

Манба ва фойдаланилган адабиётлар рўйхати:

1. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2022 йил 28 январдаги ПФ-60-сонли фармони. Янги Ўзбекистоннинг 2022-2026 йилларга мўлжалланган тараққиёт стратегияси тўғрисида. //www.lex.uz.
2. Глориозов А.Г. Михайлов Д.М. Внешнеторговое финансирование и гарантийный бизнес. – М.: Юрайт, 2011. С. 205-206 с.
3. Смирнов А.Л. Технологии экспортного финансирования. // Банковское дело. – М., 2012. № 4. С. 60-61.
4. Мокров Г.Г. Евразийский экономический союз: инструменты защиты внутреннего рынка от недобросовестной конкуренции. – М.: Проспект, 2018. С. 57.
5. Короткова С.Н., Ткач Ю.Б. Кредитование как одно из направлений финансирования сельского хозяйства в условиях членства в ВТО и санкций. // Материалы международной научно-практической конференции «Аюшиевские чтения. Финансово-кредитная система: опыт, проблемы, инновации» и др. – Иркутск: НИЦ «Апробация», 2016.
6. Гаврилов А.А. Совершенствование механизма финансирования экспорта в России. // Национальные интересы: приоритеты и безопасность. – М., 2011. С. 39-48.
7. Алимардонов И.М. Кичик бизнес субъектларини кредитлашинг услубий ва амалий асосларини такомиллаштириш. И.ф.д. илм. дар. ол. уч. тақд. эт. дисс. автореф. – Т., 2018. – 29 б.
8. Бердиназаров З.У. Ўзбекистон Республикаси валюта сиёсати методологиясини такомиллаштириш. И.ф.д. дисс. автореф. – Т., 2019. – 22 б.
9. Ахмедов Ф.Х. Ўзбекистонда тижорат банкларининг ташқи савдога хизмат кўрсатишини такомиллаштириш. И.ф.ф.д. дисс. автореф. – 19 б.
10. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2021 йил 27 октябрдаги ПҚ-5268-сонли “Тадбиркорлик субъектларининг хорижий валютадаги кредит мажбуриятларини бажариш билан боғлиқ юқини камайтиришга оид чора-тадбирлар тўғрисида”ги қарори. // Қонунчилик маълумотлари миллий базаси, 27.10.2021 й., 07/21/5268/0997-сон.



СОЛИҚ СОЛИШНИНГ КОМПАНИЯ ҚИЙМАТИГА ТАЪСИРИ

Қудияров Кишибай Раматуллаевич
Қорақалпоқ давлат университети
мустақил изланувчиси, PhD., доц.

https://doi.org/10.55439/ECED/vol25_iss2/a26

Аннотация. Мазкур тадқиқотда солиқ солишнинг компаниялар капитал тузилмасига таъсири кўриб чиқилган. Қарзнинг компаниялар рентабеллиги, активлар айланмаси ва компанияларнинг фаолият муддати ва солиқ солиш билан боғлиқлиги юзасидан назарий ва эмпирик ёндашувлар ўрганилган. Солиқлар воситасида компаниялар капитал тузилмасини тартибга солиш масалалари таҳлил қилинган. Таҳлил натижасида тегишли хулосалар шакллантирилган.

Калит сўзлар: компания, даромадлилик, левераж, капитал тузилмаси, қарз, хусусий капитал, солиқ солиш.

ВЛИЯНИЕ НАЛОГООБЛОЖЕНИЯ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Қудияров Кишибай Раматуллаевич
научный сотрудник Каракалпакского государственного
университета, PhD, доцент

Аннотация. В данном исследовании рассматривается влияние налогообложения на структуру капитала компаний. Были изучены теоретические и эмпирические подходы относительно связи долга с прибылью компании, оборачиваемостью активов, жизненным циклом компании и налогообложением. Анализируются вопросы налогового регулирования структуры капитала компаний. В результате анализа сделаны соответствующие выводы.

Ключевые слова: компания, рентабельность, левераж, структура капитала, долг, собственный капитал, налогообложение.

THE IMPACT OF TAXATION ON THE VALUE OF A COMPANY

Kudiyarov Kishibay Ramatullayevich
PhD., assoc. prof.
Researcher at Karakalpak State University

Abstract. This study examines the impact of taxation on the capital structure of companies. Theoretical and empirical approaches were studied regarding the relationship of debt with company profitability, asset turnover, company life cycle and taxation. The issues of tax regulation of the capital structure of companies are analyzed. As a result of the analysis, appropriate conclusions were drawn.

Keywords: companie, profitability, leverage, capital structure, debt, equity, taxation.

