

KAPITAL TARKIBI VA INVESTITSIYA QARORLARI: MODIGLIANI-MILLER NAZARIYASI AMALIYOTDA

Maxmudov Anvarjon

Farg'ona davlat texnika
universiteti, katta o'qituvchisi
anvarmaxmudov1968@mail.ru

Olimbek Berdaliyev

Farg'ona davlat texnika
universiteti, 3-bosqich
olimbekberdaliyev11@gmail.com

Annotatsiya. Ushbu maqolada kapital tarkibining investitsiya qarorlariga ta'siri Modigliani-Miller nazariyasi asosida tahlil qilinadi. Maqolada ushbu nazariyaning asosiy postulatlari bo'lgan mukammal bozor sharoitidagi kapital tarkibining neytralligidan tortib, soliq afzalliklari va moliyaviy muammolar xarajatlari hisobga olingan kengaytirilgan modellargacha ketma-ket ko'rib chiqiladi. O'zbekiston kompaniyalari misolida nazariy qoidalarning amaliyotga tatbiq etilishi o'rganiladi. Tadqiqot natijalari shuni ko'rsatadiki, rivojlanayotgan bozorlar sharoitida kapital tarkibini optimallashtirishda an'anaviy MM doirasi yetarli bo'lmay qoladi va milliy iqtisodiy muhitning o'ziga xos xususiyatlarini hisobga olish zarur.

Kalit so'zlar: kapital tarkibi, Modigliani-Miller teoremasi, qarz moliyalashtirish, kapitalning o'rtacha og'irlikli qiymati (WACC), investitsiya qarorlari, moliyaviy leverage, soliq qalqoni.

Kompaniya qancha qarz, qancha o'z kapitali bilan moliyalashishi kerak? Ushbu savol o'nlab yillar davomida moliya nazariyachilari va amaliyotchilarini qiziqtirib kelgan. 1958-yilda Franko Modigliani va Merton Miller iqtisodiyot tarixida muhim ahamiyat kasb etgan nazariyani ilgari surishdi: mukammal moliyaviy bozor sharoitida kompaniyaning bozor qiymati uning kapital tarkibidan umuman bog'liq emas.[1] Ushbu xulosa ko'pchilikni hayratga soldi va keyinchalik MM o'zlari bu fikrni soliqlar, bankrotlik xarajatlari va axborot asimmetriyasi kabi qator real bozor sharoitlarini hisobga olgan holda qayta ko'rib chiqishdi. [4]

Bugun MM nazariyasi barcha zamonaviy moliya darsliklari va investitsiya tahlilining poydevori hisoblanadi. Biroq rivojlanayotgan bozorlarda, xususan O'zbekistondagi kabi iqtisodiyotlarda, nazariyaning amaliy qo'llanilishi moliya bozorlarining nisbiy sayozligi, bank kreditining qimmatligi va qonunchilik muhitining o'ziga xos xususiyatlari kabi bir qancha cheklovlarga duch keladi. Shu sababli MM

nazariyasini amaliyot nuqtai nazaridan tanqidiy baholash dolzarb ilmiy va amaliy ahamiyatga ega.

Maqolaning maqsadi MM nazariyasining asosiy qoidalarini tizimli bayon etish va ularning O‘zbekiston iqtisodiyoti kontekstidagi amaliy samaradorligini baholashdan iborat. Bundan tashqari, maqolada kapital tarkibini qanday optimallashtirilgani borasida amaliy tavsiyalar keltiriladi.

Kapital tarkibining neytrallik tamoyili. Modigliani va Miller 1958-yilda e‘lon qilgan dastlabki ishida ikkita kompaniyani tasavvur qildi. Ular bir xil operatsion foyda hosil qiladi, lekin biri faqat o‘z kapitalidan, ikkinchisi esa qarz va o‘z kapitali aralashmasidan foydalanadi. Olimlar hisob-kitoblar orqali isbotladiki, ideal bozorda investorlar har ikki kompaniya aksiyasini solishtirish va arzonrog‘ini tanlash orqali ko‘proq foyda ko‘ra oladi. Bu esa ikkala kompaniya narxini tenglashishiga olib keladi.

MM ning birinchi teoremasi quyidagi shaklda ifodalanadi: $V_L = V_U$, ya'ni qarzli kompaniya qiymati qarzsiz kompaniya qiymatiga teng. Ushbu tenglik soliqlarsiz, bankrotlik xarajatlari nolga teng bo‘lgan, barcha investorlar uchun axborot simmetrik va moliya bozori samarali ishlaydigan mukammal bozor taxminlariga asoslanadi. [1],[6]

Kapital rentabelligi va qarz. MM ning ikkinchi teoremasi qarz mablag‘larining o‘sishi bilan o‘z kapitalining kutilgan daromadi (R_e) qanday o‘zgarishini ko‘rsatadi. Formulasi quyidagicha:

$$R_e = R_a + (R_a - R_d) \times (D/E)$$

Bu yerda:

R_e — o‘z kapitalining kutilgan daromadi;

