ZAYNALOV J.R, ALIYEVA S.S., LATIPOVA SH.M.,
ERNAZAROV N.E.

KORPORATIV
MOLIYA

O‘QUV QO‘LLANMA



SAMARQAND

O‘ZBEKISTON RESPUBLIKASI OLIY TA’LIM, FAN VA INNOVATSIYALAR VAZIRLIGI

SAMARQAND IQTISODIYOT VA SERVIS INSTITUTI

Samarqand iqtisodiyot va servis institutining 95 yilligiga bag‘ishlanadi

ZAYNALOV J.R, ALIYEVA S.S., LATIPOVA SH.M., ERNAZAROV N.E.

KORPORATIV MOLIYA

O‘quv qo‘llanma

Samarqand-2026

UO'K: 336.1(075)
К 43
KBK: 65.2(9)ya73

Zaynalov J.R, Aliyeva S.S., Latipova Sh.M., Ernazarov N.E.

KORPORATIV MOLIYA *[Matn]:* ***o'quv qo'llanma*** */ Samarqand iqtisodiyot va servis instituti – Samarqand.: "BUNYODKOR 'AVLOD MATBUOTI" MCHJ nashriyoti, 2026 - 230 bet.*

Mazkur o'quv qo'llanmada korporativ moliyaviy munosabatlarning iqtisodiy mazmuni va asosiy ilmiy nazariyalari, diskontlash tushunchasining mazmuni va qo'llanilishi, korporativ tuzilmalarning kapital tarkibi va ularni baholash masalalari, pul oqimlari, byudjetlashtirish, investitsion loyihalarning strategik jihatlari, korporatsiyalarning dividend siyosatining ahamiyati bilan bog'liq munosabatlar o'z aksini topgan.

O'quv qo'llanmada talabalarning moliya asoslari bo'yicha moliyaviy savodxonligini oshirishga qaratilgan ma'lumotlar keltirilgan bo'lib, qo'llanma 60410400 – "Moliya va moliyaviy texnologiyalar" ta'lim yo'nalishi talabalariga "Korporativ moliya" fanidan o'quv qo'llanma sifatida tavsiya etiladi.

Taqrizchilar:
Xodjayev E.N. – SamISI "Moliya" kafedrasi professori,
O'zbekistonda xizmat ko'rsatgan iqtisodchi.
Hamrayev M.S. – Toshkent Kimyo xalqaro universiteti Samarqand filiali Kunduzgi va kechki ta'lim yo'nalishlari rahbari, PhD, dots.

O'quv qo'llanma institut Kengashining 2026-yil 25-dekabrdagi majlisida muhokama qilingan va nashrga tavsiya etilgan. (5-sonli majlis bayoni, Ro'xatga olish raqami 334-25/12).

ISBN: 978-9910-8595-9-5

© Zaynalov J.R va b., SamISI. 2026 y.
© " BUNYODKOR'AVLOD MATBUOTI" MChJ nashryoti. 2026 y.

KIRISH

Hozirgi globallashuv sharoitida mamlakatlar iqtisodiyotining barqaror rivojlanishi, korxonalar raqobatbardoshligini ta'minlash va investitsion faollikni oshirish masalalari korporativ moliyaviy munosabatlarni chuqur o'rganishni taqozo etmoqda. Korporativ moliya yirik korxonalar faoliyatida moliyaviy resurslarni shakllantirish, taqsimlash va ulardan samarali foydalanish bilan bog'liq munosabatlarni qamrab olgan muhim iqtisodiy fan sohasidan biri hisoblanadi. Uning asosiy vazifasi korporativ korxonaning bozor qiymatini maksimallashtirish, moliyaviy barqarorlikni ta'minlash hamda investorlar manfaatlarini himoya qilishdan iborat.

Iqtisodiyotni liberallashtirish sharoitida korporativ korxonalar faoliyati nafaqat ishlab chiqarish va xizmat ko'rsatish samaradorligiga, balki moliyaviy qarorlarning qay darajada ilmiy asoslanganligiga ham bevosita bog'liqdir. Shunday ekan, kapital tuzilmasini optimallashtirish, aksiya va obligatsiyalarni muomalaga chiqarish, dividend siyosatini belgilash, investitsiya loyihalarini baholash, risk va daromadlilik o'rtasidagi muvozanatni ta'minlash kabi masalalar korporativ moliyaning markaziy yo'nalishlaridan hisoblanadi.

Korporativ moliya fanining nazariy asoslari klassik va neoklassik moliya nazariyalariga tayanadi. Xususan, vaqt omilini hisobga olgan holda pulning qiymati konsepsiyasi, risk va daromadlilik o'rtasidagi bog'liqlik, bozor samaradorligi gipotezasi, agentlik munosabatlari nazariyasi hamda kapital aktivlarini baholash modellari (CAPM, WACC va boshqalar) korporativ moliyaviy qarorlarni qabul qilishda muhim metodologik asos bo'lib xizmat qiladi.

Bugungi kunda korporativ moliya faqat nazariy fan sifatida emas, balki amaliy yo'naltirilgan fan majmuasi sifatida ham muhim ahamiyat kasb etadi. Korxonalarning moliyaviy hisobotlarini tahlil qilish, likvidlik, to'lov qobiliyati, rentabellik va moliyaviy leveredj ko'rsatkichlarini baholash orqali boshqaruv qarorlarini qabul qilish imkoni yaratiladi. Shu nuqtai nazardan, korporativ korxonalarda boshqaruv, investitsion tahlil va strategik rejalashtirishi bilan bog'liq

AXBOROT RESURS MARKAZI
№ 74747

qarorlar qabul qila oladigan kadrlarning mavjudligi davr talabi hisoblanadi. Buning uchun esa tayyorlanayotgan iqtisodchi mutaxassislarning korporativ moliya bo‘yicha bilim, malaka va ko‘nikmaga ega bo‘lishlari talab etiladi. Mazkur o’quv qo’llanma ham aynan shu maqsadda tayyorlangan.

Rivojlanayotgan iqtisodiyot sharoitida, jumladan O‘zbekiston iqtisodiyotida korporativ moliyaning ahamiyati yanada ortib bormoqda. Korxonalarni xususiylashtirish, korporativ boshqaruv standartlarini joriy etish, qimmatli qog‘ozlar bozorini rivojlantirish, investitsiya muhitini yaxshilash jarayonlarida korporativ moliyaviy mexanizmlarning samarali ishlashi hal qiluvchi ahamiyatga ega. Shu bois korporativ moliya sohasida yuqori malakali mutaxassislarni tayyorlash, ularning nazariy bilimlari va amaliy ko‘nikmalarini mustahkamlash dolzarb vazifalardan biri hisoblanadi.

Mazkur o’quv qo’llanmada korporativ moliyaning iqtisodiy mohiyati va ahamiyati, pul mablag‘larining vaqt bo‘yicha qiymatini aniqlash masalalari, moliyaviy qarorlar qabul qilish va moliyaviy aktivlarning daromadliligini aniqlashda diskontlash tushunchasi, o‘z mablag‘lari va qarz mablag‘lari hisobiga korporativ tuzilmalar faoliyatini moliyaviy resruslar bilan ta’minlash masalalari, korporativ korxonalar faoliyatida investitsion qarorlarning strategik jihatlari, kapital tarkibi va uning bahosini aniqlash, moliyaviy aktivlar daromadliligini baholash yo‘nalishlari, sof joriy qiymat usulida investitsion qarorlar qabul qilish, risk va daromadlilikning o‘zaro bog‘liqligi, dividend siyosati, hamda korporativ birlashishlar va qo‘shib olishlar kabi masalalar ham nazariy, ham amaliy jihatdan yoritib o‘tilgan.

O’quv qo’llanma 60410400 – “Moliya va moliyaviy texnologiyalar” bakalavriat ta’lim yo‘nalishiga mo‘ljallangan bo‘lsada, undan boshqa iqtisodiy yo‘nalishlar va mutaxassisliklar talabalari, ilmiy tadqiqotchilar, professor-o‘qituvchilar hamda amaliyotchi mutaxassislar ham o‘z faoliyatlarida keng foydalanishlari mumkin. Har bir bob yakunida keltirilgan o‘z-o‘zini nazorat qilish bo‘yicha savollar, test variantlari va masalalar foydalanuvchilarning fanni chuqur o‘rganishlariga xizmat qiladi. Fan mavzulari bo‘yicha umumiy test

savollaridan foydalangan holda talaba, o‘quvchilar bilimlarini baholashlari mumkin.

I BOB. KORPORATIV MOLIYANING IQTISODIY MAZMUNI VA TASHKIL ETILISHI

1.1. Korporatsiyalar moliyasining mohiyati va mazmuni, ularning xususiyatlari va iqtisodiyotni modernizatsiyalashdagi roli

Korporativ moliya – bu moliya haqidagi bilimlarning taraqqiyoti natijasi bo'lib, u XX asrning ikkinchi yarmidan boshlab shakllana boshlagan. Ularning nazariy jihatdan asoslanishidagi boshlang'ich nuqta - bu "moliya" atamasining transformatsiyasi hisoblanadi. Moliya uzoq vaqt davomida faqat davlat (ommaviy) moliyasi nuqtai nazaridan izohlangan.

"Moliya" atamasining paydo bo'lishi XV–XVI asrlardagi tovar-pul munosabatlarining rivojlanishi bilan bog'liq. Bu davrda davlat xazinasi Yevropa monarxlarining shaxsiy xazinasidan ajralib chiqqan. Bu esa byudjet daromadlari va harajatlarini shakllantirish tartibini belgilaydigan, davlat qarzlarini, pul emissiyasini va pul aylanmasini tartibga soladigan boshqaruv qoidalarini ishlab chiqish zaruratini keltirib chiqargan.

Bir necha asrlar davomida "moliya" atamasi faqat davlat moliyasini anglatgan. Faqat XX asrda bozor iqtisodiyoti rivojlanish bosqichiga yetganidan so'ng bu atama boshqaruvning turli darajalariga, jumladan, ichki xo'jalik (korxona) darajasiga ham tadbiq etila boshlandi. Shu tariqa, XX asrning yarmigacha moliya fani nazariy jihatdan klassik moliya nazariyasi doirasida rivojlangan, bu yerda asosiy e'tibor davlatga qaratilgan.

XX asrning ikkinchi yarmidan boshlab esa neoklassik moliya nazariyasi shakllanib, bunda asosiy e'tibor nodavlat moliyasi, ya'ni kompaniyalar va kapital bozorlari moliyasiga qaratilgan.

Zamonaviy korporativ moliya kuchli tahliliy vositalar, moliyaviy matematika va diversifikatsiya qilingan reinjiniring texnologiyalariga ega rivojlangan bilim sohasiga aylangan. Bu kompaniyalarga o'zini mustaqil va barqaror tashkilot sifatidagina emas, balki bozor muhitining ajralmas va uzviy qismi sifatida ham namoyon etish imkonini beradi.

Korporativ moliya nazariyasi nisbatan yosh bo'lishiga qaramay, uning ayrim elementlari ancha qadimiy tarixga ega. Masalan, iqtisodiy rivojlangan mamlakatlarda XIX asrning ikkinchi yarmidanoq bu fanning ilk ko'rinishlari bo'lgan moliyaviy tahlil (AQShda), moliyaviy hisoblar (Germaniyada) hamda "tijorat hisoblari" yoki "tijorat arifmetikasi" (Rossiyada) muvaffaqiyatli rivojlangan[1].

Ularning shakllanish uzoq tarixga ega emas, biroq boshlanish nuqtasi bo'yicha turli fikrlar mavjud. Chunki nisbiy ko'rsatkichlar yordamida tahlil qilish g'oyasi qadimdan mavjud, hatto Yevklid miloddan avvalgi 300 yillardayoq o'z asarlarida koeffitsiyentlar orqali tahlil qilish haqida yozgan[2].

Bu g'oyaning moliyaviy holatni baholashda qo'llanilishiga kelsak, ko'pgina g'arb tarixchilari bu hodisa XIX asrning ikkinchi yarmida sodir bo'lgan deb hisoblaydi va uni ikki asosiy sabab bilan izohlashadi.

Birinchi sabab – korporatsiyalarning biznesni tashkil etishning asosiy shakli sifatida jadal rivojlanishi bo'lib, buning natijasida mulkchilikning boshqaruvdan ajralishi kuzatildi.

Ikkinchi sabab – kompaniyalarni kapital bilan ta'minlashda asosiy rol o'ynaydigan moliyaviy institutlar, xususan kreditlash orqali moliyalashtirish institutlarining ahamiyati ortib bordi. Bunday operatsiyalardagi risklarni kamaytirish maqsadida qarz oluvchining kreditga layoqatini (ya'ni qarz mablag'larini qaytarish qobiliyatini) va uning rentabelligini (foiz to'lovlarini amalga oshirish imkoniyatini) baholash zarurati vujudga keldi. Bu esa vaqt o'tishi bilan moliyaviy koeffitsiyentlarning asosiy tizimi shakllanishiga sabab bo'ldi.

Korporativ moliya nazariyasining gnoseologik (bilish nazariyasi nuqtai nazaridan) tahlili shuni ko'rsatadiki, u konseptual jihatdan quyidagi asoslarga tayanadi:

- moliyaviy menejmentning bazaviy konsepsiyalari[3]: risk va daromadlilik o'rtasidagi muvozanat konsepsiyasi, kutilgan foydalilik

---

[1] Xotinskaya G.I., Shoxin Ye.I. Korporativnie finansi: evolyutsiya teorii i praktiki // VESTNIK FA, 6/2010. S.28-33.

[2] Kovalev V.V., Kovalev Vit.V. Korporativnie finansi: ponyatiya, algoritmi, pokazateli. – M.: Prospekt; KNORUS, 2010.

[3] Xotinskaya G.I., Shoxin Ye.I. Korporativnie finansi: evolyutsiya teorii i praktiki // VESTNIK FA, 6/2010. S.28-33.

nazariyasi, pul oqimlari konsepsiyasi, pulning vaqt bo'yicha qiymati nazariyasi, kapital strukturasi va bahosi nazariyasi, kapital bozori samaradorligi gipotezasi, axborot asimmetriyasi konsepsiyasi, agentlik munosabatlari nazariyasi, alternativ harajatlar va natijalar nazariyasi hamda faoliyat yurituvchi korxona konsepsiyasi;

- moliyaviy vosita (aktiv)larni baholash modellari: moliyaviy aktivlar daromadliligini baholash modeli (CAPM), portfel nazariyasi yoki diversifikatsiya qilingan portfel konsepsiyasi, opsionlarni baholash modeli (Blek-Shoulz modeli), aksiya va obligatsiyalarni daromadlilik asosida baholash modellari, tizimli riskni hisobga olgan moliyaviy aktivlar modeli, arbitrajli baholash nazariyasi va boshqalar;

- iqtisodiy o'sish nazariyalari, ular qiymatga asoslangan boshqaruv (VBM – *Value Based Management*) g'oyasining paydo bo'lishiga olib keldi. Bu yo'nalish doirasida "biznes qiymatini oshirish", "firma qiymati", "qiymatga yo'naltirilgan boshqaruv", "qiymat yaratish zanjiri", "qiymatning asosiy omillari" kabi tushunchalar va ko'rsatkichlar (SVA, EVA, CVA, CFROI, EBM, MVA, RCF, CFA, EBO, FEVA, RAVE va boshqalar) shakllandi;

- shaxslar, mulkdorlar va menejerlarning moliyaviy fikrlash va xulq-atvoridagi transformatsiya – iqtisodiy ratsionalizmdan boshlab, axloqiy moliya nazariyalarigacha (istiqbollar nazariyasi, investorlar xulqi nazariyasi, treyder operatsiyalari samaradorligi nazariyasi va boshqalar) rivojlandi[4]. Shu bilan birga empirik qonuniyatlar ham kuzatildi: "omma ta'siri" yoki "axborot kaskadi ta'siri", "hafta kuni effekti", "nazorat illyuziyasi", "dizayn effekti" va boshqalar.

Korporatsiyalar moliyasi turli adabiyotlarda turlicha talqin qilingan. Xususan, V.I.Andreeva boshchiligidagi mualliflar guruhi quyidagicha ta'rif berishgan: "Korporativ moliya - bu korporasiyalarning asosiy va aylanma mablag'larni, pul mablag'larini shakllantirish va ularni taqsimlash hamda ishlatish jarayonida vujudga keladigan moliyaviy yoki pul munosabatlaridir"[5].

---

[4] Vashenko T.V. Ispolzovaniye teorii povedencheskix finansov v protsesse prinyatiya finansovix resheniy. // Dis. … kand. ekon. nauk po spes. 08.00.10. – M., 2007.

[5] Andreeva O.V. Korporativnie finansi. Uchebnoye posobiye. – Rostov n/D: Fond Sodeystviye–XXI vek, 2015. – 316 s.

M.V. Romanovskiyning fikricha, korporativ moliya moliyaning nisbatan mustaqil sohasi bo'lib, u korxona mablag'larining muomalasi jarayonida kapital, daromad va pul mablag'larini shakllantirish va ulardan foydalanish bilan bog'liq pul munosabatlarining keng doirasini qamrab oladi va turli xil pul oqimlari ko'rinishida ifodalanadi[6].

A.S. Kokin, N.I. Yashinlar korporativ moliyani haqiqiy yoki potentsial pul mablag'larini shakllantirish, ularni taqsimlash va takror ishlab chiqarish hamda iste'mol ehtiyojlari uchun sarflash bilan bog'liq holda tadbirkorlik sub'ektlari o'rtasida yuzaga keladigan pul munosabatlari majmui sifatida ta'rif berishgan[7].

A.I. Samilin korporativ moliya tushunchasiga o'zgacha yondashgan. Uning fikricha, korporativ moliya - korxonaning moliyaviy resurslarini shakllantirish, taqsimlash va ulardan foydalanish jarayonida yuzaga keladigan iqtisodiy munosabatlar, tamoyillar va usullarning yig'indisini o'rganadigan fan hisoblanadi[8].

O.V. Dovgaya, T.A. Doroshkovalar o'zlarining monografiyalarida korporativ moliyaga yuqoridagi fikrlardan farqlanadigan va yanada aniq bo'lgan quyidagi tushunchani berib o'tishgan: "..korporatsiyaning joriy, investitsion, moliyaviy va ijtimoiy faoliyatini ta'minlash maqsadida pul mablag'larini shakllantirish, taqsimlash va ulardan foydalanish jarayonida amalga oshiriladigan iqtisodiy munosabatlar"[9].

Mamlakatimizda korporativ moliya munosabatlari olimlar tomonidan keng tadqiq qilinmagan. Olimlarimizdan R.Karlibayeva, S.Elmirzayevlar aynan shu sohada ilmiy tadqiqot ishlarini olib borishgan. S.Elmirzayev tomonidan korporativ moliyaga korporativ tuzilmalar moliyaviy-xo'jalik faoliyatini yuritish jarayonida yuzaga keladigan barcha pulli moliyaviy munosabatlar tizimini anglatishi ta'kidlab o'tilgan[10].

---

[6] Korporativnie finansi: Uchebnik dlya vuzov / Pod red. M. V. Romanovskogo, A. I. Vostroknutovoy. Standart tretego pokoleniya. – SPb.: Piter, 2011. – 592 s.
[7] Kokin A.S. Korporativnie finansi: uchebnik / A.S. Kokin. – M., 2016.
[8] Samilin A. I. Korporativnie finansi: uchebnik / A. I. Samilin. – M., 2015.
[9] Dovgaya O.V., Doroshkova T.A. Aktualnie voprosi korporativnix finansov: monografiya / O.V. Dovgaya, T.A. Doroshkova i dr. – Xabarovsk, 2016. – S.14.
[10] Korporativ moliya: Darslik / S.Elmirzayev - T.: "Iqtisod- Moliya", 2019. – 7-b.

Korporativ moliyaning mazmuni u tomonidan bajariladigan funksiyalar orqali yanada keng yoritiladi. Korporativ moliyaning quyidagi funksiyalari mavjud:

- Taqsimlash funksiyasi;
- Nazorat funksiyasi;
- Rag‘batlantirish funksiyasi;
- Takror ishlab chiqarish funksiyasi.

Taqsimlash funktsiyasi moliyaviy resurslarni shakllantirish va ulardan foydalanish jarayonida pul oqimlarining harakati yordamida amalga oshiriladi, bu funktsiya resurslar aylanishini uzluksiz amalga oshirish uchun zarur shart-sharoitlarni belgilaydi. Nazorat funktsiyasi tashqi va ichki (korporativ tuzilma ichidagi) nazorat orqali amalga oshiriladi. Rag'batlantirish funktsiyasi korporativ tuzilmalarga faoliyatning ustuvor yo’nalishlarini rivojlantirishni rag'batlantirish imkonini beradi. Takror ishlab chiqarish funktsiyasi oddiy va kengaytirilgan takror ishlab chiqarish jarayonida kapital aylanishining barcha bosqichlarida moddiy, mehnat va pul resurslarining muvozanatini ta'minlaydi.

Korporativ moliyaning asosiy vazifasi korporativ tuzilma faoliyatini moliyaviy ta’minlash hisoblanadi. Biroq ushbu vazifa korporatsiyalar moliyasini boshqarish tizimisiz amalga oshirish mumkin emas. Bunday tizim samarali bo’lishi uchun esa oqilona ishlab chiqilgan moliyaviy siyosat bo’lishi talab etiladi, ya’ni korporativ tuzilmalar oldida aniq maqsad qo’yilgan bo’lsa (maqsad esa har doim mavjud – foyda ko’rish, zararni kamaytirish va b.), unda ushbu maqsadga erishish uchun aniq bir taktika va strategiyaga rioya qilish lozim. Agar bugungi kunda barcha korporativ tuzilmalar pul mablag‘larining aylanishi va doiraviy aylanishida ishtirok etishini hisobga olsak, moliyaviy nuqtai nazardan ham bunday taktika va strategiyalarga ega bo’lishi kerak.

Hozirgi kunda korporativ moliya – bu kuchli tahliliy vositalarga, moliyaviy matematikaga va diversifikatsiya qilingan reinjiniring texnologiyalariga ega bo’lgan rivojlangan bilim sohasi bo’lib, kompaniyalarga o’zini mustaqil va barqaror tashkilot sifatida emas,

balki bozor muhitining uzviy va ajralmas qismi sifatida namoyon etish imkonini beradi.

Korporativ moliya, korxonalar moliyasi kabi, iqtisodiy munosabatlar majmuasini ifoda etadi. Bu munosabatlar pul shaklida namoyon bo'lib, jamiyatning umumiy mahsuloti, yalpi ichki mahsulot va milliy boyligini ishlab chiqarish, taqsimlash va foydalanish jarayonlarida vujudga keladi. Ular yalpi daromad, pul jamg'armalari va xo'jalik yurituvchi sub'ektning moliyaviy resurslarini shakllantirish, taqsimlash va ishlatish orqali amalga oshiriladi.

Xo'jalik yurituvchi sub'ektlar moliyasining tarkibiga kirgan korporativ moliya shu tariqa davlat moliya tizimida ham muhim ahamiyat kasb etadi. U moddiy ishlab chiqarish sohasiga xizmat qiladi, milliy boylikni, jamiyatning umumiy mahsulotini va davlatning yalpi ichki mahsulotini shakllantiradi, byudjet daromadlarini hosil qilishda eng yirik soliq to'lovchi hisoblanadi.

Ishlab chiqarish, taqsimot, ayirboshlash va iste'mol jarayonlarida ishtirok etar ekan, korporativ moliya nafaqat alohida sub'ekt iqtisodiyotining, balki butun davlat iqtisodiyotining holatini ko'rsatuvchi indikator sifatida namoyon bo'ladi.

Korporativ moliya sohasida moliyani boshqarishning asosiy strategik maqsadi qanday bo'lishi kerak degan savol keng muhokama qilinadi. Chunki korxonaning hayotiy sikli, raqobat muhiti va boshqa omillarga qarab turli ko'rsatkichlarga yo'naltirish tanlanishi mumkin. Ushbu borada bir-biriga ma'lum ma'noda raqobatchi bo'lgan ikkita asosiy yondashuv mavjud. Birinchi yondashuv kompaniyaning bozor qiymatini maksimal darajada oshirish bilan bog'liq bo'lsa, ikkinchisi – foydani maksimal darajada oshirishga qaratilgan.

Ikkinchi yondashuv an'anaviyroq hisoblanadi, chunki yaqin davrlargacha har qanday korxona foydani maksimal darajada oshirish uchun tashkil etiladi, deb qaralgan.

Biroq "foydani maksimallashtirish" mezonining kamchiliklari mavjud:

- foydaning bir qancha turlari mavjud (yalpi foyda, asosiy faoliyatdan olingan foyda, umumxo'jalik faoliyatidan olingan foyda,

soliqqa tortilguncha bo'lgan foyda, sof foyda) va ularning hisoblash uslublari turlicha. Shu bois korxona aynan qaysi foydani maksimallashtirishni ko'rsatishi zarur;

- agar operatsion foyda (yalpi foyda) maksimallashtirilsa, foyda solig'i ham maksimal bo'ladi, bu esa moliyachi uchun maqsadga muvofiq emas;
- foydaning asosiy turlari "Moliyaviy natijalar to'g'risida hisobot" shaklida aks ettiriladi, bu hisobot hisobot yilining yakunida tuziladi, ya'ni foyda ko'rsatkichi uzoq muddatli (strategik) mezon sifatida ko'rilmaydi;
- investitsiya loyihasining muqobil variantlarini baholashda "vaqt omili"ni hisobga olish zarur, chunki foyda qanchalik tez olinadigan bo'lsa, u shunchalik "qimmatli" bo'ladi. Shuning uchun turli davrlarning foyda ko'rsatkichlarini solishtirish uchun ularni bir xil mezonga keltirish (masalan, diskontlash orqali) maqsadga muvofiqdir.

Shu sababli hozirgi kunda ko'pchilik olimlar birinchi yondashuv tarafdori bo'lib, unga ko'ra korporativ moliyani boshqarishning strategik (asosiy) maqsadi – bu mulkdorlar farovonligini oshirish, ya'ni kompaniya bozor qiymatini maksimal darajada oshirish (kompaniyaning kapitallashuvini yoki aksiyalarining bozor narxini maksimallashtirish)dir.

Investorlar nuqtayi nazaridan ushbu yondashuvning mohiyati shundan iboratki, korxona egalari boyligining oshishi hozirgi foydaning o'sishiga emas, balki ular mulkining bozor bahosi oshishiga bog'liqdir. Shu tariqa, aksiyalar (yoki o'z kapitalining) qiymatini oshiradigan har qanday moliyaviy qaror qabul qilinishi kerak.

Shuni ta'kidlash kerakki, korporativ moliyaning asosiy maqsadini belgilovchi ikki yondashuv bir-biriga to'liq bog'liq emas, shuning uchun har bir korxona o'zining "maqsadlar daraxti"ni tuzishda muayyan strategik yo'nalishni tanlaydi.

Bunda korxona bozor qiymatini maksimallashtirishga har doim ham foydani maksimallashtirish orqali erishilmaydi. Masalan, olingan yuqori foyda to'liq yoki qisman joriy maqsadlarga (dividendlar, menejerlarga bonuslar to'lash va h.k.) yo'naltirilsa, korxona o'z

rivojlanishiga yetarli miqdorda CAPMoya kiritolmaydi, natijada uning bozor qiymati pasayishi mumkin. Shuningdek, yuqori foyda darajasi yuqori moliyaviy risk (qarz mablag‘larining katta ulushi) hisobiga ta’minlansa, bu ham korxonaning bozor qiymatini kamaytiradi.

Shunday qilib, birinchi yondashuvga ko’ra, foydani maksimallashtirish moliyani boshqarishning muhim vazifalaridan biri bo’lishi mumkin, biroq asosiy maqsad emas.

Boshqa tomondan, korxonalar har doim ham ularning moliyaviy tahlilchilari tomonidan aniq baholanadigan bozor qiymatiga ega bo’lmasligi mumkin. Shuningdek, ko’plab korxonalar (korporatsiyalar) aksiyalari fond bozorida muomalada emas. Unda bu kompaniyalar uchun moliyaviy menejerlar qanday maqsadni belgilashlari kerak? An’anaviy yondashuvga asoslanib, ularning asosiy maqsadini “moliyaviy rentabellikni moliyaviy xavfning maqbul darajasida maksimal oshirish” sifatida belgilash mumkin.

Moliyaviy rentabellik bu yerda o’z kapitalining rentabelligi yoki o’z kapitaliga qaytish darajasini anglatadi. Odatda, yuqori moliyaviy rentabellik ko’rsatkichlariga qarz mablag‘larini jalb etish hisobiga erishiladi, bu esa korporatsiya uchun moliyaviy tavakkalchilikni oshiradi. Rentabellik va moliyaviy xavf o’rtasidagi o’zaro bog‘liqlik 5-bo’limda batafsil ko’rib chiqiladi.

Asosiy maqsad bilan bir qatorda, korporativ moliyani boshqarishning asosiy vazifalari ham ajratib ko’rsatiladi. Ularga quyidagilar kiradi:

- moliyaviy resurslarning yetarli hajmini shakllantirish;
- moliyaviy resurslardan eng samarali foydalanishni ta’minlash;
- pul oqimlarini optimallashtirish;
- moliyaviy xavflarning maqbul darajasida foydani maksimal oshirish;
- korxonaning doimiy moliyaviy muvozanatini ta’minlash;
- korxonaning iqtisodiy salohiyati barqaror o’sish sur’atlarini saqlash;
- xarajatlarni minimallashtirish va boshqalar.

Vazifalarning shakllanishi, umuman olganda, korxonaning faoliyat turi, hajmi, bozor holati, siyosiy va iqtisodiy omillarga bog‘liq bo’ladi.

Ko’rinib turibdiki, korporatsiyaning muvaffaqiyatli faoliyat yuritishi, uning rivojlanishi va ko’zlangan natijalarga erishishi to’g'ri tashkil etilgan moliyaviy faoliyatga, ishlab chiqarish jarayonini oqilona moliyaviy ta'minlashga, kapitalni jalb qilish usullariga va moliyaviy resurslardan foydalanish imkoniyatlariga bog'liq. Ya'ni, korporatsiya faoliyati to’liq uning moliyaviy holatiga bog'liq bo’lib, korporatsiyalar tarkibidagi moliyaviy munosabatlar boshqaruv faoliyatining asosiy yo’nalishlaridan biri sanaladi.

1.2. Korporativ moliya tamoyillari va moliyaviy siyosat

Korporativ moliya tizimining samarali faoliyat yuritishi uchun, boshqaruvchi tizimning boshqariladigan ob’ektga ratsional ta’sir ko’rsatishi uchun ma’lum bir tamoyillarga asoslangan zamonaviy boshqaruv metodologiyasidan foydalanish talab etiladi.

Umuman olganda, boshqaruvning asosiy tamoyillari o’tgan asrning 20-yillarida fransuz olimi Anri Fayol tomonidan yaratilgan. Korporativ moliyani boshqarish korxona menejmentining bir qismi sifatida boshqaruvning quyidagi universal tamoyillariga tayanadi:

1. Iqtisodiy samaradorlik tamoyili. Istalgan korxonada moliyaviy boshqaruv tizimi shunday harajatlarni ko’zda tutadiki, ushbu harajatlar har doim minimumga intilishi va u yoki bu daromadlar orqali qoplanishi lozim.

