iqtisodiyoti sharoitidagi islohotlarda O'zbekiston Respublikasi aksiyadorlik jamiyatlarida kapitallarning optimal tarkibini shakllantirish siyosatida boshqarishning insayderlik modelidan (nazoratga yo'naltirilgan) autsayderlik (bozorga yo'naltirilgan) modeliga o'tish xususiyatiga ega bo'lmoqda. Agar birinchi holatda aksiyadorlarda mulkdor va menejerlar funktsiyalari uyg'unligini ta'minlashga yo'naltirilgan kapitallarni shakllantirish siyosati ustuvorlik qilsa, ikkinchi holatda, ya'ni autsayderlik modeliga asoslangan kapitallar tarkibini shakllantirish siyosatida top menejerlarning vakolatlarining kengayish tendentsiyasi kuzatilmoqda. Bu jarayon qarz mablag'larini jalb etishning mavjud keng doiradagi instrumentlari sharoitida aksariyat aksiyadorlik jamiyatlari kapitallarini shakllantirishda bunday instrumentlardan faol foydalanish amaliyotining rivojlanib borayotganligini tasdiqlaydi.

Ikkinchidan, O'tish davri iqtisodiyoti shart-sharoitlariga muvofiq shakllangan moliya bozorlaridagi "uzun pullar" ulushining past darajasida aksariyat aksiyadorlik kapitallar tarkibidagi qarz kapitallarida joriy majburiyatlarning yuqori ulushi (asosan kreditorlik qarzlari) shakllanishiga sabab bo'lgan. Bu holat tahlil qilinayotgan aksiyadorlik jamiyatlarida muvozanatlashtirilgan moliyaviy barqarorlikni ta'minlash bilan bog'liq muammolarni keltirib chiqarganligi tasdiqlandi.

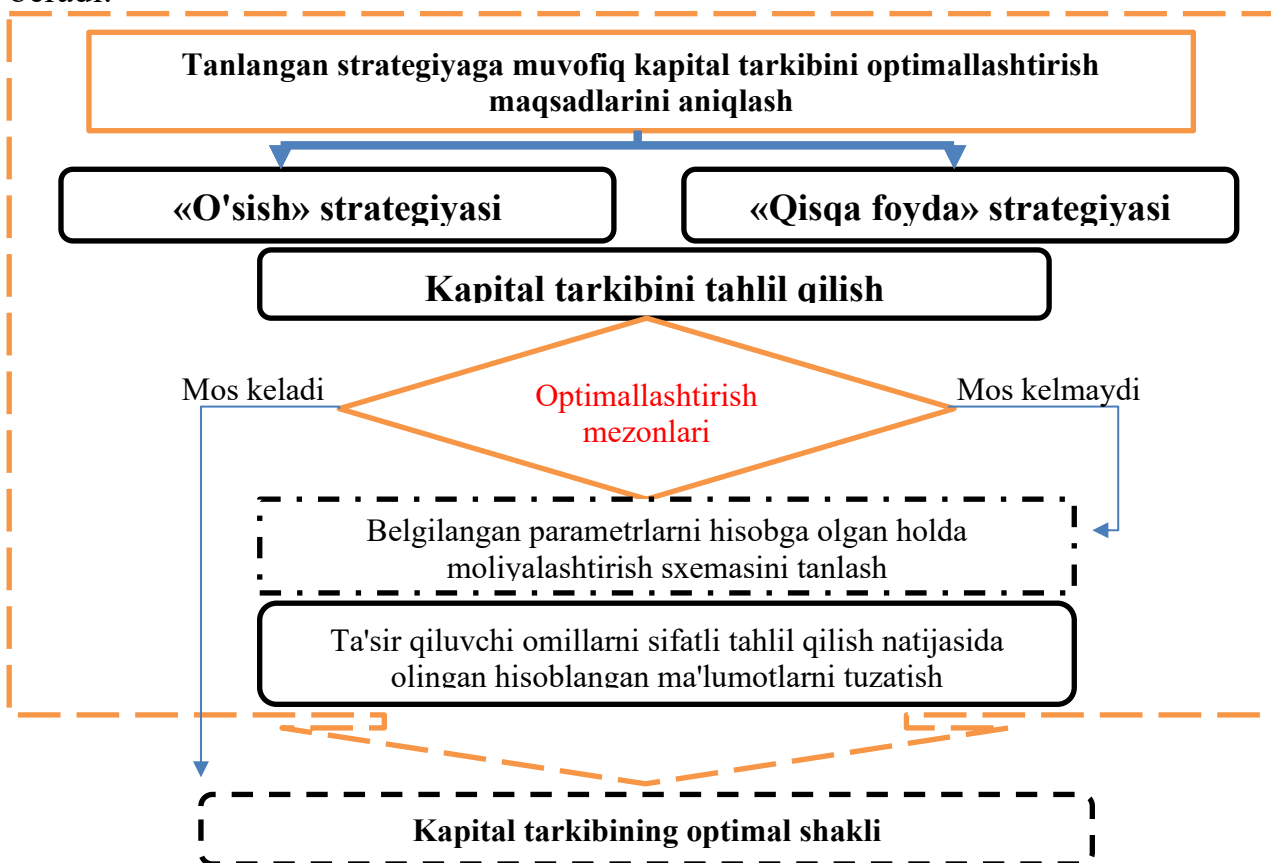
Tadqiqot ishimizda, kapitallar tarkibini optimal shakllantirish siyosatida, avvalo, uning investitsion maqsadlariga asoslangan holdagi strategiyani tanlashda joriy iste'mol ehtiyojlarini qondirishga yo'naltirilgan "qisqa foyda" strategiyasi yoki barqaror "o'sish" strategiyasini tanlashga asoslanishi tavsiya qilindi.

Ma'lumki, "investitsiyalar kelajakdagi o'sishni hisobga olgan holda joriy iste'moldan voz kechish" mantiqiy qoidasiga asoslangan holda, istiqboldagi barqaror "o'sish" strategiyasini tanlashda, avvalo, sof moliyaviy natijani o'zida mujassamlashtiruvchi foyda normasini oshirish imkoniyatlarini to'liq ishga solish zarur.

Bu, avvalo, mavjud moliyaviy salohiyatdan oqilona foydalanish natijasida rentabellik ko'rsatkichiga ta'sir etuvchi omillar hisobiga ta'minlanadi. Bunday omillar qatorida kapitallar tarkibida joriy moliyaviy ekspluatatsion ehtiyojlar uchun

zarur qisqa muddatli majburiyatlarni tartibga solish va barqaror passivlar ulushini kapitallar tarkibida oshirish orqali ta'minlanishi ishda ilgari surilgan.

Belgilangan parametrlarni hisobga olgan holda moliyalashtirish sxemasini tanlashda qabul qilinadigan investitsion qarorlar tavsifi ma'lum rivojlanish vektori yo'nalishidagi davriylikka bog'liq. Aniqlanishicha, kompaniya faoliyati quyidagi kapital tuzilmasi bilan eng samarali hisoblanadi: o'z kapitalining 70 foizi va qarz kapitalining 30 foizi, bu amalga oshirish uchun taklif qilingan dastlabki chora-tadbirlarning mohiyatidir. O'tkazilgan tadqiqotlar kapital minimal o'rtacha qiymatining 21,06 %ga teng moliyalashtirish tuzilmasini taklif qilish imkonini beradi.



6-rasm. Muqobil strategik rivojlanish variantlariga ko'ra kapitallar tarkibini optimallashtirish ²²

Bu fakt shuni ko'rsatadiki, kapital o'rtacha qiymatining minimal nuqtasida kapitalning maksimal samaradorligi kuzatiladi, ya'ni qarz kapitali qiymatining arzonligi sharoitidagina, soliqni tejash va bankrotlik xarajatlari o'rtasidagi optimal nisbatga erishiladi. Olingan ma'lumotlar moliyaviy leveraj usullari va aktivlarni moliyalashtirish strategiyasi bilan tasdiqlangan.

Tadqiqot ishimizda "Kvarts" AJning statistik ma'lumotlari bazasida sof moliyaviy natijaga (sof foyda) (Y) ta'sir etuvchi omillar sifatida jami kapitaldagi xususiy kapital ulushi (X_1), uzoq muddatli majburiyatlar ulushi (X_2), jami

²² Rasm muallif tomonidan shakllantirilgan.

kapitaldagi qisqa muddatli majburiyatlar ulushi (X_3), jami aktivlarda aylanmadan tashqari aktivlar ulushi (X_4), jami aktivlarda aylanma aktivlar ulushi (X_5) tanlab olinib, ekonometrik model shakllantirildi.

6-jadval

“Kvarts” AJ da xususiy kapital rentabelligiga ta'sir etuvchi omillar o'rtasidagi bog'liqlikning korrelyatsion matritsasi ²³

| | | | | | | |
|----------------|---------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| | Y | X ₁ | X ₂ | X ₃ | X ₄ | X ₅ |
| Y | 1 | | | | | |
| X ₁ | 0,5969 | 1 | | | | |
| X ₂ | 0,6123 | -0,2924 | 1 | | | |
| X ₃ | -0,8472 | -0,45115 | -0,4152 | 1 | | |
| X ₄ | 0,8075 | 0,34125 | 0,5124 | -0,1482 | 1 | |
| X ₅ | -0,8075 | -0,3144 | -0,3254 | 0,7214 | -1,0000 | |

6-jadval ma'lumotlaridan ko'rish mumkinki, xususiy kapital rentabelligining dinamik o'zgarishi bilan xususiy kapitalning jami kapitaldagi ulushi (0,5969), uzoq muddatli majburiyatlar ulushi (0,6123) va aktivlar tarkibida aylanmadan tashqari aktivlar ulushi (0,8075) o'rtasida musbat korrelyatsion bog'liqlik mavjud. Lekin jami majburiyatlar tarkibidagi qisqa muddatli majburiyatlar ulushi o'rtasida kuchli teskari bog'liqlik kuzatilgan. Demak, tabiiy ravishda qisqa muddatli majburiyatlarning so'ndirilishi xususiy kapital rentabelligining ortishiga ta'sir qiladi.

Ishda kapital tarkibi o'zgarishi bilan sof foyda va rentabellikning o'zgarishini prognoz qilish uchun regression tahlilni ko'rib chiqilgan. Tanlangan omillar kesimidagi korrelyatsion tahlildagi multikol-lenearlik holatlari bilan bog'liq nisbatan sifatsiz ko'rsatkichlar statistik natijalar kuzatilganini e'tiborga olgan holda sof foydaga ta'sir etuvchi 2 ta o'zgaruvchi, ya'ni uzoq muddatli majburiyatlar ulushi va xususiy kapitalning balans valyutasidagi ulushini ko'rib chiqish mumkin.

“Kvarts” AJ da uzoq muddatli majburiyatlar va xususiy kapitalning jami pasivlardagi ulushi hamda o'zgarishida sof foyda nominal miqdoriga ta'sirining 4 ta stsenariy varianti ko'rib chiqilgan.

7-jadval

“Kvarts” AJda kapitallar tarkibini optimallashtirish (uzoq muddatli majburiyatlar va xususiy kapital ulushining) ta'siriga asoslangan regression modelga muvofiq sof foyda o'zgarishi bo'yicha senariy variantlari ²⁴

| Variantlar | Balans passivida uzoq muddatli majburiyatlar ulushi | Balans passivida xususiy kapital ulushi | Sof foydani hisob miqdori, mlrd. so'm |
|--|---|---|---------------------------------------|
| $Y = -101,994 + 194,746 * X_1 + 219,269 * X_2$ | | | |
| Amaldagi ko'rsatkichlar | 0,31 | 0,34 | 54,7 |
| 1-variant | 0,34 | 0,34 | 61,8 |
| 2-variant | 0,40 | 0,34 | 67,4 |
| 3-variant | 0,31 | 0,37 | 63,8 |
| 4-variant | 0,31 | 0,42 | 71,3 |

²³ Yillik moliyaviy hisobotlar asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

²⁴ Moliyaviy hisobotlar va statistik ma'lumotlari asosida muallif tomonidan shakllantirilgan.