R_a — aktivlar daromadi (qarzsiz kompaniya uchun);

R_d — qarz daromadi (foiz stavkasi);

D/E — qarz va o‘z kapitali nisbati (leverage). [1]

Ushbu formula juda muhim xulosa beradi. Agar kompaniya qarzni oshirsa, aksiyadorlar yuqori moliyaviy risk tufayli ko‘proq daromad talab qiladi. Natijada qarzning arzonligi o‘z kapitalining qimmatlashishi bilan to‘liq qoplanadi va WACC o‘zgarmaydi. [5]

Soliqlar bilan kengaytirilgan model. MM 1963-yilda korporativ soliqni modelga qo‘shib, o‘z nazariyasini tubdan qayta ko‘rib chiqishdi. Qarz foizlari soliq bazasidan chegiriladigan bo‘lganligi sababli, qarz moliyalashtirish soliq qalqoni hosil qiladi. [2],[6]

$$V_L = V_U + T \times D$$

Bu yerda:

T — korporativ soliq stavkasi;

D — qarz miqdori;

$T \times D$ — soliq qalqonining joriy qiymati.

Bu xulosa shuni anglatadiki, soliqlar mavjud sharoitda qarz qanchalik ko'p bo'lsa, kompaniya shunchalik qimmatroq. Ammo «maksimal qarz» to'g'ri yo'l emas. Ya'ni qarz orqali yuzaga keladigan moliyaviy muammolar xarajatlari ham hisobga olinishi kerak.

Soliq qalqoni foydasi va moliyaviy muammolar xarajatlarini birlashtirib ko'rsatadigan muvozanat nazariyasi zamonaviy kapital tarkibi tahlilining asosini tashkil etadi. Ushbu nazariya bo'yicha optimal kapital tarkibi quyidagi tenglamani maksimallashtirishdan iborat:

$$VL = VU + PV(\text{Soliq qalqoni}) - PV(\text{Moliyaviy muammolar xarajatlari}) [4]$$

Moliyaviy muammolar xarajatlari to'g'ridan-to'g'ri xarajatlar (yuridik va ma'muriy bankrotlik xarajatlari) va bilvosita xarajatlar (yetkazib beruvchilar va xaridorlar ishonchini yo'qotish, investitsiyalarni qisqartirish)ga bo'linadi. Tadqiqotlar ko'rsatishicha, katta, barqaror va moddiy aktivlarga boy kompaniyalar yuqori qarz nisbatini ko'tara oladi, chunki ular uchun moliyaviy muammolar xarajatlari nisbatan past. Aksincha, texnologiya va xizmat ko'rsatish kompaniyalari o'z kapitaliga ko'proq tayanadi.

1-jadval. MM nazariyasining asosiy bosqichlari va xulosalari

	y		
			Kapital tarkibi qiymatga ta'sir qilmaydi: $VL = VU$
			Qarz oshishi bilan Re o'sadi, WACC o'zgarmaydi
			Optimal leverage soliq va xarajat muvozanatida
			Kompaniyalar moliyalashtirishni ierarxiyaga ko'ra tanlaydi

Myers va Majluf tomonidan 1984-yilda ishlab chiqilgan moliyalashtirish ierarxiyasi nazariyasi (Pecking Order Theory) MM nazariyasiga alternativ yondashuv taklif etadi. Ushbu nazariyaga ko'ra, menejerlar tashqi investorlardan ko'ra kompaniyaning haqiqiy qiymati to'g'risida ko'proq ma'lumotga ega. Shu sababli kompaniyalar moliyalashtirishni quyidagi tartibda amalga oshiradi:

Birinchi navbatda: ichki mablag'lar;

Ikkinchi navbatda: qarz mablag'lari;

Oxirgi chora sifatida: yangi aksiyalar chiqarish.

Ushbu ierarxiyaning sababi shundaki, yangi aksiyalar chiqarish bozorga «salbiy signal» beradi. Investorlar menejerlar aksiyalar qadrsizlanishidan oldin ularni sotmoqchi deb o‘ylashi mumkin. Shu sababli aksiyalar kursi tushib ketishi ehtimoli yuqori. O‘zbekiston sharoitida ushbu ierarxiya ayniqsa dolzarb. Aksiyalar bozori yetarli rivojlanmaganligi sababli korporatsiyalar asosan o‘z mablag‘lari yoki bank krediti bilan faoliyat yuritadi. [3]

O‘zbekiston moliyaviy bozorning rivojlanish darajasi.MM nazariyasi mukammal bozor asosida qurilgan. Biroq O‘zbekistonda moliyaviy bozor bir qator cheklovlarga ega. Toshkent fond birjasida sotiladigan aksiyalar soni va aylanmasi rivojlangan mamlakatlardagi ko‘rsatkichlarga nisbatan sezilarli darajada past. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining 2025-yilgi hisobotiga ko‘ra, bank kreditlarining yalpi ichki mahsulotga nisbati 33-35% atrofida qolmoqda, bu esa rivojlangan iqtisodiyotlar ko‘rsatkichidan (80–120%) ancha past. [9]

Bundan tashqari, kredit foiz stavkalarining yuqoriligi (yillik 20–26%) kompaniyalar uchun qarz moliyalashtirishni qimmatlatadi. Bu holat MM nazariyasidagi «soliq qalqoni» foydasi bilan soliq stavkasi (15%) o‘rtasidagi muvozanatni sezilarli darajada buzadi. Ya'ni kredit foizi soliq tejamasidan ancha yuqori bo‘lib qoladi.

