

КОРПОРАТИВ СОЛИҚНИНГ КОМПАНИЯ ҚИЙМАТИГА ТАЪСИРИ

Абдуллаев Зафаржон Алижонович

Тошкент амалий фанлар университети, “Банк ва молия” кафедраси профессори, DSc.

e-mail: zafarjon1808@mail.ru

Компаниялар ўз активларини қандай молиялаштираётганини ва бу молиявий қарорларга таъсир этувчи омилларни тушунтириш учун вақт ўтиши билан капитал структурасининг бир қатор назарий ва амалий моделлари таклиф қилинган ва иқтисодчи олим Graham томонидан ушбу моделларга фискал ўзгарувчи киритилган²⁶². Шуни таъкидлаш жоизки, солиқ қонунчилигига такроран ўзгартиришлар киритилиши, солиқ солиш тартибларининг турлича талқин қилиш ёки нотўғри қўллаш бизнесни самарали бошқаришда қийинчиликларга олиб келиши мумкин. Шу боисдан, ижтимоий-иқтисодий ва ҳуқуқий жиҳатдан солиқ солиш билан боғлиқ субъект даражасидаги молиявий менежментни умумий бошқарувни муҳим таркибий қисмига айланади²⁶³. Бир қатор иқтисодчи олимлар томонидан капитал рентабеллиги (ROE) ва активлар рентабеллиги (ROA) кўрсаткичлари орқали сотишнинг даромадлилиги ёки акциядан олинадиган даромадни ўлчанадиган молиявий кўрсаткичларнинг детерминантлари бўйича тадқиқотларни амалга оширилган. Олинган эмпирик натижалар шуни кўрсатдики, капитал структураси компания фаолиятига статистик жиҳатдан сезиларли салбий таъсир кўрсатади. Хусусан, 2010-2017 йиллардаги статистик маълумолар асосида компаниялар капитал структурасининг таъсирини регрессион таҳлил натижаларида хусусий капиталнинг ҳаддан ташқари концентрацияси қарздорликни камайтиради. Хорижий капиталнинг концентрацияси компанияларнинг қарзларини қўпайишига олиб келиши, чунки улар самаралироқ бошқарувга, молиялаштириш манбаси ва инвестиция имкониятларини кенгайтиради. Корпоратив солиққа тортиш концепциясини амалга киритиш орқали қарз капитали устуворлиги назариясининг такомиллаштиришга олиб келинган ва ҳар қандай солиқ тўловчи компания ўз қийматини максимал даражада ошириш учун ўз қарзи даражасини максимал даражада ошириши керак деган хулосага келинган. Мазкур концепцияни умумлаштириб, шуни айтишимиз мумкинки, самарали солиқ ставкаси қарз даражаси билан ижобий боғлиқ бўлиши керак. Чунки, корпоратив солиқ тизимида қарзлар бўйича фоизлар солиқ базасини аниқлашда чегириб ташланади.

Солиқ солишда хўжалик юритувчи субъектларнинг солиқ солинадиган фойдасини аниқлашда қарзлар бўйича фоизларга чегирмаларни мавжудлиги кенг камровдаги қарз маблағлари жалб қилинишига ва бу ўз навбатида молиявий стресс вақтида уларнинг барқарорлик потенциалини пасайтиради. Шунингдек, бир қатор иқтисодчи олимларнинг таъкидлашича, корпоратив солиқ тизимида хусусий капиталга нисбатан қарз капиталига устунлик берилиши ўз навбатида, иқтисодиёт тармоқлари, айниқса, молиявий секторни беқарорлигига олиб келади. Хусусан, Admati ва бошқаларнинг фикрича, хусусий капитал қимматга тушади деган қарашни кенг тарқалаши, юқори капиталга қўйилган талаблар компаниялар юқори даражадаги молиявий юк ҳисобланади ва кредит бозорларига салбий таъсир кўрсатиши ҳақидаги даъволарга олиб келган. Ушбу нуқтаи назарни қўллаб-қувватлаш учун келтирилган далиллар ёки нотўғри, аҳамиятсиз ёки жуда заифдир²⁶⁴. Масалан, хусусий капиталининг 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 даромадлилиги доимий бўлиб

²⁶²Graham, JR ,2003. Taxes and corporate finance: A review. The Review of Financial Studies 16(4):1075-1129.

²⁶³Joumard I, Pisu M, Bloch D.,2013. Tackling income inequality: The role of taxes and transfers. OECD Journal Economic Studies 2012(1):37-70.

²⁶⁴Admati, 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.

колади, деб тахмин қилиш нотўғри. Хусусий капиталига бўлган талабларни ҳозирги таклиф қилинган даражадан сезиларли даражада юқорироқ белгиланиши агар мавжуд бўлса, катта ижтимоий имтиёзларга ва минимал ижтимоий харажатларга олиб келади.