1-senariy variantidan ko'rish mumkinki, uzoq muddatli majburiyatlar balans passividagi ulushining 3 foizga o'zgarishi, xususiy kapital ulushi o'zgarmagan holatda sof foyda nominal qiymatining 61,8 mlrd. so'mga oshirilishini kuzatish mumkin.

2-senariy variantiga muvofiq xususiy kapital ulushi o'zgarmagan holatda balans passivida uzoq muddatli majburiyatlar ulushining 9 foizga ortishi sof foyda nominal qiymatini 67,4 mlrd. so'mga oshirishi mumkin.

3 va 4-senariy variantlarda balans passivida uzoq muddatli majburiyatlar o'zgarmagan holda xususiy kapital ulushini 3 va 8 foizga ortishi mos ravishda sof foyda hisob miqdorining 63,8 va 71,3 mlrd. so'mga ortishini ta'minlashi mumkin. Bunday prognoz ko'rsatkichlar asosan sof foydaning kapital tarkibini optimallashtirish orqali oshirish imkoniyatlarini namoyon etadi.

XULOSA

Aksiyadorlik jamiyatlarida kapital tarkibining nazariy va amaliy asoslarini tadqiq qilish va optimallashtirishga yo'naltirilgan ilmiy taklif va amaliy tavsiyalarni ishlab chiqish natijasida quyidagi xulosalar tizimlashtirildi:

1. Tadqiqotlar natijasida “Kapital tarkibi” va “Kapitalning optimal tarkibi”ga tushunchalarining mazmun-mohiyatiga hozirgi kunda kapitallarni boshqarish tizimiga ta'sir etuvchi omillar nuqtai nazaridan ta'riflar berildi.

2. Kapitallar tarkibi mavjud ichki va xalqaro kapitallar bozorlaridagi keng doiradagi instrumentlar sharoitida aksiyadorlik jamiyatlari xususiy va qarz kapitallari qiymatini o'zida mujassamlashtiradi. Kapital tarkibiga oid mavjud klassik va institutsional nazariyalarning kontseptual asoslarini tadqiq qilish natijasida xo'jalik faoliyatining xususiyatlariga asoslangan holda asosiy ta'sir ko'rsatuvchi omillar kapital bozorining rivojlanganlik darajasi, undagi mavjud kon'yunktura va kapitalni jalb etish bo'yicha transaksion xarajatlar hisoblanishi asoslandi.

3. Aksiyadorlik jamiyatlarida kapitalning optimal tarkibi xususiy va qarz kapitalining shunday optimal nisbati hisoblanadiki, uning asosiy mezoni kapitalning o'rtacha tortilgan qiymatini (WACC) minimal, xususiy kapital rentabelligining maqsimal darajasiga erishish imkoniyatida muvozanatli moliyaviy barqarorlik ta'minlanadi va pirovard natijada aksiyadorlik jamiyatining bozor qiymati maksimal darajaga ko'tarilishi bo'yicha xulosa berildi. Zamonaviy fan taraqqiyotining rivojlanish tendentsiyasida yangi kontseptual yo'nalishga asoslangan holda kapitallarning optimal tarkibi aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatini moliyalashtirishning o'ziga xos moliyaviy manbalari kombinatsiyasini o'zida mujassamlashtirib, unda axborotlar assimetriyasi va mulkdorlar tomonidan berilgan adekvat nazorat tizimining uyg'unligi sharoitida ta'minlanadi.

4. Keyingi yillarda O'zbekistonda “Harakatlar strategiyasi” va hozirgi davrdagi “Taraqqiyot strategiyasi”ga asoslangan strategik rivojlanish dasturlarini samarali

amalga oshirish bilan bog'liq islohotlar davrida iqtisodiyotning sanoat korxonalarini kapitalining optimal tarkibini shakllantirish siyosatida quyidagi tendentsiyalar kuzatilayotganligi asoslandi:

4.1. Mamlakat iqtisodiyotining raqobatbardoshligini oshirish va iqtisodiyotni modernizatsiyalash bilan bog'liq o'tish davri iqtisodiyoti sharoitidagi islohotlarda O'zbekiston Respublikasi aksiyadorlik jamiyatlarida kapitalning optimal tarkibini shakllantirish siyosatida boshqarishning insayderlik modelidan (nazoratga yo'naltirilgan) autsayderlik (bozorga yo'naltirilgan) modeliga o'tish xususiyati kuzatilmog'da. Bu jarayon qarz mablag'larini jalb etishning mavjud keng doirasidagi instrumentlari sharoitida aksariyat aksiyadorlik jamiyatlari kapitalini shakllantirishda bunday instrumentlardan faol foydalanish amaliyotining rivojlanib borayotganligi tasdiqlandi.

4.2. O'tish davri iqtisodiyoti shart-sharoitlariga muvofiq shakllangan moliya bozorlardagi "uzun pullar" ulushining past darajasida aksariyat aksiyadorlik kapitali tarkibidagi qarz kapitalida joriy majburiyatlarning yuqori ulushi (asosan kreditorlik qarzlari) shakllanishiga sabab bo'lgan. Bu holat tahlil qilinayotgan aksiyadorlik jamiyatlarida muvozanatlashtirilgan moliyaviy barqarorlikni ta'minlash bilan bog'liq muammolarni keltirib chiqarganligi tasdiqlandi.

5. Dissertatsion tadqiqotni olib borish jarayonida quyidagi gipotezalar tizimlashtirildi:

5.1. Aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan kapitallar tarkibini shakllantirish siyosatida ular faoliyatining tarmoq xususiyatlari va mulkchilikda davlat ulushi darajasiga bog'liq holda qarz va xususiy kapital qiymati keskin tebranish xususiyatiga ega bo'lgan.

5.2. Mavjud kapitallar bozorida kapital qiymatining yuqori darajasi natijasida tahlil qilinayotgan korxonalarda moliyaviy dastak samaradorligining past darajasi mazkur korxonalarda iqtisodiy rentabellik normasining past darajasi bilan bog'liq bo'lgan.

5.3. Mamlakatdagi shakllangan kapitallar bozorida uzoq muddatli qarz majburiyatlari instrumentlari bozorining yetarli darajada rivojlanmaganligi tahlil qilinayotgan korxonalarda barqaror passivlarning jami kapital tarkibidagi ulushining past darajasini ta'minlagan. Natijada bu holat aktivlar tarkibidagi sof ishchi kapitalning zaif ulushini ta'minlab, moliyaviy barqarorlikka salbiy ta'sir ko'rsatuvchi omil bo'lgan.

**НАУЧНЫЙ СОВЕТ DSc.03/10.12.2019. I.16.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ
УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ГОСУДАРСТВЕННОМ
ЭКОНОМИЧЕСКОМ УНИВЕРСИТЕТЕ**

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ
УНИВЕРСИТЕТ**

РАХМАТУЛЛАЕВ БОТИРЖОН АБДУЛХАМИДОВИЧ

**ПУТИ ОПТИМИЗАЦИИ СТРУКТУРЫ КАПИТАЛА В
АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВАХ**

08.00.07 – Финансы, денежное обращение и кредит

АВТОРЕФЕРАТ

диссертации доктора философии (PhD) по экономическим наукам

Ташкент – 2023

Тема диссертации доктора философии (PhD) зарегистрирована под B2022.4.PhD/Iqt2585 в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан.

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации опубликован на трех языках (узбекский, русский и английский (резюме) на веб-сайте научного Совета (www.tsue.uz) и информационно-образовательном портале «ZiyoNet» (www.ziynet.uz).

Научный руководитель: **Олимжонов Одил Олимович**
доктор экономических наук, профессор

Официальные оппоненты: **Карлибаева Рая Ходжабаевна**
доктор экономических наук, профессор

Бердияров Бахриддин Тавашарович
доктор экономических наук, профессор

Ведущая организация: **Ташкентский финансовый институт**

Защита диссертации состоится «___» _____ 2023 года в ___ на заседании научного Совета DSc.03/10.12.2019.I.16.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском государственном экономическом университете Адрес: 100003, город Ташкент, улица Ислама Каримова, д. 49. Тел.: (99871) 239-28-72, факс: (99871) 232-43-51, e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz)

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского государственного экономического университета (регистрационный номер №___). Адрес: 100003, г.Ташкент, ул. Ислама Каримова, 49. Тел.: (99871) 239-28-72, 239-01-49, факс: (99871) 239-43-51, e-mail: [tdiu@tdiu.uz](mailto:tdu@tdiu.uz).

Автореферат диссертации разослан «___» _____ 2023 года.

(протокол реестра №___ от «___» _____ 2023 года).

М.П. Эшов

Председатель научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

У.В. Гафуров

Секретарь научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

С.К. Худойкулов

Председатель научного семинара при научном совете по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

ВВЕДЕНИЕ (аннотация диссертации доктора философии (PhD))

Актуальность и востребованность темы диссертации. В условиях экономических реформ глобализация и усиливающиеся конкурентные процессы вызывают беспрецедентные изменения на финансовом рынке с целью обеспечения стабильности экономики. Неопределенность в мировой экономике вызывает серьезные проблемы с потоками капитала. «Средневзвешенная стоимость капитала в мировой промышленности осталась неизменной на уровне 6,6 % в 2021 году во всех секторах. Ожидается, что к 2022 году он вырастет до 6,8 %. Этот рост отражается и на развитии отдельных отраслей»¹. В частности, крупные предприятия требуют определения средневзвешенной стоимости капитала и его обоснованного состава. Также в 2020 году ожидаемая рентабельность капитала компаний в США составила 4,34 %, в Европе – 4,56 %, в Японии – 4,25 %, в Китае – 4,69 %, в Индии – 6,23 %². Это, в свою очередь, показывает необходимость использования оптимального метода оценки стоимости капитала компании при определении стоимости бизнеса компаний в этих странах, реализации инвестиционных проектов и уровней инвестиционного потенциала.

Реализации крупных инвестиционных проектов и инвестиционных решений приобретает особое значение при определении факторов, влияющих на структуру капитала предприятий, работающих в национальной экономике в связи с внедрением моделей формирования структуры капитала в экономику Узбекистана в крупных компаниях развитых стран. В частности, требует особого внимания к определению ожидаемой чистой прибыли и проведению исследования по уровню влияния макро- и микро факторов на оптимизацию структуры капитала компании, расчета средневзвешенной стоимости капитала (WACC), влиянию финансового левереджа (effect of financial leverage), финансовым коэффициентам (financial ratios) и современным методам оптимизации (modern method of capital structure optimization) структуры капитала с учетом собственного и заемного капитала.

Особое внимание уделяется укреплению свободы акционерных обществ в Узбекистане для дальнейшего повышения уровня капитализации, обеспечения их экономической устойчивости, дальнейшего расширения их участия в инвестиционном процессе. На сегодняшний день компании не в полной мере используют методологии дисконтированных денежных потоков при оценке капитала и стоимости бизнеса, а отсутствие методов оптимизации структуры капитала не позволяет компаниям использовать современные методы увеличения своего капитала. Соответственно, в рамках стратегии развития Нового Узбекистана на 2022-2026 годы отдельно определена задача по «Дальнейшему развитию рынка капитала, увеличению эмиссии ценных бумаг, расширению участия физических и юридических лиц на фондовом рынке»³.