2. Rivojlanishning strategik maqsadlarini ko’zlash. Misol uchun, agar korxona biznesning o’sishi va diversifikatsiyani ko’zlagan bo’lsa unda qarzga olingan mablag'lar manbalari tarkibini ko’paytirish maqsadga muvofiq bo’ladi. Cheklangan o’sish yoki qisqartirish strategiyasi riskni kamaytirishni talab qiladi va shuning uchun o’z kapitaliga ko’proq e'tibor qaratish va doimiy xarajatlarni kamaytirishga harakat qilish kerak.

3. Boshqaruvning yuqori dinamikligi (moslashuvchanligi). Istalgan moliyaviy menejer tashqi muhitda (siyosat, iqtisodiyot, bozor sharoitlari) sodir bo’layotgan o’zgarishlarga juda tez munosabatda

bo’lishi va moliyaviy boshqaruvning tegishli usullari va modellarini qo’llashi kerak.

4. Muqobillik. Moliyaviy qarorlar ko’pincha risk va noaniqlik sharoitida qabul qilinganligi sababli, vaziyatni baholashda (biznes-rejalarni ishlab chiqishda, shuningdek, operativ moliyaviy boshqaruvda) ko’p variantli yondashuvlardan foydalanish juda muhimdir.

5. Asosiy moliyaviy ko’rsatkichlarni optimallashtirish. Korporativ moliyada u yoki bu boshqaruv qarorini qabul qilish turli faoliyat sohalarida qarama-qarshi oqibatlarni keltirib chiqarishi mumkin. Shunday qilib, yuqori rentabelli moliyaviy investitsiyalarni amalga oshirish ishlab chiqarish faoliyatini moliyalashtirishda taqchillikka olib kelishi mumkin, rentabellikning keskin oshishi likvidlik ko’rsatkichlarining pasayishiga olib kelishi mumkin va hokazo.

Boshqa tomondan, korporativ moliya va korporatsiyalarni boshqarishni alohida faoliyat turi sifatida o’rganib, A.I.Samilin bir qator muhim tamoyillarni ajratib ko’rsatgan:

- oshkoralik, ya’ni korporatsiya faoliyatiga oid axborotlarning ochiqligi va ulardan foydalanish imkoniyatining mavjudligi (maxfiy ma’lumotlardan tashqari), jamiyatning korporatsiya maqsadlari, vazifalari va u tomonidan qabul qilinadigan qarorlarga qiziqishi;
- miqyosi (masshtab), tovarlarning geografik bozoriga sezilarli ta'sir ko’rsatish va faoliyatni diversifikatsiya qilish;
- moliyaviy hisobotlarni konsolidatsiyalash, korporatsiyaning umumiy hisobotini shakllantirish (ko’pincha korporatsiya tarkibiga mustaqil faoliyatni amalga oshiradigan turli sho’'ba korxonalari kiradi) va boshqalar.

Ko’rinib turibdiki, korporativ moliyaning ahamiyati moliyaviy faoliyat bilan bog‘liq iqtisodiy munosabatlarni samarali tashkil etish, moliyaviy resurslardan oqilona foydalanish va ularni qo’shimcha jalb etishda namoyon bo’ladi. Shu munosabat bilan bunday munosabatlarni shakllantirish ma’lum tamoyillar asosida amalga oshirilishi lozimligi iqtisodchilar tomonidan ta’kidlab o’tilgan.

R.V. Prixodko va M. Abd Asaad ta'kidlaganidek, korporativ moliya quyidagi asosiy tamoyillar asosida quriladi[11]:

1. Korporativ moliyaning o'z-o'zini moliyalashtirish tamoyili shundan iboratki, korporatsiya hisob-kitob, kredit va soliq intizomi hamda shartnomaviy majburiyatlarga rioya qilish uchun moddiy javobgarlikni kuchaytiradi. Korporatsiya rivojiga yo'naltirilgan mablag'lar sof foyda va amortizatsiya ajratmalari hisobidan qoplanishi lozim. Bu, o'z navbatida, kompaniya mulkidagi kapitalning kamida normativ iqtisodiy samaradorligini ta'minlaydi. Bunday sharoitda korxona oddiy qayta ishlab chiqarishni o'z manbalari hisobidan moliyalaydi hamda soliqlarni byudjetga to'laydi.

2. Xo'jalik mustaqilligi tamoyili iqtisodiy sub'ektlar faoliyat sohasini, moliyalashtirish manbalarini va moliyaviy resurslarni joylashtirish yo'nalishlarini mulkchilik shaklidan qat'i nazar, mustaqil ravishda belgilashini nazarda tutadi. Tashkilotlarda xo'jalik faoliyati va uning natijalari uchun moddiy javobgarlik tizimi joriy qilinishi mumkin. Moddiy javobgarlik shakllari individual va jamoaviy bo'lishi mumkin: individual holatda har bir moddiy javobgar shaxs tuzilgan shartnoma asosida shaxsiy javobgarlikni oladi; jamoaviy shaklda esa javobgarlik butun jamoa zimmasiga yuklanadi.

3. Tashkilotning faoliyat natijalaridan moddiy manfaatdorlik tamoyili tijorat faoliyatining asosiy maqsadi foyda olish bilan belgilanadi. Ushbu tamoyil doirasida tashkilot tuzilmasi va uning bo'limlari faoliyati samaradorligini oshirish tizimi shakllantiriladi va amal qiladi. Eng samarali amalga oshirish usuli o'rta bo'g'in rahbarlari va bo'limlar faoliyati samaradorligini rag'batlantiradigan maxsus bo'limlarni tashkil etishdir.

4. Moliyaviy nazorat tamoyili korporativ moliyani tashkil etishda eng muhim tamoyillardan biri hisoblanadi. U moliyaning nazorat funksiyasidan kelib chiqib, aynan shu asosda amalga oshiriladi. Moliyaviy nazorat bu tashkilotning maxsus bo'limlari tomonidan amalga oshiriladigan harakatlar tizimi bo'lib, uning maqsadi moliyaviy

[11] Safina A.D., Salimova F.N. Korporativnie finansi: sushnost, funksii i prinsipi organizatsii // «Ekonomika i sotsium» №5(36) 2017.

resurslarni shakllantirish, taqsimlash va foydalanish jarayonida qonunchilik normalariga rioya etilishini nazorat qilishdir. Bu orqali qabul qilingan moliyaviy boshqaruv qarorlarining amalga oshirilishi haqida to'liq va ishonchli ma'lumot olish ta'minlanadi. Moliyaviy nazorat natijasida moliyaviy siyosat parametrlaridan chetlanish holatlari aniqlanadi va ular bartaraf etiladi.

5. Moliyaviy zaxiralar bilan ta'minlanish tamoyili tashkilot faoliyatidagi risklar mavjudligi bilan bog'liqdir. Ushbu risklar moliyaviy zaxiralarni shakllantirish zaruratini keltirib chiqaradi. Moliyaviy rezervlar faqat korporatsiyalar tomonidan emas, balki boshqa mulkchilik shaklidagi xo'jalik sub'ektlari tomonidan ham o'z xohishiga ko'ra yaratilishi mumkin.

6. Moliyaviy rejalashtirish tamoyili moliyaviy boshqaruv samaradorligini oshirishga qaratilgan bo'lib, qisqa va uzoq muddatli rejalarni ishlab chiqish orqali amalga oshiriladi. Moliyaviy rejalashtirishning afzalligi shundaki, u boshqaruv faoliyatini rag'batlantiradi, kompaniya rahbariyatini zarur axborot bilan ta'minlaydi, tuzilma bo'limlari o'rtasida harakatlarni muvofiqlashtiradi hamda kelgusidagi ehtimoliy muammolarni oldindan aniqlashga yordam beradi.

Bundan tashqari, Ye.V. Saveleva aylanma mablag'lar manbalarini o'z va qarz hisobidan shakllantirishni farqlash tamoyilini ham qayd etadi. Muallifning fikricha, ayrim sohalarda aylanma mablag'lar manbalari texnologiya va ishlab chiqarish tashkilotining xususiyatlariga ko'ra farqlanadi. Masalan, mavsumiy ishlab chiqarish sohalarida (oziq-ovqat sanoati, qishloq xo'jaligi va boshqalar) aylanma mablag'larni shakllantirishda ko'proq qarz manbalari jalb etiladi. Nomavsumiy sohalarda esa (og'ir sanoat, transport va h.k.) asosan xo'jalik sub'ektlarining o'z mablag'lari hisobidan shakllantirilgan aylanma mablag'lardan foydalaniladi.

Mahalliy iqtisodchi olim S.Elmirzayev tomonidan korporativ moliya tamoyillari korporativ tuzilmalarning ta'sis hujjatlarida belgilab

SAMARQAND IQTISODIYOT
VA SERVIS INSTITUTI
AXBOROT RESURS MARKAZI
№ 74747

qo‘yilgan maqsad va vazifalar bilan bevosita bog‘liqligi ta’kidlanib, bu tamoyillar sifatida quyidagilarga to’xtalib o’tilgan[12]:

– moliyaviy-xo‘jalik faoliyati bo‘yicha o‘z-o‘zini tartibga solish;
– o‘z xarajatlarini o‘zi qoplash va o‘z-o‘zini moliyalashtirish;
– aylanma mablag‘larni shakllantirish manbalarini o‘z va qarz manbalariga ajratish;
– moliyaviy zaxiralar tashkil etish.

Fikrimizcha, S.Elmirzayev tomonidan ilgari surilgan ushbu tamoyillar korporativ tuzilmalarda moliyaviy munosabatlarni tashkil etishda eng asosiy tamoyillar hisoblanib, ularning samaradorligi moliyaviy siyosatga bog‘liq.

Korporativ moliyaning asosiy vazifasi tashkilot faoliyatini moliyaviy jihatdan ta’minlashdan iborat. Biroq bu vazifani samarali amalga oshirish uchun korporatsiya moliyasini boshqarish tizimini shakllantirish zarur. Ushbu tizim samarali bo’lishi uchun esa oqilona ishlab chiqilgan moliyaviy siyosat zarur hisoblanadi. Ya’ni korporatsiya oldida muayyan maqsadlar (masalan, foyda olish, zararlarni minimallashtirish va h.k.) qo’yilgan bo’lsa, ularga erishish uchun tegishli taktik va strategik yondashuv talab etiladi. Shuni ham inobatga olish lozimki, hozirgi sharoitda barcha korporatsiyalar pul mablag‘larining aylanmasi va qayta aylanmasi jarayonlarida faol ishtirok etmoqda, shunga ko’ra moliyaviy jihatdan asoslangan taktika va strategiya ham muhim ahamiyat kasb etadi.

Shuni ta’kidlash lozimki, korporatsiyaning moliyaviy siyosati va moliyani boshqarish siyosati bir xil tushuncha emas. Birinchisi “sof” moliyani ifodalamaydi, chunki moliyaviy siyosat moliyaviy manbalarni izlash, vujudga keltirish, shakllantirish, taqsimlash, qayta taqsimlash va ulardan foydalanish kabi chuqur masalalarni qamrab oladi.

Korporatsiyaning moliyaviy siyosati – bu uning mulkdorlari, investorlari va rahbariyatining taktik va strategik moliyaviy-iqtisodiy maqsadlarga erishish borasidagi qarashlar tizimi bo’lib, maksimal foyda

[12] Korporativ moliya: Darslik. Elmirzayev S. – T.: “IqtisodMoliya”, 2019 yil, 8-bet.

olish va boshqa ijobiy natijalarga erishishga qaratilgan iqtisodiy ta'sir usullari, shakllari, metodlari va vositalarining birligini anglatadi[13].

Moliyaviy siyosat doimo moliyaviy, byudjet va kredit resurslarini taqsimlash hamda qayta taqsimlash jarayonlari bilan bog'liqdir. Moliyaviy siyosatning asosi kompaniyaning yagona rivojlanish konsepsiyasini aniq belgilashdan iborat bo'lib, bu ham qisqa, ham uzoq muddatli istiqbolni qamrab olishi lozim.

Afsuski, hozirgi kunda ko'plab korxonalarda boshqaruv qarorlari asosan mavjud muammolarga javob sifatida qabul qilinmoqda. Korporatsiya moliyaviy siyosati moliyaviy strategiyani moliyaviy faoliyatni boshqarishning ayrim elementlariga ajratishni nazarda tutadi. Bunday elementlarga quyidagilar kiradi: buxgalteriya hisobi siyosati, narx siyosat, dividend siyosati, soliq siyosati, debitor va kreditor qarzdorligini boshqarish siyosati, xavf va investitsiyalarni boshqarish siyosati, shartnomaviy to'lovlar siyosati va h.k. Har bir elementda moliyaviy jarayonlarni amalga oshirish va ularni hisobda aks ettirish tartibini belgilab beruvchi ko'rsatmalar tizimi mavjud bo'lishi lozim.

Korxona moliyaviy siyosatini ishlab chiqishning asosiy yo'nalishlariga quyidagilar kiradi:

- korxonaning moliyaviy-iqtisodiy holatini tahlil qilish;
- buxgalteriya va soliq siyosatini ishlab chiqish;
- korxona kredit siyosatini shakllantirish;
- aylanma mablag'lar, kreditor va debitor qarzdorligini boshqarish;
- harajatlarni boshqarish, shu jumladan amortizatsiya va dividend siyosatini tanlash[14].

Moliyaviy siyosat qo'yilgan maqsad va vazifalarni amalga oshirish uchun moliyani boshqarishning turli variantlarini hisobga olishi lozim. Agar moliyaviy siyosat mavjud bo'lmasa, rahbariyat va xodimlarning harakatlari uzoqni ko'ra olmaydigan, tizimsiz tus oladi.

Shuning natijasida kompaniya ehtimoliy holatlarga juda kuchli bog'liq bo'lib qoladi. Moliyaviy siyosat qanday tuzilgani va amalga

---

[13] Zaysev V.Yu., Fedchishin Yu.I. Finansi korporatsii: teoreticheskiy i metodologicheskiy aspekt //Ekonomika, statistika i informatika. – 2015. – №5. – S. 39-45.

[14] https://studfiles.net/preview/4269572/

oshirilganiga qarab nafaqat rahbariyatning maqsadlari, balki boshqaruvning ishlab chiqarish va moliyaviy jarayonlar bo'yicha qo'yilgan vazifalarni rejali belgilash va bajarish qobiliyati ham namoyon bo'ladi. Moliyaviy siyosatga rioya etilmasa, korporatsiya faoliyatida dinamikalik, barqarorlik va moliyaviy mustaxkamlik yo'qoladi[15].

Bugungi kunda barcha korporatsiyalar bozor raqobati sharoitida faoliyat yuritmoqda. Bu raqobat nafaqat turli korporatsiyalar o'rtasidagi kurash, balki talab va taklif o'rtasidagi «musobaqa» sifatida ham namoyon bo'ladi. Shu sababli, korporatsiyaning moliyaviy siyosati bozor muvozanati bilan uzviy bog'liqdir.

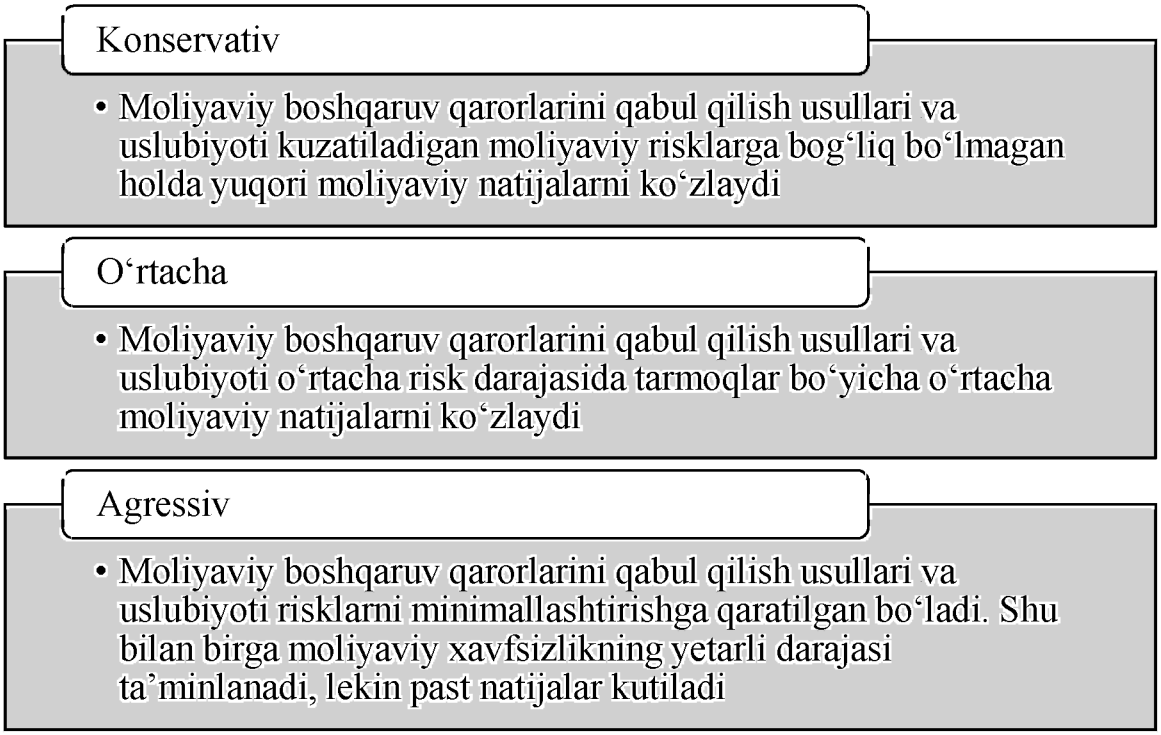
Bozorda mustahkam pozitsiyani saqlab qolish uchun korporatsiya rahbariyati eng moslashuvchan narx siyosatini yuritishi lozim. Bu nafaqat bozordagi mavqeni mustahkamlashga, balki sotuv hajmini va foydani oshirishga, natijada moliyaviy holatni yaxshilashga xizmat qiladi. Narx siyosatini ishlab chiqishda (ya'ni korporatsiya moliyaviy siyosati tarkibidagi muhim element sifatida) haridorlar talabini hisobga olish muhim, chunki narx talab bilan bevosita bog'liq: talab qancha yuqori bo'lsa, narx shuncha yuqori belgilanishi mumkin.

Biroq raqobatchilarning mavjudligini unutmaslik zarur — o'xshash mahsulot tez orada bozorda paydo bo'lishi mumkin. Agar korporatsiya ommaviy iste'mol tovarlarini ishlab chiqarmasa, talab vaqt o'tishi bilan pasayib borishi mumkin. Bu holatning oldini olish uchun innovatsiyalar joriy etish yoki samarali marketing siyosatini amalga oshirish zarur.

Shu tariqa, korporatsiyaning moliyaviy siyosati umumiy holda moslashuvchan bo'lishi, iqtisodiyotdagi o'zgarishlarga o'z vaqtida javob qaytarishi lozim.

Moliyaviy siyosatning uchta turi farqlanadi: konservativ, o'rtacha va agressiv moliyaviy siyosat (1.1-chizma).

[15] Litvinova V.S., Fedotova Ye.B. Modelirovaniye finansovoy politiki korporatsii na osnove vichislimix modeley obshego ravnovesiya /Problemi ekonomiki i menedjmenta. – 2012. – №12. – S. 73-83.



1.1-chizma. Moliyaviy siyosat turlari

Korporativ tuzilmalari moliyaviy siyosaning har bir turi o’ziga xos afzallik va kamchiliklarga ega. Korporatsiyalarning o’zi ushbu siyosat turlaridan qaysi biri u uchun maqbul bo’lishini aniqlab olishi kerak. Boshqaruv qarorlarini qabul qilishda professional yondashuv qo’llanilganda, mavjud va shakllangan qaror qabul qilish turlaridan kelib chiqqan holda, aynan mazkur korporatsiya uchun mos bo’lgan, individual usulni ishlab chiqish mumkin. Shu tariqa, korporatsiyalar faoliyatining muvaffaqiyatli amal qilishi ularning moliyaviy-iqtisodiy faoliyati qanday tashkil etilganiga bevosita bog‘liqdir.

Kompaniyaning moliyaviy siyosati moslashuvchan bo’lishi, iqtisodiy muhitdagi o’zgarishlarga tez va samarali javob qaytarishi lozim.

1.3. Korporativ moliyaning asosiy nazariyalari

Korporativ moliya fan sifatida bir qator asosiy konsepsiya (nazariya)larga tayanadi. Turli olimlar nazariyalarning mazmunini turlicha tal qilishgan va bu nazariyalarning soni 6 tadan 12 tagacha oraliqda tebranadi. Hozirgi kunga kelib korporativ moliyani

boshqarishning muhim nazariy asoslari sifatida nazariyalarni birma-bir ko'rib o'tamiz.

1. Pulning vaqt bo'yicha qiymati konsepsiyasi.

Pulning vaqt bo'yicha qiymati konsepsiyasi moliya nazariyasidagi ilk konsepsiyalarning biri bo'lib, I. Fisher tomonidan 1930 yilda shakllantirilgan.

Bu konsepsiyaning mohiyati shundaki, turli vaqt davrlarida pul (moliyaviy resurslar) turlicha qiymatga ega bo'ladi. Agar pullar qandaydir loyihaga yo'naltirilmasa, ularning qiymati pasayadi.

Bu, avvalo, ko'plab iqtisodiy tizimlarga xos bo'lgan inflyatsiya natijasida yuz beradi. Shuningdek, har qanday tadbirkor (ishlab chiqaruvchi, investor yoki moliyaviy menejer) uchun kutilgan daromad summasini olmaslik riski mavjud. Bu shunday omillar bilan bog'liqki, masalan qarzlarning qaytarilmasligi (umidsiz qarzlar), investitsion loyihalarning amalga oshmasligi (raqobatchilarning paydo bo'lishi yoki uskunaning ishdan chiqishi) va h.k.

Agar iqtisodiyotda deflyatsion jarayonlar kuzatilsa, ya'ni narxlar pasaysa, bu holda hozirgi (real) pul miqdori kelajakdagi pul miqdoridan kam bo'lishi mumkin. Hozirgi vaqtda shunday jarayonlar ayrim Yevropa davlatlarida kuzatilmoqda, bu iqtisodiy inqiroz holatlari bilan bog'liq bo'lib, umumiy narxlarning tushishi bilan kechmoqda.

Shuning uchun hozirgi vaqtdagi pul mablag'lari har doim kelajakdagi rejalashtirilgan summaga nisbatan ko'proq yoki kamroq bo'ladi.

Ushbu konsepsiyadan quyidagi xulosalarga ega bo'lish mumkin:

- turli vaqtlarda tushadigan pul mablag'larini to'g'ridan-to'g'ri taqqoslash mumkin emas;
- ularni taqqoslash uchun barchasini bir vaqt davriga keltirish kerak - moliyaviy menejer tanlagan vaqt davriga;
- amalda ko'p hollarda pul oqimlari bazaviy (joriy) davrga keltiriladi (diskontlash amaliyoti) yoki kelajakdagi vaqt davriga keltiriladi (kompaunding, ya'ni o'sib borish).

2. Kapital qiymati konsepsiyasi.

Kapital qiymati konsepsiyasi J. Uilyams (1938 y.) va J. Xiks (1939 y.)larning ilmiy ishlarida o'z ifodasini topgan. Har qanday moliyalashtirish manbai korxona uchun ma'lum harajatlarni talab etadi: aksiyadorlarga dividendlar, investorlarga investitsiya foizlari, bank va boshqa kreditorlarga qarz va obligatsiyalar bo'yicha foizlar to'lanishi lozim.

Hech bir manba korxona uchun bepul emas. Kapital qiymati – bu korxona foydalanayotgan barcha manbalar (o'z va qarz kapitali) bo'yicha eng past foiz stavkasidagi shartli harajatlarni ifodalovchi nisbiy ko'rsatkichdir.

Har qanday korxona o'z kapitali qiymatini pasaytirish yoki minimallashtirishdan manfaatdor bo'ladi.

3. Pul oqimi konsepsiyasi.

Pul oqimi konsepsiyasi ham ilk bor J. Uilyams va J. Xiks (1938-1939 yy.) ishlarida ifodalangan. Pul oqimi – bu turli vaqtlarda kelib tushadigan va chiqib ketadigan pul mablag'larining yig'indisidir. Bu konsepsiyaga ko'ra, faqat kelajakdagi pul oqimi e'tiborga olinadi.

Xiks fikricha, muayyan pul oqimini yaratadigan iqtisodiy ob'ektning qiymati aynan shu pul oqimining qiymatiga teng bo'ladi.

Keyinchalik pul oqimi konsepsiyasi investitsiya tahlilida keng qo'llanila boshladi. Moliyaviy menejer eng maqbul pul mablag'larini joylashtirish yo'lini tanlashi kerak.

Hozirgi investitsiya loyihalarini baholash metodikasiga ko'ra, barcha pul oqimlari uch guruhga bo'linadi:

1. Operatsion (joriy) faoliyatdan pul oqimi;
2. Investitsion faoliyatdan pul oqimi;
3. Moliyaviy faoliyatdan pul oqimi.

Har bir tur bo'yicha tushumlar (pul kirimlari) va chiqimlar (pul chiqimlari) ajratiladi. Masalan, operatsion faoliyat bo'yicha kirim sifatida mahsulot sotishdan tushgan tushumni, chiqim sifatida esa ishlab chiqarish (tannarx) harajatlarini keltirish mumkin.

Bunday tasnif buxgalteriya balansining "Pul oqimlari to'g'risidagi hisobot" shaklida ham aks etgan.

4. Risk va daromad o'rtasidagi bog'liqlik konsepsiyasi.

Risk va daromad o'rtasidagi bog'liqlik konsepsiyasi ilk bor F. Nayt tomonidan 1920-yillarda ishlab chiqilgan.

Bu konsepsiyaning mohiyati shundaki, har qanday moliyaviy instrument (shu jumladan kompaniyaning o'zi ham) bozor narxlari orqali egasiga ma'lum bir daromadni ta'minlaydi. Kutilgan daromad qancha yuqori bo'lsa, uni olmaslik riski ham shuncha katta bo'ladi va aksincha.

Ayrim holatlarda moliyachi oldida murakkab tanlov turadi – maksimal daromad olish yoki riskni minimallashtirish. Lekin ko'pincha ular o'rtasida oqilona muvozanat (optimal nisbat) topishga harakat qilish talab etiladi.

Har qanday korxona faoliyatida ikki asosiy turdagi risk mavjud:

1. Operatsion risk (tadbirkorlik va ishlab chiqarish riski).
2. Moliyaviy risk.

Operatsion risk biznesning tarmoq xususiyati bilan bog'liq. Agar bu risk tadbirkorlik nuqtai nazaridan qaralsa, u holda investorlar va mijozlar tomonidan talab shakllantirilishi nuqtai nazaridan baholanadi. Masalan, investor muayyan biznesga CAPMoya kiritib, bozor omillari yoki yetarli reklama yo'qligi sababli CAPMoyasini qoplay olmasligi mumkin.

Ishlab chiqarish riski korxonadagi texnik jihozlanish darajasi, innovatsiyalar, doimiy va o'zgaruvchan harajatlar darajasi bilan bog'liq ichki riskdir. U ko'proq kompaniyaning yuqori menejmenti tomonidan nazorat qilinadi.

Moliyaviy risk kapital tuzilishi bilan bog'liq risk bo'lib, ko'pincha korxonalar qo'shimcha qarz mablag'lariga muhtoj bo'ladi. Qarz kapitali bo'yicha foizlar har holda to'lanishi kerak, kompaniya samaradorligiga bog'liq emas. Shu bilan birga, foyda past bo'lsa, aksiyadorlarga dividendlar kechiktirilishi mumkin. Qarz kapitali ulushi qancha yuqori bo'lsa, moliyaviy risk darajasi shuncha katta bo'ladi.

5. Portfel nazariyasi va kapital aktivlar qiymatini baholash modellari

G. Markovitsning 1952 yildagi portfel shakllantirish prinsiplari haqidagi ishi zamonaviy portfel nazariyasining boshlanishi bo'ldi. Bu

nazariyadagi inqilobiy yondashuv riskka bo'lgan munosabat bilan bog'liq edi. Markovits birinchi bo'lib kapital bozorida risk ham daromadlilik kabi muhim ahamiyatga ega ekanligini ta'kidladi. Shuning uchun risk ham daromad bilan bir qatorda baholanishi va hisobga olinishi lozim.

Markovits taklif qilgan eng muhim g'oya – bu optimal portfelni shakllantirish usulidir. Uning fikricha, optimal portfel – bu eng yuqori daromadni beruvchi emas, balki belgilangan daromad darajasida eng past riskni ta'minlovchi portfeldir.

Bunday yondashuv moliyada keng qo'llanadigan diversifikatsiya usulini ilmiy jihatdan asoslab berdi. Diversifikatsiyaning mohiyati mashhur ibora bilan ifodalanadi: "Tuxumlarning hammasini bir savatga solma!".

Boshqacha aytganda, diversifikatsiya deganda CAPMoyalarni narxlarning bozordagi o'zgarishlari o'zaro kam bog'langan (past korrelyatsiyalangan) bir nechta aktivlar orasida taqsimlashdir. Masalan, metallurgiya korxonalari aksiyalariga hamda bank sektoriga bir vaqtning o'zida CAPMoya kiritish ushbu mablag'ni faqat bir sohada joylashtirishga nisbatan kamroq riskli hisoblanadi.

Kapital aktivlar qiymatini baholash modellari ham investitsiya portfelining asosiy risk omillarini aniqlash va ularning qiymat hamda daromadlilikka ta'sirini baholash imkonini beradi. Eng mashhur modellardan biri U. Sharp tomonidan ishlab chiqilgan CAPM (Capital Asset Pricing Model) bo'lib, u G. Markovits modeli asosida yaratilgan.

6. Kapital tuzilishi va dividend siyosati nazariyalari.

Kapital tuzilishi va dividend siyosati nazariyalari XX asrning ikkinchi yarmiga tegishlidir. 1950-1960-yillarda F. Modilyani va M. Millerlar kapital tuzilishi va keyinchalik dividend to'lovlarining kompaniyaning bozor qiymatiga ta'sirini o'rganish vazifasini ilgari surishgan.

Mualliflarning dastlabki tadqiqotlari kapital tuzilishi va dividend siyosatining kompaniya kapitalizatsiyasiga ta'sir ko'rsatmasligini ko'rsatgan edi. Biroq keyinchalik ular qarz kapitaliga ijobiy ta'sir

ko’rsatishi mumkinligini, ya’ni moliyaviy leveridj (moliyaviy richag) orqali korxona foydaliligini oshirish mumkinligini tan oldilar.

Modilyani va Millerning bu xulosalariga J. Lintner va M. Gordon qarshi fikr bildirishdi. Ular o’z ishlarida dividend siyosati investorlar uchun muhim axborot manbai ekanligini, u aksiyadorlarning umumiy daromadi va kompaniyaning bozor qiymatiga ta’sir ko’rsatishi mumkinligini isbotlab berishgan.