Кириш. Компаниялар ўз активларини қандай молиялаштираётганини ва бу молиявий қарорларга таъсир этувчи омилларни тушунтириш учун вақт ўтиши билан капитал тузилишининг бир қатор назарий ва амалий моделлари таклиф қилинган ва Graham томонидан моделларда фискал ўзгарувчи киритилган (Graham, 2003). Шунинг таъкидлаш жоизки, солиқ қонунчилигига такроран ўзгартиришлар киритилиши, солиқ солиш тартибларини турлича талқин қилиш ёки нотўғри қўллаш бизнесни самарали бошқаришда қийинчиликларга олиб келиши мумкин. Шу сабабдан молиявий-иқтисодий, ижтимоий-сиёсий нуқтаи назардан солиққа эга бўлган иқтисодий назария ва амалиётнинг мазмуний ва расмий хусусиятларидан бошлаб, молиявий бошқарувни субъект даражасида умумий бошқарув доирасида ташкил этиш заруратга айланади (Joumard ва бошқалар, 2013).

Бир қатор иқтисодчи олимлар томонидан ROE ва ROA сотишдан даромадлилик ёки акциядан олинган даромад билан ўлчанадиган молиявий кўрсаткичларнинг детерминантлари бўйича тадқиқотлар кўриб чиқилган (Nguyen ва Nguyen, 2020 a, b).

Олинган эмпирик натижалар шунинг кўрсатдики, капитал тузилмаси компания фаолиятига статистик жиҳатдан сезиларли салбий таъсир кўрсатади. 2008 йилда бошланган глобал молиявий инқирознинг оқибатларидан бири молия секторининг солиқ режимини тубдан қайта кўриб чиқишга сабаб бўлиб, бу, ўз навбатида, банклар фаолиятини тартибга солиш ва қарзли молиялаштиришга устуворлик берувчи солиқ тизими ўртасидаги номутаносибликларнинг салбий оқибатлари ўйлангандан кўра юқори бўлиши мумкинлиги тан олинганлигини англатади. Бу ўринда кенг эътироф этилган, A.Smith томонидан ишлаб чиқилган яхши солиқ тизимининг барқарор принципларидан бўлган солиқ солишнинг тенглиги ёки адолатлилиги, қулайлиги, аниқлиги ва самарадорлиги принципларидан компаниялар фаолиятини тартибга солиш ва солиққа тортиш мутаносиблигини таъминлаш учун қўлланиши тавсия этилган ҳамда тартибга солиш ва солиқлар бир-бирининг ўрнини босувчи инструмент бўлиши мумкин (Chaudhry ва бошқалар, 2015).

Ушбу тадқиқотда солиққа тортишнинг компания қийматида қандай таъсир қилиши таҳлил қилинади ва иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатадиган фискал сиёсат инструментларини аниқлаш учун компанияларнинг молиялаштириш (капитал ёки қарз) тузилиши

ҳақида илгари сурилган назариялар кўриб чиқилади.

Адабиётлар шарҳи. Компаниялар фаолиятини тартибга солишда корпоратив фойда солиғи муҳим ҳисобланади ва классик корпоратив солиқ солишда, одатда, хусусий капиталга нисбатан қарзли молиялаштириш афзал кўрилади. Бу назарий қараш билан Modigliani-Millerнинг капитал тузилмасининг аҳамиятсизлиги тўғрисидаги фикри кенгайтиришга имкон яратилган бўлиб, бунда левераж фирманинг бозор қийматида таъсир этмаслиги назарда тутилган (Modigliani ва Miller, 1958). Корпоратив фойда солиғи бирламчи ноаниқ таклифга асосланганда, бу қарзли молиялаштириш учун наф келтиради, чунки фойза тўловлари фойдани солиқлардан ҳимоя қилади. Агарда қарз қийматини қоплаш имконияти бўлмаса, бу 100 фойза қарзли молиялаштиришни англатади. Бироқ Modigliani-Miller теоремаси трансакция харажатларининг юқорилиги, банкротлик, агентлик низолари, нотўғри танлов ва бошқа ҳолатларда ишламайди. Солиқ қиймати ошиб бориши шароитида, компаниянинг оптимал ёки мақсадли қарз нисбатига эга бўлиши ва левараждаги кичик ўзгаришдан ҳимоя қилиниши, ўз навбатида, молиявий қийинчиликларнинг қўшимча харажатларини аниқ компенсация қилади. Бунда оптимал қарз нисбати компанияларнинг рентабеллиги, активлар rischi таснифи ва корпоратив даромад солиғи даражаси билан аниқланади (Modigliani ва Miller, 1963). Корпоратив солиқ тизимидаги қарзли молиялаштириш ва улушли молиялаштириш ўртасидаги дискриминацияни камайтиришда қарз капитали ва хусусий капитал учун тенг шароитлар яратиш талаб қилинади. Қарзли молиялаштириш бўйича фойзаларга солиқ чегирмаларининг бекор қилиниши ёки чеклов ўрнатилиши, банк сектори капиталининг ошишига ва қарзли молиялаштириш ҳажми камайтиришига олиб келади (Абдуллаев, 2020).