¹ <https://www.kroll.com/en/insights/publications/cost-of-capital>

² <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

³ Указ Президента Республики Узбекистан № УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала»

Данная диссертационная работа в определенной мере послужит реализации задач, намеченных в указах Президента Республики Узбекистан №УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах» от 24 апреля 2015 года, №УП-4947 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию Республики Узбекистан» от 7 февраля 2017 года, №УП-5308 «О Государственной программе реализации в «Год поддержки активного предпринимательства, инновационных идей и технологий» от 22 января 2018 года, постановлении №ПП-2454 «Дополнительные меры по привлечению иностранных инвесторов в акционерные общества» от 21 декабря 2015 года, указе №УП-6207 «О мерах по дальнейшему развитию рынка капитала» от 13 апреля 2021 года и других нормативно-правовых документах.

Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики. Данное диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетным направлением развития науки и технологии республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

Степень изученности проблемы. Научно-теоретические, методологические и практические проблемы формирования и оптимизации структуры капитала акционерных обществ изучены в научно-исследовательских работах зарубежных ученых-экономистов, таких как Ф.Модильян, М.Миллер, Р.Хамада, Дж.Стиглиц, С.Майерс, Н.Майлуф, О.Блаевич, Н.Кирильчук, Х.Аскарри, Н.Малеки, С.Масуд, Дж.Бирман, П.Крюгер, П.Фернандес, А.Дамодаран, С.Каплан, Р.Рубак, Дж.Лю, Д.Ниссим, Дж.Томас, М.Рахман, А.Шамсуддин, В.Баджи, Ш.Тадкод⁴.

от 13 апреля 2021 года.

⁴ 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.261–97.; Hamada R (1969) «Portfolio analysis, market equilibrium, and corporate finance» The Journal of Finance, Vol. 24, No. 1. pp. 13–31.; Stiglitz, Joseph E, (1969). «A Re-Examination of the Modigliani-Miller Theorem» American Economic Review, American Economic Association, Vol. 59, No. 5 pp. 784-793.; Myers, S., and N.S. Majluf, (1984). «Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information. Those Investors Do Not Have» Journal of Financial Economics Vol. 13, No.2 pp.187-221.; 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.; О.Г.Блаевич, Н.А.Кирильчук «Модели оценки стоимости капитала» Научный вестник: Финансы, банки, инвестиции - 2016 - №3 ст.47-52.; Hosein Asgari Alouj, Nahid Maleki Nia, Seyed Hassan Masoud and Sajjadian Amiri (2012). «The Effect of Systematic Risk on Cost of Capital determinants Applying CAPM Model: Evidence from Tehran Stock Exchange (TSE) », Australian Journal of Basic and Applied Sciences, 6(10): 180-188.; Bierman, J. H. (1993). «Capital budgeting in 1992: a survey» Financial Management, 22(3):24.; Kruger, P., Landier, A. and Thesmar, D. (2011). «The WACC Fallacy: The Real Effects of Using a Unique Discount Rate», available at: <http://ssrn.com/abstract=1764024>.; Fernandez, P. (2003). «Equivalence of Ten Different Methods for Valuing Companies by Cash Flow Discounting». EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=367161>.; Fernandez, P. (2010). «WACC: Definition, Misconceptions and Errors». Available at SSRN:<http://ssrn.com/abstract=1620871>.; Damodaran, A. (2006). «Investment Valuation». New York: McGraw-Hill pp-710.; Damodaran, A. (2012). «Investment valuation: Tools and techniques for determining the value of any asset». Wiley; 3 editions, pp-992.; Kaplan, S.,and Ruback, R. 1995. «The valuation of cash flow forecasts»: An empirical analysis. The Journal of Finance, Vol. 56, No. 4, pp.1059–1093.; Liu, J., Nissim, D., and Thomas, J. (2007). «Is Cash Flow King in Valuations»? Financial Analyst Journal, Vol 63, Issue 2, pp.56–65.; Rahman, M. L., and Shamsuddin, A. (2019). «Investor sentiment and the price-earnings ratio in the G7 stock markets». Pacific-Basin Finance Journal, 55, 46-62.; Vaibhav, B and Shweta, T. (2019). «A Study on Relative Valuation with Reference IPO Valuation in Dairy Industry». International Journal of Latest Technology in Engineering, Management

Теоретические, методологические и практические аспекты формирования структуры капитала акционерных обществ отражены в работах О.Олимжонова, Т.Маликова, Б.Ходиева, Б.Беркинова, М.Эшова, А.Бурханова, М.Хамидулина, Б.Тухлиева, Р.Карлибаевой, Б.Ташмуродовой, Х.Курбанова, С.Эльмирзаева, Ш.Шохаъзами, Х.Худайкулова⁵.

Связь темы диссертации с планами научно-исследовательской работы высшего образовательного учреждения, где выполнена диссертация. Тема диссертационной работы выполнена в соответствии с планом научных исследований Ташкентского государственного экономического университета в рамках важного направления на тему «Научные основы координации финансово-банковской и учетной системы в условиях модернизации экономики».

Целью исследования является разработка предложений и рекомендаций по оптимизации состава капиталов акционерных обществ в условиях экономических реформ.

Задачи исследования:

обоснование направлений оптимизации управления капиталов акционерных обществ в результате выяснения экономической природы, исходя из новых задач управления ими;

предложение комплексного подхода к определению оптимальных инструментов источников финансирования акционерных обществ;

представление методической рекомендации исходя из экономических условий национальной экономики в результате анализа метода определения средневзвешенной стоимости капитала;

представление доказательства о том, что оптимальное соотношение напрямую зависит от результатов финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества в результате анализа отдельных элементов источников финансирования;

определение взаимозависимости структуры капитала и дивидендной политики в акционерных обществах и получение научных выводов;

разработка системы практических рекомендаций и предложений по формированию и оптимизации капитала акционерных обществ и обоснование научных выводов;

& Applied Science, Vol 8, Issue 1, pp.58–66.

⁵ Олимжонов О.О., Маликов Т.С. Молиявий менежмент. – Тошкент: Академия, 1999. -193 б.; Ходиев Б.Ю., Беркинов Б.Б., Кравченко А.Н. Бизнес қийматини баҳолаш. Ўқув қулланма. – Тошкент: Фан, 2006, 228-б.; Эшов М. Корхонанинг фундаментал қийматини бошқариш: назария ва амалиёт. Монография. – Т.: Маънавият, 2020. - 200 б.; Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: Молия, 2008. – 204 с.; Карлибаева Р.Х. Акциядорлик жамиятларида молиявий менежмент тизимини самарали ташкил этиш йўллари. Автореферат. – Т., 2018, 1-30-б.; Toshmurodova B., Elmirezayev S., Tursunova N. Moliyaviy menejment. Darslik. – Т.: Iqtisod-moliya, 2017. - 325 б.; Курбанов Х. Корпоративные финансы. – Тошкент: Иқтисод-Молия, 2007. -40 с.; Тошмуродова Б.Е., Элмирзаев С.Е., Турсунова Н.Р. Молиявий менежмент. Дарслик. – Т.: ТМИ, 2017. 145-б.; Elmirezayev S. va boshqalar. Moliya bozori. Darslik. – Т.: Iqtisod-moliya, 2019. – 324 б.; Шохаъзамий Ш.Ш. Молия бозори ва қимматли қоғозлар. Дарслик - Т.: ТФИ, 2012. -178 б.; Худойқулов Х.Х. Акциядорлик жамиятларининг капитал қийматини баҳолашнинг методологик асосларини такомиллаштириш. Автореферат. – Т., 2021. 1-40-б.;

представление научно-практических рекомендаций по путям укрепления финансовой устойчивости акционерных обществ за счет оптимизации структуры капитала.

Объектом исследования выбраны акционерные общества, действующие в производственной сфере.

Предметом исследования являются финансовые отношения, возникающие в процессе формирования и оптимизации капитала в акционерных обществах.

Методы исследования. В исследовании использованы методы эмпирического, экономико-математического моделирования, статистической группировки данных, сравнительного анализа, выборочного наблюдения, панельного корреляционного и регрессионного анализа.

Научная новизна исследования заключается в следующем:

расширенные понятия «транзакционные издержки», «средневзвешенная стоимость капитала», «финансовый левередж» и «институциональное ограничение» согласно методологическому подходу и усовершенствованы согласно подходу, где приоритет отдается содержанию оценки стоимости капитала;

обосновано предложение по оптимизации структуры капитала за счет повышения уровня накопления внутренних финансовых резервов и стабильных обязательств при обеспечении умеренного уровня коэффициента финансовой независимости;

обосновано предложение по реструктуризации текущих обязательств за счет сокращения избыточных ресурсов от финансовых эксплуатационных потребностей в системе сбалансированного управления активами и пассивами в акционерных обществах;

разработаны прогнозные показатели до 2025 года на основе перспективных вариантов сценариев, которые показывают возможность увеличения чистой прибыли за счет оптимизации структуры капитала.

Практический результат исследования заключается в следующем:

разработана политика формирования оптимальной структуры капитала путем формирования структуры капитала акционерных обществ за счет собственных и заемных средств;

обосновано обеспечение равновесных показателей при максимизации рыночной стоимости акционерных обществ;

систематизирован подход минимальной значению стоимости капитала и минимальный уровень финансовых рисков акционерных обществ, обеспечивающий максимальное значение доходности капитала;

систематизирован алгоритм приоритетных направлений политики формирования структуры капитала акционерного общества;

разработана стратегия финансирования выпуска долгосрочных корпоративных облигаций для увеличения доли стабильных обязательств в структуре капитала акционерного общества;

разработан порядок реструктуризации текущих обязательств за счет сокращения избыточных ресурсов от финансовых операционных нужд в сбалансированной системе управления активами и пассивами акционерного общества;

определены показатели прогнозной оценки на основе панельной регрессионной эконометрической модели до 2025 года через арифметические показатели оптимизации структуры капитала акционерных обществ.

Достоверность результатов исследования обусловлена на сравнительно-критическом анализе научно-теоретических мнений ведущих экономистов по вопросам оптимизации структуры капитала акционерных обществ, изучении и обобщении передового зарубежного опыта, экспертных результатах определения капитала структура и официальные источники национальных и международных авторитетных организаций, в том числе Министерства финансов Республики Узбекистан, определяется тем, что научно-теоретические выводы были сделаны путем анализа процесса на основе статистических данных Агентства по управлению государственными активами, Единый корпоративный информационный портал и статистические данные акционерных обществ.

Научная и практическая значимость результатов исследования. Научная значимость результатов исследования объясняется тем, что разработанные в нем теоретические, методологические выводы и рекомендации могут быть использованы для обогащения научного аппарата и совершенствования методологических основ проводимых научно-исследовательских работ по оптимизации состава пассивы.

Практическая значимость результатов исследования объясняется тем, что они могут быть использованы при формировании бизнес-планов предприятий на основе разработанных теоретических, практических предложений и рекомендаций, а также при разработке практических и методических пособий по рациональному формированию структуру капитала.