7. Kapital bozori samaradorligi konsepsiyasi.

Kapital bozori samaradorligi konsepsiyasi Yu. Fama tomonidan 1965 yilda ilgari surilgan.

Qimmatli qog‘ozlarni sotib olish yoki sotish bo’yicha bitimlar hajmi joriy narxlarning ichki (real) qiymatlarga qanchalik yaqin ekanligiga bog‘liq. Narx ko’plab omillarga, jumladan, axborotga ham bog‘liq.

Bu konsepsiyada bozor samaradorligi axborot samaradorligi nuqtai nazaridan ko’rib chiqiladi. Axborot samaradorligi – bu bozorning turli axborot guruhlariga nisbatan narxlar orqali tez va adekvat javob qilish qobiliyatidir.

Axborot guruhlari quyidagicha tasniflanadi:

- qimmatli qog‘ozlar kurslarining tarixiy ma’lumotlari;
- kompaniyaning rasmiy moliyaviy hisobotlarida aks etgan ochiq ma’lumotlar;
- faqatgina kompaniya rahbariyatiga ma’lum bo’lgan ichki (insayderlik) axborot.

Shunday qilib, bozor samaradorligi darajasi bozordagi axborotning to’liqligi va uning ishtirokchilar uchun ochiqligini ifodalaydi.

Amaliyotda bozor axborot samaradorligi gipotezasi uch xil shaklda namoyon bo’ladi:

1. Zaif shakli – narxlarda faqat o’tmish ma’lumotlari aks etgan bo’ladi.
2. O’rtacha shakl – narxlarda barcha ochiq axborot (jamoatchilik uchun mavjud ma’lumotlar) hisobga olinadi.
3. Kuchli shakl – narxlar barcha turdagi axborotni, jumladan insayderlik ma’lumotlarni ham to’liq aks ettiradi.

Bozor samaradorligi shakllarining o'ziga xos xususiyatlari 1.1-jadvalda keltirilgan.

1.1-jadval

Bozor samaradorligi shakllarining taqqoslama jadvali

Bozor axborot samaradorligi shakli	Bozorning axborotlarga sezgirligi			Moliya bozori noaniqligi darajasi
	Qimmatli qog'ozlarning o'tgan davrlardagi bahosi	Emitent-kompaniya faoliyatining samaradorligi	Ichki insayderlik axboroti	
Past samaradorlik	+	-	-	Past
O'rtacha samaradorlik	+	+	-	O'rtacha
Kuchli samaradorlik	+	+	+	Yuqori

Bozor samaradorligining zaif shaklida moliyaviy instrumentlar narxlari faqat ularning o'tmishdagi qiymatlari haqidagi umumfoydalaniladigan ma'lumotlarni aks ettiradi. Boshqa turdagi ma'lumotlar o'zgarishiga narxlar sezgir emas. Jahon moliya bozorlarini tahlil qilish shuni ko'rsatadiki, ba'zi vaqtlarda ularning ko'pchiligi zaif samaradorlik darajasini namoyon etadi. Texnik tahlilchilar moliyaviy instrumentlar narxlari prognozini tuzishda aynan qimmatli qog'ozlar kurslarining o'tmishdagi tendensiyalariga tayanadilar, bu esa texnik tahlilning asosini tashkil etadi va bozorning zaif samaradorligini nazarda tutadi.

Bozorning o'rtacha samaradorlik shakli kapital bozoridagi moliyaviy aktivlar narxlarida nafaqat ularning o'tmishdagi dinamikasi, balki emitent kompaniya faoliyati samaradorligi haqidagi ma'lumotlar ham aks ettirilishini nazarda tutadi. Umuman olganda, rivojlangan moliya bozorlari aynan o'rta darajadagi samaradorlikka ega. Bu holat tahlilchilarga fundamental tahlil usullaridan foydalanish imkonini beradi.

Kuchli samaradorlik shakli esa joriy narxlar faqat ochiq ma'lumotlarni emas, balki cheklangan kirish imkoniyatiga ega

ma’lumotlarni ham aks ettirishini anglatadi. Ba’zi toifadagi shaxslar barcha bozor ishtirokchilariga ma’lum bo’lmagan ma’lumotlarga ega bo’lishlari mumkin (masalan, insayderlar). Bunday holatda axborot asimmetriyasi mavjud deyiladi. Ko’plab tahlilchilar amaliyotda to’liq samarali bozor yaratish mumkin emas, deb hisoblaydilar.

8. Axborot asimmetriyasi konsepsiyasi.

Ayrim mualliflar axborot asimmetriyasi konsepsiyasini bozor samaradorligi konsepsiyasi bilan bevosita bog‘liq alohida yo’nalish sifatida ajratib ko’rsatadilar. Bu nazariyaning asoschisi K. Errou (1963 y.), uning ilmiy tadqiqotlarini esa D. Akerlof (1970 y.) davom ettirgan. U keyinchalik mashhur “limonlar bozori” asari uchun Nobel mukofotiga sazovor bo’lgan. Axborot asimmetriyasi konsepsiyasiga ko’ra, aksiyalar qiymati o’sishi va aksiyadorlar boyligini oshirish uchun asimmetriya darajasini kamaytirish zarur.

Eng oddiy, biroq hamisha samarali bo’lmagan usul – jamoatchilikni kompaniya holati haqida xabardor qilishdir. Mutaxassislar “ijobiy signallar tizimi”ni joriy etishni taklif qilganlar, shulardan biri – dividendlar miqdorini oshirishdir. Agar dividend to’lovlari oshirilsa, investorlar kompaniyaning barqaror yoki o’suvchi sof foydasiga ishonch hosil qiladilar va aksiyalarni yuqoriroq narxda sotib olishga tayyor bo’ladilar.

Bugungi kunda axborot asimmetriyasini kamaytirish mexanizmlari korporativ moliyada muhim o’rin tutadi va xorijiy hamda mahalliy kompaniyalarda keng qo’llanilmoqda.

9. Agentlik munosabatlari konsepsiyasi.

Bu konsepsiya mulk va boshqaruvning bir-biridan ajratilishi muammosini hal etishga qaratilgan. Bozor iqtisodiyoti sharoitida agentlik munosabatlari kapital egalari investitsiya va moliyaviy qarorlar qabul qilishni menejerlarga (agentlarga) topshirganda yuzaga keladi. Ko’p hollarda bu ikki guruh manfaatlari mos kelmaydi. Menejerlar odatda qisqa muddatli foydani maksimallashtirishga intiladilar, kompaniya egalari esa aksiyalarning bozor qiymatini oshirish va strategik rejalarni amalga oshirishga e’tibor qaratadilar.

Agentlik munosabatlari nazariyasining asosiy qoidalari M. Djensen va U. Mekling (1976 y.) hamda Yu. Fama (1980 y.) asarlarida ishlab chiqilgan. Ular "agentlik nizolari"ni mulkdorlar manfaatida yumshatish usullarini belgilab berganlar. Nizolar manbai faqat menejerlar emas, balki mulkdorlar va kreditorlar manfaatlaridagi farq ham bo'lishi mumkin.

Bunday ziddiyatlarni yumshatish uchun kompaniya egalari agentlik harajatlarini ko'tarishga majbur bo'ladilar. Bular qatoriga menejerlarni rag'batlantirish harajatlari, turli shakldagi nazorat harajatlari (audit, taftish, yuridik xizmat va h.k.) kiradi. Bu harajatlar faqat ular kompaniya foydasining o'sishi bilan qoplangandek bo'lsa, oqlanadi.

10. Alternativ (muqobil) harajatlar konsepsiyasi.

Alternativ (muqobil) harajatlar – bu "qo'ldan boy berilgan imkoniyatlar" harajatidir. Har qanday moliyaviy qaror qabul qilish ko'pincha boshqa variantdan voz kechishni anglatadi. Alternativ harajatlar iqtisodiy kategoriya bo'lib, haqiqiy pul sarfini bildirmaydi. Masalan, korxonadagi uskunadan ishlab chiqarishda foydalanish yoki ijaraga berish mumkin. Agar uskuna ishlab chiqarishda foydalanilsa, u holda ijaradan olinadigan mablag' – bu alternativ harajat hisoblanadi.

Bunday harajatlarni hisoblash, odatda, sub'ektivdir. Masalan, ichki audit xizmati tashkil etish – bu ham alternativ harajat. Korxona buning uchun mablag' sarflaydi, ammo bu xizmat bo'lmasa, boshqa bo'limlar samaradorligi pasayishi, natijada sof foydaning kamayishi mumkin.

1970-80-yillarda moliya fanining rivoji jarayonida xulq-atvor moliyasi nazariyalari shakllana boshladi. Olimlar bozor ishtirokchilari ko'pincha irratsional qarorlar qabul qilishini payqaganlar. Bu, asosan, noaniqlik va risk holatlarida namoyon bo'ladi.

Xulq-atvor moliyasi doirasida ishtirokchilarning turli xulq-atvor xususiyatlari o'rganiladi:

- "Olomon effekti" – ishtirokchilar tashqi ta'sirga beriluvchan bo'ladilar, hatto uning salbiyligini bilgan holda ham;
- "Yo'qotish effekti" – odamlar zararni shunchalik og'ir qabul qiladilarki, shunga teng foyda ularni unchalik xursand qilmaydi;

- Konservatizm – bozor ishtirokchilari yangi ma'lumotga sekin javob beradilar;
- "Freyming effekti" – bir xil muammoning turlicha taqdim etilishi odamlarda turlicha idrok uyg'otadi.

Ayrim mutaxassislarning fikricha, hozirgi kunda moliya sohasi psixologiyaga matematikadan ko'ra yaqinroq. Xulq-atvor moliyasida A. Tverski va D. Kanemanning ishlari mashhur bo'lib, 2002 yilda D. Kaneman bu yo'nalishdagi tadqiqotlari uchun Nobel mukofotiga sazovor bo'lgan.

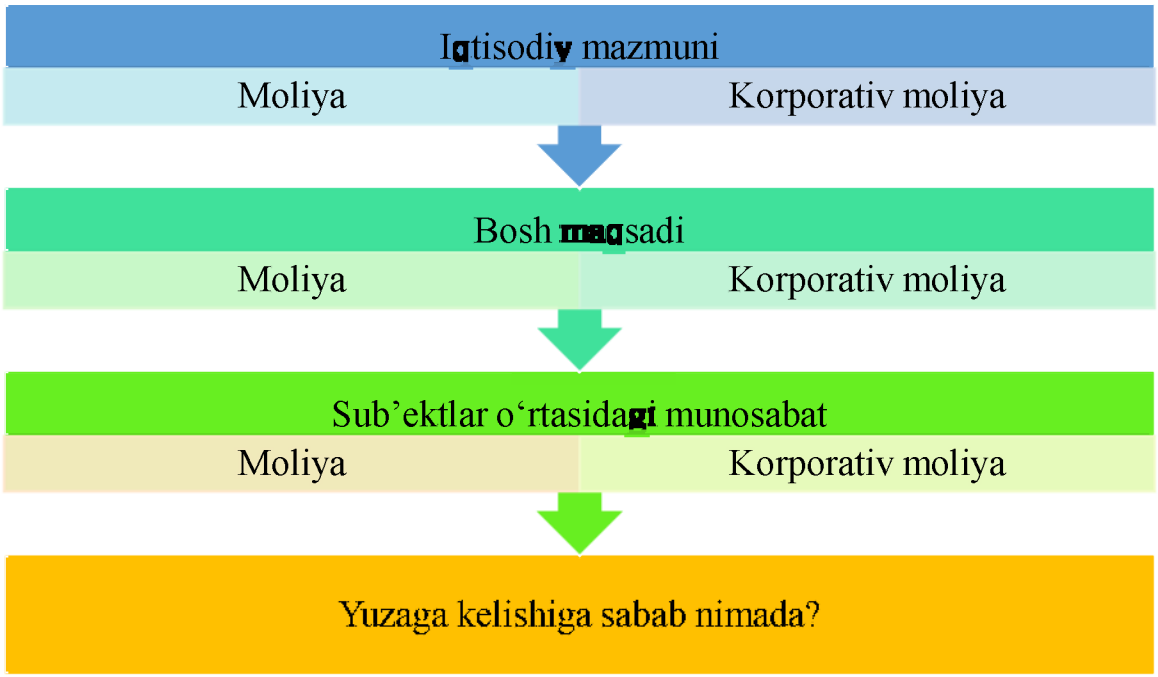
Ko'plab fundamental konsepsiyalar mavjud bo'lishiga qaramay, zamonaviy iqtisodiyotda "moliyaviy pufaklar", bankrotliklar va moliyaviy inqirozlar yuz bermoqda. Bu holat moliya fani va korporativ moliyaning hali mukammal emasligini, haqiqiy voqelikni aniqroq ifodalovchi yangi nazariyalar ishlab chiqish zarurligini ko'rsatadi.

Tayanch so'z va iboralar

Tayanch so'z va iboralar: moliya, korporativ moliya, moliya strategiyasi, tamoyil, nazariya, moliyaviy siyosat.

O'z-o'zini nazorat qilish uchun savollar

1. Korporativ moliyaning asosiy maqsadi nimadan iborat?
2. Korporativ moliyaning qanday tamoyillari mavjud?
3. Korporativ tuzilmalarda moliyaviy siyosatning ahamiyati nimada?
4. Korporativ moliyaviy munosabatlarning paydo bo'lishiga sabab nima?
5. Korporativ moliyaning asosiy nazariyalarini izohlang.
6. Amaliy topshiriq. Quyidagi chizma asosida fikrlarni izohlang



GLOSSARIY

Korporativ moliya	bu kuchli tahliliy vositalarga, moliyaviy matematikaga va diversifikatsiya qilingan reinjiniring texnologiyalariga ega bo'lgan rivojlangan bilim sohasi bo'lib, kompaniyalarga o'zini mustaqil va barqaror tashkilot sifatida emas, balki bozor muhitining uzviy va ajralmas qismi sifatida namoyon etish imkonini beradi.
Korporatsiyaning moliyaviy siyosati	bu uning mulkdorlari, investorlari va rahbariyatining taktik va strategik moliyaviy-iqtisodiy maqsadlarga erishish borasidagi qarashlar tizimi bo'lib, maksimal foyda olish va boshqa ijobiy natijalarga erishishga qaratilgan iqtisodiy ta'sir usullari, shakllari, metodlari va vositalarining birligi
"Olomon effekti"	ishtirokchilar tashqi ta'sirga beriluvchan bo'ladilar, hatto uning salbiyligini bilgan holda ham
"Yo'qotish effekti"	odamlar zararni shunchalik og'ir qabul qiladilarki, shunga teng foyda ularni unchalik xursand qilmaydi

“Freyming effekti”	bir xil muammoning turlicha taqdim etilishi odamlarda turlicha idrok uyg‘otadi
Konservatizm	bozor ishtirokchilari yangi ma’lumotga sekin javob beradilar

II BOB. MOLIYAVIY RESURSLARNING VAQT BO'YICHA QIYMATI KONTSEPTSIYASI

2.1. Diskontlash tushunchasining mazmuni, mohiyati va uni qo'llashning o'ziga xos xususiyatlari

Diskontlash tushunchasi moliya nazariyasida eng muhim tushunchalardan biri sifatida vaqt omilini hisobga olish orqali kelajakda olinadigan pul oqimlarining hozirgi qiymatini aniqlash jarayonini ifodalaydi. Konsepsiyaning mohiyati inflyatsiya, risk va muqobil investitsiya imkoniyatlari tufayli bir xil summadagi pulning turli vaqtlardagi qiymati teng emasligini tan olishda namoyon bo'lib, pulning qiymati vaqt o'tishi bilan kapital bozoridagi va qimmatli qog'ozlar bozoridagi foiz daromadlari me'yori asosida o'zgaradi. Bu yerda foydalilik me'yori sifatida ssuda foizi yoki oddiy va imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar me'yori xizmat qiladi.Shu bois kelajakdagi pul oqimi diskontlash texnologiyasi orqali hozirgi qiymatga keltiriladi.

Uning nazariy asosi "pulning vaqt bo'yicha qiymati" tamoyiliga tayanadi. Ushbu tamoyilga ko'ra, bugungi kunda mavjud bo'lgan 1 birlik pul kelajakdagi 1 birlik puldan qimmatroq, chunki hozirgi pul investitsiya qilinib, qo'shimcha daromad keltirishi mumkin. Shuningdek, moliya nazariyasi va investitsiyalar tahlilining eng muhim qoidalaridan biri bo'lib, investitsiya loyihalarining iqtisodiy samaradorligini baholashda asosiy mezon hisoblanadi.

Diskontlashning mohiyati – kelajakdagi pul oqimlarini (Future Value, FV) joriy qiymatga (Present Value, PV) keltirish orqali ularning iqtisodiy samaradorligini baholashdir. Bu jarayon investitsion qarorlarni asoslash, moliyaviy aktivlarning qiymatini baholash, obligatsiyalar, aksiyalar va boshqa moliyaviy instrumentlarning real qiymatini aniqlashda muhim ahamiyat kasb etadi.

Diskontlash – bu barcha to'lovlar qiymatini ma'lum bir vaqtga keltirish orqali pul oqimini baholash jarayoni. Diskontlash koeffitsiyenti investorlar uchun juda muhim. Diskontlash pulning vaqt bo'yicha qiymatini hisoblash uchun asosdir.

Diskontlash stavkasi – bo'lg'usi pul tushumlarini joriy qiymatga aylantirish uchun foydalaniladigan iqtisodiy samara stavkasi.

6-sonli BHMSga asosan:

Diskontlash - kelajakda aniq bir vaqtda olinishi kutilayotgan pul mablag'larining joriy ekvivalentini aniqlash.

Diskont stavkasi - turli xil vaqtdagi davrlarga tegishli bo'lgan pul mablag'lari summasini bir paytga keltirish uchun foydalanadigan stavka.

Diskontlash stavkasi – kelajakdagi investitsiyalarning daromadlilik darajasini anglatadigan ko'rsatkich (2.1-chizma). Uning yordamida kelajakdagi pul mablag'larining (investitsiyalarning) joriy qiymati aniqlanadi.



2.1-chizma. Diskontlash stavkasining qo'llanilishi

Diskontlash stavkasi investitsion loyihalarni baholash va ularni istiqbolda taqqoslash maqsadida ham qo'llaniladi. Buni quyidagi misol orqali ko'rish mumkin. Bir bank biznes yuritayotgan mijoziga yillik 19% stavka asosida kredit taklif etmoqda, ikkinchi bank esa yillik 20 % stavka asosida. Agar shu sharoitda kredit biznesni moliyalashtirishning

yagona manbai bo'lsa, ushbu kredit bo'yicha foiz stavkasi diskont stavkasi hisoblanadi. Bunday holatda mijoz qaysi bankni tanlaydi?

Ushbu savolga javob berish uchun quyidagi muhim qoidani unutmaslik kerak: biznesning daromadli bo'lishi uchun kutilayotgan daromad darajasi diskontlash stavkasidan yuqori bo'lishi kerak!

Diskontlash koeffitsiyenti $1/(1 + r)^n$ - investitsiya loyihalarini sof keltirilgan qiymat (NPV) usuli bilan baholashda qo'llaniladi: uning yordamida boshlang'ich investitsiyalar hajmi loyiha tomonidan prognoz davri mobaynida yaratiladigan sof pul hisob-kitoblarining diskontlangan umumiy summasi bilan taqqoslanadi.

Diskontlash koeffitsiyenti – bu kelajakdagi qiymatni hozirgi vaqtga keltirishda summa yoki iqtisodiy ko'rsatkichlarga qo'llanadigan foiz stavkasi. U, odatda, foizlarda ifodalanadi.

Diskontlash koeffitsiyenti asosan mutaxassislar (ekspertlar) bahosi orqali belgilanadi. Ushbu ko'rsatkichga ta'sir etuvchi quyidagi omillar mavjud:

1. Ssudalar bo'yicha o'rtacha va kutilgan foiz stavkasi;
2. Ma'lum bir tarmoq bo'yicha o'rtacha daromadlilik darajasi;
3. Kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati (WACC);
4. Loyiha risklarining bahosi.

G'arb adabiyotida diskontlash koeffitsiyenti loyihaning minimal qabul qilinadigan rentabellik darajasi sifatida qaraladi. Bizda esa u investor uchun daromad me'yori sifatida talqin qilinadi.

Investitsiya jarayoni, odatda, uzoq muddatli bo'lgani uchun, investitsiya amaliyotida pulning investitsiya qilinadigan davrning boshidagi qiymatini uning kelajakda foyda bilan qaytgan qiymati bilan taqqoslashga to'g'ri keladi. Pul mablag'larining qiymatini ularni sarflash va qaytarish vaqtida taqqoslashda ikki asosiy tushuncha qo'llaniladi: pulning hozirgi qiymati va pulning kelajakdagi qiymati.

Diskontlash koeffitsiyentlar yordamida amalga oshiriladi va bunda yuqorida ta'kidlangan ikki qiymat o'zaro taqqoslanadi.

Pulning kelajakdagi qiymati – bu hozir investitsiya qilingan mablag' muayyan vaqt o'tgach, belgilangan foiz stavkasiga asosida qaysi summaga aylanishini anglatadi. Pulning kelajakdagi qiymatini

aniqlash o'sish (compounding) jarayoni bilan bog'liq bo'lib, u sarflangan mablag'ga har bir davrda hisoblangan foizni qo'shish orqali uning bosqichma-bosqich oshishini anglatadi. Investitsion hisob-kitoblarda foiz stavkasi nafaqat pul qiymatini oshirish vositasi, balki investitsiya operatsiyalarining daromadlilik darajasini o'lchash mezoni sifatida ham qo'llaniladi. Kelajakdagi qiymatni aniqlash formulasi quyidagicha:

$FV = PV * (1 + r)^n$, bu yerda r – diskont me'yori yoki koeffitsiyenti; n – davr.

Pulning hozirgi (joriy) qiymati – bu kelajakda olinadigan pul tushumlarining belgilangan foiz stavkasi asosida hozirgi vaqtga diskontlangan miqdoridir. Demak, pulning hozirgi qiymatini aniqlash diskontlash (discounting) jarayoni orqali amalga oshiriladi. Diskontlash o'sib borish jarayoniga teskari amaliyotdir. Joriy qiymatni aniqlash formulasi quyidagicha: $PV = FV / (1 + r)^n$.

Diskontlash investitsiya tahlilidagi ko'plab masalalarda qo'llaniladi. Masalan, shunday savol kelib chiqadi: 5 yildan keyin 1 000 dollar olish uchun bugun qancha summa investitsiya qilish kerak?

Shu tariqa, bir xil summadagi pulni ikki nuqtayi nazardan ko'rib chiqish mumkin:

a) uning hozirgi qiymati nuqtai nazaridan;
b) uning kelajakdagi qiymati nuqtai nazaridan.

Arifmetik jihatdan pulning kelajakdagi qiymati har doim yuqoriroq bo'ladi.

Misol ko'rib o'tamiz. Tasavvur qiling, siz bankka kelib, 1000 ming so'm miqdorida omonat joylashtirdingiz. Agar bank foiz stavkasi 10% bo'lsa, bugungi 1000 ming so'mingiz bir yildan keyin 1100 ming so'mga aylanadi:
1000 ming so'm (bugun) + 100 ming so'm foiz (1000*10%) = 1100 ming so'm.

Matematik formula ko'rinishida:

1000 * (1 + 0,1) = 1000 * 1,10 = 1100 ming so'm.

Ikki yildan keyin esa bugungi 1000 ming so'm 1210 ming so'mga aylanadi:

1000 ming so’m + birinchi yil foizi 100 + ikkinchi yil foizi 110 (ya’ni 1100*10%).

Formula orqali buni quyidagicha ifodalaymiz:

$FV = PV * (1 + r)^n = 1000 *(1+0,10)^2 = 1210$ ming so’m.

Vaqt o’tib, omonat miqdori yanada oshib boradi. Bankdan bir yil, ikki yil va boshqa davrlarda qancha summa olishingizni aniqlash uchun, omonat summasini $(1 + r)^n$ ko’paytuvchisiga ko’paytirish kifoya.

Vaqt o’tishi bilan omonat summasi yanada oshib boradi. Bank sizga bir yil, ikki yil va h.k. davrlardan keyin qaytarishi kerak bo’lgan summani aniqlash uchun omonat miqdorini quyidagi ko’paytirgichga ko’paytirish kerak:

$(1 + r)^n$,

bu yerda:

r – foiz stavkasi (birlikdan ulushlarda ifodalanadi, masalan 10% = 0,1);

n – yillar soni.

Bizning misolda: $1000*(1,10)^2 = 1210$ ming so’m.

Formuladan ko’rinib turibdiki, ikki yildan keyingi omonat miqdori bank foiz stavkasiga bog‘liq. Foiz qanchalik yuqori bo’lsa, omonat shunchalik tez o’sadi. Agar bank stavkasi 10% emas, 12% bo’lganida edi, ikki yildan keyin taxminan 1250 ming so’m bo’lardi, aniq hisobda:

$1000*(1,12)^2 = 1254,4$ ming so’m.

Shu usul bilan istalgan vaqtda kelajakdagi omonat qiymatini hisoblash mumkin. Pulning kelajakdagi qiymatini hisoblash ingliz tilida compounding deb ataladi. U o’zbek tiliga “o’sish” “o’sib borish” yoki aynan tarjimada “kompaundinglash” deb tarjima qilinadi.

Yuqoridagi ma’lumotlardan kelib chiqib aytish mumkinki, vaqt o’tishi bilan omonat miqdori yillik foizlar hisobiga tabiiy ravishda o’sib boradi. Zamonaviy bank tizimi aynan shu tamoyilga asoslangan – Vaqt = Pul.

Masalani boshqa tomondan ko’rib chiqamiz. Tasavvur qiling, siz ikki yildan keyin 1210 ming so’m to’lashingiz kerak. Ammo buning o’rniga siz bugun 1000 ming so’m to’lasangiz, kreditor bu summani bankka 10% foiz stavkasida joylashtirib, ikki yildan keyin aniq 1210

ming so’m oladi. Demak, bugungi 1000 ming so’m va ikki yildan keyingi 1210 ming so’m – ikki ekvivalent pul oqimi. Qaysi variantni tanlash muhim emas – ikkalasi ham bir xil qiymatga ega.

Yana bir misol. Tasavvur qiling, siz ikki yildan keyin 1500 ming so’m to’lashingiz kerak. Bu summa bugun qanchaga teng?

Bugungi qiymatni aniqlash uchun teskari amal qo’llanadi:

$$PV = \frac{1500 \text{ ming so'm}}{(1+0,1)^2} = 1240 \text{ ming so'm.}$$

Bu jarayon diskontlash deb ataladi.

Qisqa qilib aytganda, diskontlash – bu kelajakdagi pul summasining (yoki pul oqimining) hozirgi qiymatini aniqlash.

Agar siz kelajakda oladigan yoki sarflaydigan pulning bugungi qiymatini aniqlamoqchi bo’lsangiz, ushbu summani belgilangan foiz stavkasi bo’yicha diskontlashingiz kerak. Bu stavka diskontlash stavkasi deb ataladi.

Yuqoridagi misolda diskont stavkasi 10%, 1500 ming so’m – bu kelajakdagi pul qiymati (oqimi), 1240 ming so’m - kelajak pul oqimining diskontlangan qiymati.

Agar discount so’zining etimologiyasiga nazar tashlasak, XVII asrdayoq u «deduction for early payment», ya’ni “vaqtdan oldingi to’lov uchun chegirma” ma’nosida qo’llanilgan. Demak, odamlar pulning vaqtinchalik qiymatini o’sha paytlarda ham inobatga olganlar. Shuning uchun diskontlashga yana bir ta’rif berish mumkin: “Diskontlash - bu hisob-fakturalarni tez to’lash uchun chegirmani hisoblash jarayonidir”. Aynan shu “chegirma” pulning vaqt qiymati (time value of money)ning o’lchovidir.

Diskontlangan qiymat – bu kelajakdagi pul oqimining hozirgi qiymati (ya’ni kelajakdagi to’lov minus “tez to’lov uchun chegirma”). Ushbu tushuncha keltirilgan qiymat deb ham yuritiladi. Oddiy qilib aytganda, keltirilgan qiymat – bu kelajakdagi pul miqdorining hozirgi vaqtga keltirilgan qiymati.

2.2. Foiz hisoblash jarayonida foiz stavkalarining o'sishi va diskontlash usullaridan foydalanish

Qarz beruvchi qarz oluvchidan olgan mablag'ning asosiy summasiga nisbatan hisoblanadigan foiz miqdori foiz stavkasi deb ataladi. Odatda, qarz bo'yicha foiz stavkasi yillik ko'rinishida ifodalanadi va yillik foiz stavkasi (Annual Percentage Rate - APR) sifatida ifodalanadi.

Bankdagi omonat hisobi yoki depozit sertifikati ham foiz stavkasiga ega bo'ladi. Bu holatda, hisob egasi bankka pul qo'yib, uning hisobiga kirim qilinadigan foizni oladi. Bu turdagi daromad yillik foiz daromadi (Annual Percentage Yield - APY) deb ataladi.

Asosan, foiz – bu aktivdan foydalanganlik uchun qarz oluvchiga to'lanadigan haqdir. Qarzga olingan aktivlar pul, tovar, avtomobil yoki ko'chmas mulk bo'lishi mumkin. Shu sababli foiz stavkalari "pulning bahosi" deb ham qaraladi, ya'ni foiz qanchalik yuqori bo'lsa, qarz olish narxi ham shunchalik qimmat bo'ladi.

Ko'pchilik moliyaviy bitimlar foiz stavkasi bilan bog'liq bo'ladi. Odamlar uy sotib olish, loyihalarni moliyalashtirish, biznes boshlash yoki ta'lim harajatlarini qoplash uchun qarz olishadi. Korxonalar esa uzoq muddatli va asosiy aktivlarga (binolar, uskunalar, yer uchastkalari) CAPMoya kiritish uchun mablag' olishadi. Qarzlarni to'lash oylik to'lovlar yoki belgilangan sanada bir martalik yo'l bilan amalga oshirilishi mumkin.

Qarz munosabatlarida foiz stavkasi asosiy summaga qo'llaniladi. Bu stavka qarz oluvchi uchun qarzning qiymati, qarz beruvchi uchun esa foizli daromadni anglatadi. Qarz beruvchi foizni shuning uchun talab qiladiki, u bu mablag'ni boshqa yo'l bilan foyda keltiradigan tarzda ishlatmasdan turadi, boshqacha aytadigan bo'lsak, u bu pul mablag'larini o'zining ehtiyojlari uchun sarflamasdan, foydalanishga beradi. Agar u qarz bermasdan, bu pulni investitsiya qilganida, daromad olishi mumkin edi. Shunday qilib, foiz - bu qarz berilgan puldan foydalanmaganlik uchun olinadigan to'lovdir.

Agar qarz beruvchi qarz oluvchi faoliyatini kam riskli deb hisoblasa, u holda foiz stavkasi pastroq bo'ladi. Aksincha, yuqori riskli deb baholangan qarz oluvchi faoliyatiga nisbatan yuqori foiz stavkasini qo'llaydi, bu esa qarz narxini oshiradi.