Жумладан, олиб борилган тадқиқотларда корпоратив солиқ тизимидаги қарзли молиялаштириш бўйича солиқ солишдаги афзалликлар банкларнинг қарз маблағлари жалб қилишларини рағбатлантириш натижасида молиявий инқирозлар келиб чиқишига таъсир кўрсатиши аниқланган (DeNicolò, Gamba & Lucchetta, 2012; Modigliani ва Miller, 1958; Modigliani ва Miller, 1963; de Mooij R.A. & Keen M., 2016). Хусусан, қарзли молиялаштиришга нисбатан кенг қўламдаги солиқ имтиёзларининг қўлланилиши банк леверажининг сезиларли даражада юқори бўлишига олиб

келиши ва бу инқирознинг келиб чиқиши билан боғлиқлиги эҳтимоли юқорилигини таъкидлашган (Schepens, 2016). Шу билан бирга, корпоратив солиқ тизимидаги қарз капитали ва хусусий капитал ўртасидаги солиқ дискриминациясининг камайиши тижорат банкларининг капиталлашуви даражаси ўсишини таъминлайди.

Vremus ва бошқаларнинг (2020) таъкидлашича, қарз капитали ва хусусий капитал ўртасидаги оптимал нисбат капитал кўрсаткичлар ва умумий капиталнинг ўсиши билан боғлиқдир. Солиқ орқали келиб чиқадиган корпоратив қарзга мойиллик компаниялар учун ҳаддан зиёд қарз маблағлари жалб қилинишига олиб келади ва молиявий стресс вақтида уларнинг барқарорлиги потенциални пасайтиради. Шунингдек, иқтисодчи олимларнинг таъкидлашича, хусусий капиталга нисбатан қарзга мойиллик иқтисодиётни, айниқса, молиявий секторнинг беқарорлигига олиб келади (Admati ва бошқалар, 2013; de Mooij, Keen ва Orihara, 2013). Жумладан, Admati ва бошқалар (2013) таъкидлашича, “хусусий капитал қимматга тушади” деган қарашнинг кенг тарқалаши, юқори капиталга кўйилган талаблар компанияларга юқори даражадаги молиявий юк ҳисобланади ва кредит бозорларига салбий таъсир кўрсатиши ҳақидаги даъволарга олиб келган.

Ушбу нуқтаи назарни қўллаб-қувватлаш учун келтирилган далиллар нотўғри, аҳамиятсиз ёки жуда заифдир. Масалан, хусусий капиталнинг рентабеллиги, агар компаниялар кўпроқ хусусий капиталга эга бўлса, пасайиши керак бўлган риск мукофотини ўз ичига олади. Шундай қилиб, капиталга бўлган талаблар ортиб бораётганлиги сабабли капиталнинг талаб қилинадиган даромадлиги доимий бўлиб қолади, деб тахмин қилиш нотўғри. Хусусий капиталга бўлган талабларнинг ҳозирги таклиф қилинган даражадан сезиларли даражада юқорироқ белгиланиши, агар мавжуд бўлса, катта ижтимоий имтиёзларга ва минимал ижтимоий харажатларга олиб келади.

Shackelford ва Shevlin (2001) томонидан тарихан 1980 йилгача солиқ тадқиқотлари экзоген операцияларга солиқнинг таъсирини ҳуқуқий баҳолаш ва сиёсатни ўрганишга қаратилганлиги таъкидлаб ўтилган. Дарҳақиқат, оптимал капитал тузилмаси мавжудлигига бағишланган тадқиқотда даромад солиғини жорий этган Modigliani ва Millerнинг (1963) тадқиқотларига мурожаат қилинган. Гарчи, Scholes ва Wolfson (1996) солиққа тортишни

компанияларнинг инвестицион ва молиявий қарорларига интеграция қилиш учун концептуал асосни ишлаб чиққан бўлса-да, бу концептуал асос янги назариялар ва методологияларнинг пайдо бўлишига олиб келмади, лекин муаллифлар компанияларда солиққа тортишнинг ролини тушунтиришга ҳаракат қилишда позитив жиҳатдан ёндашганлар. Ушбу концептуал асос солиқ ҳисоби ва молиявий тадқиқотлар учун асосий бўлиб қолмоқда. Айрим тадқиқотчиларнинг фикрига кўра, солиқ билан боғлиқ тадқиқотларда уларнинг модель ўзгарувчилари ва вариацияларини, шунингдек, маълумотларнинг мавжудлигини кўрсатиш учун, хусусан, маржинал солиқ ставкасини баҳолашга оид маълум услубий саволларни қўйиш зарурдир (Shackelford ва Shevlin, 2001). Fama ва French (1988) томонидан Millerнинг назариясини тўлдирган ҳолда қарз даражаси бошқа салбий оқибатларга олиб келадиган юқори қарз даражаси билан солиқ имтиёзларини назарда тутмаслиги кўрсатиб ўтилади. Ушбу салбий оқибатлар юқори агентлик харажатлари билан ифодаланади, чунки акциядорлар ва кредиторлар кредит елкасининг юқори даражалари даромадлиликка салбий таъсир кўрсатишини кутишади.