Внедрение результатов исследования. К внедрению приняты разработанные научно-теоретические, практические и методические предложения и рекомендации по совершенствованию основ оптимизации структуры капитала акционерных обществ. В результате:

предложение по авторским определениям, расширенным на понятия «транзакционные издержки», «средневзвешенная стоимость капитала», «финансовый леведж» и «институциональное ограничение» по методологическому подходу и уточненному по подходу, отдающему приоритет содержанию стоимости оценки капитала отражено в учебнике «Основы налогообложения» по направлению 60410200 – Налоги и налогообложения (приказ №356/7-297 Министерства высшего и среднего образования Республики Узбекистан от 18 августа 2021 года). В результате уточнение описания основных терминов, связанных с формированием состава капиталов, создало возможность для студентов развивать теоретические знания и практические навыки;

предложение по оптимизации структуры капитала за счет повышения уровня накопления внутренних финансовых резервов и стабильных обязательств при обеспечении умеренного уровня коэффициента финансовой независимости использовано АО «Toshloq paxta tozalash» в разработке программы «Совершенствование структуры капитала акционерного общества» акционерным обществом (справка № 01 АО «Toshloq paxta tozalash» от 20 января 2022 года). В результате удалось повысить максимальный уровень нормы чистой прибыли и доходности собственного капитала на 3,7 % в 2021 году за счет снижения текущих обязательств в общем капитале на 12 % и экономии EBIT на основе процентов для эффективной реализации инвестиционной стратегии;

предложение по реструктуризации текущих обязательств за счет сокращения избыточных ресурсов от финансовых эксплуатационных потребностей в системе сбалансированного управления активами и пассивами в акционерных обществах использовано АО «Toshloq paxta tozalash» в разработке программы «Совершенствование структуры капитала акционерного общества» (справка № 01 АО «Toshloq paxta tozalash» от 20 января 2022 года). В результате удалось укрепить позицию платежеспособности за счет увеличения доли стабильных обязательств в составе капитала, разработки стратегии финансирования по выпуску долгосрочных корпоративных облигаций и снижения текущих обязательств на 9,3% в составе обязательств;

предложение по прогнозным показателям до 2025 года, исходя из вариантов перспективных сценариев, показывающих возможности увеличения чистой прибыли за счет оптимизации структуры капитала, использовано АО «Каменный хлопкоочистительный завод» при разработке программа «Совершенствование структуры капитала акционерного общества» (справка № 01 АО «Toshloq paxta tozalash» от 20 января 2022 года). В результате реализации этого предложения удалось определить долю частного капитала и долю заемного капитала в капитале акционерных обществ, а также рассчитать соотношение заемного и собственного капитала.

Апробация результатов исследования. Результаты исследования представлены и обсуждены на 7, в том числе 5 национальных и 2 международных научно-практических конференциях.

Публикация результатов исследования. Всего по теме диссертации опубликовано 14 научных работ, в том числе 1 учебник, 1 учебное пособие, 1 монография в соавторстве, 3 научных статьи в журналах, признанных ВАК РУз, 1 научная статья в престижных зарубежных журналах,

Структура и объем диссертации. Диссертационная работа состоит из введения, 3 глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Общий объем диссертации составляет 136 страниц.

ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ

Во **введении** диссертационной работы основано актуальность и востребованность темы, сформулированы цель и основные задачи, объект и предмет исследования, указаны приоритетные направления развития науки и технологий республики, описаны научная новизна и практические результаты исследования, научно-теоретическая и практическая значимость.

В первой главе диссертации, озаглавленной **«Научно-теоретические основы формирования и оптимизации капитала акционерных обществ»**, освещены научно-теоретические аспекты формирования и оптимизации структуры капитала акционерных обществ, научно-методические аспекты их научно-теоретической значимости на пути оптимизации структуры капитала.

Капитал изучается как одна из уникальных сложных экономических категорий в экономической науке, а исследование его сущности в контексте задач, стоящих перед наукой и практикой финансового менеджмента в современных условиях, является одним из принципиальных вопросов развития акционерного общества.

Теория формирования структуры капитала акционерных обществ в современной финансовой системе рассматривается как концепция финансового менеджмента. Она неразрывно связана с теорией стоимости капитала и теорией рыночной стоимости предприятия, поскольку основана на сравнении стоимости привлечения собственных средств и заемного капитала и анализе влияния различных сложных процессов финансирования на рыночную стоимость предприятия. Упомянутое взаимодействие выражает развитие этих теорий в едином концептуальном комплексе.

Показатели, определяющие величину капитала, служат важным инструментом для обоснования рациональности формирования структуры капитала и решений предприятия, направленных на эффективное управление финансово-хозяйственной деятельностью.

По мнению профессора И. Бланка, оценка его стоимости в процессе формирования структуры капитала будет состоять из суммы отдельных элементов частного и заемного капитала⁶. Но теоретически показатель средневзвешенной стоимости капитала представляет собой информацию о составе его элементов, стоимости каждого элемента и его вкладе в результат.

По мнению И.Т. Балабанова, необходимо четко определить стоимость фонда, который ближе всего к столичной торгово-финансовой организации. Ввиду сложности системы очевидно, что преобразование типа капитальной изобретательской части в другой тип явно повышено, то есть реализуется классическая формула «деньги – товар – деньги»⁷.

⁶ Бланк И.А. Управление формирование капитала. – К.: Ника-Центр, 2000. - С.45

⁷ Балабанов И.Т. Финансовый менеджмент. – М.: ЮНИТИ, 2006 г. – С. 211.

| Представители экономической школы | Подходы на капитал |
|---|--|
| Аристотель 384 - 322 до н.э. | Его можно считать основателем мнений о капитале, но всякое накопление денег он считал ненормальным, бессмысленным |
| Ф. Аквинский 1225 - 1274 гг. | Она делит богатство на натуральное (естественные экономические продукты) и искусственное (золото и серебро) |
| Ф.Кене 1694 - 1774 гг. | Делит структуру, состоящую из «первоначальных авансов» — то есть долгосрочных затрат и «годовых авансов» — то есть годовых затрат на организацию производства, которые полностью включаются в себестоимость продукции |
| Анна Роббер Жак Тюрго 1727 -1781 гг. | Источником «первого фонда первоначальных расходов» объявлялась сама земля, так как скот существовал до ее возделывания. Рабы были признаны вторым видом движимого богатства. Капитал определяется как «накопленная стоимость» |
| Адам Смит 1723 - 1790 гг. | Теория капитала характеризуется двойственностью. Смит создал учение об основном и оборотном капитале. При анализе структуры капитала появилась «догма Смита». |
| Давид Риккардо 1772 - 1823 гг. | Он выдвинул мнение, что уменьшение уровня меновой стоимости товаров зависит от возрастающего использования основного капитала в их производстве и что чем больше доля основного капитала, тем больше это уменьшение |
| Джон Стюарт Милль 1806 - 1873 гг. | Основываясь на материальном понятии капитала, он определял капитал как «заранее накопленный запас прошлого труда». Однако в структуру капитала (сумма капитала всех предприятий, работающих в экономике) входила лишь часть выпускаемой продукции |
| Карл Маркс 1818 - 1883 гг. | Он охарактеризовал капитал как ценность, приносящую прибыль, а также как самовозрастающую ценность (в рамках диалектического понимания природы капитала). Ввел понятие «органическая структура капитала» |
| Ф.Модильян, 1918 г. и М.Миллер, 1923 г. | Они выдвинули теории о том, что структура капитала не влияет на стоимость предприятия |
| Дж.К. Ван Хорн 1935 г. | Определено, что структура капитала определяется как соотношение ценных бумаг, используемых для финансирования предприятием |
| Ф. Ли Ченг и Дж.А.Финнерти 1879 - 1958 гг. | Состав капитала определяется как качество совокупности ценных бумаг |
| С.Росс, Р.Вестерфилд | Структура капитала определяется как отношение долга к собственному капиталу |
| Б.Грэм и Д.Л.Додд | Структура капитала определяется как соотношение между собственностью акционеров и общим капиталом компании. |
| И.А. Бланк | Структура капитала представляет собой соотношение всех форм собственных и заемных средств, используемых предприятием для финансирования активов в процессе своей деятельности. |
| Т. В. Теплова | Структура капитала определяется как соотношение только долгосрочных источников финансирования. |
| Райзберг Б. А. Лозовой Л.М., Стародубцева Е.Б. | Состав капитала – это разделение экономического объекта или экономической категории на его составляющие по определенным признакам, причем доказано, что эти составляющие находятся в оптимальных соотношениях. |
| В.В. Ковалев | Выделяют «финансовую структуру» как способность финансировать деятельность предприятия в целом, то есть структуру всех источников средств и «структуру капитала» предприятия. Имеется в виду узкая часть средств, то есть зависимость от долгосрочных обязательств (собственных ресурсов и длинных денег). |

Рисунок 1. Вклад экономических школ и их представителей в эволюцию подходов на понятие «структура капитала»⁸

На самом этапе своего формирования капитал определяет возможность быстрой смены собственника имущества или смены их группы. Часто

⁸ Сформирован автором на основе Интернет-источников.

В дальнейшем развитии теории и практики финансового менеджмента, а также при обобщении результатов первых исследований финансовой структуры капитала корпораций, финансовой структуры капитала стали появляться новые теории, определяющие современные подходы к ее оптимизации (а также дополнительные, альтернативные).

Экономические процессы, в том числе, экономические кризисы, приводят к изменениям в теориях капитала. В работе можно проанализировать этапы теории финансовой структуры капитала, ее особенности, основные идеи и недостатки. До научных подходов Ф. Модильяна и М. Миллера традиционная теория, основанная на анализе финансовых вопросов, является одной из первых теорий финансовой структуры капитала.

Следовательно, фундаментальные основы сформировавшихся теоретических подходов на состав капиталов отражены в теоретических подходах Ф. Модильяна и М. Миллера.

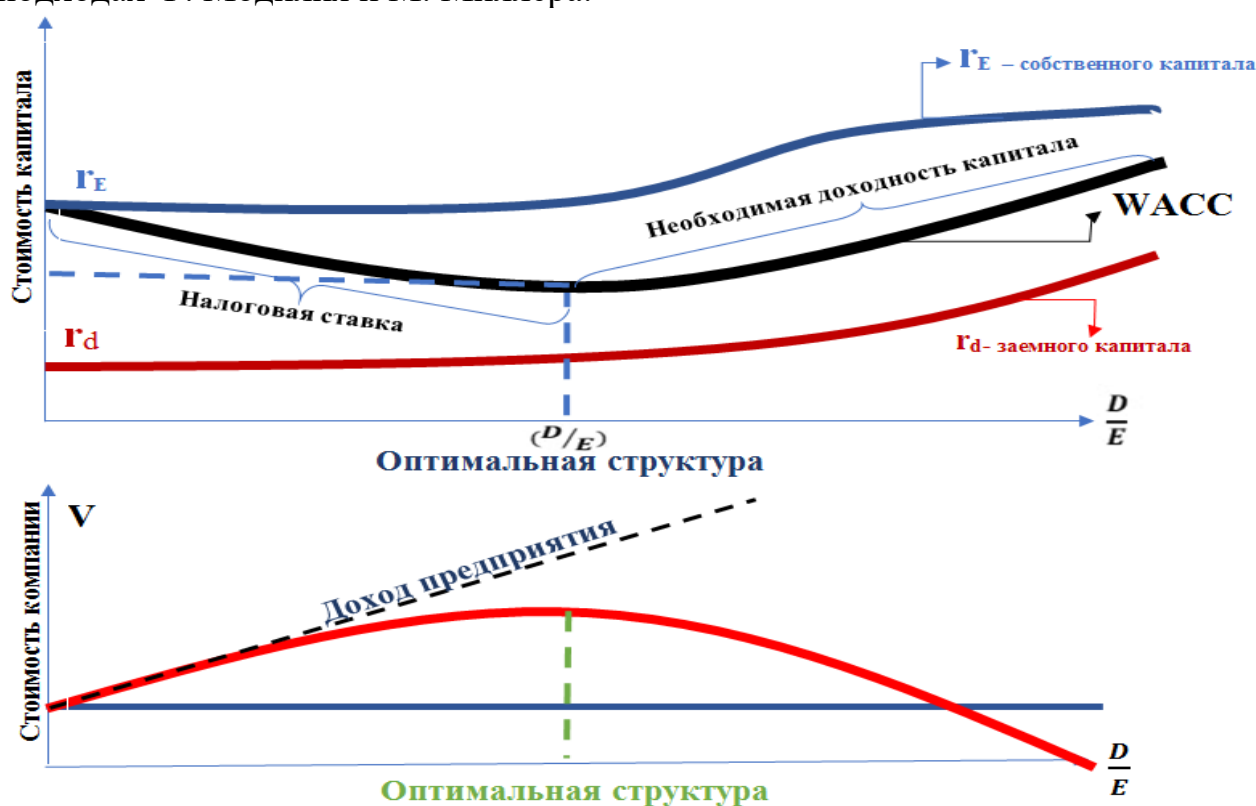


Рисунок 3. Схема влияния структуры капитала на его отдельные элементы и стоимость компании¹³

Как видно из рисунка 3, минимальный уровень средней стоимости капитала, вложенного в активы (WACC), обеспечивается при определенном соотношении состава капитала (D/E)* при котором высокий показатель доходности частного капитала (r_c) обеспечивается при определенном финансовое состояние экономической рентабельности. Высокий показатель доходности частного капитала обеспечивается при высоком уровне экономической рентабельности от стоимости заемного капитала (r_d) в условиях высокой эффективности финансового рычага.