Qarz beruvchilar, odatda, qarz oluvchining kredit reytingi (credit score) orqali xavf darajasini baholaydi. Shuning uchun kredit reytingi yuqori bo'lgan shaxslar eng yaxshi shartlardagi qarzlarga ega bo'lishadi.

Iqtisodiy ko'rsatkichlar ichida valyuta bozorlari dinamikasini baholashda foiz stavkasi kabi muhim ahamiyatga ega bo'lgan boshqa ko'rsatkichni topish qiyin. Valyutalar bo'yicha foiz stavkalari farqi, ya'ni foiz differensiali, ikki valyuta o'rtasidagi nisbiy jozibadorlikni hamda ularga bo'lgan ehtimoliy talabni belgilab beruvchi asosiy omil hisoblanadi. Pul bozorida o'zaro bog'liq bo'lgan bir nechta turdagi foiz stavkalari amal qiladi.

Avvalo "foiz" tushunchasiga ta'rif berish zarur. Foiz – bu qarz beruvchining qarz oluvchidan qarzga berilgan pul mablag'i uchun oladigan daromad ulushidir. Foizning manbai – qarz kapitali qo'llanilishi natijasida yaratiladigan qo'shimcha qiymat hisoblanadi.

Foiz stavkasi qarz kapitali qo'llanilishining aniq shart-sharoitlariga muvofiq belgilanadi hamda Markaziy bank tomonidan pul-kredit munosabatlarini tartibga solishning ob'ekti hisoblanadi. Foiz stavkasi darajasi ichki bozorga pul kapitali oqimining kirib kelishi yoki chiqib ketishiga sabab bo'ladi. Pul mablag'larining mobilligi juda yuqori bo'lib, ularning milliy pul bozorlari o'rtasidagi harakatini aynan foiz stavkalari aks ettiradi. Foiz arbitraji turli mamlakatlardagi foiz stavkalarini tenglashtirishga xizmat qiluvchi texnik vosita hisoblanadi. Pul mablag'lari harakatiga faqat foiz arbitraji emas, balki valyuta kurslarining o'zgarishi ham ta'sir ko'rsatadi.

Klassik iqtisodiy qarashlarga ko'ra, foiz stavkasi foyda me'yori ta'sirida o'zgaradi. Amalda esa foiz stavkalari bozor sharoitida stixiyali ravishda belgilanadi hamda talab va taklif asosida shakllanadi. Talab va taklif esa ko'plab omillarga, jumladan davlatning iqtisodiyotga ta'sir darajasi, iqtisodiy rivojlanish bosqichi, tashqi omillar, Markaziy bank siyosati va boshqalarga bog'liq.

Foiz stavkalariga ta'sir etuvchi boshqa omillar ham mavjud va ular quyidagilardan iborat:

- soliqlar;
- kredit risklari;
- kutilgan inflyatsiya darajasi;
- valyuta kurslarining harakati va boshqalar.

Markaziy bank tomonidan belgilanadigan foiz stavkalari tashqi va ichki iqtisodiy siyosatni amalga oshirishda muhim instrument hisoblanadi. Pul bozoridagi stavkalarning asosini hisob stavkasi yoki Markaziy bank operatsiyalari bo'yicha joriy foiz stavkalari tashkil etadi. Tijorat banklari o'z foiz stavkalarini belgilashda, odatda, Markaziy bank stavkalariga tayanadilar.

Bank sohasida foiz stavkalarining turli ko'rinishlari qo'llaniladi. Birinchidan, to'g'ridan-to'g'ri tartibga solinadigan foiz stavkalari mavjud. Ikkinchidan, bozor foiz stavkalari bo'lib, ular bank va auksion stavkalariga bo'linadi.

Kredit va depozitlar bo'yicha foiz stavkalari jismoniy va yuridik shaxslar, insayderlar va noinsayderlar uchun alohida shakllantiriladi.

Inflyatsiya sharoitida real va nominal foiz stavkasi tushunchalari o'rtasida jiddiy farq paydo bo'ladi. Nominal foiz stavkasi deb inflyatsiya hisobga olinmagan stavkaga aytiladi. Kredit mablag'laridan foydalanish to'g'risida qaror qabul qilishda asosiy ahamiyatga ega bo'lgan ko'rsatkich – real foiz stavkasi hisoblanadi.

Foiz stavkalari tuzilishi va ahamiyatiga ko'ra bazaviy va ikkinchi darajali, shartnoma muddatiga ko'ra esa uzoq muddatli va qisqa muddatli turlarga ajratiladi. Shuningdek, foiz stavkasi o'zgaruvchan (suzuvchan) yoki qat'iy (fiksirlangan) bo'lishi mumkin. O'zgaruvchan stavkalar depozit va kredit operatsiyalarida qo'llaniladi hamda omonatchi va bank yo'qotishlarini kompensatsiya qilishga xizmat qiladi. Bunday foiz stavkalarining qo'llanilishi omonatchiga bozor holatidan kelib chiqib, kelajakda daromadining oshishiga olib kelsa, bankni esa kelajakda kreditlar bo'yicha foiz stavkalarining oshishidan himoyalaydi.

Yuqorida keltirilganlardan kelib chiqib, ta'kidlash mumkinki, oiz stavkasi – qarzga berilgan har bir pul birligining, ya'ni xizmatning

bahosidir. Foiz stavkasi miqdori mablag‘larni hozirgi vaqt va kelajak o’rtasida taqsimlashga yo’naltiruvchi omil hisoblanadi.

Foizlarni qo’shish orqali depozit summasining ortib borishi jarayoni kapitalizatsiya yoki o’sish summa deb ataladi. Pul mablag‘lari joylashtirilgan va foizlar hisoblanadigan vaqt oralig‘i foiz hisoblash davri deyiladi.

Foizlar, odatda, ma’lum davriylikda (yillik, choraklik, oylik) hisoblanadi, bunday holda diskret foizlar haqida so’z yuritiladi. Ayrim hollarda foizlar uzluksiz hisoblanadi.

Uzluksiz foiz hisoblashga asoslangan iqtisodiy tahlil ko’p hollarda soddaroq va qulayroq bo’ladi. Shu sababli, hatto diskret hisoblash mavjud bo’lgan hollarda ham uzluksiz foiz formulalaridan keng foydalaniladi.

Foiz stavkasi moliyaviy tahlilda nafaqat pul qo’yilmalarining daromadliligini, balki turli moliyaviy, ishlab chiqarish-xo’jalik va tijorat operatsiyalarining samaradorligini baholash vositasi sifatida ham qo’llaniladi.

Ko’p hollarda foizlarni uzluksiz hisoblashga asoslangan iqtisodiy tahlil diskret hisoblash nazariyasiga tayangan tahlilga nisbatan soddaroq va qulayroq hisoblanadi. Shu sababli, foizlar diskret tarzda hisoblanadigan holatlarda ham uzluksiz hisoblash formulalari keng qo’llaniladi. Foiz stavkasi moliyaviy tahlilda nafaqat pul qo’yilmalarining daromadliligini baholovchi ko’rsatkich sifatida, balki turli moliyaviy, ishlab chiqarish-xo’jalik va tijorat operatsiyalarining samaradorligini o’lchash vositasi sifatida ham qo’llaniladi. U hatto operatsiyalarda pul mablag‘larining bevosita qo’llanilishi mavjud bo’lmagan hollarda ham tatbiq etiladi.

Foizlarni hisoblash va to’lashning turli shakllari mavjud. Odatda, foiz mablag‘lari omonat summasiga qo’shiladi va hisoblash davri yakunlangach to’lab beriladi. Ayrim hollarda foizlar omonat muddati tugamasdan turib, muntazam ravishda to’lanadi (masalan, mablag‘lar bir yilga joylashtirilgan bo’lib, foizlar har oy hisoblanib to’lanadi). Ba’zan foizlar operatsiya boshida hisoblanadi va to’lanadi. Bunday holda omonatchiga foizlar omonat muddati oxirida emas, balki mablag‘ni

joylashtirish paytida qaytariladi. Mohiyatan, bu holatda omonatchi kelishilgan summani to'liq hajmda emas, balki foizlar chiqarib tashlangan summada joylashtiriladi deb qaralishi mumkin. Muddat yakunida esa u kelishilgan to'liq summani oladi. Bunday holatlarda foiz stavkasi ko'pincha hisob stavkasi deb ataladi.

Omonatchi o'z mablag'larini yoki ularning bir qismini qanchalik erta qaytarib olsa, ushbu mablag'lardan shunchalik ertaroq foydalanish imkoniyatiga ega bo'ladi (masalan, ularni qayta investitsiya qilish orqali). Boshqa barcha shartlar o'zgarmas deb olinganda, o'z mablag'laridan uzoq muddatga voz kechish omonatchi uchun qisqa muddatga voz kechishga nisbatan kattaroq qurbonlikni talab qiladi. Shu sababli omonatchini uzoq muddatli qo'yilmalarga jalb etish qisqa muddatli qo'yilmalarga nisbatan qiyinroq hisoblanadi. Natijada, odatda, uzoq muddatli omonatlar bo'yicha foiz stavkasi qisqa muddatli omonatlarga nisbatan yuqoriroq belgilanadi. Foizlar omonat muddati oxirida, mablag' qaytarilishi bilan birga to'langanda, foiz stavkasi omonat davomida bosqichma-bosqich to'lanadigan holatga nisbatan yuqoriroq bo'ladi. Foizlarni omonat muddati boshida to'lash omonatchi uchun eng foydali hisoblanadi, shuning uchun hisob stavkasi, odatda, foiz stavkalarining boshqa turlariga nisbatan pastroq bo'ladi.

Foiz stavkasi omonat muddati davomida bir xil boshlang'ich summaga nisbatan qo'llanilishi mumkin. Bunday holda oddiy foiz stavkalari (oddiy foizlar) haqida so'z yuritiladi. Biroq ayrim vaziyatlarda foiz stavkasi faqat boshlang'ich summaga emas, balki avval hisoblangan foiz mablag'lariga ham tatbiq etiladi. Bu holda murakkab foiz stavkalari (murakkab foizlar), ya'ni foizlarni kapitalizatsiya qilish haqida gapiriladi.

Odatda oddiy va murakkab foiz stavkalarida stavka miqdori, omonat muddati davomida o'zgarmasdan qoladi, o'zgarish faqat ushbu stavka qo'llaniladigan pul summasiga va, mos ravishda, to'lanadigan foiz mablag'lari hajmiga taalluqli bo'ladi. Shu bilan birga, shartnoma shartlariga muvofiq ravishda o'zgaruvchan (suzuvchi) foiz stavkalari ham qo'llanilishi mumkin. Masalan, foiz stavkasi shartnoma amal qilish davrida shakllanadigan, oldindan aniq bo'lmagan inflyatsiya sur'atidan

ma’lum miqdorga yuqori bo’lishi belgilab qo’yilishi mumkin. Bunday holda foiz stavkasi miqdori oldindan aniq emas, ammo u o’zgarib turuvchi inflyatsiya ko’rsatkichiga muayyan tarzda bog‘lanadi.

Tahlil va hisob-kitoblarda quyidagi standart belgilar qo’llaniladi:

- **P** - boshlang‘ich pul summasi;
- **S** - yakuniy pul summasi;
- **i** - foiz stavkasi;
- **d** - hisob stavkasi;
- **t** - qo’yilma yoki qarz muddati.

Bu yerda stavka va vaqt o’zaro mutanosib deb hisoblanadi.

S – P farqi foizlar (I) deb ataladi: **I = S − P**

Diskontlashda esa ushbu farq diskont (D) deb ataladi.

Har bir aniq formula doirasida foiz stavkasi i (yoki d) va vaqt t o’zaro mutanosib deb qaraladi. Bu shuni anglatadiki, masalan, agar stavka yillik bo’lsa, vaqt ham yillarda o’lchanadi, agar stavka oylik bo’lsa, vaqt ham oylarda ifodalanadi.

S qiymati P summaning o’sgan (oshirilgan) qiymati deb ataladi. P qiymati esa S summaning joriy (yoki keltirilgan) qiymati hisoblanadi. Boshlang‘ich summa P asosida o’sgan summa S ni aniqlash jarayoni kompaunding deb ataladi. Bunga teskari operatsiya, ya’ni kelajakdagi S summaning zamonaviy qiymati P ni aniqlash jarayoni diskontlash deb yuritiladi. Biz buni oldinga paragrafda ham ko’rib o’tgandik. Endi esa ushbu tushunchalarning foiz stavkasiga qanchalik bog‘liqligini uo’rib o’tmoqdamiz.

Agar kompaunding, ya’ni omonatning o’sgan summasini aniqlash haqida gap ketsa, S − P farqi foizlar yoki foiz pullari deb ataladi va odatda I harfi bilan belgilanadi: I = S − P.

Agar diskontlash, ya’ni kelajakdagi S summaning joriy qiymatini aniqlash haqida so’z yuritilsa, shu farq diskont deb ataladi va odatda D bilan belgilanadi.

O’sgan summa boshlang‘ich summaga nisbatan necha barobar katta ekanini ko’rsatuvchi S / P nisbati o’sish koeffitsiyenti (yoki ko’paytirgichi) deb ataladi.

Ta’kidlash joizki, moliyaviy menejment adabiyotida yuqorida keltirilgan belgilar quyidagicha qo’llaniladi, ya’ni boshlang‘ich pul summasi P ko’pincha PV (Present Value), yakuniy pul summasi S esa FV (Future Value) sifatida belgilanadi.

O’lchami jihatidan kichikroq, ammo vaqt jihatidan ertaroq olingan pul summasining qiymati, miqdori kattaroq bo’lib, kechroq olingan boshqa pul summasining qiymatidan yuqori bo’lishi mumkin. Turli vaqt nuqtalariga to’g‘ri keladigan pul to’lovlarini bir-biri bilan bevosita solishtirib bo’lmaydi. Ularni taqqoslash uchun ushbu summalarni bir xil vaqt momentiga keltirish lozim. Bunday qayta hisoblash (yoki keltirish) foiz yoki hisob stavkasi asosida amalga oshiriladi.

Faraz qilaylik, R_1 summasi t_1 vaqt momentiga, R_2 summasi esa t_2 vaqt momentiga to’g‘ri kelsin. Agar ushbu ikki vaqt momenti bir xil bo’lsa, pul summalarini to’g‘ridan-to’g‘ri solishtirish mumkin. Agar ular mos kelmasa, taqqoslash uchun har ikki summani bir xil vaqt momentiga keltirish zarur.

Aniqlik uchun $t_1 < t_2$, ya’ni birinchi vaqt ikkinchisidan oldin keladi deb olamiz.

Agar $R_1 > R_2$, u holda birinchi summaning qiymati ikkinchisinikidan yuqori bo’ladi, chunki u ham vaqt jihatidan ertaroq, ham miqdor jihatidan kattaroq.

Biroq agar $R_1 < R_2$ bo’lsa,taqqoslash natijasi aniq emas.

Bu summalarni o’zaro solishtirish uchun, R_1 summasi t_1 vaqtda bank hisobvarag‘iga qo’yilib, oldindan belgilangan foiz stavkasi bo’yicha o’sib bordi deb tasavvur qilamiz. U holda t_2 vaqtga kelib u R_1 dan katta bo’lgan muayyan S summasiga aylanadi. Shu tariqa, turli vaqtlarga tegishli R_1 va R_2 summalarini solishtirish, bir xil vaqt momenti - t_2 ga keltirilgan S va R_2 summalarini taqqoslashga keltiriladi.

Agar $S < R_2$ bo’lsa, R_1 summasining qiymati R_2 ga nisbatan past bo’ladi. Agar $S > R_2$ bo’lsa, R_1 summasining qiymati R_2 ga nisbatan yuqori bo’ladi. Nihoyat, agar $S = R_2$ bo’lsa, R_1 va R_2 summalari bir xil qiymatga ega hisoblanadi. Bunday holda ushbu summalar ma’lum foiz stavkasida moliyaviy jihatdan ekvivalent deb qaraladi.

Pul summalarining moliyaviy ekvivalentligi foiz stavkasi miqdoriga bog‘liq bo’ladi: bir stavkada ekvivalent bo’lgan summalar boshqa stavkada ekvivalent bo’lmasligi mumkin. Shuningdek, u foizlarni hisoblash shakli va ayrim boshqa shart-sharoitlarga ham bog‘liq.

Shunga qaramasdan, umumiy tamoyil o’zgarmaydi: turli vaqtlarga tegishli pul summalarini taqqoslash uchun ularni albatta bir xil vaqt momentiga keltirish lozim.

2.3. Moliyaviy resurslarning daromadlilik stavkasi, amaliyotda ularning qo’llanilishi

Diskontlash stavkasini aniqlashning turli usullari mavjud. Bu usullarni to’rt guruhga ajratish mumkin:

– Intuitiv usullar – bu usullar intuitiv bashorat va ekspertli baholashga asoslangan. Bu usullar murakkabligi bilan ajralib turadigan matematik hisob kitoblardan foydalanishni ko’zda tutmaydi. Usullar sub’ektiv bo’lib, investorlar hamda ekspertlarning fikrlariga asoslanadi.

– Multiplikativ usullar – turli koeffitsiyentlardan foydalanishni ko’zlaydi, jumladan o’sish koeffitsiyentini.

– Investitsiyalash bilan bog‘liq risklar uchun mukofotga asoslanadigan usullar.

– Aralash moliyalashtirishda qo’llaniladigan usullar.

Xorijiy adabiyotlarda diskontlash stavkasini aniqlashning quyidagi modellari keltirilgan:

– Kapital aktivlarini baholashning CAPM modeli;

– Kapital aktivlarini baholash CAPM modelining modifikatsiyalashgan modeli;

– Dividendlarning doimiy o’sish modeli (Gordon modeli);

– Diskontlash stavkasini kapitalning o’rtacha tortilgan qiymati asosida aniqlash (WACC);

– Diskontlash stavkasini kapitalning rentabelligi asosida aniqlash;

– Bozor multiplikatori modellari;

– Diskontlash stavkasini risk uchun mukofot asosida aniqlash;

– Diskontlash stavkasini ekspert baholash asosida aniqlash;

Quyida adabiyotlarda diskontlash stavkasini aniqlashning guruhlari va turlariga to'xtalib o'tamiz.

Intuitiv model. Ushbu model intuitiv yondashuvga tayanadi va sub'ektiv mazmunga ega, chunki investor diskont stavkasini o'zining shaxsiy fikri va prognozlar asosida shakllantiradi. Ushbu usul juda oddiy, unda murakkab hisob-kitoblar yoki matematik formulalardan foydalanilmaydi. Misol uchun, bu usulda diskontlash stavkasini hisoblash uchun faqatgina risksiz daromadlilik va inflyatsiya darajasidan foydalaniladi.

Ekspertli baholash. Ushbu model jamoaviy ekspertlarning fikriga tayanadi. Stavkalarni aniqlash umumiy yig'ilishlarda olingan natijalarning o'rtachasini topish orqali ovoz berish yo'li bilan amalga oshiriladi. Ushbu model sub'ektiv hisoblanadi.

Gordon modeli – dividend to'lovlarining doimiy o'sishiga asoslangan hisob-kitobdir. Ushbu usul korxona xususiy kapitalini baholash imkonini beradi. Ushbu usul uzluksiz dividend to'lovlari va daromadning doimiy o'sish dinamikasiga asoslangan. Ushbu modelda quyidagi formuladan foydalanamiz:

$$r_e = \frac{Div}{P*(1-fc)} + g$$

bu yerda: *Div* – bitta aksiya bo'yicha kutilayotgan dividend miqdori (yil bo'yicha prognoz hisob-kitobga asosan);

P – joylashtirish bahosi;

fc – emissiya bo'yicha xarajat darajasi, foizda;

g – dividendlarning o'sish sur'ati.

CAPM – kapital aktivlarni baholash modeli. Ushbu modelda stavka risk uchun mukofot hamda risksiz daromadlilikni o'z ichiga olgan quyidagi formula asosida aniqlanadi:

$$r = r_f + \beta(r_m - r_f)$$

Ushbu formulada β-koeffitsiyent har bir kompaniya uchun individual tarzda hisoblanadigan parametrdir. U emitent qimmatli qog'ozlari daromaddorligining o'rtacha risk darajasiga ega bo'lgan

qimmatli qog‘ozlar daromaddorligidan farqini aks ettiradi. Ushbu parametr ortishi bilan investitsiya risklari ham ortadi.

Ushbu metodikaning afzalligi uning soddaligida, biroq ko’pchilik hollarda u tahlilchilar nuqtai nazaridan kelib chiqqan holda shakllanadi, shu bois ma’lum darajada sub’ektiv hisoblanadi.

Bundan tashqari, CAPM modelida qo’llaniladigan ma’lumotlar muayyan vaqt davri uchun amalda bo’ladi. Shu sababli, ular iqtisodiyotda bir necha o’n yildan keyin yuz berishi mumkin bo’lgan uzoq muddatli o’zgarishlarni aks ettira olmaydi.

Shu munosabat bilan, CAPM baholash modelini uzoq muddatli investitsion loyihalarda diskont stavkasi hisob-kitoblari uchun qo’llash maqsadga muvofiq emas. Bundan tashqari, β-koeffitsiyenti barcha tashkilotlar uchun mavjud bo’lmagani sababli, kapitalni baholashda CAPM modelidan foydalanish hamma vaqt ham maqbul emas.

Fama-Frenchning uch omilli modeli (Fama-French Three-Factor Model) aktivlar daromadliligini aniqlash va kapital qiymatini baholashda qo’llaniladigan zamonaviy moliyaviy nazariyalardan biri bo’lib, J. Fama va K. French tomonidan 1990-yillarda ishlab chiqilgan. U CAPM modelining yuqorida keltirilgan kamchiliklarini bartaraf etish uchun yaratilgan.

CAPM modelidan farqli ravishda, ushbu model aktivlar qiymatini faqat bozor riski - β bilan emas, balki bozorda kuzatiladigan qo’shimcha omillar hajm va qiymat omillari orqali izohlaydi, ya’ni:

A) hajm omili (SMB: Small Minus Big). Kichik kapitalizatsiyali kompaniyalar yirik kompaniyalarga nisbatan yuqori daromad beradi. Bu hodisa bozorda "size premium" deb ham yuritiladi.

B) qiymat omili (HML: High Minus Low). Buxgalteriya qiymati yuqori bo’lgan aksiyalar buxgalteriya qiymati past bo’lgan aksiyalarga nisbatan ko’proq kaytarim beradi.

Fama-Frenchning tadqiqotlari shuni ko’rsatdiki, ushbu ikki omil bozor mukofotiga qo’shimcha tarzda aksiyalar daromadliligining kengroq tushuntiradi.

Model quyidagi ko’rinishda ifodalanadi:

$r = r_f + \beta(r_m - r_f) + s*SMB + h*HML$

bu yerda: r – aktivning kutilayotgan daromadlilik darajasi;

r_f - risksiz daromadlilik stavkasi;

β – bozor portfeliga nisbatan aktivning beta-koeffitsiyenti;

r_m – bozor portfelining kutilayotgan daromadliligi;

SMB (Small Minus Big) – hajm omili;

HML (High Minus Low) – qiymat omili;

s va h - aktivning mos ravishda SMB va HML omillariga nisbatan sezuvchanligi.

Ushbu model quyidagi afzalliklarga ega:

CAPM modeliga qaraganda aniqroq. Ko'plab empirik tadqiqotlar Fama-French modeli aktiv daromadliligini aniqlashda CAPMga nisbatan yuqori statistik aniqlikka ega ekanini ko'rsatgan.

Hajm va qiymat omillari real bozorda doimiy ravishda kuzatiladi va nazariy jihatdan isbotlangan. Shuning uchun ushbu modelda risk uchun mukofotdan tashqari bozordagi boshqa omillar ham hisobga olinadi.

Investitsiya fondlari va portfellarni baholashda samarali hisoblanadi.

WACC modeli. Endi kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati hisoblanadigan WACC ko'rsatkichi asosida diskont stavkasi qanday aniqlanishini ko'rib chiqamiz. Ushbu usul emitentning kapitali o'z mablag'lari va qarz mablag'laridan tashkil topgan hollarda qo'llaniladi. Ushbu usul quyidagi asosiy tamoyilga tayanadi, ya'ni pul oqimlari hajmi kapital uchun qilinadigan harajatlardan yuqori bo'lishi kerak. Uning mohiyati – korxonaning minimal foyda darajasini aniqlashdan iborat.

WACC usuliga ko'ra diskont stavkasi umumiy kapital harajatlarining o'z va qarz mablag'lari qiymatiga nisbati hisoblanadi. Hisob-kitoblar quyidagi bosqichlarda amalga oshiriladi:

1. O'z kapitalining qiymati aniqlanadi. Buni aniqlashda aksariyat hollarda CAPM modeli qo'llaniladi. O'z kapitali qiymati investorlarga ular qabul qilayotgan moliyaviy risklar uchun beriladigan kompensatsiya sifatida korxona ta'minlashi lozim bo'lgan daromaddir. Aksiyadorlar yuqori risklarni qabul qilganliklari sababli, o'z kapitali daromadi qarz mablag'larining daromadidan yuqori bo'lishi kerak.

2. Kapital strukturasi aniqlanadi.

3. Qarz kapitali qiymati aniqlanadi.

4. Jami kapitalning o'rtacha tortilgan qiymati hisoblanadi.

WACC quyidagi formula orqali hisoblanadi:

$$WACC = [w_d * r_d (1-T)] + w_e * r_e$$

Bu yerda:

T – foyda solig'i stavkasi, qarz kapitalining talab etiladigan daromadliligi shu stavkaga kamaytiriladi;

w_d va r_d — qarz kapitali va u bo'yicha stavka;

w_e va r_e — o'z kapitali va u bo'yicha stavka.

WACC metodidan foydalanishda ayrim qiyinchiliklar yuzaga kelishi mumkin. Bu, asosan, emitentning o'z kapitalini baholash imkoniyatisizligi bilan bog'liq. Chunki ochiq bozorda qimmatli qog'ozlar kotirovkalari mavjud bo'lmasligi mumkin.

Qarz mablag'lari qiymatini hisoblashdagi xatoliklar kreditlarning imtiyozli shartlariga bog'liq bo'lishi mumkin. Shuningdek, WACC usuli investitsiya bilan bog'liq turli risklarni inobatga olmaydi.

Qayd etilgan usullar yondashuvlari va hisob-kitoblari bilan bir-biridan farq qiladi. Diskont stavkasi – investitsiyaning istiqbolini baholashdagi asosiy ko'rsatkichlardan biri. Uning asosida diskont koeffitsiyenti kabi boshqa muhim ko'rsatkichlar ham hisoblab chiqiladi.

Investorlar diskont stavkasi yordamida qimmatli qog'ozlar, investitsiya loyihalari va boshqa investitsiya ob'ektlarining qiymatini aniqlaydi. Eng samarali baholash usulini tanlashda maqsadlar va amaldagi vaziyatni inobatga olish lozim. Bunday yondashuv tahlilni aniqroq bajarishga va istiqbolli investitsiya yo'nalishlarini tanlashga yordam beradi.

Bundan tashqari, investor fundamental tahlil usullariga tayanishga majbur. Ularda pul oqimlari, talab va taklifni baholash, moliya bozorlari o'zaro bog'liqligi kabi omillar o'rganiladi.

2.4. Obligatsiyalar narxini belgilash asoslari

Bugungi kunda davlat va yirik kompaniyalarda o‘z faoliyatini moliyalashtirish uchun an’anaviy bank kreditlariga muqobil moliyaviy vosita bo‘lgan obligatsiyalar asosida qarz mablag‘larini jalb qilish ustuvorlik qilmoqda.

Obligatsiya investitsiyalar dunyosida asosiy rol o‘ynaydigan moliyaviy vosita hisoblanadi. Ayrimlar uchun obligatsiyalar kapitalni saqlashning ishonchli usuli bo‘lsa, boshqalar uchun esa bu qat’iy daromad olish usulidir. Obligatsiyalar kapital bozoridagi muhim moliyaviy instrumentlardan biridir.

Obligatsiya – bu davlat, korporatsiya yoki boshqa tuzilmalar tomonidan chiqariladigan qarz majburiyati bo‘lib, investor (obligatsiyani harid qiluvchi) emitentga muayyan muddatda aniq foiz (daromad) olish evaziga pul beradi. Sodda qilib aytganda, obligatsiya - bu qarz munosabatlarini anglatadigan qimmatli qog‘ozdir. U emitentga (yuridik shaxs yoki davlat organiga) berilgan qarzni tasdiqlaydi. Obligatsiyalar emitenti davlat, munitsipalitet yoki har qanday kompaniya bo’lishi mumkin. Oddiyroq qilib aytadigan bo’lsak, obligatsiya - bu qimmatli qog'ozni sotib olish vaqtida amalda bo’lgan narx bo’yicha xaridorga uning qiymatini to’lash orqali ma'lum bir vaqtda sotib olish majburiyati bilan, shuningdek, kuponlar (foizlar) to’lash sharti bilan, obligatsiyani sotib olish vaqtida belgilanadigan qarz shartnomasi.

O‘zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi Qonuniga asosan, obligatsiya – emissiyaviy qimmatli qog‘oz bo‘lib, u obligatsiyani saqlovchining obligatsiyaning nominal qiymatini yoki boshqa mulkiy ekvivalentini obligatsiyani chiqargan shaxsdan obligatsiyada nazarda tutilgan muddatda olishga, obligatsiyaning nominal qiymatidan qat’iy belgilangan foizni olishga bo‘lgan huquqini yoxud boshqa mulkiy huquqlarini tasdiqlaydi[16].

Moliya bozorida obligatsiyalar quyidagi funksiyalarni bajaradi:

1. Kapitalni jalb qilish. Emitentlar uchun ushbu usul kredit resurslari bo‘yicha foiz stavkalari yuqori bo‘lgan sharoitda biznesni

[16] Ўзбекистон Республикасининг “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги 3 июн 2015 йилдаги ЎРҚ-387-сон Қонуни. https://lex.uz/uz/docs/2662539

rivojlantirish maqsadida kapitalni jalb qilishning samarali usullaridan hisoblanadi.

2. Investitsion vosita. Xususiy yoki institutsional investorlar obligatsiyalar yordamida portfelni diversifikatsiya qilishadi va investitsiya risklarini pasaytirishadi.

3. Iqtisodiyotni tartibga solish. Davlat obligatsiyalari uzoq muddatli istiqbolda pul massasini nazorat qilish orqali monetar siyosatni tartibga soladi.

Obligatsiyalar, odatda, uzoq muddatli qarz kapitaliga muhtoj bo‘lgan suveren hukumatlar, kompaniyalar va munitsipalitetlar tomonidan turli investitsion loyihalar, infratuzilmalarni rivojlantirish loyihalari hamda davlat byudjeti taqchilligini moliyalashtirish uchun muomalaga chiqariladi (emissiya qilinadi)gan qimmatli qog‘ozdir.

Har bir obligatsiya turidan qat’iy nazar uning emitenti obligatsiya egasiga qaytarishi lozim bo‘lgan qarz summasini ifodalaydigan o‘zining nominal bahosiga ega bo‘ladi. Mamlakatimizda korporativ tuzilmalar tomonidan emissiya qilinadigan obligatsiyalarning nominali o‘rtacha 1,0 mln. so‘mni tashkil etmoqda.