Иқтисодчи олимлар томонидан тарихан 1980 йилларгача қадар солиқ солишнинг таъсирига оид тадқиқотлар экзоген операцияларга солиқнинг таъсирини ҳукукий баҳолашга ва солиқ сиёсатини ўрганишга қаратилганлигини таъкидлаб ўтилган. Дарҳақиқат, оптимал капитал струкутурасига бағишланган тадқиқотда корпоратив фойда солиғини жорий этган Modigliani ва Millerнинг тадқиқотларига мурожаат қилинган. Гарчи Scholes ва Wolfsonлар корхоналарнинг инвестицион ва молиявий қарорларига солиққа тортишнинг интеграция қилишнинг концептуал асосни ишлаб чиқишган бўлса-да, концептуал асос янги назариялар ва методологияларни татбиқ бўлишига олиб келмади, лекин таҳлилда корхонада солиққа тортиш ролини тушунтиришга ижобий ёндашилган²⁶⁵. Ушбу концептуал асос солиқ солиш ҳисоби ва молия соҳасидаги тадқиқотлар учун фундаментал бўлиб қолмоқда. Бошқа иқтисодчи олимлар солиқ ставкасини таъсирини баҳолаш солиқ тадқиқотларида муҳим аҳамиятга эга эканлигини ва корхоналар фаолиятига салбий таъсир кўрсатиши мумкинлигини таъкидлаган кўпроқ асосли тадқиқотларни тақдим этганлар.

Компания ҳажми умумий қарз даражаси ва узоқ муддатли қарзлар даражаси билан салбий, аммо қисқа муддатли қарзлар билан ижобий боғлиқлик борлиги аниқланган. Бу жиҳатни компанияларнинг банкрот бўлиш юқори даражаси билан изоҳлаш мумкин, бу эса қарз билан боғлиқ муаммолар келганда уларни демотивация қилади. Даромадлилик барча учта боғлиқ ўзгарувчилар билан ижобий боғлиқ бўлиб, бу муносабатларни қўллаб-қувватловчи назарияни рад этишга олиб келади. Бунга сабаб, таҳлил қилинган компаниялар компаниялари мисолида, инвестицияларни ички ресурслардан молиялаштириш учун келгусига ўтказиладиган фойда миқдори унчалик юқори эмаслигидир. Компаниянинг фаолият йиллари левераж билан салбий боғлиқ бўлиб, компания қанча узоқ давр бизнесни юритадиган бўлса, у шунчалик кам қарз олади, деган назарияга олиб келади, чунки у ички молиявий ресурсларни шакллантириш имкониятига эга бўлади. Тадқиқотлар натижасидан келиб чиқиб, шуни айтиш мумкинки, қарз компания қийматини ошириши мумкин, чунки солиқлар чегирмаларининг мавжудлиги катта миқдордаги қарз капиталидан фойдаланишда афзалликларни яратади.

Юқоридагиларни умумлаштириш учун шуни айтишимиз мумкинки, қарз компания қийматини ошириши мумкин, чунки корпоратив солиқ тизимидаги қарз фоизларига солиқ чегирмаларининг мавжудлиги кўпроқ қарз капиталидан фойдаланишда афзалликларни яратади. Қарз капитали билан боғлиқ фоизлар солиқ солинадиган фойдани камайтириши натижасида фискал харажатларни камайтиради. Аммо қарздор компания юқори даражадаги рискка эга, қарзи бўлмаган компания фақат иқтисодий рискка эга бўлиб, қарздор компания эса қарз даражасига нисбатан хусусий капитали рискинни оширади. Иккинчи жиҳатга келсак, компаниянинг даромадлигига таъсир этувчи молиявий структуранинг детерминантларини таҳлил қилишда самарадорлик ROA кўрсаткичи баҳоланган, таҳлилда ROA кўрсаткичи компания қарз билан сезиларли даражада салбий боғлиқлиги аниқланган.

Тадқиқотлар шуни кўрсатадики, компанияларнинг юқори даражадаги қарздорликка эгалиги, бу иқтисодий рентабелликнинг пасайишига олиб келади. Иқтисодий рентабеллик даражаси жуда юқори бўлган фирмалар қарзларни даражаси пастлиги қайд этилган. Бунинг назарий асослари бўлмаса-да, амалий тушунтириш шундаки, юқори даромадли компаниялар молиялаштириш учун катта қарзларга мухтож эмаслар. Уларнинг юқори фойда нормаси шу мақсадда жамғарилган фойданинг катта қисмини молиялаштиришга имкон беради (ўзини ўзи молиялаштириш).

Солиққа тортиш ва компаниянинг бозордаги ҳокимияти ўртасида ўзига хос диалектик муносабатлар мавжуд бўлиб, биринчиси иккинчисини бирлаштиради, шунинг учун бир хил солиққа тортишни камайтириш инструментларига эга бўлади. Бу шуни англатадики, агар

²⁶⁵Scholes, M.S. et Wolfson. M.A., 1996. Fiscalité et stratégie d'entreprise: une approche globale, Traduit de l'américain par une équipe d'étudiants du CEREG de l'Université Paris-Dauphine sous la direction de Bertrand Jacquillat, 1ère édition, Presses Universitaires de France.

солиққа тортиш, айниқса, рентабеллиги бозор ҳокимияти билан ортиб боровчи харажатларни рағбатлантирса, бу ҳокимиятнинг ошишига ҳисса қўшади, бу эса миждозларга корпоратив солиқни қисман ўтказишга олиб келади.

Фойдаланилган адабиётлар

1. Graham, JR , 2003. Taxes and corporate finance: A review. The Review of Financial Studies 16(4):1075-1129.
2. 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.
3. Joumard I, Pisu M, Bloch D., 2013. Tackling income inequality: The role of taxes and transfers. OECD Journal Economic Studies 2012(1):37-70.
4. Scholes, M.S. et Wolfson. M.A., 1996. Fiscalité et stratégie d'entreprise: une approche globale, Traduit de l'américain par une équipe d'étudiants du CEREГ de l'Université Paris-Dauphine sous la direction de Bertrand Jacquillat, 1ère édition, Presses Universitaires de France.