¹³ Рисунок составлен автором.

По мнению автора, этот процесс имеет функциональную связь непосредственно с рыночной стоимостью акционерных обществ. То есть оптимальный состав анализируемого капитала (D/E)* за счет обеспечения максимальной величины частного капитала обеспечивается максимальный уровень рыночной стоимости акционерных обществ.

Таким образом, можно систематизировать вывод о том, что максимизация рыночной стоимости акционерных обществ зависит от их индекса оборачиваемости и уровня рентабельности, которые являются главными детерминантами эффективности активов на первом уровне среди всех факторов, а на втором уровне наиболее важным влияющим фактором является формирование состава капиталов в условиях оптимального показателя средневзвешенной величины частных капиталов при максимальном уровне рентабельности капитала.

Из этого случая можно систематизировать такой вывод, что состав капитала – это внутренний и международный капитал в условиях широкого спектра инструментов на рынках, акционерные компании воплощают в себе стоимость частного и заемного капитала.



Рисунок 4. Принципы оптимизации структуры капитала предприятий¹⁴

В результате изучения концептуальных основ существующих классических и институциональных теорий о составе капитала основные влияющие факторы, основанные на характеристиках экономической деятельности, основаны на степени развития рынка капитала, расчете существующей на нем конъюнктуры и транзакционных издержках привлечения капитала.

¹⁴ Рисунок составлен автором.

Известно, что капитал, который авансируется в основные и оборотные средства, участвует в процессе создания новой добавленной стоимости при воспроизводстве, и этот процесс воспринимается в общей истории как инвестиционный процесс. Вопрос формирования капитала является одним из основных факторов обеспечения непрерывности процесса воспроизводства, а оптимизация структуры капитала основывается на определенных принципах. Эти принципы основаны на фундаментальных принципах организации финансового менеджмента в акционерных обществах, которые систематизированы в исследовании по 5 основным направлениям. При этом выдвигается принцип учета влияния внешних и внутренних факторов и асимметрии данных при формировании оптимальной структуры капитала. В частности, в данном случае, прежде всего, важную роль играет выбор стратегии развития предприятия в том или ином направлении.

Во второй главе диссертационной работы, озаглавленной «Анализ практики формирования и управления структурой капитала акционерных обществ», всесторонне проанализирована практика формирования и управления собственным и заемным капиталом акционерных обществ. Обоснован оптимальный состав капитала в акционерных обществах и факторы, влияющие на него, влияние оптимизации состава капитала на эффективность финансовых результатов и финансовое состояние акционерных обществ. Систематизированы практические рекомендации по влиянию эффективной дивидендной политики на формирование оптимального состава капитала.



Рисунок 5. Структура целевых-иерархических этапов формирования оптимальной структуры капитала¹⁵

¹⁵ Рисунок составлен автором.

В ходе диссертационного исследования предложено, чтобы оптимизация структуры капитала в акционерных обществах базировалась на последовательности логических иерархических этапов.

В настоящее время перед акционерными обществами, действующими в Республике Узбекистан, стоит задача определения курса экономического развития, выражающегося через формирование оптимального механизма системы производства товаров и услуг в соответствии с изменениями на внешнем рынке, модернизация производства, формирование оптимального состава авансированного капитала по основным и оборотным средствам. Особенно сейчас, резкие изменения на международном рынке капитала и ограничение сегмента капитала, известного как «длинные деньги» на национальном рынке капитала, и состояние стоимости капитала требуют принятия решений, направленных на оптимальное управление собственным и заемным капиталом.

В частности, этот процесс наблюдается и в деятельности акционерных обществ, действующих в промышленном секторе экономики.

Таблица 1
Информация о структуре и динамике капитала акционерных обществ¹⁶

| № | Показатели | 2017 г. | 2018 г. | 2019 г. | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. | Изменение в 2022 году по сравнению с 2017 годом, млрд. сум | 2022 год отличается от 2017 года |
|----------------------------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--|----------------------------------|
| АО «Кварц» | | | | | | | | | |
| 1. | Общий капитал | 185,15 | 270,45 | 318,59 | 439,74 | 914,29 | 986,24 | +801,09 | 5,3 |
| 1.1. | Собственной капитал | 166,65 | 232,45 | 306,19 | 312,94 | 354,48 | 337,34 | +170,69 | 2,0 |
| 1.2. | Заемный капитал | 18,5 | 38 | 12,4 | 126,8 | 559,81 | 648,9 | +630,4 | 35,0 |
| АО «Кувасойцемент» | | | | | | | | | |
| 1. | Общий капитал | 273,42 | 261,51 | 248,23 | 337,92 | 339,56 | 470,69 | +197,27 | 1,7 |
| 1.1. | Собственной капитал | 214,41 | 214,41 | 196,03 | 280,52 | 321,01 | 451,51 | +237,1 | 2,1 |
| 1.2. | Заемный капитал | 59,01 | 47,1 | 52,2 | 57,4 | 18,55 | 19,18 | -39,83 | 0,3 |
| АО «Тошлок пахта тозалаш» | | | | | | | | | |
| 1. | Общий капитал | 63,36 | 66,13 | 129,77 | 64,23 | 62,62 | 66,42 | +3,06 | 104,8 |
| 1.1. | Собственной капитал | 34,56 | 38,03 | 39,36 | 46,71 | 50,22 | 58,22 | +23,66 | 168,5 |
| 1.2. | Заемный капитал | 28,8 | 28,1 | 90,41 | 17,52 | 12,4 | 8,2 | -20,6 | 28,5 |

Из данных таблицы 1 видно, что в проанализированных акционерных обществах соотношение собственного и заемного капитала в структуре собственных авансов в активах не имело систематического описания. В

¹⁶ Таблица составлено автором на основании данных годового баланса акционерных общества.

частности, в акционерном обществе «Кварц» в 2017 году общий авансовый капитал составил 185,15 млрд. сумов, из которых частный капитал составляет 166,65 млрд. сумов и заемный капитал – 18,5 млрд. сумов. К 2022 году общий капитал этого акционерного общества составил 986,24 млрд. сумов, капитал на сумму 3648,9 млрд. сумов формируется за счет заемного капитала. В результате по сравнению с 2017 годом заемный капитал этой компании увеличится на +630,4 млрд в 2022 году или увеличился 35 раз. Высокая динамика роста заемного капитала привела к тому, что их доля в общем капитале в 2017 году находилась на чрезмерно низком уровне, а к 2022 году она уже составляла значительную часть объема капитала, авансированного в активы.

Если в 2017 году капитал, вложенный в совокупные активы АО «Кувасойцемент», составил 273,42 млрд. сумов, можно увидеть, что 214,41 млрд. сумов, из них составляет частный капитал, а заемный капитал - 59,01 млрд. сумов. На этом предприятии капитал также демонстрировал устойчивую тенденцию к самооценке (-197,27 или 1,7 раза) в течение анализируемых периодов.

По состоянию на 2022 год общий капитал этого акционерного общества составил 470,69 млрд. сумов. 451,51 млрд. сумов из этого капитала в основном приходилось на частный капитал. Хотя капитал, авансированный в активы, увеличился за анализируемый период в 1,7 раза, видно, что доля частного капитала в формировании этого капитала увеличилась в 2,1 раза. Следовательно, можно сделать вывод, что повышение эффективности производственной деятельности на втором предприятии наблюдалось за счет увеличения внутреннего финансового потенциала и, как следствие, увеличения активов за счет капитализации прибыли.

Аналогичная картина наблюдалась в акционерном обществе «Тошлок пахта тозалаш», в результате чего увеличения производственных мощностей на этом предприятии не наблюдалось, увеличения номинальной стоимости капитала за анализируемый период практически не произошло (+3,06 млрд. сум). Но потеря заемного капитала в структуре капитала, который был авансирован в производство (-20,6 млрд. сум) была в значительной степени обусловлена компенсацией прямых инвестиций (-23,66 млрд. сум).

Исходя из вышеизложенного, можно сделать вывод, что в акционерных обществах, действующих в промышленном секторе экономики, наблюдаются различные подходы в политике формирования капитала в отношении способности капитальных авансов в активах.

Во-первых, рост капитала на всех проанализированных предприятиях был в основном обусловлен ростом частного капитала, который был обеспечен следующими 3 альтернативными вариантами: (а) обеспечивается за счет увеличения внутреннего финансового потенциала (за счет чистой прибыли); (б) обеспечивается за счет привлечения дополнительных финансовых ресурсов с финансовых рынков, которые являются элементом частного капитала; (в) обеспеченные финансовыми ресурсами, полученными в качестве

альтернативы перераспределению (например, целевые государственные субсидии или страховые возмещения). Такие альтернативные варианты в итоге увеличили долю частного капитала в структуре капитала акционерных обществ и повысили их финансовую самостоятельность.

Во-вторых, принимая во внимание тот факт, что высокая роль внутреннего финансового потенциала в увеличении частного капитала наблюдается в основном за счет роста издержек производства, можно систематизировать вывод о том, что рост частного капитала в АО «Тошлоқ пахта тозалаш» соответствует средствам, полученным в результате результат обращения или перераспределения дополнительных.

В-третьих, рост частного капитала обеспечивается в результате роста резервного капитала за счет чистой прибыли. В результате у акционерных обществ появились возможности для создания баланса платежеспособности на основе создания финансовой основы прочной "финансовой защиты" по текущим обязательствам в структуре заемного капитала.

В работе можно наблюдать динамическое изменение структуры капиталов из приведенной ниже таблицы.

2-жадвал

Динамика доли частного и заемного капитала в структуре капитала акционерных обществ¹⁷ (в %)

| № | Показатели | 2017 г. | 2018 г. | 2019 г. | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. |
|----------------------------------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| АО «Кварц» | | | | | | | |
| 1. | Собственной капитал | 90,0 | 85,9 | 96,1 | 71,2 | 38,8 | 34,2 |
| 2. | Заемный капитал | 10,0 | 14,1 | 3,9 | 28,8 | 61,2 | 65,8 |
| АО «Кувасойцемент» | | | | | | | |
| 1. | Собственной капитал | 78,4 | 82,0 | 79,0 | 83,0 | 94,5 | 95,9 |
| 2. | Заемный капитал | 21,6 | 18,0 | 21,0 | 17,0 | 5,5 | 4,1 |
| АО «Тошлоқ пахта тозалаш» | | | | | | | |
| 1. | Собственной капитал | 54,5 | 57,5 | 30,3 | 72,7 | 80,2 | 87,7 |
| 2. | Заемный капитал | 45,5 | 42,5 | 69,7 | 27,3 | 19,8 | 12,3 |

Из данных таблицы 2 видно, что к концу анализируемого периода в АО «Кварц» доля частного капитала снизилась до 34,2 %. В АО «Кувасойцемент», напротив, ситуация такова, что доля частного капитала составляет 94,5 %. АО «Тошлоқ пахта тозалаш» также сообщила, что доля частного капитала в общем объеме капитала составила 54,5 % в 2017 году, данный показатель, в 2022 году который достиг 87,7 %.