Investorlar uchun davlat va korporativ obligatsiyalar investitsiya portfelini diversifikatsiya qilish uchun riski past bo‘lgan moliyaviy instrument hisoblanadi. Obligatsiyalarning riski aksiyalarga qaraganda pastligi sababli ulardan kutilayotgan daromad ham aksiyalardan kutilayotgan daromad stavkasidan pastroq hisoblanadi.

Korporativ obligatsiyalar quyidagi shartlar asosida emissiya qilinadi:

– emitentning bunday obligatsiyalar chiqarish to’g‘risida qaror qabul qilingan sanadagi o’z kapitali miqdori doirasida. Agar korporativ obligatsiyalar summasi emitentning o’z kapitali miqdoridan oshsa, emitent oshgan summa uchun ta’minot berishi shart;

– so’nggi bir yilda rentabellik, to’lovga qobiliyatlilik, moliyaviy barqarorlik va likvidlilikning ijobiy ko’rsatkichlariga ega bo’lgan emitentlar tomonidan;

– obligatsiyalar chiqarilishidan oldingi bir yil uchun moliyaviy hisobot bo’yicha auditorlik xulosasi mavjud bo’lganda;

– investorlarga tegishli mablag‘larning emitentlar tomonidan to’lanishi bo’yicha to’lov agentlari vazifasini bajaruvchi tijorat banklari ishtirok etishi.

Bunda, korporativ obligatsiyalar ochiq obuna orqali quyidagi shartlarga rioya etgan holda joylashtiriladi:

a) o’z kapitali miqdori doirasidan yuqori bo’lgan taqdirda, emitent ortiqcha bo’lgan summaga uchinchi shaxsning qo’yidagi ta’minotidan birini taqdim etadi:

– ko’chmas mulk garov ta’minoti;
– pul yoki ularga tenglashtirilgan mablag‘lar;
– bank kafolati;
– sug‘urta tashkilotining sug‘urta polisi;

b) mustaqil reyting bahosi mavjudligi;

v) majburiy tartibda anderrayterni (anderrayterlar guruhini) jalb etgan holda.

Ustav fondining shakllanganiga qadar (tijorat banklari ustav fondining shakllanish hollari bundan mustasno), shuningdek, uni to’ldirish yoki emitentning moliyaviy-xo’jalik faoliyati bilan bog‘liq zararlarni qoplash uchun korporativ obligatsiyalar chiqarishga yo’l qo’yilmaydi.

Obligatsiyalar hujjatsiz shaklda chiqariladi.

Foizli, diskontli, yutuqli, seriyali (obligatsiyaviy dasturga asoslangan) va maqsadli (foizsiz) obligatsiyalar chiqarilishi mumkin.

Foizli obligatsiyaning daromadi chiqarilish shartlari bilan belgilanadigan nominal qiymati bo’yicha belgilangan muddatda so’ndirish va qayd etilgan foizlarni to’lash hisobiga tashkil etadi.

Diskontli obligatsiyaning daromadi nominal qiymati bo’yicha belgilangan muddatda so’ndirish hisobiga, bunda daromad sotish bahosi va obligatsiyaning nominal qiymati o’rtasidagi farq hisobiga tashkil etadi.

Yutuqli obligatsiyalarni chiqarishda nominal qiymatga foiz yoki diskont ko’rinishida belgilangan daromadga qo’shimcha ravishda muntazam o’tkazib turiladigan tirajlar bo’yicha yutuq ko’rinishida

to'lanadigan daromad belgilanishi kerak. Daromadi muntazam ravishda o'tkazib turiladigan tirajlar bo'yicha yutuq ko'rinishida belgilanadigan obligatsiyalarni chiqarishga yo'l qo'yilmaydi.

Maqsadli (foizsiz) obligatsiyalar bo'yicha daromad tovar (xizmat) ko'rinishida belgilanadi. Qaysi tovar (xizmat) asosida chiqarilganligini ko'rsatish maqsadli obligatsiyalarning majburiy rekviziti hisoblanadi.

Seriyali (obligatsiyaviy dasturga asoslangan) obligatsiyalar to'lov muddati davriy ravishda tegishli emissiya qarori (risolasi) bilan belgilangan muddatlarda yuzaga keladigan obligatsiyalar hisoblanadi.

Obligatsiyalarning qonunchilik hujjatlarida taqiqlanmagan boshqa turlarini, shu jumladan, yashil iqtisodiyotni rivojlantirishga qaratilgan loyihalar uchun korporativ obligatsiyalarni (keyingi o'rinlarda - yashil korporativ obligatsiyalar) muomalaga chiqarishga yo'l qo'yiladi.

Yashil korporativ obligatsiyalarni chiqarish va muomalasi bo'yicha uslubiy qo'llanma qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi tomonidan belgilangan tartibda tasdiqlanadi.

Obligatsiya egasi (qarz beruvchi) quyidagi huquqlarga ega bo'ladi:

– Belgilangan muddat davomida foizli daromad olish.

– Obligatsiya muddati tugaganida asosiy kapitalni qaytarib olish.

– Kompaniya (emitent) moliyaviy muammolarga duch kelsa, birinchi navbatda to'lovlarni olish.

Obligatsiyalarni o'rganishda ularni tasniflash muhim ahamiyatga ega.

Emitentning shaklidan kelib chiqib, obligatsiyalarning quyidagi turlari uchraydi:

– Davlat yoki munitsipal obligatsiyalar. Davlat yoki munitsipalitetlar tomonidan chiqariladi va past riskli hisoblanadi. Ba'zi xalqaro tashkilotlarning hisobotlarida bunday obligatsiyalar ommaviy – public deb nomlanadi.

– Xususiy yoki korporativ obligatsiyalar. Korporativ tuzilmalar tomonidan chiqariladi va yuqori foizli daromad taklif qilinadi.

– Xalqaro tashkilotlarning obligatsiyalari.

Obligatsiyaning fond bozordagi narxi unga bevosita va bilvosita ta'sir etuvchi omillar ta'sirida o'zgarib, nominal narxidan past yoki baland ham sotilishi mumkin.

Aynan, shu xususiyatidan kelib chiqib, obligatsiyani 3 turga bo'lish mumkin.

- Premum qiymatli obligatsiya;
- Nominal qiymatli obligatsiya;
- Diskont qiymatli obligatsiya.

Premum qiymatli obligatsiya – obligatsiyaning bozordagi qiymati nominal qiymatidan yuqori bo'lgan obligatsiya. Bunday holat obligatsiyaning bozordagi daromadlilik stavkasi kupon foizidan kichik bo'lganda amalga oshdi.

Nominal qiymatli obligatsiya – obligatsiyaning bozordagi qiymati nominal qiymatiga teng bo'lgan obligatsiya. Bunday holat obligatsiyaning bozordagi daromadlilik stavkasi kupon foiziga teng bo'lganda amalga oshadi.

Diskont qiymatli obligatsiya– obligatsiyaning bozordagi qiymati nominal qiymatidan past bo'lgan obligatsiya. Bunday holat obligatsiyaning bozordagi daromadlilik stavkasi kupon foizidan katta bo'lganda amalga oshdi.

Har qanday moliyaviy instrument narxi ushbu instrument bo'yicha kelgusi pul oqimlarining hozirgi qiymatiga teng. Shuning uchun obligatsiya narxini aniqlash uchun quyidagilarni bilish lozim:

1. Kutilayotgan pul oqimlari miqdori;
2. Talab etiladigan daromadlilik miqdori (talab etiladigan stavka).

Kutilayotgan pul oqimlarini ba'zi moliyaviy instrumentlar uchun oson hisoblash mumkin, boshqalari uchun esa murakkabroq. Talab etiladigan daromadlilik – bu shunga o'xshash risk darajasiga ega bo'lgan boshqa moliyaviy instrumentlarning daromadliligini ifodalaydi, ya'ni muqobil investitsiyalar daromadliligiga teng.

Obligatsiya narxini aniqlashdagi birinchi qadam – uning pul oqimlarini aniqlashdir. Emitent belgilangan muddatgacha to'lash huquqiga ega bo'lmagan obligatsiya bo'yicha pul oqimlari quyidagilardan iborat:

1. Muddat yakuniga qadar amalga oshiriladigan davriy kupon to‘lovlari;
2. Obligatsiya muddati tugaganda qaytariladigan nominal qiymat (asosiy summa).

Obligatsiyalar narxini aniqlash mexanizmni soddalashtirish uchun quyidagi uchta fikrga e’tibor qaratamiz:

1. Kupon to‘lovlari har olti oyda bir marta amalga oshiriladi (ko‘pgina amerikalik obligatsiyalar bo‘yicha kuponlar haqiqatan ham olti oyda bir marta to‘lanadi).
2. Eng yaqin kupon to‘lovi aynan olti oydan keyin amalga oshiriladi.
3. Kupon stavkasi obligatsiya muddati tugaguniga qadar o‘zgarmaydi.

Shunday qilib, so‘ndirilishigacha to‘lovlarni amalga oshirish mumkin bo‘lmagan obligatsiyaning pul oqimi – bu har yarim yilda olinadigan doimiy kupon to‘lovlari annuiteti va nominal qiymatdan iborat. Masalan, so‘ndirish muddati 20 yil, kupon stavkasi 10% va nominali $1000 bo‘lgan obligatsiya bo‘yicha quyidagi pul oqimlari mavjud:

yillik kupon to‘lovi = $1000 × 0,10 = $100;

yarim yillik kupon to‘lovi = $100 / 2 = $50.

Demak, 40 marta $50 miqdoridagi pul oqimi (har yarim yilda) va 40 ta yarim yillik davr oxirida $1000 miqdoridagi pul oqimi mavjud bo‘ladi.

Talab etiladigan daromadlilikni aniqlash uchun bozordagi shunga o‘xshash obligatsiyalar daromadliligi tahlil qilinadi. O‘xshash obligatsiyalar deganda, bir xil kredit sifati va bir xil muddatga ega obligatsiyalar nazarda tutiladi. Talab etiladigan daromadlilik odatda yillik foiz stavkasida ifodalanadi. Agar pul oqimlari har yarim yilda kelib tushsa, diskontlash uchun yillik foiz stavkasi yarmidan foydalaniladi.

Pul oqimlari miqdori va talab etiladigan daromadlilik obligatsiya narxini hisoblash uchun yetarli tahliliy ma’lumotlardir. Obligatsiya narxi – bu pul oqimlarining diskontlangan hozirgi qiymati bo‘lgani uchun, uni quyidagi ikki qism yig‘indisi sifatida hisoblaymiz:

1. Yarim yillik kupon to‘lovlarining hozirgi qiymati.
2. Muddat tugagandagi nominal qiymatning hozirgi qiymati.

Umumiy holda, obligatsiya narxini belgilash uchun quyidagi formuladan foydalanamiz:

$$P = \frac{C}{1+r} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \cdots \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

$$\text{yoki } P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

bu yerda:

P – narx (valyutada);

n – so‘ndirishgacha bo‘lgan davrlar soni (2 ga ko‘paytirilgan yillar soni);

C – yarim yillik kupon to‘lovlari (valyutada);

r – davrdagi foiz stavkasi (talab etiladigan yillik daromadlilik darajasi (2 ga bo‘lingan));

M – obligatsiyaning nominali;

t – to‘lov amalga oshirilgunga qadar qolgan davrlar soni.

Yarim yillik kupon to‘lovlari oddiy annuitet sifatida namoyon bo‘ladi, shu sababli uni aniqlash uchun oddiy annuitetning keltirilgan qiymatini aniqlash formulasidan foydalanamiz va kupon to‘lovining keltirilgan qiymati (PV)ga ega bo‘lamiz:

$$PV = C * \frac{1-\frac{1}{(1+r)^n}}{r}$$

O‘quvchiga tushunarli bo‘lishi uchun 20 yillik obligatsiyaning narxini aniqlaymiz. Buning uchun bizga quyidagi shartlar berilgan: 20 yillik kuponli obligatsiyaning kupon stavkasi 10 foiz, nominal bahosi 1000 AQSH dollariga teng. agar ushbu obligatsiya bo‘yicha talab etilayotgan daromadlilik darajasi 11 foiz bo‘lsa, u bo‘yicha pul tushumlari quyidagicha bo‘ladi:

1. Har biri 50 AQSH dollariga teng bo‘lgan 40 ta kupon to‘lovlari;
2. 40 ta yarim yillik davdan so‘ng 1000 AQSH dollari to‘lovi.

Davrga mos bo‘lgan yarim yillik foiz stavkasi (yoki davrga mos ravishda talab etiladigan daromadlilik) 5,5 foizga teng (11 ni 2 ga bo‘lish natijasida hosil bo‘lgan).

50 AQSH dollaridan 40 marta amalga oshirilgan, 5,5 foiz stavkasi asosida diskontlangan joriy qiymat quyida aniqlangan va u 802,31 AQSH dollariga teng.

C = 50 AQSH dollari;

n = 40;

r = 0,055;

PV = \$50 ((1 - 1/1,055^{40}) / 0,055 = \$50 * 16,04613 = 802,31 AQSH dollari.

40 ta yarim yildan so‘ng olinadigan nominali 1000 AQSH dollariga va diskontlash stavkasi 5,5 foizga teng bo‘lgan joriy (keltirilgan) qiymat 117,46 AQSH dollariga teng:

$$\frac{1000}{1{,}055^{40}} = \frac{1000}{8{,}51332} = 117{,}46 \text{ AQSH dollari.}$$

Demak, obligatsiya narxi ikkita joriy (keltirilgan) qiymatlarning yig‘indisidan tashkil topadi:

1) Kupon to‘lovlarining joriy (keltirilgan) qiymati;
2) Nominal qiymatining joriy (keltirilgan) qiymati (qoplash qiymati).

Demak, PV = 802,31+ 117,46 = 919,77 AQSH dollari.

Endi tasavvur qiling, obligatsiyaning talab etiladigan daromad darajasi 11 foiz emas, 6,8 foizni tashkil etsin. Bunday holatda obligatsiyaning joriy (keltirilgan) qiymati 1347,04 AQSH dollarini tashkil etadi.

$$50*\frac{1-\frac{1}{1{,}034^{40}}}{0{,}034^{40}} = 50*21{,}69029 = 1084{,}51 \text{ AQSH dollari.}$$

40 ta yarim yildan so‘ng olinadigan nominali 1000 AQSH dollariga va diskontlash stavkasi 3,4 foizga teng bo‘lgan joriy (keltirilgan) qiymat 262,53 AQSH dollariga teng:

$$\frac{1000}{1{,}034^{40}} = \frac{1000}{3{,}80909} = 262{,}53 \text{ AQSH dollari.}$$

Xuddi yuqoridagi kabi, PV = 1084,51+ 262,53 = 1347,04 AQSH dollari.

Agar obligatsiya bo‘yicha kutilayotgan daromad darajasi uning kupon stavkasiga teng, ya’ni 10 foiz bo‘lsa, obligatsiyaning narxi uning nominaliga teng bo‘ladi, ya’ni:

$$50*\frac{1-\frac{1}{1{,}050^{40}}}{0{,}050^{40}} = 50*17{,}15909 = 857{,}95 \text{ AQSH dollari.}$$

$$\frac{1000}{1{,}050^{40}} = \frac{1000}{1{,}21550} = 142{,}05 \text{ AQSH dollari.}$$

PV = 857,95 + 142,05 = 1000,0 AQSH dollari.

Ayrim obligatsiyalar bo‘yicha davriy kupon to‘lovlari amalga oshirilmaydi. Bunday holda investor foizli daromadni obligatsiyaning nominal qiymati bilan uni sotib olish narxi o‘rtasidagi farq hisobidan qo‘lga kiritadi. Ushbu turdagi obligatsiyalar nol kuponli obligatsiyalar deb ataladi.

Nol kuponli obligatsiyaning narxi quyidagi formula orqali aniqlanadi:

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C}{(1+r)^t} + \frac{M}{(1+r)^n}$$

Ushbu formuladan ko‘rinib turibdiki, nol kuponli obligatsiya narxi – bu nominal qiymatning keltirilgan qiymatidir. Shuni ta’kidlash joizki, bunday keltirilgan qiymatni hisoblashda diskontlash uchun qo‘llaniladigan davrlar soni obligatsiyaning muddati (yillarda) emas, balki yillar sonini 2 ga ko‘paytirilgan qiymatga teng bo‘ladi. Bu holda diskont stavkasi talab etiladigan yillik daromadlilikning yarmiga teng bo‘ladi.

Masalan, muddati 15 yil bo‘lgan, nominali 1000 AQSH dollari, talab etiladigan daromadliligi 9,4 foiz bo‘lgan nol kuponli obligatsiyaning narxi 252,12 AQSH dollarini tashkil etadi:

M = 1000 AQSH dollari;

r = 0,0471;

n = 30;

$P = 1000 / 1{,}0473^{30} = 252{,}12$ AQSH dollari.

Obligatsiyaning fundamental xususiyatlaridan biri shundaki, uning narxi har doim talab etiladigan daromadlilikka teskari yo‘nalishda o‘zgaradi. Bu holatning sababi shundaki, obligatsiya narxi – bu kelgusidagi pul oqimlarining joriy (keltirilgan) qiymatidir.

Milliy qarz bozorida chakana bitimlar soni sakkiz baravar ko'paygan, uning hajmi esa 40 foizdan ortiq o'sgan. 2025 yilda fond bozorining rivojlanishi, prognozlarga ko'ra, qarz vositalarining rolini yanada kuchaytirish va, ehtimol, xalqaro platformalar, masalan, Bloombergda savdoni yo'lga qo'yish bilan bog'liq bo'ladi.

Mamlakatimizda obligatsiyalar bo'yicha operatsiyalarning asosiy drayveri "Biznes finans mikromoliya tashkiloti" mikrokredit tashkilotining qimmatli qog'ozlari bo'ldi desak mubolag'a bo'lmaydi. Ikkilamchi bozor faollashgani munosabati bilan ushbu tashkilot hisobiga nominal qiymati 100 ming so'm (7,7 AQSh dollari) bo'lgan qimmatli qog'ozlar bilan 2,5 mingga yaqin bitimlar to'g'ri kelgan.

Kim oshdi savdosida ushbu kompaniya obligatsiyalari 27 foizlik daromadlilik bilan uchta chiqarilishi orqali sotilgan, bu ko'plab banklarning depozit stavkalaridan yuqori (2024 yil noyabr holatiga ko'ra jismoniy shaxslar uchun o'rtacha 22,1 foiz va yuridik shaxslar uchun 16,3 foiz)[17].

Qimmatli qog'ozlar savdosi xizmatini amalga oshiruvchi mutaxassislarning fikricha, ilgari korporativ obligatsiyalar asosan yuridik shaxslar va moliyaviy imkoniyati yuqori bo'lgan xususiy investorlar uchun chiqarilgan. Ularning nominal qiymati ancha yuqori - kamida 1 million so'm bo'lgan. Bu esa chakana investorlarning faoliyatini avtomatik ravishda cheklab qo'ygan, chunki bunday investitsiyalar ko'pchilik uchun imkonsiz bo'lgan.

Nominal qiymati atigi 100 ming so'm bo'lgan obligatsiyalarning chiqarilishi esa bozorda xususiy investorlarni faollashtirdi. Yaqin istiqbolda yuridik shaxslar kapitalni jalb qilish uchun obligatsiyalardan yanada faolroq foydalanishni boshlaydilar, investorlar o'z portfellariga qarz vositalarini jalb qilish orqali diversifikatsiya qilishga erishadilar.

[17] 2024-yil 1-yarim yilligi bo'yicha birja sharhi. www.uzce.uz

№	Эмитент	Код инструмента	Дата выпуска/ дата погашения	Купонная ставка, %	Номинальная цена одного бонда (UZS)	Количество выпущенных облигаций
1	OOO<AKFA MEDLINE>	UZ6057077AA8	26.04.2021/ 10.05.2026	6	10 000 000,00	21 100
2	OOO<BESHARIQ ISHONCH SAVDO>	UZ6057627AA0	30.06.2022/ 03.07.2025	22	1 000 000,00	10 000
3	OOO<CASH U MIKROMOLIYA TASHKILOTI>	UZ6057707AA0	09.09.2022/ 06.09.2024	22	1 000 000,00	2 500
4	OOO <DELTA MIKROMOLIYA TASHKILOTI>	UZ6058027AA2	15.12.2023/ 12.12.2024	36	10 000 000,00	1 500
5	OOO <Farg'ona Ishonch Savdo>	UZ6057637AA9	16.08.2022/ 21.08.2025	22	1 000 000,00	5 000
6	OOO<FAROVON HAYOT IFODASI>	UZ6057567AA8	19.04.2022/ 01.04.2025	24	1 000 000,00	2 000
		UZ6057567AB6	13.06.2022/ 13.06.2025	22	1 000 000,00	10 000
7	OOO<HAMKOR INVEST LIZING>	UZ6057757AA5	11.11.2022/ 10.11.2025	17	1 000 000,00	4 500
8	OOO<HAMKORMAZLIZING>	UZ6057767AA4	11.11.2022/ 10.11.2025	17	1 000 000,00	4 500
		UZ6057767AB2	25.04.2023/ 20.04.2026	18	1 000 000,00	8 500
9	OOO<IFODA AGRO KIMYO HIMOYA>	UZ6057617AA1	04.07.2022/ 24.06.2027	8	1 000 000,00	110 000
10	OOO<IMKON FINANS MIKROMOLIYA TASHKILOTI>	UZ6056967AB9	28.07.2022/ 24.07.2025	28	1 000 000,00	3 000
11	OOO<ISHONCH KREDIT SAVDO>	UZ6057667AA6	17.08.2022/ 23.08.2025	22	1 000 000,00	10 000
12	OOO<KIDS WORLD OF GOODS>	UZ6057787AA2	12.12.2022/ 11.12.2025	22	1 000 000,00	3 000
13	OOO<MIKRO LEASING>	UZ6057957AA1	28.09.2023/ 08.10.2024	20	10 000 000,00	500
14	OOO<NATURAL JUICE>	UZ6057777AA3	12.12.2022/ 10.12.2027	15	1 000 000,00	15 000
15	AO < O'zbekiston ipotekani qayta moliyalashtirish kompaniyasi>	UZ6056887AA1	17.10.2023/ 17.10.2026	19	1 000 000,00	140 000,00
16	OOO<SAIPRO GROUP>	UZ6058037AA1	19.12.2023/ 17.12.2028	24	50 000 000,00	1 000
17	OOO<STAR SITY SENTER>	UZ6057737AA7	04.10.2022/ 29.09.2025	22	1 000 000,00	5 000
18	OOO<TRUST IMPORTANT TRADE>	UZ6057897AA9	16.06.2023/ 15.06.2026	22	1 000 000,00	5 000
19	OOO<TRUST TRADE ASIA>	UZ6057727AA8	19.09.2022/ 14.09.2025	22	1 000 000,00	5 000
20	OOO<Trust Trade Partner>	UZ6057647AA8	16.08.2022/ 21 08.2025	22	1 000 000,00	5 000
21	OOO<TRUST VALLEY TRADE>	UZ6057837AA5	04.05.2023/ 23.04.2026	22	1 000 000,00	7 000
22	OOO<TURIST BIZNES TRADE>	UZ6057717AA9	15.09.2022/ 14.09.2025	22	1 000 000,00	5 000
23	OOO <UZREPORT>	UZ6056997AA8	03.12.2020/ 13.12.2025	22	50 000 000,00	600
24	OOO<VARIANT RETAIL FINANCE>	UZ6057657AA7	17.08.2022/ 21.08.2025	20	1 000 000,00	20 000
		UZ6057657AB5	22.05.2023/ 16.05.2026	20	1 000 000,00	20 000
		UZ6057657AC3	23.06.2023/ 21.06.2026	20	1 000 000,00	30 000
		UZ6057657AD1	29.04.2024/ 29.04.2027	20	1 000 000,00	30 000
25	OOO <CHINARA BIZNES KREDT LOMBARD>	UZ6058377AA1	30.05.2024/ 16.06.2027	24	1 000 000,00	2 300
26	OOO <WITH US FOREVER>	UZ6058457AA1	19.06.2024/ 19.06.2027	22	1 000 000,00	12 000
27	OOO <PERFECT NETWORK>	UZ6058467AA0	24.06.2024/ 19.06.2024	22	1 000 000,00	20 000

2.5. Obligatsiyalar qiymatini baholash modellari

Obligatsiyalarning daromadliligini baholashning bir nechta modellari mavjud. Bular quyidagilar:

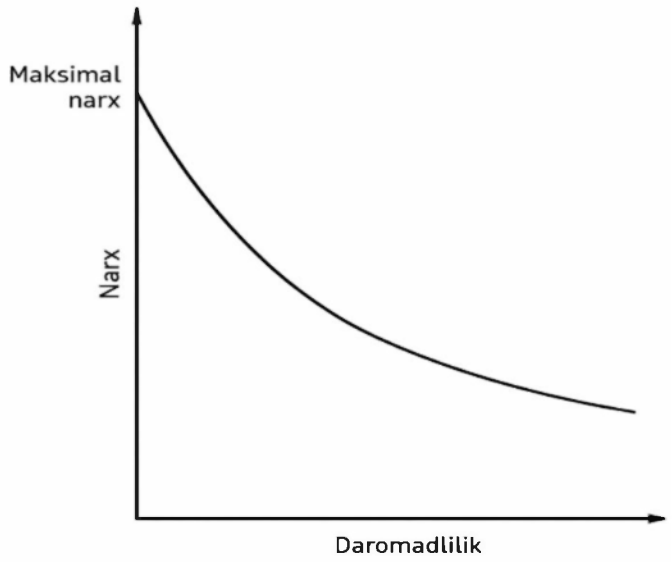
Kelajakdagi pul oqimlarini diskontlash. Bu model obligatsiya bo‘yicha kelgusida to‘lanadigan kupon to‘lovlari va asosiy qarz (nominal) summasini hozirgi vaqtdagi daromaddorlik stavkasi bo‘yicha diskontlash (ya’ni kelajak qiymatini hozirgi qiymatga keltirish) tamoyiliga asoslanadi. Daromaddorlik stavkasi qancha yuqori bo‘lsa, obligatsiyaning baholangan (hozirgi) qiymati shuncha past bo‘ladi.

Qiyosiy tahlil. Bu modelda obligatsiya birjada savdoda bo‘lgan o‘xshash obligatsiyalar narxlari bilan taqqoslanadi. Qiyosiy tahlil orqali mazkur obligatsiyaning boshqalarga nisbatan premiya (qo‘shimcha qiymat) yoki diskont (arzonlashtirilgan qiymat) holati aniqlanadi.

So‘ndirishgacha bo‘lgan daromadliligi (Yield to Maturity, YTM)ni aniqlash. YTM – bu investor obligatsiyani to‘lov muddatigacha ushlab tursa, oladigan ko‘zlangan umumiy daromad miqdoridir. U kelgusidagi pul oqimlarini (kupon to‘lovlari va nominal qaytarilishi) diskontlash orqali hisoblanadi, shundayki natijada ularning hozirgi qiymati obligatsiyaning joriy bozor narxiga teng bo‘ladi.

Agar talab etiladigan daromadlilik oshsa, pul oqimlarining keltirilgan qiymati kamayadi, shu bilan birga obligatsiya narxi ham pasayadi. Aksincha, talab etiladigan daromadlilik pasayganda keltirilgan qiymat va obligatsiya narxi oshadi.

Obligatsiya narxi va daromadlilik o‘rtasidagi bog‘liqlikni grafik ko‘rinishida tasvirlasak, u egri chiziq shaklga ega ekanligi aniqlanadi. Bunday egri chiziq obligatsiyaning investitsion xususiyatlarini baholashda muhim ahamiyat kasb etadi. Grafikda egri chiziq vertikal o‘qni kesib o‘tgan nuqtadagi narx obligatsiya uchun eng yuqori narx bo‘lib, u diskontlanmagan pul oqimlari summasiga, ya’ni barcha kupon to‘lovlari va nominal qiymat yig‘indisiga teng.



2.2-chizma. Obligatsiya narxi va daromadlilik o‘rtasidagi bog‘liqlik

Bozor daromadliliklari doimiy ravishda o‘zgarib turadi. Yangi talab etiladigan daromadlilikka moslashuvchi yagona o‘zgaruvchi – bu obligatsiya narxidir. Agar kupon stavkasi talab etiladigan daromadlilikka teng bo‘lsa, obligatsiya narxi uning nominaliga teng bo‘ladi.

Agar bozor daromadliligi kupon stavkasiga nisbatan oshsa, obligatsiya narxi pasayadi. Aks holda investorlar past daromadli obligatsiyani sotib olmas edilar. Natijada talab kamayishi narxning tushishiga va daromadlilikning oshishiga olib keladi. Shu sababli obligatsiya narxi nominaldan past bo‘ladi va u diskont bilan sotiladi.

Agar talab etiladigan bozor daromadliligi kupon stavkasiga nisbatan past bo‘lsa, obligatsiya premiya (mukofot) bilan, ya’ni nominaldan yuqori narxda sotiladi. Chunki investor nominal narxda sotib olgan taqdirda bozorga nisbatan yuqori daromad olar edi. Narx shunga qadar oshib boradiki, obligatsiya daromadliligi bozor talabiga tenglashadi.

Umumiy holda bu munosabatlar quyidagicha ifodalanadi:

– Kupon stavkasi < talab etiladigan daromadlilik, narx < nominal (obligatsiya diskont bilan sotiladi);

– Kupon stavkasi = talab etiladigan daromadlilik, narx = nominal;

– Kupon stavkasi > talab etiladigan daromadlilik, narx > nominal (obligatsiya mukofot bilan sotiladi).

Agar obligatsiya sotib olingan vaqtdan to muddati yetib kelgunga qadar talab etiladigan daromadlilik o‘zgarmasa, nominal qiymatda sotilayotgan obligatsiya narxi o‘zgarishsiz qoladi.

Biroq obligatsiya diskont yoki premiya bilan sotilayotgan bo‘lsa, vaqt o‘tishi bilan uning narxi o‘zgaradi. Diskont bilan sotilayotgan obligatsiya narxi muddat yaqinlashgan sari oshib boradi, premiya bilan sotilayotgan obligatsiya narxi esa pasayadi. Har ikki holatda ham muddat tugagan paytda narx nominalga tenglashadi.

Obligatsiya narxining o‘zgarishi quyidagi sabablar bilan izohlanadi:

1. Emitent kredit sifatining o‘zgarishi natijasida talab etiladigan daromadlilik o‘zgarishi.
2. Diskont yoki premiya bilan sotilayotgan obligatsiya narxining, daromadlilik o‘zgarmas holda, muddat yaqinlashgan sari o‘zgarishi.
3. Taqqoslanuvchi obligatsiyalar daromadliligining o‘zgarishi, ya’ni bozor tomonidan talab etiladigan daromadlilikning o‘zgarishi.

Ichki opsionlari bo‘lmagan va defolt riski mavjud bo‘lmagan obligatsiyalar uchun pul oqimlari aniq ma’lum. Ammo aksariyat obligatsiyalar uchun pul oqimlari aniq emas. Buning asosiy sababi – emitentning obligatsiyani muddatidan oldin qaytarib olish huquqi mavjudligi.