Бошқа томондан, De Angelo ва Masulis (1980) солиқ амортизацияси, асосий фондларга инвестицияларни ифодаловчи харажатларни чегириб ташлаш, илмий-тадқиқот ва тажриба-конструкторлик харажатларини чегириб ташлаш каби фоиз чегирмаларига асосланган бошқа солиқ имтиёзлари мавжудлигини таъкидлашган. Шу сабабли улар компаниялар кредит олишдан кўра юқорида санаб ўтилган фоиз чегирмаларига асосланган солиқ имтиёзларига кўпроқ эътибор қаратишлари кераклигини кўрсатиб ўтишади ва шундан уларнинг фикр-мулоҳазаларининг асоси бўлган тахминга асосан фоизлардан ташқари мавжуд солиқ имтиёзлари кредит леверажи билан салбий боғлиқ бўлиши лозим. Қарзни максималлаштириш назарияларидан фарқли ўлароқ, кутилаётган дефолт эҳтимоли компаниянинг қарздорлик даражаси билан ижобий боғлиқлигини таъкидлайдиганлар ҳам бор, чунки бу унинг даромад олиш қобилиятига ишончни англади ва кредиторлар олдидаги мажбуриятларини камайтиради (De Angelo ва Masulis, 1980; Sogorb-Mira, 2005). Шундай қилиб, компания ҳажми қарз даражаси билан ижобий боғлиқ бўлиши керак, деб таъкидлаш мумкин.

Компания ичидаги инвестициялар даражаси етарли бўлмаган вазиятга боғлиқ муаммо компания қарзининг максимал даражасига

етганида юзага келади ва янги маблағларни жалб қилишнинг ягона йўли капитални жалб қилишдир. Бу ҳолат, айниқса, сезиларли ўсиш имкониятларига эга бўлган компанияларда рўй беради. Шундай қилиб, улар ўзларини топадиган кам молиялаштириш ҳолати кредит олишда қийинчиликларга олиб келади. Бунинг оқибати узоқ муддатли қарздан қисқа муддатли қарзга ёки ҳатто, фақат хусусий капитал орқали молиялаштиришга ўтишдир. Натижада бу ривожлантириш имкониятлари ва левераж ўртасидаги салбий боғлиқликларга олиб келади (Sogorb-Mira, 2005; Brealey ва бошқалар, 1991). Бу жиҳатлар “ривожланиш имкониятлари компания леверажи билан салбий боғлиқ бўлиши керак” деган фикрга олиб келиши мумкин. Компаниялар ичидаги молиялаштириш узоқ муддатли кредитлар орқали ҳам, қисқа муддатли кредитлар орқали ҳам амалга оширилиши мумкинлигини ҳисобга олиб, бу борада умумий қарзни дифференциялаш зарур, чунки уларнинг ўсиш имкониятлари билан боғлиқлиги тескари (узоқ муддатли кредитлар учун салбий ва қисқа муддатли кредитлар учун ижобий) (Michaelas et al., 1999). Қуйидагиларни келтириб ўтиш мумкин: узоқ муддатли қарз компания ҳажми билан ижобий боғлиқ бўлиши керак; қисқа муддатли қарз компания ҳажмига салбий таъсир кўрсатиши шарт.

Myers (1977) ва Sogorb-Mira (2005) компанияларнинг ўсиш имкониятлари ва қарз даражаси ўртасидаги муносабатларга ишора қилиб, кредиторлар агентлик харажатлари юқори бўлган компанияларга умумий активлар таркибида моддий активларни юқори даражада ушлаб туриш учун босим ўтказадилар, чунки улар кредиторлар учун кафолатни таъминлайди. Шундай қилиб, моддий активларнинг улуши компанияларнинг ташқи молиялаштириш қобилятига таъсир қилиши лозим. Агар компаниялар, асосан, ўзларининг моддий активларини узоқ муддатли кредитлаш орқали молиялаштиради, моддий активлар ставкаси ва қарз даражаси ўртасида ижобий боғлиқлик аниқланиши талаб қилинади. Poytevin (1989) фикрича, эмпирик таҳлил натижасида маълум бўлдики, левераж даромадли компанияларда юқори бўлади. Қарз даражаси ва компаниянинг даромадлилиги ўртасидаги боғлиқликни ўрганиб, даромадли компаниялар камроқ рискка эга ва шунинг учун нисбатан пастроқ фоизлар билан кредит олиш афзаллигига эга бўлишини қайд этади. Бундан фарқли равишда, Myers ва Majluf (1984) молия-