АО «Кварц» увеличение доли заемного капитала в структуре капитала обуславливает необходимость учета следующих двух обстоятельств при принятии решения, направленного на управление оптимальной структурой капитала:

Во-первых, высокая доля заемных средств может повлиять на снижение чистого финансового результата (чистой прибыли) и снижение эффективности финансовых результатов в результате увеличения затрат, связанных с

¹⁷ Таблица составлено автором на основании данных годового баланса акционерных общества.

обслуживанием долга. В конечном счете, налог на прибыль (расширение базы по налогу на прибыль за счет затрат в виде процентов) влияет на увеличение разрыва между прибылью (ЕБИТ) и чистой прибылью до выплаты процентов.

Во-вторых, увеличение текущих (краткосрочных) обязательств в структуре долговых обязательств влияет на повышенный риск потери финансовой устойчивости в будущем из-за обесценения по ним и увеличения процентных платежей.

В-четвертых, финансовая эксплуатация в структуре оборотных активов требует принятия положений, направленных на увеличение нормы оборотных активов и сокращение текущих обязательств за счет оценки потребностей и минимизации избыточных оборотных активов.

В следующей таблице систематизированы данные о структуре частного, заемного капитала.

3-жадвал

Структура и динамика капитала акционерных обществ¹⁸ (в %)

| № | Показатели | 2017 г. | 2018 г. | 2019 г. | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. |
|----------------------------------|-----------------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| АО «Кварц» | | | | | | | |
| 1. | Уставной капитал | 24,7 | 33,8 | 27,0 | 52,9 | 46,7 | 49,0 |
| 2. | Добавленный капитал | 0,00 | 0,00 | 0,01 | 0,01 | 0,01 | 0,01 |
| 3. | Резервный капитал | 21,7 | 15,2 | 17,2 | 20,3 | 19,7 | 22,1 |
| 4. | Нераспределенная прибыль | 42,2 | 37,9 | 27,6 | 6,5 | 13,3 | 16,2 |
| 5. | Другие | 11,5 | 13,1 | 27,1 | 19,3 | 19,4 | 11,7 |
| 6. | Итого: собственной капитал | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| АО «Кувасойцемент» | | | | | | | |
| 1. | Уставной капитал | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| 2. | Добавленный капитал | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 3. | Резервный капитал | 27,8 | 37,4 | 38,8 | 48,8 | 46,3 | 36,3 |
| 4. | Нераспределенная прибыль | 71,8 | 62,2 | 60,7 | 50,8 | 53,4 | 63,5 |
| 5. | Другие | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| 6. | Итого: собственной капитал | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| АО «Тошлоқ пахта тозалаш» | | | | | | | |
| 1. | Уставной капитал | 3,2 | 2,9 | 2,8 | 4,7 | 4,4 | 30,7 |
| 2. | Добавленный капитал | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 | 0,00 |
| 3. | Резервный капитал | 4,9 | 6,6 | 8,4 | 5,6 | 0,4 | 0,4 |
| 4. | Нераспределенная прибыль | 0,6 | 6,0 | 4,1 | 39,8 | 48,8 | 25,8 |
| 5. | Другие | 91,3 | 84,5 | 84,7 | 49,9 | 46,4 | 43,1 |
| 6. | Итого: собственной капитал | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Из таблицы 3 видно, что за анализируемый период в АО «Кварц» уставный капитал в структуре частного капитала составил 49,0 %, что увеличилось в 2 раза по сравнению с 2017 годом. Следовательно, в соответствии с таблицей 1, уставный капитал сыграл важную роль в росте частного капитала в 2 раза. Согласно данным, если уставный капитал в 2021 году составил 41,1 миллиарда сумов, к 2022 году уставный капитал согласно проспекту дополнительных акций увеличено до 165,4 млрд. сумов¹⁹. Можно увидеть, что резервный капитал в 2017 году составил 36,1 млрд. к 2020 году

¹⁸ Сформировано автором на основе данных годового баланса акционерные общества.

¹⁹ Получено из годовых финансовых отчетов акционерных обществ.

увеличился до 74,5 млрд. сумов. Наблюдалось снижение номинальной суммы нераспределенной прибыли из-за снижения внутреннего финансового потенциала.

В АО «Кувасойцемент» высокий уровень накопления частного капитала наблюдался в основном за счет увеличения резервного капитала и нераспределенной прибыли. Доля нераспределенной прибыли в 2017 году составила 71,8 %, а к 2022 году этот показатель показал тенденцию к снижению с долей 63,5 %. Но за счет этой нераспределенной прибыли доля резервного капитала с 27,8% в 2017 году увеличилась до 36,3% к 2022 году. В определенной степени такая ситуация наблюдалась и на АО «Тошлоқ пахта тозалаш», где объем частного капитала увеличился за счет резкого увеличения целевых доходов (на 25,1 млрд. сум).

Таким образом, было установлено, что увеличение размера собственного капитала в анализируемых акционерных обществах по данным анализа его элементов не наблюдалось, но не наблюдалось и увеличение внутреннего финансового потенциала.

Таблица 4

Анализ структуры и динамики заемного капитала акционерных обществ²⁰

| № | Показатели | 2017 г. | 2018 г. | 2019 г. | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. |
|----------------------------------|----------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| АО «Кварц» | | | | | | | |
| 1. | Долгосрочные обязательства | 7,6 | 53,2 | 0,0 | 69,6 | 94,0 | 55,7 |
| 2. | Текущие обязательства | 92,4 | 46,8 | 100 | 30,4 | 6,0 | 44,3 |
| | Всего | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| АО «Кувасойцемент» | | | | | | | |
| 1. | Долгосрочные обязательства | 0,0 | 0,0 | 20,5 | 17,1 | 0,0 | 0,0 |
| 2. | Текущие обязательства | 100 | 100 | 79,5 | 82,9 | 100 | 100 |
| | Всего | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |
| АО «Тошлоқ пахта тозалаш» | | | | | | | |
| 1. | Долгосрочные обязательства | 0,0 | 0,0 | 5,7 | 8,0 | 0,0 | 0,0 |
| 2. | Текущие обязательства | 100 | 100 | 94,3 | 92 | 100 | 100 |
| | Всего | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 | 100 |

Согласно таблицы 4, проанализированы состав и структура заемного капитала, при котором в структуре обязательств анализируемых акционерных обществ наблюдалась высокая доля текущих обязательств. Если в 2017 году текущие обязательства в структуре долгового капитала АО «Кварц» составляли 92,4 %, то к 2022 году этот показатель снизился на 44,3 %. Анализируя текущие обязательства других акционерных обществ в структуре долгового капитала, следует отметить, что высокая доля задолженности у них вызвала повышенные риски, связанные с потерей платежеспособности. Такая ситуация диктует необходимость осуществления системных мер, направленных на эффективное управление заемным капиталом.

²⁰ Таблица составлено автором на основе годовых бухгалтерских балансов акционерных обществ.

В третьей главе диссертации, озаглавленной «Совершенствование способов эффективного управления структурой капитала акционерных обществ», обоснованы проблемы, связанные с управлением структурой капитала в акционерных обществах Узбекистана и пути их устранения.

Проведенный анализ подтвердил, что в большинстве акционерных обществ выбор альтернативных вариантов использования внутренних и внешних финансовых возможностей стратегического развития не подлежит систематическому описанию процесса принятия решений. В частности, низкий показатель номинальной суммы нераспределенной прибыли в результате слабого уровня финансового потенциала создает проблемы в финансовом обеспечении инвестиционной деятельности за счет внутренних возможностей.

Также, в дополнение к привлечению нераспределенной прибыли в качестве инвестиционного ресурса в большинстве акционерных компаний, которые выбрали будущую стратегию роста, высокая стоимость доступного капитала на рынках капитала (относительно высокие процентные ставки) влияет на снижение нормы прибыли. Высокий уровень транзакционных издержек влияет на падение нормы прибыли в результате увеличения затрат, связанных с предоставлением услуг этим капиталам в будущем.

Кроме того, в большинстве акционерных обществ, работающих в промышленном секторе, низкий показатель степени оснащенности производства технологически современным оборудованием влияет на увеличение себестоимости в результате обширного описания разработки, связанного с высокой энергоемкостью. Такая ситуация обеспечивает низкий показатель эффективности капитальных вложений в основные и оборотные активы, связанные с основным производством.

Таблица 5

Анализ показателей прибыльности в акционерных обществах²¹

| № | Показатели/годы | 2017 г. | 2018 г. | 2019 г. | 2020 г. | 2021 г. | 2022 г. |
|----------------------------------|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| АО «Кварц» | | | | | | | |
| 1. | ROA | 0,30 | 0,33 | 0,26 | 0,05 | 0,05 | 0,06 |
| 2. | ROE | 0,34 | 0,38 | 0,27 | 0,06 | 0,13 | 0,16 |
| АО «Кувасойцемент» | | | | | | | |
| 1. | ROA | 0,19 | 0,21 | 0,17 | 0,10 | 0,19 | 0,24 |
| 2. | ROE | 0,24 | 0,26 | 0,21 | 0,12 | 0,20 | 0,25 |
| АО «Тошлок пахта тозалаш» | | | | | | | |
| 1. | ROA | 0,00 | 0,03 | 0,00 | 0,26 | 0,03 | 0,26 |
| 2. | ROE | 0,01 | 0,06 | 0,01 | 0,36 | 0,12 | 0,24 |

Из данных таблицы 5 видно, что показатели доходности активов и доходности частного капитала в анализируемых акционерных обществах показали разную тенденцию. В частности, рентабельность активов в АО «Кварц» в 2017 году составила 0,3 %, в то время как рентабельность частного капитала составила 0,34 %. А к 2022 году этот показатель соответственно составил 0,06 % и 0,16 %. Этот показатель, помимо того, что в номинальной

²¹ Составлено автором на основе годовых финансовых отчетов.

норме прибыли в течение анализируемого периода, не наблюдалось относительного роста, также зависел от изменения коэффициента отношения заемного капитала к частному капиталу. АО «Кувасойцемент» имеет общий капитал, вложенный в активы на сумму 451,5 млрд. сумов не было резкого расхождения между доходностью активов и доходностью частного капитала из-за того, что сумма соответствует частному капиталу.

Данное обстоятельство было обусловлено прежде всего тем, что в результате тенденции развития рынка капитала, развития рынка финансовых инструментов, выбора принципов корпоративного управления в качестве стратегического направления при формировании структуры капитала акционерных обществ, основной влияющий фактор.

В качестве общего вывода следует отметить, что, во-первых, в реформах в условиях переходной экономики, связанных с повышением конкурентоспособности экономики страны и модернизацией хозяйственного ведения, Республика Узбекистан обладает свойством перехода от инсайдерской модели (ориентированной на контроль) к аутсайдерской (ориентированная на рынок) модели управления в политике. Если в первом случае приоритетной является политика формирования капитала, которая направлена на обеспечение гармонии функций собственников и менеджеров у акционеров, то во втором случае наблюдается тенденция к расширению полномочий топ-менеджеров в политике формирования капитала на основе модели аутсорсинга. Этот процесс подтвердил развитие практики активного использования этих инструментов при формировании капитала большинства акционерных обществ в условиях существующего широкого спектра инструментов привлечения заемных средств.

Во-вторых, низкий уровень доли «длинных денег» на финансовых рынках, сформированный в соответствии с условиями переходной экономики, обусловил формирование высокой доли текущих обязательств в заемном капитале в структуре большинства акционерных капиталов (в основном кредиторской задолженности). Подтверждено, что данная ситуация вызвала проблемы с обеспечением сбалансированной финансовой стабильности в анализируемых акционерных обществах.