Foiz stavkalari kupon stavkasiga nisbatan keskin pasaysa, emitent obligatsiyani muddatidan oldin qaytarib olib, past kuponli yangi obligatsiya chiqarishdan manfaatdor bo‘ladi. Shu sababli muddatidan oldin qaytarilishi mumkin bo‘lgan obligatsiyalar pul oqimlari bozor foiz stavkalariga bog‘liq bo‘ladi.

Obligatsiyalar bo‘yicha talab etiladigan daromadliliklar uchun etalon sifatida davlat g‘aznachilik qimmatli qog‘ozlari daromadliligi qabul qilinadi.

Obligatsiyalarni narxlashda odatda barcha pul oqimlari bitta diskont stavkasi bilan diskontlanadi, deb faraz qilinadi. Aslida esa har qanday obligatsiyani nol kuponli obligatsiyalar to‘plami sifatida ko‘rish mumkin va har bir alohida pul oqimi uchun mos diskont stavkasi qo‘llanilishi lozim.

2.5.1. Obligatsiyalar daromadliligining turlari

Obligatsiyaning daromadliligi deganda qarz beruvchi (yoki qarz beruvchi) obligatsiyani sotib olib, uni saqlab turish yoki sotish orqali oladigan daromad miqdori tushuniladi.

Sodda qilib aytganda, obligatsiya daromadliligi – bu obligatsiyadan olinadigan foizli daromadning uning sotib olish narxiga nisbatidir.

Obligatsiya daromadliligi bo‘yicha hisob-kitoblar ushbu investitsion vositaga mablag‘ kiritishning eng asosiy jihati bo‘lib, investor (qarz beruvchi)larga potensial daromadlilikni ta’minlashga xizmat qiladi.

Obligatsiyalarning daromadliligi haqida gapirganda dastlab quyidagi daromad turlarini izohlash lozim:

1. Kupon daromadi – bu obligatsiya emitenti obligatsiya nominal qiymatiga nisbatan investor (qarz beruvchi)larga foiz shaklida to‘lashni o‘z zimmasiga oladigan stavkadir. Kuponli daromad kafolatlangan bo‘lib, odatda yilda bir marta yoki yarim yillik to‘lovlar orqali amalga oshiriladi. Kupon miqdori emitent tomonidan obligatsiyani bozorga joylashtirish vaqtida belgilanadi va u doimiy (qat’iy) yoki o‘zgaruvchan bo‘lishi mumkin.

2. Obligatsiya narxining o‘zgarishidan daromad – Obligatsiyaning bozordagi narxi turli omillarga qarab o‘zgarishi mumkin: foiz stavkalaridagi o‘zgarishlar, emitentning kredit reytingi, to‘lov muddati yoki boshqa omillar. Agar obligatsiya narxi oshsa, investor uni qimmatroq narxda sotib, foyda oladi. Agar narx pasaysa – uni sotishda zarar ko‘radi. Demak, obligatsiya narxi o‘zgarishidan olinadigan daromad barqaror emas va u moliya bozorlaridagi joriy vaziyatga bog‘liq.

Misol uchun, siz nominali 1000 so‘m bo‘lgan obligatsiyani 900 so‘mga sotib oldingiz. Emitent yiliga 10% (ya’ni 100 so‘m) to‘laydi. Muddat oxirida siz 1000 so‘mni qaytarib olasiz. Shunday qilib, 5 yilda siz jami 500 so‘m kupon olasiz va 100 so‘m narx farqidan foyda qilasiz.

Umumiy daromadingiz - 600 so‘m, ya’ni dastlabki kiritgan mablag‘ning 66,6%.

3. Obligatsiyalarni so‘ndirishdagi daromad. Obligatsiya so‘ndirilganida emitent investorga uning nominal qiymatini qaytarib beradi. Agar investor obligatsiyani nominaldan arzonroq narxda sotib olgan bo‘lsa, u holda to‘lov vaqtida u nominal qiymat bilan sotib olish narxi orasidagi farqqa teng foyda oladi. Bunday daromad oldindan ma’lum bo‘ladi va qat’iy belgilangan hisoblanadi.

Obligatsiya daromadliligining quyidagi asosiy turlari mavjud:

- kuponli daromadlilik,
- joriy (hozirgi) daromadlilik,
- oddiy to‘lov muddatigacha bo‘lgan daromadlilik,
- samarali to‘lov muddatigacha bo‘lgan daromadlilik.

Qarz beruvchi qaysi turini hisobga olishi, u obligatsiyani qancha muddat saqlab turishni rejalashtirayotganiga bog‘liq. Har bir turni alohida ko‘rib chiqamiz.

Kuponli daromadlilik – bu obligatsiya nominaliga nisbatan emitent bir yilda qarz beruvchiga to‘laydigan foiz miqdori. To‘lov jadvali oldindan ma’lum bo‘ladi.

Kupon miqdori o‘zgaruvchan yoki doimiy bo‘lishi mumkin. Masalan, obligatsiyaning nominal qiymati 1000 so‘m, muddati 5 yil, kupon foizi 10% (ya’ni yiliga 100 so‘m). Agar to‘lovlar yiliga 4 marta amalga oshirilsa, har chorakda 25 so‘mdan to‘lanadi. Qarz beruvchi obligatsiyani to‘lov muddatigacha ushlab tursa, umumiy daromadi 500 so‘m (boshlang‘ich sarmoyaning 50%) bo‘ladi.

Agar obligatsiya nominal qiymati bo‘yicha sotib olinsa, uning umumiy daromadliligi kuponli daromadlilikka teng bo‘ladi.

Joriy (hozirgi) daromadlilik. Agar obligatsiyani birja orqali sotib olsangiz, uning narxi odatda nominaldan farq qiladi – yuqori yoki past bo‘lishi mumkin. Bu narx talab va taklifga bog‘liq.

Masalan, obligatsiyaning nominali 1000 so‘m, kuponi 10% - yiliga 100 so‘m. Birjada uni 900 so‘mdan sotishmoqda. Emitent hali ham yiliga 100 so‘m to‘laydi, lekin bu narxga nisbatan 11,1% bo‘ladi. Demak, joriy daromadlilik 11,1% ni tashkil etadi.

Obligatsiyaning joriy daromadliligini ushbu formula orqali aniqlaymiz:

$$\text{Joriy daromadlilik} = \frac{Kupon\ miqdori}{Obligatsiyaning\ bozor\ narxi} \times 100\%$$

Narx nominaldan qancha past bo‘lsa, daromadlilik shuncha yuqori bo‘ladi.

Oddiy to‘lov muddatigacha bo‘lgan daromadlilik. Agar qarz beruvchi obligatsiyani to‘lov muddatigacha ushlab turishni rejalashtirayotgan bo‘lsa, uning umumiy daromadini quyidagicha hisoblash mumkin:

$$D = \frac{Qarz\ beruvchi\ daromadi}{Sotib\ olish\ narxi} \times 100\%$$

Ushbu formulada qarz beruvchining daromadi obligatsiyaning nominalidan sotib olish narxini chegirib, kupon to‘lovlarini qo‘shish orqali aniqlanadi. Masalan, obligatsiya nominali 1000 so‘m, sotib olish narxi 900 so‘m, kupon foizi 10%, muddati 5 yil. 5 yilda jami 500 so‘m kupon to‘lanadi, shuningdek, 100 so‘m qiymat farqidan foyda olinadi. Umumiy daromad - 600 so‘m, ya’ni sarmoyaning 66,6%.

Samarali (effektiv) to‘lov muddatigacha bo‘lgan daromadlilik – agar qarz beruvchi kupon to‘lovlarini ham xuddi shunday obligatsiyalarga qayta sarmoya qilsa, oladigan umumiy foiz miqdori. Bu formula ancha murakkab va bozordagi foiz stavkalari o‘zgarishi oldindan aniqlanmaydi.

Kuponsiz obligatsiyalar bo‘yicha kupon to‘lovlari amalga oshirilmaydi. Biroq ularda ham nominal qiymat va to‘lov muddati mavjud. Kuponsiz obligatsiyalar odatda nominaldan arzonroq narxda sotiladi. Masalan, nominali 1000 so‘m bo‘lgan obligatsiyani 800 so‘mga sotib olib, muddat oxirida 1000 so‘m qaytarilsa, qarz beruvchi 200 so‘m foyda oladi.

Agar qarz beruvchi uni birjada 900 so‘mga sotsa, 100 so‘m qo‘shimcha foyda qiladi. Daromadlilik bozor narxi bilan nominal qiymati orasidagi farqqa bog‘liq.

Obligatsiyani so‘ndrish muddati uzoq bo‘lsa, obligatsiya narxi foiz stavkasining o‘zgarishiga kuchliroq ta’sir ko‘rsatadi: stavka oshsa – narx pasayadi. Muddat yaqinlashgan sari daromadlilik kamayadi, chunki bozor narxi bilan nominal o‘rtasidagi farq qisqaradi.

To‘plangan kuponli daromad. Agar obligatsiya egasi uni muddatidan oldin sotmoqchi bo‘lsa, avval to‘plangan kuponlar yo‘qolmaydi - ular qiymati obligatsiya narxiga qo‘shiladi. Masalan, kupon har yarim yilda 50 so‘mdan to‘lanadi. 3 oy o‘tgach, obligatsiyani sotsangiz, siz 25 so‘m to‘plangan daromadga egasiz. Agar uni 900 so‘mdan sotsangiz, birjada umumiy narx 925 so‘m bo‘ladi. Keyingi qarz beruvchi 3 oydan keyin 50 so‘m kuponni oladi.

Xalqaro amaliyotda obligatsiyaning so‘ndirish muddatigacha bo‘lgan daromadliligi muhim ahamiyatga ega. Obligatsiyaning ushbu daromadlilik turi eng ko‘p ishlatiladigan va eng ishonchli daromadlilik turi bo‘lib, ko‘pincha YTM (Yield to Maturity) sifatida qo‘llaniladi. Uni hisoblash uchun quyidagi formuladan foydalanamiz:

$$\text{YTM} = \frac{C+\frac{N-P_O}{n}}{\frac{N-P_O}{2}}$$

YTM – obligatsiyani so‘ndirishgacha bo‘lgan daromadliligi;

C – hisobot davri (masalan, 1 yil)da hisoblanadigan kupon to‘lovlari miqdori;

N – obligatsiyaning nominal bahosi;

P_o – obligatsiyaning joriy bahosi (sotib olish bahosi);

n – obligatsiyani so‘ndirishgacha bo‘lgan davrlar soni.

Odatda, investorlar oboligatsiyalarni ularning so‘ndirish muddatigacha saqlab tursa, so‘ndirishgacha bo‘lgan daromadliligi ko‘rsatkichidan foydalanishadi. Boshqa holatlarda esa obligatsiyaning joriy daromadliligidan foydalanish mumkin, bunda turli so‘ndirish muddatiga ega obligatsiyalarni bir-biri bilan taqqoslash imkoniyati

yaratiladi. Obligatsiya birjada sotilishni boshlashigacha uning kupon daromadliligidan foydalanish lozim.

Tayanch so‘z va iboralar

Diskontlash, diskont stavkasi, diskontlash koeffitsiyenti, pul oqimi, joriy (keltirilgan) va kelajakdagi qiymat, foiz stavkasi, obligatsiya, obligatsiya daromadliligi, nominal, kupon.

O‘z-o‘zini nazorat qilish uchun savollar

1. Diskontlash va kompaunding tushunchalarini izohlang.
2. Nima uchun turli davrdagi pul mablag‘larini taqqoslab bo‘lmaydi?
3. Pulning joriy va kelajakdagi qiymati bir-biri bilan qanday farqlanadi?
4. Foiz stavkasi nima va uni hisoblashning qanday turlari mavjud?
5. Moliyaviy aktivlarning daromadliligi deganda nimani tushunasiz?
6. Obligatsiyaning qanday turlari mavjud?
7. Obligatsiya daromadliligi nima va uni qanday aniqlash mumkin?
8. Obligatsiya daromadliligining qanday turlari mavjud?

Amaliy topshiriqlar

1-masala

Korxona bankdan 2,0 mln. rublga kredit jalb qilmoqchi va muddat yakunida u uchun 300,0 ming rubl to‘lovni amalga oshirmoqchi. Agar tijorat bankida kreditlar bo‘yicha yillik foiz stavkasi 21 % bo‘lsa, korxona kreditni qancha muddat (kun)ga jalb etishi mumkin?

2-masala

Korxona tijorat bankidan 10,0 mln. rubl kreditni yillik 21% stavkada jalb qildi. Tijorat bankiga qaytariladigan mablag‘ 12,0 mln. rubldan oshmasligi uchun kredit qancha muddatga olinishi kerak?

3-masala

Korxonaga 2,0 mln. rubl miqdorida kredit resurslari kerak. Bank unga shu summani quyidagi shartlar asosida taqdim etishga rozi: 90 kundan keyin 2,2 mln. rubl qaytarib berish kerak. Foiz stavkasini aniqlang.

4-masala

AJ vaqtinchalik bo‘sh turgan pul mablag‘i 1,0 mln. rublni tijorat bankiga 3 yilga omonatga joylashtirmoqchi. Bank oddiy foiz stavkasi asosida faoliyat yuritadi. Raqobatchi-bank sizga yillik 15 %lik stavka asosida o‘zining bankida omonat joylashtirishni taklif qildi. Raqobatchi-bank choraklik murakkab foiz (kapitalizatsiyalash) asosida faoliyat yuritadi. Tijorat banki AJga omonat bo‘yicha qanday stavka taklif qilsa, u Raqobatchi-bankni tanlamaydi?

5-masala

Ishlab chiqarish korxonasi investitsion fondni tashkil etish bo‘yicha qaror qabul qildi. Buning uchun u tijorat bankiga 5 yil davomida har yilning oxirida 5,0 mln. rublni yillik 15 foizlik stavkada murakkab foiz asosida joylashtirmoqchi. Inflyatsiyaning o‘rtacha yillik darajasi 7 %. Investitsion fondning nominal miqdorini hamda real miqdorini aniqlang.

6-masala

Investor ko‘chmas mulkka investitsiya kiritdi. Quyilma muddati 4 yil. Loyiha bo‘yicha pul oqimlari jadvalda keltirilgan. diskontlash stavkasi 26 %. Jami diskontlangan pul oqimini, ya’ni investor operatsiyadan oladigan mablag‘ni aniqlang. Loyiha samaralimi?

Davr	**1-yil**	**2-yil**	**3-yil**	**4-yil**
Quyilma	54000	12000	0	0
Tushum	6000	14000	60000	80000
Harajatlar	2000	4000	22000	36000
Sof pul oqimi, NCF				
Diskontlash stavkasi, %	26	26	26	26
Diskontlangan pul oqimi, NCF_D				

GLOSSARIY

Diskontlash	barcha to’lovlar qiymatini ma’lum bir vaqtga keltirish orqali pul oqimini baholash jarayoni
Diskontlash stavkasi	bo’lg‘usi pul tushumlarini joriy qiymatga aylantirish uchun foydalaniladigan iqtisodiy

	samara stavkasi.
Foiz	qarz beruvchining qarz oluvchidan qarzga berilgan pul mablag‘i uchun oladigan daromad ulushi
Premum qiymatli obligatsiya	obligatsiyaning bozordagi qiymati nominal qiymatidan yuqori bo’lgan obligatsiya.
Nominal qiymatli obligatsiya	obligatsiyaning bozordagi qiymati nominal qiymatiga teng bo’lgan obligatsiya.
Diskont qiymatli obligatsiya	obligatsiyaning bozordagi qiymati nominal qiymatidan past bo’lgan obligatsiya
Kuponli daromadlilik	obligatsiya nominaliga nisbatan emitent bir yilda qarz beruvchiga to‘laydigan foiz miqdori
Samarali (effektiv) to‘lov muddatigacha bo‘lgan daromadlilik	agar qarz beruvchi kupon to‘lovlarini ham xuddi shunday obligatsiyalarga qayta sarmoya qilsa, oladigan umumiy foiz miqdori
YTM	obligatsiyani so‘ndirishgacha bo‘lgan daromadliligi

III BOB. KORPORATIV MOLIYADA MOLIYAVIY QARORLAR QABUL QILISH

3.1. Investitsion qarorlarning strategik jihatlari

Investitsion qarorlar iqtisodiy subyektlarning rivojlanishida muhim ahamiyat kasb etadi. Ular nafaqat qisqa muddatli moliyaviy natijaga, balki uzoq muddatli barqaror o'sishga, raqobatbardoshlikni oshirishga va korporativ strategiyani amalga oshirishga xizmat qiladi. Shu sababli, investitsion qarorlarning strategik jihatlarini alohida tahlil qilish dolzarb hisoblanadi.

Birinchidan, investitsion qarorlarning strategik mohiyati ularning uzoq muddatli rivojlanishga yo'naltirilganligida namoyon bo'ladi. Investitsiya loyihalari odatda 5–10 yil va undan ortiq vaqt mobaynida amalga oshiriladi hamda korxonaning kelgusidagi moliyaviy barqarorligi va bozor mavqeiga bevosita ta'sir ko'rsatadi. Masalan, yangi ishlab chiqarish quvvatlarini yaratish yoki innovatsion texnologiyalarni joriy etish korxonaning strategik rivojlanish yo'nalishini belgilab beradi.

Ikkinchidan, strategik investitsion qarorlar korxonaning raqobatbardoshligini ta'minlash vositasi hisoblanadi. Kapital qo'yilmalar yordamida ishlab chiqarish xarajatlarini kamaytirish, mahsulot sifatini oshirish va yangi bozor segmentlariga kirish imkoniyatlari yuzaga keladi. Bu esa korxonaga raqobatchilar ustidan ustunlik berib, bozor ulushini kengaytirishga xizmat qiladi.

Uchinchidan, strategik investitsion qarorlar har doim muayyan risk va noaniqliklar bilan bog'liq bo'ladi. Bozor sharoitining o'zgarishi, siyosiy omillar, texnologik taraqqiyot yoki global iqtisodiy inqirozlar investitsion loyihalarning samaradorligiga salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin. Shu sababli, risklarni baholash, diversifikatsiya siyosatini yuritish va kapitalni samarali taqsimlash strategik qarorlarning ajralmas tarkibiy qismidir.

To'rtinchidan, strategik qarorlar moliyaviy resurslardan samarali foydalanishni talab qiladi. Yirik investitsion loyihalar katta hajmdagi kapitalni jalb etishni ko'zda tutadi. Shu jihatdan, investitsiya qarorlarini

qabul qilishda Net Present Value (NPV), Internal Rate of Return (IRR), Payback period (PP) kabi moliyaviy mezonlar bilan bir qatorda, kelajakdagi texnologik ustunlik, kompaniya imidji va ijtimoiy mas'uliyat kabi omillar ham hisobga olinishi zarur.

Beshinchidan, zamonaviy sharoitda investitsion qarorlarning strategik jihatlari ijtimoiy va ekologik omillar bilan ham chambarchas bog'liqdir. Korxonalarning investitsiya siyosati ESG tamoyillariga – ekologiya, ijtimoiy mas'uliyat va korporativ boshqaruv standartlariga muvofiq bo'lishi, barqaror rivojlanishga hissa qo'shishi kutiladi. Bu esa nafaqat iqtisodiy samaradorlikni, balki korxonaning ijtimoiy mas'uliyatini ham kuchaytiradi.

Xulosa qilib aytganda, investitsion qarorlarning strategik jihatlari korxonaning uzoq muddatli rivojlanish konsepsiyasini shakllantirish, raqobatbardoshlikni oshirish, risklarni boshqarish, moliyaviy resurslarni samarali taqsimlash hamda ijtimoiy-ekologik mas'uliyatni ta'minlashda muhim rol o'ynaydi. Shu bois, strategik investitsion qarorlar nafaqat moliyaviy ko'rsatkichlar asosida, balki keng qamrovli iqtisodiy, ijtimoiy va ekologik omillarni hisobga olgan holda qabul qilinishi zarur.

3.2. Loyihalarni baholashning moliyaviy-iqtisodiy baholash mezonlari

Investitsion loyiha samaradorligini asoslash mezonlari bo'lib, maksimum foyda yoki daromadlilik, maqsadga erishish vaqtidagi minimum mehnat sarflari, bozor ulushi, mahsulot sifati va bahosi, zararsizlik nuqtasi va boshqalar hisoblanadi. Umuman olganda, samaradorlikni tahlil etishning asosiy maqsadi: aniqlash, tahlil qilib chiqish va maqbul qarorlar qabul qilish hisoblanadi. Investitsion qarorlarni qabul qilish esa, qisman, kredit olish yoki mablag'larni joylashtirishdagi foiz stavkasiga bog'liq bo'ladi.

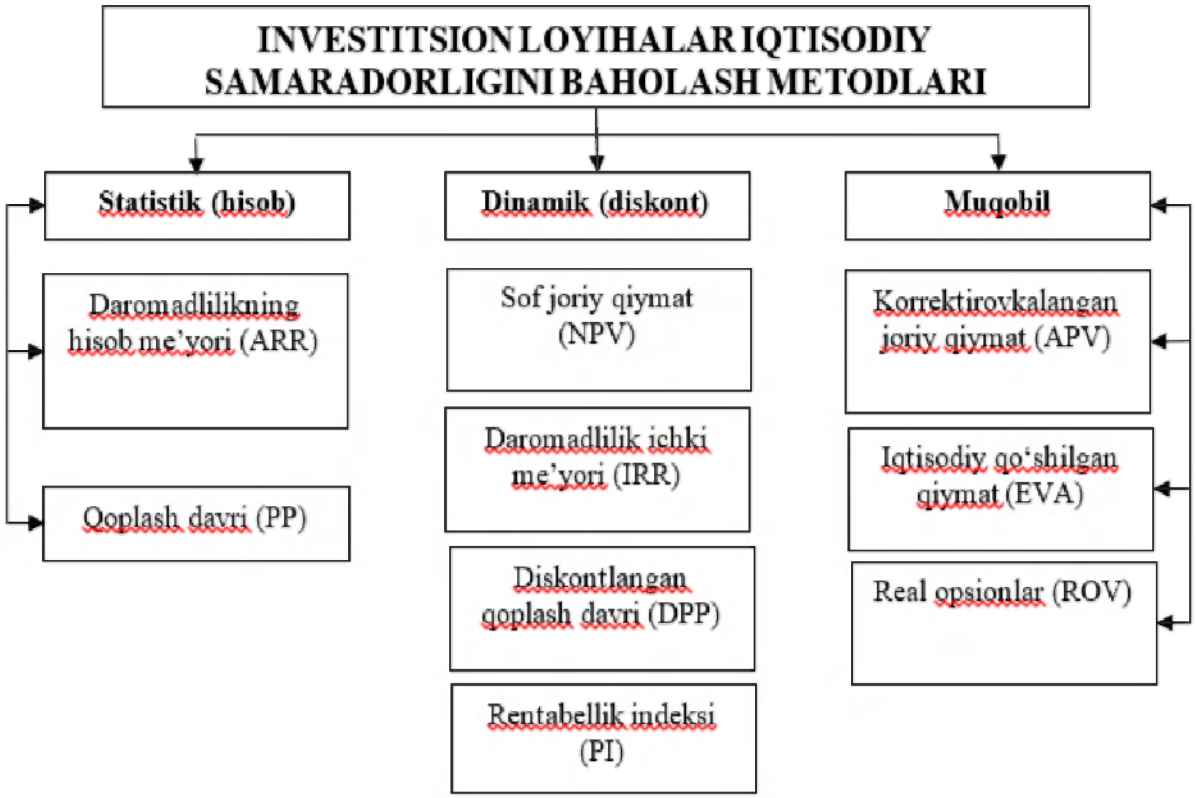
Iqtisodiy baholash esa, investitsiya loyihasining potensial qobiliyati, shu loyihaga qo'yilgan mablag'larning qiymatini saqlab qolishda va ularning o'sishi sur'atini yetarli darajasini yaratib berishda foydalaniladi. Odatda, investitsiya loyihalari iqtisodiy samaradorligini baholash oltita usulni o'z ichiga qamrab oladi. O'z navbatida, ularni ikki

asosiy guruhga ajratish mumkin: diskontlash konsepsiyasidan foydalanishni nazarda tutmaydigan usullar va pul oqimini diskontlashtirish asosida baholash usullari (3.1-chizma).

Investitsiyalarni rejalashtirishda ularning samaradorligini baholash pul oqimlari prognozidan foydalanilgan holda hisoblanadigan sof joriy qiymat, investitsiyalar rentabelligi (profitability investment – PI), daromadlilikning ichki me'yori, investitsiyalarni qoplash muddati (payback period – PP), yillik foiz stavkasi (annualized percentage rate – ARR) ko'rsatkichlari asosida amalga oshiriladi.

Uzoq muddatli kapital qo'yilmalar to'g'risida qaror qabul qilish uchun quyidagi ikkita eng muhim (asos bo'ladigan) asosni tasdiqlovchi axborotga ega bo'lish zarur:

- qo'yiladigan kapital to'la qoplanishi lozim;
- mazkur operatsiya natijasida olinadigan foyda miqdori yetarli darajada yuqori bo'lishi va yakuniy natijaning noaniqligi sharoitida yuzaga kelishi mumkin bo'lgan moliyaviy risklarni qoplay olishi lozim.



3.1-chizma. Investitsiyalar iqtisodiy samaradorligini baholash metodlari tasniflanishi

Investitsion loyihalar iqtisodiy samaradorligini baholash uchun qo'llaniladigan metodlar tizimini uchta guruhga bo'lish mumkin: dinamik (vaqt omilini hisobga oluvchi), statistik (hisob) va muqobil metodlar. Bu jarayonda qo'llaniladigan metodlar va ularga mos keluvchi mezonlar quyidagi 3.1-chizmada keltirilgan

Bugungi kunda korporativ moliyani boshqarish amaliyotida ko'pincha investitsiyalar samaradorligini baholashdagi zamonaviy yondashuvlarni o'zida aks ettiruvchi dinamik mezonlardan foydalaniladi. Ularning qo'llanilishi qarorlar qabul qilish jarayonida talab qilinadigan daromadlilik me'yori, vaqt bo'yicha pul mablag'lari qiymati, loyiha risklilik darajasi, kapital bahosi kabi muhim omillarni hisobga olish va muvofiqlashtirish imkonini beradi.

Dinamik metodlar ba'zida diskontli metodlar deb ataladi va ular investitsion loyihani amalga oshirish bilan bog'liq pul oqimlarining joriy miqdorini aniqlashga xizmat qiladi. Bu jarayon quyidagilarga imkon beradi:

- loyihani amalga oshirishning har bir davri oxiridagi pul oqimini aniqlash;
- mos davrlar bo'yicha olingan barcha ijobiy pul oqimlarini qayta investitsiyalash imkoniyatlari;
- loyiha bo'yicha qo'yilmaga mos foiz stavkasi ko'rinishida aks etgan loyiha samaradorligini baholash.

Bunday baholash sifatida, odatda, quyidagilardan foydalaniladi:

- korxona uchun kapitalning o'rtacha yoki chegaraviy qiymati;
- uzoq muddatli kreditlar va moliyaviy instrumentlar bo'yicha foiz stavkalari;
- bir xil risk darajalariga ega muqobil qo'yilmalar daromadliligi;
- investor talab qiladigan qo'yilmalar daromadliligi me'yori va boshqalar.

Amalda bunday baholash natijasiga ta'sir ko'rsatuvchi omillar inflyatsiya va risk hisoblanadi. Quyida baholash haqida so'z yuritganda "diskont me'yori" atamasidan foydalangan holda uning iqtisodiy tarkibini ko'rib chiqamiz.

Investitsiya loyihasini ko'rsatkichlaridan foydalangan holda amaldagi nazariyada mavjud bo'lgan fomulalarni qo'llagan holda loyihaning iqtisodiy samaradorligini diskontlashga asoslangan usullar asosida hisoblaymiz.

1-usul: Sof joriy qiymat (Net Present Value – *NPV*) - investitsiyalash ob'ektidan foydalanish davrida oldindan qat'iy belgilangan va o'zgarmas foiz stavkasida olinadigan daromadlar va qilinadigan harajatlarning alohida muayyan davrdagi barcha kirim va chiqimlarning diskontlashtirilishi yo'li bilan olingan va ular o'rtasidagi farqni ifodalovchi qiymat. Uning mohiyati shundaki, yillik sof pul oqimi miqdori har bir davr uchun loyihani amalga oshirishning boshlang'ich yiliga keltiriladi va u oqibatda o'zini pul miqdorida sof joriy qiymat yoki sof diskontlashtirilgan daromad sifatida namoyon etadi. Uni hisoblash formulalari quyidagicha:

$$NPV = \sum_{t=0}^{n} \frac{CF_t}{(1+r)^t} = \sum_{t=0}^{n} \frac{CIF_t}{(1+r)^t} - \sum_{t=0}^{n} \frac{COF_t}{(1+r)^t}$$

bu yerda, r – diskont me'yori;

n – loyihani amalga oshirish davrlari soni;

CF_t – t davrdagi loyiha operatsiyalaridan pul oqimlari;

CIF_t – t davrdagi loyihadan jami tushumlar;

COF_t – t davrdagi loyiha bo'yicha jami to'lovlar.

Sof joriy qiymat (*NPV*)ni aniqlash natijasidagi umumiy yagona qoida shuki, $NPV > 0$ holatda loyiha amalga oshirish uchun qabul qilinadi. Qolgan holatlarda esa o'z-o'zidan inkor qilish lozim bo'ladi.

Agar hisob-kitob qilinganda pul oqimlarining sof joriy qiymati ijobiy ($NPV > 0$) bo'lsa, bu loyihani amalga oshirish vaqti davomida dastlabki harajatlar (IK_0) qoplangani va daromadlilik me'yori r talabiga mos foyda olinishi ta'minlanganini anglatadi. Boshqacha aytganda, *NPV* loyihani muvaffaqiyatli amalga oshirish natijasida *erishilgan*, yangitdan yaratilgan qo'shimcha qiymat hisoblanadi.

Salbiy miqdordagi *NPV* berilgan daromadlilik me'yori loyihaning zarar keltirishini va hech qanday qo'shimcha qiymat yaratilmasligini anglatadi. $NPV = 0$ da esa loyiha hech qanday daromad ham, zarar ham keltirmasligini anglatadi.

Misol ko'rib chiqamiz.

Kompaniya yangi uskuna sotib olishga mablag' yo'naltirmoqchi. Yangi uskunaning bahosi yetkazib berish va o'rnatish bilan 100000 birlikni tashkil etadi. Uskunani joriy etish natijasida 6 yil mobaynida mos ravishda 25000, 30000, 35000, 40000, 45000 va 50000 birlikdagi sof daromad olinishi kutilmoqda. Qabul qilingan diskont me'yori 10 foiz. Loyihaning iqtisodiy samaradorligini aniqlaymiz.

Quyidagi jadvalda mazkur misol uchun *NPV* ning to'liq hisob-kitobi keltirilgan (3.1-jadval).