лаштириш манбаларини тартиблаш назариясидан фойдаланган ҳолда, даромадли компаниялар ўз инвестицияларини ўтказилган фойда орқали молиялаштиришни афзал кўришларини қайд қилишган. Шундай қилиб, ушбу назарияга кўра, даромадли компаниялар нотижорат компанияларга қараганда камроқ даражада банк кредитлари ва янги акцияларни чиқаришга мурожаат қилади. Молиялаштириш манбаларига устувор аҳамият беришда капитални ошириш орқали молиялаштиришга мурожаат қилиш охириги чора сифатида кўрилади. Бундан келиб чиқадикки, компаниядан ташқаридаги шахсларнинг тўлиқ маълумотларга эга эмаслиги билан боғлиқлиги, ўз навбатида, левераж компаниянинг даромадлилиги билан салбий боғлиқ бўлиши мумкинлигини англатади.

Шу билан бирга, “Молиялаштириш манбалари иерархияси назарияси”нинг яна бир натижаси компания ташкил этилганидан ҳозирги кунгача бўлган даврга тегишлидир. Hall ва бошқаларнинг (2000) фикрича, бозорда узоқ вақт давомида фаол бўлган компаниялар ички манбалардан фойдаланиш (фойдани ўтказиш) қобилятига эга, чунки улар ресурсларни тўплаш учун вақтлари етарли, шу сабабдан левераж компания ташкил этилган муддат даври билан салбий боғлиқ бўлиши мумкинлиги кўрсатиб ўтилган. Бошқа томондан, “Молиялаштириш манбалари рейтинги назарияси”дан қуйидаги хулосага келиш мумкин: балансида қарзни кўрсатадиган ҳар қандай компания ўзининг ички ресурсларини тугатган бўлса, бу компаниянинг бозордаги иш тажрибасининг қарзга ҳеч қандай алоқаси йўқлигини кўрсатади. Юқорида келтириб ўтилганлардан келиб чиқиб, компаниялар учун жорий фаолият ва инвестицияларни қўллаб-қувватлаш учун ташқи кредитлашдан фойдаланиш нафлидир. Моделлар ва уларни кенгайтириш орқали қарзнинг компания даромадлилигига таъсири таҳлилин аналга ошириш, компания қарорларига солиқ солишни интеграциялаш орқали ушбу ёндашувга амал қилинади.

Тадқиқот методологияси. Тадқиқот ишида илмий абстракциялаш, анализ ва синтез, индукция ва дедукция, эксперт баҳолаш, қиёсий таҳлил қилиш, назарий эмпирик тадқиқотларга илмий ёндашув усулларида фойдаланилган.

Тадқиқот натижалари ва таҳлили. Sabbar ва Sabri (2021) томонидан амалга оширилган эмпирик таҳлилда солиққа тортишнинг компаниялар қийматига қандай таъсир қилишини таҳлил қилиш ва молиялаштириш

тузилмаси (капитал ёки қарз) бўйича илгари сурилган назарияларни текшириш ҳамда иқтисодий ўсишга салбий таъсир кўрсатувчи фискал сиёсат инструментларини аниқлаш амалга оширилган. Таҳлилда Фонд биржасида рўйхатдан ўтган компанияларнинг молиялаштириш тузилмаси ўрганиб чиқилганда, ушбу компаниялар, одатда, қарздан кўра молиялаштириш инструменти сифатида хусусий капиталини афзал кўриши аниқланган, чунки хусусий капитали қулайроқдир. Энг муҳим жиҳати хусусий капитал қийматининг арзонлигидир. Бошқа томондан, “Молиялаштириш манбалари иерархияси назариясига асосан қарз баланс мажбуриятларининг анча катта қисмини ташкил қилиши керак эди, чунки дивидендларга икки маротаба солиқ солиш акцияларни чиқариш орқали молиялаштиришни тўхтатишга олиб келиши мумкин.

Компанияларнинг молиялаштириш тузилишига таъсир этувчи омиллар натижасида куйидаги аниқланган: жами қарз учун ҳам, узоқ муддатли ва қисқа муддатли қарзлар учун ҳам самарали солиқ ставкаси левераж билан салбий боғлиқдир. Бунинг асосий сабаби шундаки, компаниялар қарз даражасидан келиб чиқадиган солиқ чегирмаларидан максимал даражада фойдаланиш учун етарли даражада даромадлиликка эга бўлмаганлар (баъзи йирик компаниялар ҳам ночор бўлган давр бўлган). Фоиздан келиб чиқадиган солиқлардан ташқари солиқ чегирмалари фойдали кўринадди, аммо қисқа муддатли ижтимоий суғурта тўловлари бўйича чоратадбирлар мисолида кўрсатилганидек, давлатнинг фискал сиёсати билан боғлиқдир. Ўсиш имконияти узоқ муддатли қарз ва умумий қарз билан ижобий боғлиқ ва қисқа муддатли қарз билан салбий боғлиқ бўлиб, ўсиш имконияти компаниянинг кредит леверажи билан салбий боғлиқ бўлиши кераклиги ҳақидаги назарияни рад қилади. Бу ҳолатни компаниялар баланс мажбуриятларида узоқ муддатли қарзларнинг бирмунча юқорироқ улуши билан ҳам изоҳлаш мумкин, бу уларнинг узоқ муддатли ва қисқа муддатли қарзлар ўртасидаги мувозанатга эришиш истагини акс эттиради. Қисқа муддатли қарзда бу белги салбий бўлса ҳам, активнинг моддийлиги леверажга салбий таъсир кўрсатмайди, бу бизга левераж билан ижобий боғлиқлик мавжудлиги ҳақидаги гипотезани қабул қилишга имкон беради.