В диссертационной работе автором рекомендовано выбор стратегии, основанной на его инвестиционных целях, стратегии «короткой прибыли», направленной на удовлетворение текущих потребностей потребителей, или стратегии устойчивого «роста» в политике оптимального формирования структуры капитала было.

Как известно, исходя из логического правила «инвестиции отказываются от текущего потребления с учетом будущего роста», при выборе стратегии устойчивого «роста» в будущем необходимо в полной мере использовать возможности увеличения нормы прибыли, воплощающей в себе чистую финансовую результат.

Это в первую очередь обеспечивается факторами, влияющими на показатель рентабельности в результате рационального использования

имеющегося финансового потенциала. Среди этих факторов в работе выдвигается обеспечение краткосрочных обязательств, необходимых для текущих финансово-оперативных нужд, в структуре капитала и увеличение доли стабильных обязательств в структуре капитала.

С учетом указанных параметров выбор схемы финансирования зависит от описания инвестиционных решений и их периодичности в направлении определенного вектора развития. Установлено, что деятельность компании наиболее эффективна при следующей структуре капитала: 70 % собственного капитала и 30 % заемного капитала, что составляет суть первого из предложенных к реализации мероприятий. Проведенное исследование позволяет предложить структуру финансирования с минимальной средней стоимостью капитала 21,06 %.



Рисунок 6. Оптимизация состава капитала в соответствии с альтернативными вариантами стратегического развития²²

²² Рисунок составлен автором.

Этот факт показывает, что максимальная эффективность капитала наблюдается в точке минимума средней стоимости капитала, то есть оптимальное соотношение между налоговой экономией и издержками банкротства достигается только в условиях низкой стоимости заемного капитала. Полученная информация подтверждается методами финансового рычага и стратегией финансирования активов.

В диссертационном исследовании выбрано доля частного капитала в общем капитале (X_1), доля долгосрочных обязательств (X_2), доля краткосрочных обязательств в общем капитале (X_3), доля внеоборотных активов в общих активах (X_4), доля текущих активы в общих активах (X_5) в качестве факторов, влияющих на чистый финансовый результат (чистую прибыль) (Y) в базе статистических данных ОАО «Кварц» и сформирована эконометрическая модель.

Таблица 6

Корреляционная матрица взаимосвязи факторов, влияющих на доходность частного капитала в АО «Кварц»

| | Y | X ₁ | X ₂ | X ₃ | X ₄ | X ₅ |
|----------------|---------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Y | 1 | | | | | |
| X ₁ | 0,5969 | 1 | | | | |
| X ₂ | 0,6123 | -0,2924 | 1 | | | |
| X ₃ | -0,8472 | -0,45115 | -0,4152 | 1 | | |
| X ₄ | 0,8075 | 0,34125 | 0,5124 | -0,1482 | 1 | |
| X ₅ | -0,8075 | -0,3144 | -0,3254 | 0,7214 | -1,0000 | 1 |

Из данных таблицы 6 видно, что существует положительная корреляция между динамическим изменением рентабельности частного капитала и долей частного капитала в общем капитале (0,5969), долей долгосрочных обязательств (0,6123) и долей внеоборотных активов в составе активов (0,8075). Но между долей краткосрочных обязательств в совокупных обязательствах наблюдалась сильная обратная корреляция. Следовательно, погашение краткосрочных обязательств естественным образом влияет на увеличение доходности частного капитала.

В работе рассмотрен регрессионный анализ, чтобы предсказать изменения чистой прибыли и рентабельности при изменении структуры капитала. Учитывая, что наблюдались относительно плохие статистические результаты, относящиеся к случаям мультиколлинеарности в корреляционном анализе выделенных факторов, можно рассматривать 2 переменные, влияющие на чистую прибыль, то есть долю долгосрочных обязательств и долю частного капитала в валюте баланса.

Рассмотрены 4 сценарных варианта доли долгосрочных обязательств и частного капитала в общей сумме обязательств и влияние ее изменения на номинальную величину чистой прибыли в АО «Кварц».

Таблица 7

Сценарные варианты изменения чистой прибыли по регрессионной модели на основе эффекта оптимизации структуры капитала (долгосрочные обязательства и доля частного капитала) в АО «Кварц»²³

| Варианты | Доля долгосрочных обязательств в пассивах баланса | Доля собственного капитала в пассивах баланса | Сумма счета чистой прибыли, млрд. сум. |
|--|---|---|--|
| $Y = -101,994 + 194,746 * X_1 + 219,269 * X_2$ | | | |
| Фактические показатели | 0,31 | 0,34 | 54,7 |
| 1-й вариант | 0,34 | 0,34 | 61,8 |
| 2-й вариант | 0,40 | 0,34 | 67,4 |
| 3-й вариант | 0,31 | 0,37 | 63,8 |
| 4-й вариант | 0,31 | 0,42 | 71,3 |

Из 1 варианта сценария видно, что доля долгосрочных обязательств в пассивах баланса изменится на 3 %, а при неизменной доле частного капитала номинальная величина чистой прибыли увеличится до 61,8 млрд. сумов. По сценарию 2 при неизменной доле частного капитала увеличение доли долгосрочных обязательств в пассиве баланса на 9 % может увеличить номинальную величину чистой прибыли на 67,4 млрд. сумов.

В 3-м и 4-м сценариях увеличение доли частного капитала на 3 % и 8 % без изменения долгосрочных обязательств в балансовых обязательствах может обеспечить увеличение счета чистой прибыли на 63,8 и 71,3 млрд. сумов, соответственно. Такие прогнозные показатели в основном показывают возможности увеличения чистой прибыли за счет оптимизации структуры капитала.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате разработки научных предложений и практических рекомендаций, направленных на исследование и оптимизацию теоретических и практических основ структуры капитала в акционерных обществах, систематизированы следующие выводы:

1. В результате исследования дана оценка сущности и содержанию понятий «Структура капитала» и «Оптимальная структура капитала» с точки зрения факторов, влияющих на систему управления капиталом в современных условиях.

2. Структура капитала в контексте широкого спектра инструментов на существующих внутренних и международных рынках капитала акционерные общества воплощают в себе стоимость частного и заемного капитала. В результате исследования концептуальных основ, существующих

²³ Таблица составлен автором на основе статистических материалов финансовой отчетности.

классической и институциональной теорий состава капитала установлено, что основными влияющими факторами являются уровень развития рынка капитала, текущая ситуация на нем, расчет трансакционных издержек для привлечения капитала, исходя из особенностей экономической деятельности.

3. Оптимальный состав капитала в акционерных обществах – это такое оптимальное соотношение собственного и заемного капитала, что его основным критерием является минимальная средневзвешенная стоимость капитала (WACC), обеспечивается сбалансированная финансовая устойчивость в возможности достижения совокупного уровня рентабельности частного капитала, и, как следствие, рыночная стоимость акционерного общества увеличивается до максимального уровня. Исходя из нового концептуального направления в тенденции развития современной науки, оптимальный состав капиталов включает в себя сочетание конкретных финансовых источников финансирования деятельности акционерных обществ, она обеспечивается в условиях информационной асимметрии и согласованности адекватной системы управления, обеспечиваемой собственниками.

4. В ходе реформ, связанных с эффективной реализацией программ стратегического развития на основе «Стратегии действий» и действующей «Стратегии развития» в Узбекистане в последние годы, обосновано, что в политике формирования оптимального состава капитала промышленных предприятий экономики наблюдаются следующие тенденции:

4.1. В реформах в условиях переходной экономики, связанных с повышением конкурентоспособности экономики страны и модернизацией экономики, наблюдается особенность перехода от инсайдерской модели (ориентированной на контроль) к аутсайдерской модели (ориентированной на рынок) управления в политике формирования оптимального состава капитала в акционерных обществах Республики Узбекистан. Этот процесс подтвердил развитие практики активного использования таких инструментов при формировании капитала большинства акционерных обществ в условиях существующего широкого спектра инструментов привлечения заемных средств.

4.2. При низком уровне доли «длинных денег» на финансовых рынках, сформировавшемся в соответствии с условиями переходной экономики, заемный капитал большей части собственного капитала обусловил формирование высокой доли текущих обязательств (преимущественно кредиторской задолженности). Подтверждено, что данная ситуация вызвала проблемы, связанные с обеспечением сбалансированной финансовой устойчивости в анализируемых акционерных обществах.

5. Диссертационном исследовании автором систематизированы следующие гипотезы:

5.1. В политике капиталобразования акционерных обществ в зависимости от отраслевых особенностей их деятельности и уровня доли

государства в собственности величина заемного и частного капитала имеет характерные резкие колебания.

5.2. В результате высокого уровня стоимости капитала на сложившемся рынке капитала низкий уровень эффективности финансового рычага на анализируемых предприятиях был связан с низким уровнем нормы экономической рентабельности на этих предприятиях.

5.3. Недостаточное развитие рынка долгосрочных долговых инструментов на сформировавшемся рынке капитала в стране обеспечило низкий уровень доли стабильных обязательств в общей структуре капитала анализируемых предприятий. В итоге такая ситуация обеспечила слабую долю чистых оборотных средств в составе активов и явилась фактором, влияющим на финансовую устойчивость.

**SCIENTIFIC COUNCIL AWARDING OF THE
SCIENTIFIC DEGREES №DSc.03/10.12.2019.I.16.01 AT THE
TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS

RAKHMATULLAYEV BOTIRJON ABDULKHAMIDOVICH

**WAYS TO OPTIMIZE THE CAPITAL STRUCTURE IN JOINT-STOCK
COMPANIES**

08.00.07 – Finance, money circulation and credit

ABSTRACT
of the dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) in Economics

Tashkent – 2023

The theme of dissertation of Doctor of Philosophy (PhD) was registered under the number B2022.4.PhD/Iqt2585 at the Supreme Attestation Commission at the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan.

The dissertation has been accomplished at the Tashkent State University of Economics.

The abstract of dissertation is posted in three languages (Uzbek, Russian and English (resume)) on the website of the Scientific Council (www.tsue.uz) and on the website of «Ziyonet» informational and educational portal(www.ziyonet.uz).

| | |
|------------------------------|--|
| Scientific advisor: | Olimjonov Odil Olimovich Doctor of Economics, Professor |
| Official opponents: | Karlibaeva Raya Xadjabaevna Doctor of Economics, Professor Berduyarov Bahriiddin Tavasharovich Doctor of Economics, Professor |
| Leading organization: | Tashkent Financial Institute |

The defense of the dissertation will be held on «__» _____, 2023 at _____ at the meeting of the Scientific Council №DSc.03/10.12.2019.I.16.01 at Tashkent State University of Economics. Address: 100003, Tashkent city, I.Karimov street, 49, Phone: +99871-239-28-72; fax: +99871-239-43-51, Fax (99871) 239-43-51. e-mail: tdiu@tdiu.uz

The dissertation (PhD) can be reviewed at the Information Resource Center of Tashkent State University of Economics (registered under №____). Address: 100003, Tashkent city, I.Karimov street, 49, phone: (99871) 239-28-72, 239-01-49; fax: (99871) 239-43-51, e-mail: tdiu@tdiu.uz

The abstract of dissertation distributed «__» _____ 2023.

(Registry of the protocol № ____ on «__» _____ 2023).

M.P. Eshov

Chairman of the scientific council, for the award of scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

U.V. Gafurov

Secretary of the scientific council, for awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

S.K. Khudoykulov

Chairman of the scientific seminar at the scientific council for awarding scientific degrees, Doctor of Economics, Professor

INTRODUCTION (abstract of the thesis of the Doctor of Philosophy (PhD) on economic sciences)

The aim of the research work. The research aims to develop proposals and recommendations for optimizing the composition of capital in joint-stock companies under the current conditions of economic reforms.