3.1-jadval

Loyiha bo'yicha *NPV* hisob-kitobi, birlikda

t	IC_0	CF_t	*(1+r)t*	PV_t	*NPV*
0	-100000,0		1,00	-100000,0	-100000,0
1		25000,0	1,10	22727,27	-77272,73
2		30000,0	1,21	24793,39	-52479,34
3		35000,0	1,33	26296,02	-26183,32
4		40000,0	1,46	27320,54	1137,22
5		45000,0	1,61	27941,46	29078,68
6		50000,0	1,77	28223,70	57302,37
Jami	**-100000,00**	**225000,0**		**157302,37**	**57302,37**

Jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, pul oqimlari to'g'ri baholangan holatda loyiha amalga oshirilgan harajatlarni to'liq qoplash (taxminan 4-yil oxirida) imkonini beradi. Shuningdek, *NPV* (57302,37)ga teng birlikda qo'shimcha foyda olish imkonini beradi.

2-usul: Foydaning ichki me'yori usuli (IRR) - bu pul tushumlarining diskont qiymati pul chiqimlarining diskont qiymatiga teng bo'lgandagi daromadlilik darajasi yoki bo'lmasa loyihadan olingan sof tushumlarning diskontlangan qiymati investitsiyalarniig diskontlangan qiymatiga, sof joriy qiymat esa nolga teng bo'lgandagi diskont me'yoridir. Bu ko'rsatkichni aniqlash uchun sof joriy qiymatni aniqlashda ishlatilgan formuladan foydalaniladi va sof joriy qiymat nolga tenglashadigan minimal foiz stavkasi topiladi. Aynan shu foiz

stavkasi foydaning ichki me'yori usuli deb nomlanadi. Bu usul iqtisodiyotda rentabellikning ichki me'yori, qoplash yoki samaradorlik koeffitsiyenti, kapital qo'yilmalarning chegaraviy samaradorligi deb ham yuritiladi. Uni hisoblash formulasini quyidagi tenglamada ifodalash mumkin:

$$NPV = \sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+d)^t} - I_0 = 0$$

3-usul: Investitsiyalarniig rentabelligi usuli (RI) - diskontlashtirilgan daromadlarning diskontlashtirilgan investitsiya harajatlariga nisbatini hisoblab topishga asoslangan. Bu qanday holatda investor boyligi o'sishi mumkinligini ko'rsatib beradi va quyidagicha aniqlanadi:

$$PI = \left[\sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+d)^t} \right] / I_0$$

bu yerda:

I_o - boshlang'ich investitsiyalar;

d – diskont stavkasi;

SFt-t davrda olingan pul tushumlari.

Investitsiya rentabelligi ko'rsatkichi firma (yoki investor) mablag'lari 1 so'm hisobida qanday hollarda o'sishini aniqlash imkonini beradi.

Agar investitsiya sarflari turli davrlarda (uzoq amalga oshirilsa, (RI)ni aniqlash formulasi quyidagicha bo'ladi:

$$PI = \left[\sum_{t=1}^{n} \frac{CF_t}{(1+d)^t} \right] / \left[\sum_{t=1}^{n} \frac{I_t}{(1+d)^t} \right],$$

bu yerda, I_t – t yildagi investitsiyalar. Investitsiyalarning rentabelligi va sof joriy qiymat ko'rsatkichlarini taqqoslama baholash shuni ko'rsatadiki, sof joriy qiymati o'sishi bilan investitsiyalar rentabelligi ham o'sadi va aksincha.

4-usul: Diskontlangan qoplanish muddati – qilingan investitsiyalarning joriy qiymatini diskontlashtirilgan pul tushumlari qiymati orqali to'liq qoplanish muddatini tavsiflab beradi.

$$DPP = \frac{I_0}{DCF(\Sigma)}$$

Har qanaqa loyiha amalga oshirilganda, u bilan bog‘liq pul oqimlarida harajatlar birlamchi harakterga ega. Ya’ni, avval investitsiyalar (vaholanki, ma’lum bir qismi bo’lsa ham) kiritaladi, so’ngra shu investitsiyalar evaziga pul tushumlari amalaga oshiriladi. Shunday ekan sof joriy qiymat (NPV)ni hisoblashda barcha pul oqimlari (pul tushumlari-CFt va investitsiya sarflari)ning qiymati dastlabki investitsiya summasi kiritilgan sanadagi qiymatga keltiriladi. Shu sababli, bir necha bosqichda moliyalashtirishni talab etadigan loyiha bo’yicha sof joriy qiymat hisoblanayotganda pul oqimlari qiymatlarini joriy qiymatga keltirish uchun foydalaniladigan boshlang‘ich davrdagi qiymat (dastlabki investitsiya)ga diskont stavka qo’llanilmaydi (yoki nol darajadan boshlab qo’llanilii mumkin). Chunki boshqa barcha qiymatlar shu vaqtdagi qiymatga keltiriladi.

Investitsiya qarorlarini qabul qilishda investitsiya loyihalarini baholash, tahlil qilish, tanlash va amalga oshirishning ilmiy asoslangan usulubiyatidan foydalanish muhim sanaladi. Shuningdek, investitsiyalar xususida qarorlar qabul qilinishida ularni moliyaviy mablag‘lar bilan ta’minlash jarayonlarini shunday tashkil qilish kerakki, bunda ularning qiymatini minimallashtirish va joylashtiriladigan kapitalning foydaliligini oshirishga qodir manbalardan foydalanish yo’llarini baholash kerak bo’ladi. Investitsiya qarorlarining qabul qilinishi investitsiya kapitalining tuzilishi, uning muayyan vaqt davomida taqsimlanishi hamda pulning joriy qiymatini hisoblashga imkon beruvchi diskontlash koeffitsiyentlarini qo’llashni talab etadi.

Loyiha samaradorligini baholash, shuningdek ishtirokchi tomonlar manfaatlarining namoyon bo’lishini aniqlash bilan amalga oshiriladi. Garchi har bir ishtirokchi tomon o’zicha va turlicha baholash ishini olib borsa-da, biroq kelgusidagi foydadan manfaatdorlik barcha ishtirokchi uchun umumiy hisoblanadi. Loyihani samaradorlik nuqtai nazaridan baholashda jamiyat manfaati va qiziqishni, mahsulotning ekologik tozaligini, uning ijtimoiy-iqtisodiy tizimning rivojlanish maqsadiga qanchalik mos kelishni aniqlash investitsiya loyihasining moliyaviy amalga oshirilishiga katta ta’sir ko’rsatadi.

Real aktivlarga mablag‘ sarf qilishda iqtisodiy-moliyaviy baholashning ahamiyati juda kattadir. Har qanday ma’qul bo’lgan loyiha, agar quyidagi shartlarni bajarmasa qabul qilinishi maqsadga muvofiq emas:

- tovarlarni sotishdan kelgan daromadlar sarf etilgan harajatlarni qoplamasa;
- loyihani mablag‘ bilan ta’minlaydigan investor o’rtacha foyda normasidan kam bo’lmagan rentabelikka erishmasa;
- investor uchun ma’qul keladigan davr ichida harajatlar qoplanmasa.

Mana shu shartlarni bajarish real ekanligini aniqlash loyihalarni investitsiyalashning kaliti hisoblanadi. Bu shartlarni baholash juda qiyin jarayon hisoblanadi. Buning asosiy sababi quyidagi omillar ta’siridan kelib chiqadi:

- investitsiyalarni jalb etish bir marta, birdaniga, yoki uzoq muddat ichida bir necha marta takrorlanishi mumkin;
- natijalarga erishish davri ham juda uzoq bo’lishi mumkin;
- natijalarga erishish davrini uzayishi bilan noaniqlik darajasi ham ko’payadi, tavakkalchilik (risk) oshadi.

Mana shu omillarning hayotda mavjudligi investitsiya loyihalarini baholash uslublarini vujudga keltirishni taqozo etadi. Albatta buni oldindan tez va yuz foiz aniqlik bilan hech kim ham hisoblay olmaydi. Lekin taklif etiladigan baholash uslublari investitsiya loyihalarini qabul qilishda kamchiliklarni (tasodiflarini) bartaraf qilishga ko’maklashadi. Agarda, milliy iqtisodiyotda amalga oshiriladigan investitsiya loyihalari bir necha bosqichda moliyalashtirishni talab etadigan bo’lsa, ularni iqtisodiy samaradorligini baholashga doir quyidagi taklif-tavsiyalarni beramiz: - investitsiyalarni diskontlashga asoslangan sof joriy qiymati (NPV)ni hisoblashda quyidagi formuladan foydalangan ma’qul hamda to’g‘ridir.

Tayanch so‘z va iboralar

Investitsiya, strategiya, investitsiya daromadliligi, investitsion loyiha, sof joriy qiymat, diskontlash, diskont stavka, investitsiya rentabelligi.

O‘z-o‘zini nazorat qilish uchun savollar

1. Investitsiya va investitsion loyiha tushunchalarini izohlang.
2. Investitsion strategiya nima?
3. Investitsion loyihalarni baholashning qanday usullari mavjud?
4. Investitsion loyihalarni baholashda diskontlashning ahamiyati qanday?
5. Real aktivlarga mablag‘ sarf qilishda iqtisodiy-moliyaviy baholashning ahamiyati nimadan iborat?

Amaliy topshiriq

Turli xizmat muddatiga ega investitsiya loyihalarini taqqoslash.

Kompaniya ikki xil investitsiya loyihasini ko‘rib chiqmoqda:

Ko‘rsatkich	A loyiha	B loyiha
Boshlang‘ich investitsiya	10 000 000 so‘m	14 000 000 so‘m
Loyihaning foydalanish muddati	3 yil	4 yil
Yillik sof pul oqimi	4 500 000 so‘m	5 000 000 so‘m
Diskont stavkasi	12%	12%

Talab etiladi:

1. Har ikki loyiha uchun NPV (sof joriy qiymat), IRR (ichki daromad me’yori), PI (foydalilik darajasi) va DPP (diskontlangan qoplash muddati)ni hisoblang.
2. Quyidagi holatlarda qaysi loyihani tanlash kerakligini aniqlang:

a) agar loyihalar bir-biriga bog‘liq bo‘lmasa;

b) agar kompaniya faqat bitta loyihani amalga oshira olsa.

3. Agar diskont stavkasi 12% dan 16% gacha oshsa, qaror qanday o‘zgaradi?

GLOSSARIY

Investitsiyalarning rentabelligi usuli	diskontlashtirilgan daromadlarning diskontlashtirilgan investitsiya harajatlariga nisbatini hisoblab topish
Foydaning ichki me'yori usuli	pul tushumlarining diskont qiymati pul chiqimlarining diskont qiymatiga teng bo'lgandagi daromadlilik darajasi yoki bo'lmasa loyihadan olingan sof tushumlarning diskontlangan qiymati investitsiyalarniig diskontlangan qiymatiga, sof joriy qiymat esa nolga teng bo'lgandagi diskont me'yori
Sof joriy qiymat	investitsiyalash ob'ektidan foydalanish davrida oldindan qat'iy belgilangan va o'zgarmas foiz stavkasida olinadigan daromadlar va qilinadigan harajatlarning alohida muayyan davrdagi barcha kirim va chiqimlarning diskontlashtirilishi yo'li bilan olingan va ular o'rtasidagi farqni ifodalovchi qiymat

IV BOB. KORPORATIV MOLIYADA KAPITALNI BYUDJETLASHTIRISH

4.1. Korporativ moliyada kapitalni byudjetlashtirishning mohiyati va ahamiyati

Kapitalni byudjetlashtirishtirish (kapital qo'yilmalar byudjeti yoki investitsion byudjetlashtirish, ingl. *capital budgeting*) – kompaniyalarning kapital loyihalarga CAPMoya kiritish to'g'risida qaror qabul qilish uchun qo'llaydigan jarayondir. Bu loyihalar odatda bir yil yoki undan ortiq muddatda amalga oshiriladi.

Bu sohadagi bilimlar moliyaviy tahlilchi (analitik)lar uchun bir nechta sabablarga ko'ra fundamental ahamiyat kasb etadi.

Birinchidan, kapitalni byudjetlashtirishtirish korporativ tuzilmalar uchun juda muhim. Kapital quyilmalar (loyihalar) balansning uzoq muddatli (aylanmadan tashqari) aktivlarini shakllantirib, shunchalik katta ahamiyatga ega bo'lishi mumkinki, ularni byudjetlashtirishtirish ko'pgina korporativ tuzilmalarning kelajagini belgilab berishi mumkin. Kapital qo'yilmalar haqidagi qarorlarni katta harajatlarsiz bekor qilish mumkin emas, shuning uchun byudjetlashtirishdagi xatolar juda qimmatga tushadi. Kapital tuzilmaning real kapital qo'yilmalari uning uning faoliyatini aylanma kapital yoki kapital tuzilishiga nisbatan yaxshiroq ifodalaydi, chunki ko'p hollarda kapital tarkibi nomoddiy aktivlardan ham shakllanishi mumkin bo'lib, bu aksariyat korporativ tuzilmalar uchun o'xshash hisoblanadi.

Ikkinchidan, kapitalni byudjetlashtirishtirish prinsiplari boshqa ko'plab korporativ qarorlar, masalan, aylanma kapitalga investitsiyalar kiritish, ijara, birlashish yoki qo'shib olish, obligatsiyalarni qayta moliyalashtirish kabi qarorlarga ham moslashtirilgan,

Uchinchidan, kapitalni byudjetlashtirishtirish jarayonida qo'llaniladigan baholash tamoyillari qimmatli qog'ozlar bozorini tahlil qilish va investitsion portfelni boshqarishda qo'llaniladigan baholash tamoyillariga o'xshash. Bozor analitiklari va portfel menejerlari qo'llaydigan ko'plab usullar aynan kapitalni byudjetlashtirishtirish usullariga asoslangan. Shu bilan birga, bozor tahlili va portfelni

boshqarishdagi ayrim innovatsiyalar ham kapitalni byudjetlashtirishga moslashtirilgan.

Nihoyat, moliyaviy tahlilchilar korporativ tuzilmadan tashqarida ham korporativ samarali holatga ega bo'lishsada, ularning korporativ tuzilma qiymatini baholashga bo'lgan qiziqishlari tuzilma kapitalini byudjetlashtirishtirish orqali aksiyadorlik qiymatini maksimallashtirishga qaratilgan yo'nalish bilan uyg'unlashadi.

Kapitalni byudjetlashtirish haqidagi ma'lumotlar odatda korporativ tuzilmadan tashqarida mavjud bo'lmagani uchun, moliyaviy analitiklar, ayniqsa murakkab bo'lmagan korporativ tuzilmalarda byudjetlashtirish jarayonini baholashga harakat qilishi mumkin. Shuningdek, analitiklar kapitalni byudjetlashtirishtirish jarayonining sifatini, jumladan, korporativ tuzilma moliyaviy hisob maqsadlariga asoslanganmi yoki iqtisodiy maqsadlarga asoslanganligini ham baholashlari mumkin.

Kapitalni byudjetlashtirish korporativ moliyada muhim ahamiyatga ega bo'lgan jarayon hisoblanib, u o'z ichiga korxonaning strategik maqsadlariga muvofiq keluvchi uzoq muddatli investitsion loyihani baholash va tanlashni oladi. Bunday investitsiyalar yangi uskunalarni harid qilish, ishlab chiqarish yoki xizmat ko'rsatish faoliyatini kengaytirish, yangi mahsulotlarni ishlab chiqish yoki yangi bozorlarga chiqish kabi yo'nalishlarni qamrab olishi mumkin.

Kapitalni byudjetlashtirish – bu korxonalar tomonidan uzoq muddatli investitsiyalarni rejalashtirish va boshqarish jarayoni bo'lib, u quyidagi bosqichlarni o'z ichiga oladi:

- Potensial investitsion loyihalarni aniqlash: korxonaning strategik maqsadlariga mos keluvchi istiqbolli investitsion loyihalarni belgilash;
- Investitsiyalarni baholash: turli moliyaviy ko'rsatkichlar yordamida investitsiya bilan bog'liq harajatlar va kutilgan foydani tahlil qilish;
- Investitsion loyihalarni tanlash: risk va harajatlarga nisbatan eng yuqori samara beradigan loyihalarni saralab olish;
- Investitsion loyihalarni amalga oshirish va monitoring qilish: tanlangan loyihalarning samarali ijrosini ta'minlash hamda ularni ijro etish jarayonini doimiy nazorat qilish.

Ushbu mavzu doirasida kapitalni byudjetlashtirishda qo'llaniladigan asosiy tushunchalar va usullar, jumladan, sof joriy qiymat (NPV), ichki daromadlilik me'yori (IRR) hamda o'zini qoplash muddati (PP/DPP) muhim ahamiyatga ega. Keling, ushbu ko'rsatkichlarga qisqacha to'xtalib o'tamiz.

1. Sof joriy qiymat (NPV) - bu ma'lum bir vaqt oralig'ida kelib tushadigan pul oqimlarining joriy qiymati bilan pul chiqimlarining joriy qiymati o'rtasidagi farqdir. NPV investitsiya loyihasining foydaliligini aniqlashga xizmat qiladi. Uni aniqlash formulasi quyidagicha:

$$\text{NPV} = \sum_{n=1}^{t} \frac{CF_n}{(1+r)^n} - \text{I}_\text{o}$$

Bu yerda:

CF_n – yillik pul tushumlari;

r – diskontlash stavkasi;

I_o – investitsion loyihaga kiritilgan dastlabki investitsiya miqdori.

n – loyiha davri.

Agar NPV musbat bo'lsa, diskontlangan kutilgan daromadlar investitsiya harajatlaridan yuqori ekanini anglatadi va bunday loyiha iqtisodiy jihatdan maqbul hisoblanadi.

2. Ichki daromadlilik me'yori (IRR) – bu diskont stavkasi bo'lib, unda investitsiya loyihasining sof joriy qiymati nolga teng bo'ladi. IRR investitsiyaning kutilgan daromadlilik darajasini ifodalaydi va quyidagi formula asosida aniqlanadi:

$$\text{IRR} = r_1 + \frac{NPV_1}{NPV_1 - NPV_2}(r_2 - r_1)$$

Bu yerda:

r_1 - birinchi (pastroq) diskont stavkasi bo'lib, ushbu stavkada hisoblangan NPV_1 musbat qiymatga ega bo'lishi shart. Bu stavkada loyiha samarali hisoblanadi.

r_2 - ikkinchi (yuqoriroq) diskont stavkasi bo'lib, ushbu stavkada hisoblangan NPV_2 manfiy qiymatga ega bo'lishi kerak. Bu stavkada loyiha samarasiz hisoblanadi.

NPV_1 - diskont stavkasi r_1 bo'lgan holda hisoblangan sof joriy qiymat. U musbat bo'lishi kerak, ya'ni loyihaning joriy qiymatdagi daromadlari harajatlardan yuqori ekanini ko'rsatadi.

NPV_2 - diskont stavkasi r_2 bo'lgan holda hisoblangan sof joriy qiymat. U manfiy qiymatga ega bo'ladi va yuqori stavka qo'llanilganda loyiha iqtisodiy jihatdan maqbul emasligini ifodalaydi.

Agar IRR korxonaning talab etilgan daromad me'yoridan (daromadlilik stavkasidan) yuqori bo'lsa, investitsiya maqbul deb hisoblanadi. Ushbu ko'rsatkich bir nechta investitsion loyihani o'zaro taqqoslashda keng qo'llaniladi.

3. O'zini qoplash muddati – bu investitsiya loyihasi natijasida olinadigan sof pul tushumlari hisobiga boshlang'ich CAPMoyaning to'liq qoplanishi uchun zarur bo'lgan vaqt oralig'ini anglatib, quyidagi formula asosida aniqlanadi:

$$DPP = \sum_{n=1}^{t} \frac{CF_n}{(1+r)^n} \geq I_o$$

Ushbu ko'rsatkich investitsiyaning qanday muddatda o'zini qoplashini baholaydi. Biroq uning asosiy kamchiligi – pulning vaqt qiymatini hamda o'zini qoplash muddatidan keyingi pul oqimlarini inobatga olmasligidir.

Ushbu ko'rsatkichlarni amaliy misol asosida ko'rib o'tamiz. Faraz qilaylik, ABS korporativ tuzilma (kompaniya) yangi mahsulotni bozorga chiqarish imkoniyatini baholamoqda. Boshlang'ich investitsiya hajmi 1000000 AQSH dollarini tashkil etadi, prognoz qilinayotgan yillik pul tushumlari esa 6 yil davomida har yili 250000 AQSH dollaridan iborat. Kompaniya uchun talab etilgan daromad me'yori 10% etib belgilangan.

NPV hisob-kitobi:

$$NPV = \sum_{n=1}^{t} \frac{250000}{(1+0,1)^6} - 1000000 = 86\ 772,48 \text{ AQSH dollari}$$

NPV musbat bo'lganligi sababli, loyiha moliyaviy jihatdan samarali hisoblanadi.

IRR hisob-kitobi:

$$\sum_{n=1}^{t} \frac{250000}{(1+IRR)^6} - 1000000 = 0$$

IRR = 14,87%

IRR 10%dan yuqori bo'lgani uchun, investitsiya qabul qilishga loyiq deb baholanadi.

O’zini qoplash muddati = 1 000 000 / 250 000 = 4 yil

Demak, investitsiya 4 yil ichida o’zini to’liq qoplaydi.

Ushbu hisob-kitoblarga ko’ra, NPV musbat va IRR talab etilgan me’yordan yuqori bo’lganligi sababli, nisbatan uzoq qoplanish muddatiga qaramasdan, loyiha maqbul investitsiya sifatida baholanadi.

Yuqorida keltirilgan fikrlardan kelib chiqib ta’kidlash mumkinki, kapitalni byudjetlashtirish quyidagi sabablarga ko’ra muhim ahamiyat kasb etadi:

- Strategik rejalashtirishni qo’llab-quvvatlaydi: investitsiya qarorlarini korxonaning uzoq muddatli maqsadlari bilan muvofiqlashtiradi;
- Resurslar taqsimotini optimallashtiradi: kapitalning eng daromadli loyihalarga yo’naltirilishini ta’minlaydi;
- Moliyaviy barqarorlikni oshiradi: yuqori samara beruvchi investitsiyalar hisobiga umumiy moliyaviy natijalar yaxshilanadi;
- Riskni kamaytiradi: investitsiya bilan bog‘liq risklarni oldindan aniqlash va baholash imkonini beradi.

Kapitalni byudjetlashtirish usullarini chuqur o’zlashtirish korxonaning o’sishi va foydaliligiga sezilarli ta’sir ko’rsatuvchi asosli investitsiya qarorlarini qabul qilish imkonini beradi.

4.2. Kapitalni byudjetlashtirishning tamoyillari

Kapitalni byudjetlashtirish nisbatan murakkab jarayon sifatida bir qator tartib-taomillarni qo’llaydi. Shu bilan birga, kapitalni byudjetlashtirish bir nechta fundamental tamoyillarga tayanadi.

Ushbu tamoyillar quyidagilardan iborat:

1. Moliyaviy qarorlar pul oqimlari asosida qabul qilinadi. Moliyaviy qarorlar sof buxgalteriya tushunchalari, xususan sof foydaga asoslanmaydi. Bundan tashqari, nomoddiy harajatlar va foyda ma’lum ko’pincha inobatga olinmaydi, chunki agar ular haqiqatan mavjud bo’lsa, ma’lum bir vaqt oralig‘ida pul oqimlarini ta’minlashi lozim.

2. Pul oqimlarining muddati hal qiluvchi ahamiyatga ega. Tahlilchilar pul mablag‘lari oqimlari aynan qachon sodir bo’lishini aniq belgilashga juda katta e’tibor qaratadilar.

3. Pul oqimlari muqobil qiymat (imkoniyatlar narxi) asosida baholanadi. Ko'rib chiqilayotgan investitsiyalar natijasida yuzaga keladigan qo'shimcha pul oqimlari ushbu investitsiyalar amalga oshirilmagan taqdirda yuzaga keladigan pul oqimlari bilan solishtiriladi.

4. Pul oqimlari soliqlar to'langanidan keyingi asos orqali tahlil qilinadi. Soliq harajatlari kapital byudjetlashtirish bo'yicha barcha qarorlarda to'liq aks ettirilishi lozim.

5. Moliyalashtirish harajatlari inobatga olinmaydi. Bu holat dastlab g'alati tuyulishi mumkin, ammo amalda bunday emas. Ko'p hollarda moliyaviy tahlilchilar kapital qo'yilmalar natijasida yuzaga keladigan, soliqlar to'langanidan keyingi operatsion pul oqimlarini aniqlashni maqsad qiladilar. Keyin ushbu soliqlar to'langandan keyingi pul oqimlari va investitsiya harajatlari "talab etiladigan daromadlilik me'yori" (ingl. *required rate of return*) bo'yicha diskontlanib, sof joriy qiymat (NPV) aniqlanadi.

Bunda moliyalashtirish harajatlari talab etiladigan daromadlilik me'yori tarkibiga kiritiladi. Agar moliyalashtirish harajatlari ham pul oqimlariga, ham diskont stavkasiga kiritilsa, moliyalashtirish harajatlari ikki marta hisobga olingan bo'lar edi. Shu sababli, loyiha qarz va ulushli moliyalashtirish manbalarining muayyan kombinatsiyasi orqali moliyalashtirilgan bo'lishiga qaramasdan, tahlilda asosiy e'tibor operatsion pul oqimlariga qaratiladi, moliyalashtirish qiymati esa diskont stavkasi orqali hisobga olinadi.

6. Kapital byudjetlashtirishning pul oqimlari buxgalteriya sof foydasiga teng emas. Buxgalteriya sof foydasi pulsiz (naqd bo'lmagan) harajatlar, jumladan amortizatsiya ajratmasi hisobiga kamayadi. Bundan tashqari, qarzli moliyalashtirish qiymatini aks ettirish uchun foiz harajatlari buxgalteriya sof foydasidan chegiriladi, biroq ulushli moliyalashtirish qiymati sof foydadan chegirilmaydi.

Shuningdek, buxgalteriya sof foydasi iqtisodiy foydadan (ingl. *economic income*) ham farq qiladi. Iqtisodiy foyda pul tushumlari hamda kompaniyaning bozor qiymatidagi o'zgarishlar yig'indisidan iborat. Iqtisodiy foyda qarzli moliyalashtirish harajatlariga kamaytirilmaydi va

kompaniyaning balans qiymatidagi emas, balki bozor qiymatidagi o'zgarishlarga asoslanadi.

5-tamoyilda pul oqimlarini diskontlashda qo'llaniladigan stavka "talab etiladigan daromadlilik me'yori" sifatida ta'riflandi. Talab etiladigan daromadlilik me'yori – bu investorlar loyiha risk darajasini hisobga olgan holda talab qiladigan diskont stavkasi hisoblanadi. Ushbu stavka ko'pincha "investitsiyalarning muqobil qiymati" (ingl. *opportunity cost of funds*) yoki "kapital qiymati" (ingl. *cost of capital*) deb ataladi.

Agar kompaniya boshqa loyihalarga investitsiya kiritib, r darajasida daromad olishi yoki mavjud moliyalashtirish manbalarini qoplab, r miqdorida harajatlarni tejashi mumkin bo'lsa, r kompaniya kapitali uchun muqobil qiymat hisoblanadi.

Agar kompaniya muqobil qiymatdan yuqori daromad ola olmasa, bunday investitsiyani amalga oshirmaslik lozim.Agar investitsiya moliyalashtirish qiymatini qoplamasa, ushbu investitsiya rad etilishi kerak.

Bu tushuncha keng ma'noda "kapital qiymati" konsepsiyasi sifatida ham tanilgan. Nomlanishidan qat'i nazar, iqtisodiy jihatdan asoslangan diskont stavkasi kapitalni byudjetlashtirish bo'yicha qarorlar qabul qilishda zarur hisoblanadi.

Kapitalni byudjetlashtirish tamoyillari nisbatan oddiy bo'lsa-da, amaliyotda ularni noto'g'ri qo'llash samarasiz qarorlarga olib kelishi mumkin.

4.3. Kapitalni byudjetlashtirish jarayoni

Kapitalni byudjetlashtirish jarayoni – bu yirik va uzoq muddatli investitsion loyihalarni (uskunalar, texnologiyalar, yangi aktivlar) baholash, tanlash va boshqarishga qaratilgan strategik sikl bo'lib, u maqsadlarni shakllantirish, ma'lumotlarni yig'ish va prognoz qilish, qaror qabul qilish, loyihalarni amalga oshirish hamda ularning samaradorligini baholash bosqichlarini o'z ichiga oladi.

Mazkur jarayon kompaniyaning o'sishi va daromadliligini ta'minlashga xizmat qiladi, resurslarni samarali taqsimlash, risklarni

minimallashtirish hamda investitsiyalarning uzoq muddatli rentabelligini aniqlash imkonini beradi.

Kapitalni byudjetlashtirishda qo'llaniladigan maxsus tartib-taomillar menejerning kompaniya ichidagi boshqaruv darajasiga, loyihani baholashning hajmi va murakkabligiga, shuningdek kompaniyaning o'lchamiga bog'liq bo'ladi.

Kapitalni byudjetlashtirish jarayonining asosiy bosqichlari quyidagilardan iborat:

1-bosqich: G'oyalarni shakllantirish. Investitsion g'oyalar kompaniya ichidagi istalgan darajadan: yuqoridan yoki quyidan, istalgan bo'lim yoki funksional tuzilmadan, shuningdek tashqi manbalardan kelib chiqishi mumkin. Ko'rib chiqish uchun samarali investitsion g'oyalarni yaratish kapitalni byudjetlashtirish jarayonining eng muhim bosqichi hisoblanadi.

2-bosqich: Alohida takliflarni tahlil qilish. Ushbu bosqich har bir loyiha bo'yicha pul oqimlarini prognoz qilish uchun zarur ma'lumotlarni yig'ishni, keyin esa loyihalarning rentabelligini baholashni o'z ichiga oladi.

3-bosqich: Byudjetni rejalashtirish. Kompaniya rentabel investitsion takliflarni yagona, o'zaro muvofiqlashtirilgan dasturga birlashtirishi lozim. Bu dastur kompaniyaning umumiy strategiyasiga mos bo'lishi, shuningdek loyihalarni amalga oshirish muddatlarini inobatga olishi kerak. Ayrim loyihalar alohida holda jozibador ko'ringan bo'lsa-da, strategik jihatdan maqbul bo'lmasligi mumkin. Moliyaviy va real resurslar cheklangan sharoitda loyihalarni rejalashtirish va ustuvorlashtirish alohida ahamiyatga ega.

4-bosqich: Monitoring va keyingi audit (nazorat). Kapital loyihalar bo'yicha keyingi audit jarayonida haqiqiy natijalar rejalashtirilgan yoki prognoz qilingan ko'rsatkichlar bilan taqqoslanadi va aniqlangan har qanday tafovut izohlanishi lozim. Masalan, investitsiyalarni amalga oshirish natijasida olingan daromadlar, harajatlar va pul oqimlari rejalashtirilgan natijalarga qay darajada mos kelayotgani tahlil qilinadi.