Таҳлил қилинаётган компаниялар учун узоқ муддатли молиялаштириш имкониятига эга бўлиш учун моддий активларга сармоя

киритиш муҳимдир. Компания ҳажми умумий қарз даражасига ҳам, узоқ муддатли қарзлар даражасига ҳам салбий, аммо қисқа муддатли қарзга ижобий боғлиқлиги аниқланди. Бу жиҳатни шу билан изоҳлаш мумкин: мавжуд компанияларнинг банкрот бўлиш эҳтимоли юқори эканлиги, бу қарз муаммоси пайдо бўлганда, уларни демотивация қилади (Miciuța ва бошқалар, 2020). Даромадлилик барча учта боғлиқ ўзгарувчилар билан ижобий боғлиқ бўлиб, бу муносабатларни қўллаб-қувватловчи назарияни рад этишга олиб келади. Таҳлил қилинган компаниялар ҳолатида ўтказилган фойданинг ҳажми ички ресурслар ҳисобидан инвестицияларни молиялаштириш учун аҳамиятсиз. Компаниянинг фаолият йиллари левераж билан салбий боғлиқ бўлиб, компания бизнесда қанча узоқ бўлса, у шунчалик кам қарз олади, деган назарияга олиб келади, чунки у ички молиявий ресурсларни тўплашга улгуради.

Тадқиқотлар натижасидан келиб чиқиб, шуни айтишимиз мумкинки, қарз компания қийматини ошириши мумкин, чунки солиқлар чегирмаларининг мавжудлиги катта миқдордаги қарз капиталидан фойдаланишда афзалликларни яратади (Noja ва бошқалар, 2020). Кўришиб турибдики, қарзлар бўйича фоизларга солиқ чегирмаларининг мавжудлиги солиққа тортиладиган даромадларни камайтиради. Аммо қарздор компаниянинг юқори даражадаги rischi мавдуд бўлса, қарздор компания фақат иқтисодий riskни ўз зиммасига олади, қарздор компания эса қарз даражасига нисбатан ўз капитали riskини қайд этади. ROA кўрсаткичи компания қарзи билан сезиларли даражада салбий боғлиқдир.

Албатта, ҳаддан зиёд ортиқча қарзли молиялаштиришни чеклаш ва фоизлар бўйича солиқ чегирмаларининг салбий оқибатларини камайтириш мақсадида бир неча мамлакатларда “фоизлар бўйича чегирмаларни чеклаш қоидалари” ёки “капиталлашувнинг етишмаслигига қарши қоидалар” ишлаб чиқилган. Бу қоидалар солиққа тортиш мақсадлари учун корпоратив қарзлар бўйича тўлаган фоизларнинг қанча қисми чегириб ташланишини белгилаб беради.

Солиқ қонунчилигида, солиқ солинади-ган фойдани аниқлашда, харажатлар таркибига киритилиши лозим бўлган фоиз суммалари бўйича ҳисобланган ставка миқдорини тўғридан-тўғри чеклаш мумкин. Бунда иккита ёндашув мавжуд. Биринчисида, қонун ҳужжатларида мумкин бўлган максимал фоиз ставкаси белгиланиши назарда тутилади.

Иккинчисида эса солиқ қонунчилигига мувофиқ, ҳар бир операцияга қўлланилган фоиз ставкасини солиштириш мумкин бўлган шартлардан келиб чиқади (Абдуллаев). Бундан ташқари қарз капиталининг хусусий капиталга нисбати маълум бир даражадан ошиб кетганда, фоизлар бўйича солиқ чегирмаларига чекловлар мавжуд. Масалан, Японияда умумий қоидага кўра, тегишли қарз миқдорининг корпорация хусусий капиталидаги улуши уч барабардан ортиб кетганда, хорижий шуъба корхонасига қарз мажбуриятлари бўйича фоизлар корпорация фойда солиғини ҳисоблашда чегириб ташланмайди (Langedijk ва бошқалар, 2015). Нидерландияда фоизли харajatлар, агар фоизли даромаддан ошиб кетган тақдирда, уларга нисбатан чекловлар назарда тутилган. Мазкур қоида тегишли фоиз харajatларига солиқ чегирмаларининг чеклови орқали қарзли молиялаштиришнинг солиқ афзалликларини камайтиришга қаратилган.