O‘zbekiston kompaniyalarida leverage tahlili. O‘zbekiston iqtisodiyotidagi yirik korporatsiyalar — Uzmetal, Navoiy Kon-Metallurgiya Kombinati (NKMK), O‘zaluminiy va boshqa davlat korxonalariga nazar tashlasak, ularning aksariyatida kapital tarkibi asosan o‘z kapitalidan iborat ekanligini ko‘ramiz. Xususi sektor vakillari ham, xususan qurilish va savdo kompaniyalari, bank kreditlaridan foydalanishni imkon qadar cheklashga harakat qiladi. Buning sabablari quyidagilar:

Bank kreditlarining qimmat va qisqa muddatliligi;

Garov talablarining qattiqligi;

Foiz stavkalarining yuqoriligi tufayli soliq qalqoni samaradorligining pastligi;

Aksiyalar bozorining yetarlicha rivojlanmaganligi.

Ushbu vaziyat amaliyotda Pecking Order nazariyasi bilan ko‘proq uyg'un keladi: kompaniyalar avval ichki mablag'lardan, keyin zarur bo‘lganda bank kreditidan foydalanadi, tashqi kapital jalb etish esa kamdan-kam uchraydi. [7],[8]

2-jadval.

Rivojlangan va rivojlanayotgan bozorlar uchun MM nazariyasini qiyosiy baholash

Mezon	Rivojlangan bozor	O‘zbekiston (rivojlanayotgan)

Bozor samaradorligi	Yuqori ya'ni kapital tez harakat qiladi	O'rta-past (axborot asimmetriyasi kuchli)
Kredit stavkasi	Past	Yuqori stavkalar
Soliq qalqoni samarasi	Sezilarli darajada	Cheklangan (foiz > soliq tejaması)
Bankrotlik xarajatlari	Past	Yuqori
Asosiy moliyalashtirish usuli	Kapital bozori (aksiya, obligatsiya)	Asosan bank krediti va ichki mablag'lar
MM ning amaliy tatbiq etilishi	Yaxshi (asos sifatida)	Cheklangan

Modigliani-Miller nazariyasi zamonaviy korporativ moliya fanining inqilobiy kashfiyoti bo'lib, kapital tarkibi va investitsiya qarorlarini tahlil qilishning kontseptual asosini yaratdi. Shu bilan birga, ushbu tadqiqot ko'rsatdiki, nazariyaning amaliy tatbiq etilishi real bozor sharoitlariga, xususan rivojlanayotgan iqtisodiyot muhitiga bog'liq ravishda ancha murakkablashadi.

Modigliani-Miller nazariyasi «optimal kapital tarkibi mavjud emas» degan paradoksal postulatdan «qarz va o'z kapitali o'rtasidagi to'g'ri muvozanat kompaniya qiymatini oshiradi» degan amaliy tamoyilga qadar moliya fanini boyitdi. O'zbekiston uchun esa bu nazariyani tanqidiy-adaptiv tarzda o'rganish muhim amaliy ahamiyat kasb etadi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR

1. Modigliani F., Miller M. H. The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment // The American Economic Review. — 1958, 3-nashr, — 261–297 b.
2. Modigliani F., Miller M. H. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction // The American Economic Review. — 1963, No. 3, 433–443 b.
3. Myers S. C., Majluf N. S. Corporate Financing and Investment Decisions when Firms Have Information that Investors Do Not Have // Journal of Financial Economics. 1984, 13-nashr, 187–221 b.
4. Brealey R. A., Myers S. C., Allen F. Principles of Corporate Finance. — 13th ed. — McGraw-Hill Education, 2020, 976 b.
5. Damodaran, A. (2015). Applied Corporate Finance. 4-nashr. John Wiley & Sons, 183-185 b.
6. Brigham E. F., Houston J. F. Fundamentals of Financial Management, 15-nashr, Cengage Learning, 2019, 456-480 b.

7. Statistika agentligining “2025-yil yanvar-sentabr oylari uchun O‘zbekiston Respublikasida asosiy kapitalga investitsiyalar” to‘g‘risida hisoboti.
8. Statistika agentligining 2025-yil yakunlari bo'yicha dastlabki hisoboti. <https://stat.uz/>
9. O‘zbekiston Respublikasi Markaziy Banki tomonidan berilgan “Tijorat banklarining kredit va depozitlar to‘g‘risida 2025-yil 1-yanvar holatiga ma'lumot”. <https://cbu.uz/>