The tasks of the research work are:

as a result of elucidation of the economic nature of capitals of joint-stock companies, justification of optimization directions based on new tasks of their management;

offer a comprehensive approach to determine the optimal instruments of financing sources of joint-stock companies;

as a result of the analysis of the method of determining the weighted average value of capital, to recommend the method based on the conditions of our national economy;

as a result of the analysis of the individual elements of financing sources, the optimal proportions of the joint-stock company's financing

to prove that it is directly related to the results of economic activity;

determining the interdependence of capital structure and dividend policy in joint-stock companies and obtaining scientific conclusions;

a system of practical recommendations and proposals aimed at capital formation and optimization in joint-stock companies will be developed and scientific conclusions substantiated;

to provide scientific and practical recommendations on ways to strengthen the financial stability of joint-stock companies by optimizing the capital structure.

The object of the research work is joint-stock companies operating in the production sector.

The subject of the research is the financial relations that arise in the process of capital formation and optimization in joint-stock companies.

The scientific novelty of the research is as follows:

according to the methodological approach, the concepts of "transaction costs", "weighted average cost of capital", "financial leverage" and "institutional constraint" were expanded and improved according to the approach that gave priority to the content of the assessment of the cost of capital;

the proposal to optimize the capital structure by increasing the level of accumulation of internal financial reserves and sustainable liabilities is based on ensuring a moderate level of the coefficient of financial independence;

a proposal for restructuring current obligations based on the reduction of excess resources from financial operational needs in the system of balanced management of assets and liabilities in joint-stock companies;

forecast indicators until 2025 were developed based on prospective scenario options that show the possibilities of increasing net profit due to the optimization of the capital structure.

The practical result of the research is as follows:

the policy of forming the optimal capital structure by forming the capital structure of joint-stock companies at the expense of private and debt funds;

the determinant of the optimal composition of the capital of joint-stock companies is based on the provision of equilibrium indicators in the maximization of the market value;

the optimal composition of the capital of joint-stock companies is systematized to ensure the maximum value of capital profitability, the minimum value of capital value, and the minimum level of financial risks;

the algorithm of the priorities of the policy of the formation of the capital structure of the joint-stock company is systematized;

developed a financing strategy for the issuance of long-term corporate bonds to increase the share of stable liabilities in the capital structure of a joint-stock company;

in the balanced management system of the assets and liabilities of the joint-stock company, a procedure for restructuring current liabilities has been developed at the expense of reducing excess resources from financial operational needs;

through the arrangement indicators of the optimization of the capital structure of joint-stock companies, the forecast evaluation indicators were determined based on the panel regression econometric model until 2025.

Reliability of research results. The reliability of the research results is based on the comparative and critical analysis of the scientific-theoretical opinions of leading economists on optimizing the capital structure of joint-stock companies, the study, and generalization of advanced foreign experience, the expert results of determining the capital structure and the official sources of national and international prestigious organizations, including the Ministry of Finance of the Republic of Uzbekistan, is determined by the fact that scientific-theoretical conclusions were made by analyzing the process based on the statistical data of the State Asset Management Agency, the Unified Corporate Information Portal and the statistical data of joint-stock companies.

The scientific and practical significance of research results. The scientific significance of the research results is explained by the fact that the theoretical, methodological conclusions and recommendations developed in it can be used to enrich the scientific apparatus and improve the methodological foundations of the scientific research works carried out on the optimization of the composition of passives.

The practical importance of the research results is explained by the fact that they can be used in the formation of business plans of enterprises based on the developed theoretical, and practical proposals and recommendations, and in the development of practical and methodological guides for the rational formation of the capital structure.

Implementation of research results. The developed scientific-theoretical, practical, and methodical proposal and recommendations on improving the basis of capital structure optimization in joint-stock companies were adopted for implementation. As a result of these:

Based on scientific proposals and practical recommendations developed on ways to optimize the composition of capital in joint-stock companies: according to the methodological approach, the concepts of “transaction costs”, “weighted average cost of capital”, “financial support” and “institutional limitation” were expanded and priority was given to the content of capital value assessment. 60410200 - "Principles of Taxation" for taxes and taxation areas reflected in the proposal for improved copyright definitions (Order No. 356/7-297 of the Ministry of Higher and Secondary Education of the Republic of Uzbekistan dated August 18, 2021). As a result, the disclosure of the description of the main terms related to the formation of the composition of capitals created an opportunity for students to develop theoretical knowledge and practical skills;

The proposal to optimize the capital structure by increasing the level of accumulation of internal financial reserves and stable liabilities to ensure a moderate level of the coefficient of financial independence was used by the joint-stock company “Toshloq paxta tozalash” in the development of the program “Improving the capital structure of the joint-stock company” (“Toshloq paxta tozalash” joint-stock company 2022 Reference No. 01 of January). As a result, to effectively implement the investment strategy, by reducing the volume of current liabilities in the total capital by 12%, by economizing the EBIT indicator at the expense of interest, it was possible to increase the maximum level of the net profit rate and the return on private capital to 3.7% in 2021;

In joint-stock companies, in the system of balanced management of assets and liabilities, the proposal for the restructuring of current liabilities due to the reduction of excess resources from financial operational needs was used by the joint-stock company “Toshloq cotton ginning” in the development of the program “Improving the capital structure of the joint-stock company” (“Toshloq paxta tozalash” joint-stock company 2022 Reference No. 01 of January). As a result, it was possible to strengthen the solvency position as a result of the development of the financing strategy for the issuance of long-term corporate bonds while increasing the share of stable liabilities in the capital structure, and the reduction of current liabilities by 9.3% in the structure of liabilities;

The proposal of forecast indicators until 2025, based on promising scenario options that show the possibility of increasing the net profit due to the optimization of the capital structure, was used by the joint-stock company “Toshloq paxta tozalash” in the development of the program “Improving the capital structure of the joint-stock company” (“Toshloq paxta tozalash” joint-stock company 2022 Reference No. 01 of January). As a result of the implementation of this proposal, it was possible to determine the share of private capital and the share of debt capital in the capital of joint-stock companies, as well as to calculate the ratio of debt and private capital.

Approval of research results. The results of this research were presented and discussed in 7, including 5 national and 2 international scientific-practical conferences.

Publication of research results. A total of 14 scientific works on the topic of the dissertation, including 1 textbook, 1 training manual, 1 monograph, 3 scientific articles were published in journals recognized by the Higher Attestation Commission of the Republic of Uzbekistan, and 1 scientific article was published in prestigious foreign journals.

The structure and scope of the dissertation. The composition of the dissertation consists of an introduction, four chapters, a conclusion, a list of used literature, and appendices. The total volume of the dissertation is 136 pages.

E'LON QILINGAN ISHLAR RO'YXATI
СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ
LIST OF PUBLISHED WORKS

I bo'lim (I часть; part I)

1. Rakhmatullayev B.A. Analysis of Theoretical Approaches to The Formation and Optimization of Share Capital // Asian Journal of Technology & Management Research (AJTMR) ISSN: 2249 –0892 Vol12 Issue–01, Jun -2022.

2. Рахматуллаев Б.А. Акциядорлик жамиятларининг капиталлари таркибини оптималлаштиришда микдорий усуллардан фойдаланиш. // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар. 4-сон, май, 2012 йил. 335-347-б.

3. Рахматуллаев Б.А. Капиталлар таркибинининг оптимал нисбатларини аниқлаш муаммолари. // Биржа-Экспет. – Тошкент, 2012. 1-2-сон. 20-23-б.

4. Рахматуллаев Б.А. Иқтисодий ислохотлар шароитида акциядорлик жамиятларида капиталлар таркибини шакллантириш натижалари. // Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар. – Тошкент, 2022. 10-сон. 10-19-б.

5. Rakhmatullaev B.A. Procedures for the application of financial mechanisms in ensuring the financial stability of joint-stock companies. EUROPE, SCIENCE AND WE. 2022 Praha, Czech Republic Conference Proceedings. ISBN 978-80-907845-8-1.

6. Рахматуллаев Б.А. Акциядорлик капиталлари таркибини шакллантириш ва оптималлаштиришга назарий ёндашувлар таҳлили. // “Ўзбекистон Республикасининг ҳаракатлар стратегияси: макроиқтисодий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва инновацион ривожланиш истиқболлари” халқаро он-лайн илмий-амалий конференция материаллари тўплами. 4-шуба. 2020 йил 10-11 декабрь. - Тошкент, Ўзбекистон. 335-347 - б.

7. Рахматуллаев Б.А. Капиталлар таркибини оптималлаштиришнинг замонавий муаммолари. // “Рақамли технологиялар: иқтисодиёт ва таълим тизимини ривожлантириш тенденциялари” халқаро илмий-амалий конференция. 2022 йил 9-11 ноябрь. 183-185 -б.

8. Рахматуллаев Б.А. Акциядорлик жамиятлари молиявий барқарорлигини мустаҳкамлашнинг молиявий механизмидан фойдаланиш йўллари. Moliya bozorini rivojlantirishning ustuvor yo'nalishlari, zamonaviy tendensiyalari va istiqbollari. Respublika ilmiy-amaliy konferensiyasi materiallari to'plami. - T.: TDIU, 2022. - 289-291- б.

9. Rahmatullayev B.A. Soliqqa tortish tamoyillari. Darslik. - T.: Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi, 2021. - 240 bet.

II бўлим (II часть; part II)

10. Рахматуллаев Б.А ва башқалар. Янги Ўзбекистон: ижтимоий – иқтисодий ривожланиш одимлари. Ўқув қўлланма. – Т.: «Маънавият», 2021. – 792 бет.

11. Рахматуллаев Б.А ва бошқалар. Замонавий шароитларда молия тизими ва унинг долзарб муаммолари. Илмий-оммабоп қўлланма. -Тошкент.: Иқтисодчи. 2014. -106 б.

12. Рахматуллаев Б.А. Акциядорлик жамиятларида капиталлар таркибини самарали бошқариш омиллари. // Иқтисодий ва модернизациялаш шароитида банк-молия тизимини барқарорлигини таъминлашни такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари. Республика илмий-амалий анжумани маъруза тезислар тўплами. 2012 йил 29 февраль. – Тошкент, Ўзбекистон. 245-247-б.

13. Рахматуллаев Б.А. Солиқ тизими воситасида тадбиркорликни рағбатлантириш механизми. // “Худудларни ижтимоий-иқтисодий ривожланишда молиянинг роли. Республика ўқув юртлараро ўтказилган конференция иштирокчилари илмий мақолалар тўплами. 2009 йил 18 март. – Тошкент, Ўзбекистон. 248-249-б.

14. Рахматуллаев Б.А. Акциядорлик капиталларининг самарадорлигини белгиловчи омиллар таҳлили. // “Иқтисодий ва модернизациялаш шароитида бухгалтерия ҳисоби, иқтисодий таҳлил ва аудитни ривожлантириш истиқболлари. Республика илмий-амалий анжумани тезислар тўплами. 2012 йил 29 ноябрь. – Тошкент, Ўзбекистон. 315-317-б.

Avtoreferat TDIU “Iqtisodiyot va ta’lim” jurnali tahririyatida tahrirdan o'tkazildi.

Bosishga ruxsat etildi: 19.10.2021 yil.
Bichimi 60x84 1/16 , «Times New Roman»
garniturada raqamli bosma usulida bosildi.
Shartli bosma tabog'i 4,0. Adadi: 100. Buyurtma: № 3/5

«Innovatsion rivojlanish nashriyot-matbaa uyi»
Davlat unitar korxonasi bosmaxonasida chop etildi
100174, Toshkent, Universitet ko'chasi, 7.