Шундай қилиб, капиталлашувнинг етишмаслигига қарши қоидалар қарз капиталининг хусусий капиталга белгиланган нисбатдан ошиб кетганда, солиқ базасидан фоизлар бўйича солиқ чегирмаларини чеклайди. Олиб борилган эмпирик таҳлиллар натижаларига кўра, бундай қоидалар қарз капиталини қисқартириш, солиқ солишдаги фарқланиш ва ички қарзлар мажбуриятларини назорат қилиш чоралари учун кўпроқ самарали ҳисобланади. Кенг маънода давлатларнинг капиталлашувнинг етишмаслигига қарши қоидаларга ёндашувидан келиб чиқиб, уч тоифага бўлинади: ҳар қандай капиталлашувнинг етишмаслигига қарши қоидалар амал қилмайдиган мамлакатлар; махсус қоидалар қўлланилмайдиган мамлакатлар; ўзига хос капиталлашувнинг етишмаслигига қарши қоидалар мавжуд бўлган мамлакатлар.



1-расм. Корпоратив солиқ тизимидаги ортиқча қарзли молиялаштириш бўйича дискриминацияни камайтиришдаги ёндашувлар, PWC (2006)

Илмий адабиётларда корпоратив фойда ни солиққа тортишдаги ўз маблағлари ва қарз маблағлари орқали молиялаштиришдаги солиқ дискриминациясини камайтириш мақсадида иккита ёндашув: бизнеснинг умумий фойдасига солиқ (Comprehensive Business Income Tax – CBIT) ва корпоратив хусусий капиталга солиқ чегирмаси (Allowance for Corporate Equity – ACE) ечим сифатида таклиф этилган (1-расм). Корпоратив хусусий капиталга солиқ чегирмаси (Allowance for Corporate Equity – ACE) капитал тузилмасига таъсир этиб, дефолт рискинни камайтириш орқали тизимли рискни пасайтириши мумкин.

Шунингдек, ACEга хос бўлган бир қатор хусусиятларни келтириб ўтиш мумкин: биринчидан, қарзли ва улушли молиялаштириш ўртасида бетарафликнинг олдини олади ҳамда капиталлашувнинг етишмаслигига қарши

қоидаларни бекор қилади; иккинчидан, маржинал инвестициялар ечимига нисбатан нейтраллигидир, яъни фоизлар ва капиталга нормал миқдордаги даромаднинг қайтарилиши бўйича чегирманинг мавжудлиги; учинчидан, иқтисодий амортизация билан солиқ солишдаги амортизация орасидаги фарқлар сабабли келиб чиқадиган инвестицион номутаносибликларни бартараф этади.

Хулоса ва таклифлар. Тадқиқотлар натижаси шуни кўрсатадики, қачон компаниялар юқори даражада қарзга эга бўлса, бу эса иқтисодий даромадлиликнинг пасайишига олиб келади. Иқтисодий даромадлилик даражаси жуда юқори бўлган компанияларда қарз даражаси нисбатан кам бўлади. Бунинг назарий асослари бўлмаса-да, амалий тушунтириш шундаки, юқори даромадли йирик компаниялар молиялаштириш учун катта қарзларга

мухтож эмас. Уларнинг юқори фойда нормаси ўз фойдасининг катта қисмини молиялаштиришга йўналтириш имконини беради (ўзини ўзи молиялаштириш).

Солиққа тортиш ва компаниянинг бозордаги мавқеи ўртасида қандайдир диалектик боғлиқлик мавжуд бўлиб, иккинчисининг консолидацияси, шунинг учун бир хил солиққа тортишни камайтириш имкониятига эга бўлади. Бу шуни англатадики, агар солиққа тортиш, хусусан, даромадлилик бозор ҳокимияти билан ортиб бораётган харажатларни рағбатлантирса, у ҳолда бу компания бозор ҳокимия-

тининг кенгайишига ёрдам беради, бу эса корпоратив солиқни мижозларга қисман ўтказишга олиб келади.

Қарзли молиялаштиришни чеклаш ва фоизлар бўйича солиқ чегирмаларининг салбий оқибатларини камайтириш мақсадида бир неча мамлакатларда “фоизлар бўйича чегирмаларни чеклаш қоидалари” ёки “капиталлашувнинг етишмаслигига қарши қоидалар” ишлаб чиқилган.

Корпоратив хусусий капиталга солиқ чегирмаси капитал тузилмасига таъсир этиб, дефолт рискинни камайтириш орқали тизимли рискинни пасайтириши мумкин.

Манба ва фойдаланилган адабиётлар рўйхати:

1. Admati, A., P. DeMarzo, M. Hellwig and P. Pfleiderer (2013). *Fallacies, Irrelevant Facts, and Myths in the Discussion of Capital Regulation: Why Bank Equity is Not Socially Expensive*. Working paper, Stanford University.
2. Brealey RA, Myers SC, Allen F (1991). *Principles of Corporate Finance*. McGraw-Hill. Inc., USA.
3. Bremus Franziska & Schmidt Kirsten & Tonzer Lena (2020). *Interactions between bank levies and corporate taxes: How is bank leverage affected?* *Journal of Banking and Finance*. <https://www.sciencedirect.com/science>
4. Chaudhry S.M., Mullineux A., Agarwal N., (2015). *Balancing the regulation and taxation of banking*. *International Review of Financial Analysis*.
5. De Angelo H, Masulis RW (1980). *Optimal capital structure under corporate and personal taxation*. *Journal of Financial Economics* 8(1):3-29.
6. de Mooij R. A. & Keen M. (2016). *Debt, taxes, and banks*. *Journal of Money, Credit and Banking*, 48(1), 5-33.
7. de Mooij, R., M. Keen and M. Orihara (2013). *Taxation, Bank Leverage, and Financial Crises*. Working paper, International Monetary Fund.
8. DeNicolò G., Gamba A. & Lucchetta M. (2012). *Capital regulation, liquidity requirements and taxation in a dynamic model of banking*. IMF Working Papers 12/72. Washington: International Monetary Fund.
9. Fama EF, French KR (1988). *Dividend yields and expected stock returns*. *Journal of Financial Economics* 22(1):3-25.
10. Graham, JR (2003). *Taxes and corporate finance: A review*. *The Review of Financial Studies* 16(4):1075-1129.
11. Hall G, Hutchinson P, Michaelas N (2000). *Industry effects on the determinants of unquoted SMEs' capital structure*. *International Journal of the Economics of Business* 7(3):297-312.
12. Joumard I, Pisu M, Bloch D (2013). *Tackling income inequality: The role of taxes and transfers*. *OECD Journal Economic Studies* 2012(1):37-70.
13. Langedijk Sven & Nicodème Gaëtan & Pagano Andrea & Rossi Alessandro (2015). *"Debt Bias in Corporate Income Taxation and the Costs of Banking Crises"*. CEPR Discussion Papers 10616, C.E.P.R. Discussion Papers.
14. Michaelas N, Chittenden F, Poutziouris P (1999). *Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: Empirical evidence from company panel data*. *Small Business Economics* 12(2):113-130.
15. Miciuła I, Kadhubek M, Stępień P (2020). *Modern Methods of Business Valuation - Case Study and New Concepts*. *Sustainability* 12(7):2699.
16. Modigliani F., Miller M. (1958). *The cost of capital, corporation finance and the theory of investment*. *The American Economic Review*, v. 48, pp. 261-297.
17. Modigliani F., Miller M. (1963). *Corporate income Taxes and the cost of capital: A correction*. *The American Economic Review*, v. 53, pp. 433-443.
18. Myers SC (1977). *Determinants of corporate borrowing*. *Journal of Financial Economics* 5(2):147-175.
19. Myers SC, Majluf NS (1984). *Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have*. *Journal of Financial Economics* 13(2):187-221.
20. Nguyen HT, Nguyen AH (2020b). *The impact of capital structure on firm performance: evidence from Vietnam*. *Journal of Asian Finance, Economics and Business* 7(4):97-105.
21. Nguyen TNL, Nguyen VC (2020a). *The determinants of profitability in listed enterprises: a study from Vietnamese Stock Exchange*. *The Journal of Asian Finance, Economics and Business* 7(1):47-58.
22. Poitevin M (1989). *Financial signalling and the "deep-pocket" argument*. *The RAND Journal of Economics* 20(1):26-40.
23. PWC (2006) *Tax Reform on Thin Capitalization Rule*. *Gets Vol. 30*. P.1.
24. Sabbar Fedaa Abd Almajid, Sabri Thamer Mahdi Muhamed (2021). *The impact of taxation on the value of companies*. *African Journal of Business Management*. Vol. 15(3), pp. 110-121.
25. Schepens G. (2016). *Taxes and bank capital structure*. *Journal of Financial Economics*, 120(3), 585-600.
26. Scholes MS, Wolfson MA (1996). *Fiscalité et stratégie d'entreprise: une approche globale*. *Presses universitaires de France*. P 704.
27. Shackelford DA, Shevlin T (2001). *Empirical tax research in accounting*. *Journal of Accounting and Economics* 31(1-3):321-387.
28. Sogorb-Mira F (2005). *How SME uniqueness affects capital structure: Evidence from a 1994-1998. Spanish data panel*. *Small Business Economics* 25(5):447-457.
29. Абдуллаев З.А. *Тижорат банклари фаолиятини солиққа тортишни такомиллаштириш*. Монография. – Т.: Молия, 2020.