Kapital loyihalar ijrosini audit qilish quyidagi bir qator sabablarga ko'ra muhim hisoblanadi:

- birinchidan, u kapitalni byudjetlashtirish jarayoni asosida yotuvchi prognozlar va tahlillarni takomillashtirishga yordam beradi. Ortiqcha optimistik prognozlar kabi tizimli xatolar yaqqol namoyon bo'ladi;
- ikkinchidan, biznes yuritish sifatini yaxshilaydi. Agar sotuvlar yoki harajatlar byudjetga mos kelmasa, audit e'tiborni kutilgan natijalarga erishish imkoniyatlariga qaratadi;
- uchinchidan, so'nggi kapital qo'yilmalar bo'yicha monitoring va nazorat kelgusi investitsiyalar uchun aniq xulosalar chiqarish imkonini beradi. Menejerlar daromadli sohalarga investitsiyalarni oshirish, samara bermayotgan yo'nalishlar bo'yicha esa investitsiyalarni qisqartirish yoki butunlay to'xtatish imkoniyatiga ega bo'ladilar.

Kapital investitsiyalarni rejalashtirish juda murakkab jarayon bo'lishi mumkin bo'lib, unda kompaniya ichida va tashqarisidagi ko'plab shaxslar ishtirok etadi. Marketing, fan va muhandislik, davlat tomonidan tartibga solish va huquqiy masalalar, soliqqa tortish, moliya, ishlab chiqarish hamda xulq-atvor omillariga oid axborotlar tizimli ravishda yig'ilishi va baholanishi lozim.

Kapital investitsiyalar bo'yicha qaror qabul qiladigan organ loyihaning hajmi va murakkabligiga bog'liq bo'ladi. Quyi bo'g'in menejerlari muayyan pul limitlari doirasida yoki belgilangan investitsion byudjetdan oshmaydigan qarorlarni qabul qilish vakolatiga ega bo'lishi mumkin.

Katta hajmli va murakkab qarorlar yuqori rahbariyat tomonidan qabul qilinadi, ayrim juda yirik qarorlar esa aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi vakolatiga kiradi.

Moliyaviy rejalashtirishning boshqa turlari kabi, kapitalni byudjetlashtirish ham foyda va harajatlarni taqqoslashga asoslanadi: investitsion qarorlarni qabul qilish va amalga oshirishdan olinadigan foyda kapitalni byudjetlashtirish bilan bog'liq harajatlardan ma'lum darajada ortiq bo'lishi lozim.

Kompaniyalar kapitalni byudjetlashtirish loyihalarini tahlil qilish maqsadida, odatda, bir nechta umumlashtirilgan toifalarga ajratadilar. Bunday tasnif quyidagicha bo'lishi mumkin:

1. Aktivlarni almashtirish loyihalari. Bu kapitalni byudjetlashtirish qarorlarining eng oddiy turlaridan biri hisoblanadi. Agar uskunaning bir qismi ishdan chiqsa yoki jismonan eskirsa, uni almashtirish zaruriyati, odatda, chuqur tahlilni talab etmaydi. Agar harajatlar katta bo'lmasa va investitsiyadan voz kechish ishlab chiqarish yoki sotuvlarga jiddiy salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin bo'lsa, bunday qarorni ortiqcha tahlil qilish resurslarni samarasiz sarflash hisoblanadi: uskunani oddiy tarzda almashtirish kifoya.

Boshqa almashtirish qarorlari mavjud uskunani yangi, samaraliroq uskunalar bilan almashtirish yoki bir nechta turdagi uskunalar orasidan tanlov qilishni ham o'z ichiga oladi.

Aktivlarni almashtirishga oid bunday qarorlar ko'pincha juda batafsil tahlil qilinadi va bu yakuniy qarorning asosliligini ta'minlaydi.

2. Faoliyatni kengaytirish loyihalari. Kompaniyaning mavjud faoliyatini saqlab qolish bilan cheklanmasdan, faoliyatni kengaytirish loyihalari biznes hajmini oshirishga qaratilgan bo'ladi. Bunday qarorlar aktivlarni almashtirishga nisbatan ko'proq noaniqlikka ega bo'lib, yanada chuqur va sinchkov tahlilni talab qiladi.

3. Yangi mahsulotlar va xizmatlar. Ushbu investitsiyalar kompaniyani faoliyatni kengaytirish loyihalariga nisbatan ham yuqoriroq noaniqlik sharoitiga olib kiradi. Bunday qarorlar ancha murakkab bo'lib, qaror qabul qilish jarayonida ko'proq ishtirokchilarni jalb etishni talab qiladi.

4. Tartibga solish, xavfsizlik va ekologik loyihalar. Bu turdagi loyihalar ko'pincha davlat nazorat organlari, sug'urta kompaniyalari yoki boshqa tashqi institutlar tomonidan talab qilinadi. Ular doim ham to'g'ridan-to'g'ri foyda yoki tushum keltirmasligi mumkin va kompaniya tomonidan o'z manfaatini maksimallashtirish maqsadida emas, balki majburiy talab sifatida amalga oshiriladi.

Ko'p hollarda kompaniya zarur investitsiyalarni amalga oshiradi va faoliyatini davom ettiradi. Biroq ayrim hollarda tartibga solish, xavfsizlik yoki ekologik talablar bilan bog'liq loyiha qiymati juda yuqori bo'lib, kompaniyani butunlay faoliyatini to'xtatishga yoki

mazkur loyihaga taalluqli biznes yo'nalishidan voz kechishga majbur qilishi mumkin.

5. Boshqa loyihalar. Yuqorida keltirilgan loyihalarning barchasi kapitalni byudjetlashtirish tahliliga mos keladi va ularni sof joriy qiymat (NPV) yoki boshqa mezonlar asosida qabul qilish yoki rad etish mumkin.

Biroq ayrim loyihalar bunday tahlilga to'liq bo'ysunmaydi. Bular yoki kompaniyadagi alohida shaxslar manfaatlari bilan bog'liq loyihalar (masalan, bosh direktor tomonidan shaxsiy samolyot sotib olinishi), yoki risk darajasi o'ta yuqori bo'lgan va an'anaviy usullar bilan tahlil qilish qiyin bo'lgan loyihalar (masalan, ayrim ilmiy-tadqiqot va ishlanmalarga oid qarorlar) hisoblanadi.

Tayanch so'z va iboralar

Kapital, kapitalni byudjetlashtirish, byudjetlashtirish jarayoni, tamoyil, byudjetlashtirish usuli.

O'z-o'zini nazorat qilish uchun savollar

1. Kapitalni byudjetlashtirishning ahamiyati nimada.
2. Byudjetlashtirish jarayoni nima?
3. Byudjetlashtirish jarayonining qanday tamoyillari mavjud?
4. Investitsion loyihalarni moliyalashtirishda byudjetlashtirishning ahamiyati qanday?
5. Real aktivlarga mablag' sarf qilishda kapital byudjetlashtirishning ahamiyati qanday?
6. Kapitalni byudjetlashtirishning tamoyillarini izohlang.
7. Kapital byudjetlashtirishning pul oqimlari qanday aniqlanadi?

Amaliy topshiriq

Sizga quyidagi vaziyat berilgan. Vaziyat bilan tanishib chiqing va korporatsiyada kopitalni byudjetlashtirish bo'yicha berilgan tmaslahatlarni misollar asosida izohlang.

XYZ korporatsiyasi, ko'p millatli konglomerat bo'lib, yaqinda investitsiya qarorlarini qabul qilishni yaxshilash uchun kapitalni

byudjetlashtirish jarayonini amalga oshirdi. Tizimli yondashuvni qo'llagan holda, XYZ korporatsiyasi loyihalarga ularning kutilayotgan daromadlari, risk darajasi va kompaniyaning strategik maqsadlariga muvofiqligi asosida ustuvorlik bera oldi. Buning natijasida kompaniya resurslarni yanada samarali taqsimlash va yuqori rentabellikka erishish imkoniyatiga ega bo'ldi. E'tiborga molik muvaffaqiyatlardan biri rivojlanayotgan bozorda yangi ishlab chiqarish zavodiga CAPMoya kiritish qarori bo'ldi. XYZ korporatsiyasi kapital byudjetini qat'iy tahlil qilish orqali loyiha sezilarli o'sish potentsialini va qabul qilinadigan risk darajasini taklif qilishini aniqladi, bu esa bozorning sezilarli darajada kengayishiga va bozor ulushini oshirishga olib keldi.

Kapitalni samarali byudjetlashtirish bo'yicha maslahatlar:

1. Loyiha maqsadlarini aniq belgilang va ularni kompaniyaning strategik maqsadlari bilan moslashtiring.

2. Qaror qabul qilishni qo'llab-quvvatlash uchun aniq va ishonchli ma'lumotlarni to'plash.

3. Loyihalarni baholashda moliyaviy va nomoliyaviy omillarni hisobga oling.

4. O'zgaruvchan bozor sharoitlariga moslashish uchun kapital byudjeti bo'yicha qarorlarni muntazam ravishda ko'rib chiqish va yangilash.

5. Xarid qilishda ishtirok etish va loyiha qarorlarini qo'llab-quvvatlash uchun kapitalni byudjetlashtirish jarayoniga asosiy manfaatdor tomonlarni jalb qilish.

GLOSSARIY

Kapitalni byudjetlashtirishtirish	kompaniyalarning kapital loyihalarga CAPMoya kiritish to'g'risida qaror qabul qilish uchun qo'llaydigan jarayon
Sof joriy qiymat (NPV)	ma'lum bir vaqt oralig'ida kelib tushadigan pul oqimlarining joriy qiymati bilan pul chiqimlarining joriy qiymati o'rtasidagi farq
O'zini qoplash muddati	investitsiya loyihasi natijasida olinadigan sof pul tushumlari hisobiga boshlang'ich

	CAPMoyaning to’liq qoplanishi uchun zarur bo’lgan vaqt oralig‘i
Kapitalni byudjetlashtirish jarayoni	yirik va uzoq muddatli investitsion loyihalarni (uskunalar, texnologiyalar, yangi aktivlar) baholash, tanlash va boshqarishga qaratilgan strategik sikl bo’lib, u maqsadlarni shakllantirish, ma’lumotlarni yig‘ish va prognoz qilish, qaror qabul qilish, loyihalarni amalga oshirish hamda ularning samaradorligini baholash bosqichlarini o’z ichiga oladi

V BOB. KORPORATSIYA KAPITALINI BOSHQARISH

5.1. Moliyaviy qarorlar va kapital tarkibi

Korporativ tuzilmalarda moliyaviy qarorlar deganda korporativ tuzilmaning moliyaviy resurslarini jalb qilish, taqsimlash va foydalanishga oid qarorlar tushunilib, ular korporativ tuzilmaning barqaror rivojlanishi va qiymatini oshirishga xizmat qiladi.

Moliyaviy qarorlar, odatda, ikki asosiy yo'nalishda ko'rib chiqiladi:

1. Investitsion qarorlar – korxona kapitali qaysi loyiha (ob'ekt)larga sarflanishi kerakligini belgilaydi. Bunday qarorlar kapital tarkibiga ta'sir qiladi, chunki yangi loyihalarni moliyalashtirish uchun yangi manbalar jalb etiladi.
2. Moliyalashtirish bilan bog'liq qarorlar – investitsiyalarni qanday manbalar hisobidan moliyalashtirish lozimligini belgilaydi (o'z mablag'lari yoki qarz hisobidan). Bunday qarorlar qarz va o'z kapitali ulushini belgilaydi, ya'ni kapital tarkibini shakllantiradi.

Moliyaviy qarorlarning asosiy maqsadi korporativ tuzilmaning qiymatini maksimallashtirish va kapital strukturasini optimallashtirishdan iborat

Korporatsiyaning xo'jalik faoliyati samaradorligi ko'p jihatdan uning kapitali hajmi va tarkibini maqsadli shakllantirishga bog'liq. Kapital tarkibi masalasi korporativ moliya nazariyasi va moliyalashtirish amaliyotidagi eng murakkab, biroq eng muhim masalalardan biri hisoblanadi, chunki aynan shu masala korporatsiya moliyasini boshqarish tizimining asosini tashkil qiladi. Kapital tarkibini boshqarish korporatsiyaning moliyaviy strategiyasini amalga oshirishning eng muhim yo'nalishlaridan biri hisoblanadi.

Kapital tarkibini boshqarishning asosiy vazifalari sifatida quyidagilarni keltirib o'tish mumkin:

- Kompaniya aktivlarini moliyalashtirish uchun talab etiladigan jalb qilinadigan kapitalning rejalashtirilgan hajmini ta'minlash;

- Turli manbalardan jalb qilinadigan kapital bo'yicha harajatlarni minimallashtirish;

- Kapital ishlashining samaradorligini oshirish maqsadida uning tarkibini optimal shakllantirish;

- Korporatsiya xo'jalik faoliyati jarayonida kapitaldan samarali foydalanish.

"Struktura" atamasi (lot. Structure – qurilish, tartib, joylashish) keng ma'noga ega.

Ilmiy nashrlarda u "ob'ektning ichki bog'lanishlari, tuzilishi yoki ichki joylashuvi" sifatida ta'riflanadi[18].

Psixologiya bo'yicha Oksford lug'atida struktura atmasiga "Uyushgan, rasmiy va nisbatan barqaror konfiguratsiya. Bu butun nuqtai nazardan ko'rib chiqiladigan har qanday murakkab tizim" deb ta'rif berilgan[19].

Rus olimlari strukturani "turli xil tashqi va ichki o'zgarishlar sharoitida uning asosiy xususiyatlarini saqlab qolishni ta'minlaydigan ob'ektning barqaror aloqalari to'plami" deb ta'riflaydilar.

Iqtisodiy kategoriyalarga nisbatan struktura deganda "bir butunning ma'lum belgilarga ko'ra tarkibiy qismlarga bo'linishi va bu tarkibiy qismlar o'rtasidagi munosabatlarning o'rnatilishi. Shu nuqtai nazardan kapital tuzilmasini ma'lum tasniflash mezonlari bo'yicha ajratilgan, o'zaro bog'liq bo'lgan alohida elementlarning yig'indisi sifatida ko'rish mumkin"ligi tushuniladi[20].

Iqtisodiyot fanida kapital tuzilishi kabi tushunchaning mazmuni bo'yicha yagona to'xtamga kelinmagan. Aksariyat g'arb olimlari kapital tuzilishini oddiy va imtiyozli aksiyalar, shuningdek obligatsiyalar bilan ifodalangan qimmatli qog'ozlar yig'indisi sifatida belgilaydilar. Bu fikrni Jeyms K. Van Xorn ham qo'llab-quvvatlaydi, u kapital tuzilishini "Kompaniyani doimiy ravishda obligatsiyalar, oddiy va imtiyozli

[18] URL: http://vocabulary.ru/diclionary

[19] Nekrasov S.I., Nekrasova NA. Filosofiya nauki i texniki. M.: Nauka, 2010.

[20] Rayzberg B.A., Lozovoy L.M., Starodubseva Ye.B. Sovremenniy ekonomicheskiy slovar. M.: INFRA-M, 2007.

aksiyalar orqali uzoq muddatli moliyalashtirish yig‘indisi”[21] deb ta’riflaydi.

S. Ross, R. Vesterfeld va B. Jordan kapital tuzilishini “majburiyatlarning aksiyadorlik kapitaliga nisbati” deb ta'riflaydi[22].

Biroq ushbu ta’rifda korporatsiyaning qarz kapitali obligatsiyalar chiqarishdan tashqari, qarz kapitali bozoridan jalb qilingan mablag'lar, ya'ni uzoq muddatli bank kreditlari hisobiga ham shakllanishi mumkinligini hisobga olmaydi.

V.V. Kovalyov o’zining ilmiy ishlarida kompaniya faoliyatini yaxlit moliyalashtirish qobiliyati, ya'ni barcha mablag'lar manbalarining tuzilishi sifatida “moliyaviy struktura”ni va uzoq muddatli majburiyatlar (kapital va uzoq muddatli qarzlar) tarkibini tavsiflovchi “kapitallashtirilgan tuzilma”ni farqlash lozim degan taklifni ilgari surgan[23].

Shu o’rinda avanslashgan kapital tushunchasiga ham to’xtalib o’tish lozim.

Bunday kapital shakllanish manbaiga ko’ra ikki: o’z va qarz mablag‘laridan tashkil topadi.

Hozirgi vaqtda ilmiy adabiyotlarda kapital tarkibini tahlil qilishda tashkilotning ham o’z, ham qarz mablag‘larining barcha turlarini hisobga olish kerak degan umumiy fikr keng tarqalgan. I.A. Blank kapital tarkibini “korxona tomonidan o’z xo’jalik faoliyati jarayonida aktivlarni moliyalashtirish uchun foydalaniladigan o’z va qarz mablag‘larining barcha shakllarining nisbati” deb ta’riflaydi[24]. Shu bilan birga, u qarz kapitali tarkibiga turli xil qisqa muddatli bank kreditlari, moliyaviy lizing, tijorat krediti, ichki kreditorlik qarzdorligi va boshqalarni kiritadi.

Bunday yondashuv ancha bahsli va yetarlicha asoslanmagan deb hisoblanadi. Korporatsiyaning moliyaviy resurslar manbalari uzoq muddatli bo’lishi mumkin, ya’ni moliyalashtirish ehtiyojlarini uzoq davr

[21] Van Xorn Dj., Vayuvich Dj.M. Osnovi finansovogo menedjmenta. M.: Vilyams. 2010.
[22] Ross. S., Vesterfeld R. Djordan B. Osnovi korporativnix finansov. M.: FBK-PRESS, 2010. S. 453.
[23] Kovalev V.V. Vvedeniye v finansoviy menedjment. M.: Prospekt, 2011.
[24] Blank I. A. Osnovi finansovogo menedjmenta. V 2 t. M.: Elga Omega-L, 2012. S. 45.

davomida ta’minlaydigan yoki qisqa muddatli bo’lishi mumkin (aylanma (joriy) aktivlardan foydalanish bilan bog‘liq joriy ehtiyojlarni qoplaydigan). Kapital tarkibini tahlil qilishda odatda uzoq muddatli manbalarni hisobga olish zarur.

Korporatsiya kapitali tarkibi deganda uzoq muddatli moliyalashtirish manbalari, ya’ni o’z va qarz kapitali o’rtasidagi nisbat tushuniladi. O’z kapitali bilan qarz kapitali o’rtasidagi asosiy farq sifatida ularning daromadliligining turlicha bo’lib, bu kapital egalarining risk darajasi bilan bog‘liqligini ta’kidlash mumkin. Qarz kapitali o’z kapitaliga nisbatan yuqori daromadli va, demakki, yuqori riskli hisoblanadi.

Shuningdek, ushbu ikki kapital turini jalb qilish qiymati ham farq qiladi. Barcha boshqa shartlar bir xil bo’lgan holda, qarz mablag‘lari o’z mablag‘lariga nisbatan arzonroq hisoblanadi.

Natijada, arzonroq uzoq muddatli kreditni jalb qilgan holda, mulkdor o’z kapitali daromadliligini ancha oshirishi mumkin, bu esa qarz mablag‘laridan foydalanish bilan bog‘liq yuqori riskni qoplaydi.

Kapital tarkibini boshqarish jarayonida kapitalning turli elementlarini ma’lum nisbatlarda kombinatsiya qilish orqali kompaniyaning bozor qiymatini boshqarish va uni sezilarli darajada oshirish mumkin. Bozor qiymati esa kompaniyaning o’z va qarz kapitali bozor qiymatlari yig‘indisiga teng:

$$\mathbf{V = E + D},$$

Bu yerda:

V – kompaniyaning bozor qiymati,

E – o’z kapitali bozor qiymati,

D – qarz kapitali bozor qiymati.

Uzoq muddatli moliyaviy qaror qabul qilishdagi eng muhim masala –o’z va qarz kapitalining shunday optimal nisbatini tanlashdirki, u kompaniyaning bozor qiymatini maksimal darajada oshirsin.

Kapital tarkibini boshqarish jarayonida quyidagi muhim savolga javob topish lozim: kapital tarkibini shakllantirish usulini yoki moliyalashtirish manbalari tarkibini o’zgartirish orqali kompaniyaning

pul ifodasidagi bozor qiymatiga, ya’ni qarz majburiyatlari va o’z kapitali yig‘indisiga hamda o’z kapitali qiymatiga ta’sir ko’rsatish mumkinmi?

Bu savolga javob berish uchun, qarz va o’z kapitali o’rtasidagi nisbat o’zgarganda kompaniyaning bozor qiymati va kutilgan daromadlilik darajasi qanday o’zgarishini tahlil qilish zarur.

Yuqoridagi fikrlardan kelib chiqib ta’kidlash kerakki, moliyaviy qarorlar va kapital tarkibi korxona moliyaviy boshqaruvining markaziy masalalaridan hisoblanadi. Ular orqali korxona faoliyat barqarorligini ta’minlaydi, aksiyadorlar ishonchini oshiradi va eng muhimi – bozordagi qiymatini maksimallashtiradi.

5.2. Kapital tarkibi va kompaniyaning adolatli qiymati: kapital tarkibi nazariyasi

Korporativ tuzilma kapitalining optimal tuzilishini aniqlash bo’yicha turli nazariyalar va qarashlar mavjud. Eng mashhurlaridan ba'zilari:

1. Murosaga kelish nazariyasi. Ushbu nazariya qarzli moliyalashtirishning foydasi va harajatlari o’rtasida o’zaro bog‘liqlik mavjudligini ko’rsatadi. Ijobiy jihatlari sifatida foizlarni to’lashdan soliq himoyasi va qarzdorlar tomonidan menejerlarga qo’yiladigan intizom kiradi. Harajatlarga moliyaviy tanglik va bankrotlik xavfi, qarzlar bo’yicha agentlik harajatlari va kelajakdagi moliyalashtirishning moslashuvchanligini yo’qotish kiradi. Ushbu nazariyaga ko’ra, kapitalning optimal tuzilishi bu foyda va harajatlarni muvozanatlash orqali firma qiymatini maksimal darajada oshiradi.

2. Ierarxiya nazariyasi. Ushbu nazariya shuni ko’rsatadiki, firmalar axborot nosimmetrikligi va signal effektlari tufayli o’z investitsiyalarini moliyalashtirish uchun tashqi fondlarga (masalan, qarz yoki o’z kapitali) nisbatan ichki fondlardan (masalan, taqsimlanmagan foyda) foydalanishni afzal ko’radilar. Ichki fondlar tashqi fondlarga qaraganda arzonroq va xavfli emas, chunki ular yangi qimmatli qog‘ozlar chiqarishni yoki bozorga xususiy ma’lumotlarni oshkor qilishni talab qilmaydi. Tashqi mablag‘lar faqat ichki mablag‘lar etarli bo’lmaganda qo’llaniladi va qarz o’z kapitaliga qaraganda afzalroqdir, chunki qarz

kamaytiruvchi va o’z kapitaliga qaraganda kamroq harajat qiladi. Ushbu nazariyaga ko’ra, kapitalning optimal tuzilmasi moliyalashtirish harajatlarini va salbiy tanlov muammosini minimallashtiradigan tuzilma hisoblanadi.

3. Bozor vaqtini belgilash nazariyasi. Ushbu nazariya firmalar o’z kapital tuzilishini bozor sharoitlariga va qarz va kapitalning nisbiy bahosiga qarab o’zgartirishlarini ta’kidlaydi. AJlari aksiyalari haddan tashqari yuqori baholanganda qo’shimcha aksiyalarni muomalaga chiqaradilar va aksiyalari past baholanganda aksiyalarni qaytarib sotib oladilar. Firmalar foiz stavkalari past bo’lganda qarz oladi va foiz stavkalari yuqori bo’lganda qarzni to’laydi. Ushbu nazariyaga ko’ra, kapitalning optimal tuzilishi bozor imkoniyatlaridan foydalanadigan va vaqtinchalik foydani maksimal darajada oshiradigan tuzilmadir.

4. Agentlik nazariyasi. Bu nazariya asosiy e’tiborni menejerlar va aksiyadorlar, shuningdek, aksiyadorlar va qarzdorlar o’rtasidagi manfaatlar to’qnashuviga qaratadi. Menejerlar o’zlarining manfaatlari yo’lida xavfli loyihalar yoki imperiya qurish orqali aksiyadorlarning manfaatlarini emas, balki o’z manfaatlarini ko’zlab harakat qilishlari mumkin. Aksiyadorlar dividendlar to’lash, qo’shimcha qarz olish yoki salbiy joriy qiymatga ega bo’lgan loyihalarga CAPMoya kiritish orqali qarzdorlarning manfaatlarini emas, balki o’z manfaatlarini ko’zlab harakat qilishlari mumkin. Ushbu nazariyaga ko’ra, optimal kapital tuzilmasi turli manfaatdor tomonlarning rag‘batlarini moslashtiradigan va agentlik harajatlarini minimallashtiradigan tuzilmadir.

Har qanday biznesning asosiy maqsadlaridan biri kapital strukturasini optimallashtirishdir, ya’ni u o’z faoliyatini moliyalashtirish va o’sish uchun foydalanadigan qarz va o’z kapitalining kombinatsiyasi. Kapital tuzilmasining yaxshi reytingi kompaniyaning o’z qarz majburiyatlarini o’z kapitalining rentabelligi bilan muvozanatlash qobiliyatini aks ettiradi va sog‘lom pul oqimi va rentabellikni saqlaydi. Ijobiy kapital tuzilmasi reytingiga ega bo’lish biznesga ko’p foyda keltirishi mumkin, masalan:

1. Kapital bahosining kamayishi. Kapital tuzilmasining yaxshi reytingi kompaniyaga bank kreditlari, obligatsiyalar yoki imtiyozli

aksiyalar kabi arzonroq moliyalashtirish manbalariga kirishga yordam beradi. Bu kapitalning umumiy qiymatini kamaytirishi mumkin, ya'ni qarz va o'z kapitali qiymatining o'rtacha tortilgan qiymatini. Kapitalning arzonligi kompaniyaning foydali loyihalarga ko'proq CAPMoya kiritishi va uning qiymatini oshirishi mumkinligini anglatadi.

2. Yuqori kredit reytingi. Yaxshi kapital tuzilmasi reytingi, shuningdek, kompaniyaning kredit reytingini yaxshilashi mumkin, bu uning kreditga layoqatliligi va qarzini to'lash qobiliyatini baholashdir. Yuqori kredit reytingi kompaniyaga kreditorlar va investorlardan qarz olish va yaxshi shartlar bo'yicha muzokaralar olib borishni osonlashtirishi mumkin. Yuqori kredit reytingi ham kompaniyaning bozordagi obro'si va ishonchliligini oshirishi mumkin.

3. Yuqori moliyaviy moslashuvchanlik. Kapital tuzilmasining yaxshi reytingi kompaniyaga ko'proq moliyaviy moslashuvchanlikni berishi mumkin, bu uning kapital tarkibini o'z ehtiyojlari va imkoniyatlariga mos ravishda o'zgartirish erkinligi darajasidir. Kattaroq moliyaviy moslashuvchan kompaniya past foiz stavkalari, kuchli talab yoki yangi texnologiyalar kabi qulay bozor sharoitlaridan foydalanishi mumkin. Moliyaviy moslashuvchanligi yuqori bo'lgan kompaniya iqtisodiy tanazzul, me'yoriy o'zgarishlar yoki raqobat tahdidlari kabi noqulay bozor sharoitlariga ham yaxshiroq dosh bera oladi.

4. Aksiyadorlik kapitali qiymatining yuqoriligi. Yaxshi kapital tuzilmasi reytingi oxir-oqibatda aksiyadorlik kapitali qiymatining oshishiga olib kelishi mumkin, ya'ni kompaniya o'z aksiyadorlari uchun kutilayotgan kelajakdagi pul oqimlarining joriy qiymati. Aksiyadorlik kapitalining yuqori qiymati kompaniyaning yuqori dividendlar to'lashi, aksiyalarni sotib olishi yoki o'sishga qayta investitsiya qilishini anglatadi. Yuqori aksiyadorlik qiymati, shuningdek, kompaniya ko'proq investorlarni jalb qilishi va bozor kapitallashuvini oshirishi mumkinligini anglatadi.

Shunday qilib, kapital tuzilmasining yaxshi reytingiga ega bo'lish kompaniyaga raqobatchilariga nisbatan sezilarli raqobat ustunligini berishi mumkin.

5.3. Kapital tarkibini boshqarish modellari va mexanizmlari

Kapital tuzilmasini boshqarishning eng muhim jihatlaridan biri bu sizning kapital tuzilmangiz reytingiga ta'sir etuvchi omillarni tushunishdir. Sizning kapital tuzilmangiz reytingi sizning qarzingiz va kapitalni moliyalashtirishni qanchalik muvozanatlashtirganligingiz va daromad olish uchun aktivlaringizdan qanchalik samarali foydalanayotganingizning o'lchovidir. Yuqori reyting sizning kapitalingizning arzonligi, qarzni to'lash xavfi pastligi va aksiyadorlaringiz uchun katta qiymatga ega ekanligingizni anglatadi. Biroq, yuqori darajaga erishish oson emas, chunki unga ichki va tashqi ta'sir ko'rsatadigan ko'plab omillar mavjud. Ushbu bo'limda biz sizning kapital tuzilmangiz reytingiga ta'sir qiluvchi eng keng tarqalgan va muhim omillarni va moliyaviy ko'rsatkichlaringizni yaxshilash uchun ularni qanday boshqarishingiz mumkinligini muhokama qilamiz.

Kapital tuzilmangiz reytingiga ta'sir qiluvchi ba'zi omillar:

1. Siz faoliyat yuritayotgan biznes tarmog'i va sikli. Turli sohalarda risk, rentabellik, o'sish va raqobatning turli darajalari mavjud bo'lib, bu ularning optimal kapital tuzilishiga ta'sir qiladi. Misol uchun, kommunal xizmatlar kabi barqaror va yetuk sanoat, biotexnologiya kabi beqaror va innovatsion sanoatga qaraganda yuqori qarz nisbatiga ega bo'lishi mumkin. Xuddi shunday, biznes siklingizning bosqichi ham kapital tuzilmangizga ta'sir qiladi. O'sish bosqichida sizning kengayishni moliyalashtirish uchun sizga ko'proq o'z mablag'lari kerak bo'lishi mumkin va qisqarish bosqichida pul oqimingizni saqlab qolish uchun sizga ko'proq qarz kerak bo'lishi mumkin.

2. Sizning rentabelligingiz va pul oqimingiz. Sizning daromadliligingiz va pul oqimi sizning qarzingizga xizmat ko'rsatish va aksiyadorlarga dividendlar to'lash qobiliyatingizning o'lchovidir. Yuqori rentabellik va pul oqimi sizning operatsiyalaringiz va investitsiyalaringizni moliyalashtirish uchun ko'proq ichki mablag'larga ega bo'lishingizni va tashqi moliyalashtirishga kamroq tayanishingizni anglatadi. Bu moliyaviy xavfni kamaytirish va moliyaviy moslashuvchanlikni oshirish orqali kapital tuzilmangiz reytingini

yaxshilashi mumkin. Shu bilan birga, daromadingizni saqlab qolish va ularni aksiyadorlarga taqsimlash o'rtasidagi kelishuvni ham ko'rib chiqishingiz kerak, chunki ikkinchisi sizning aksiyalaringiz narxini oshirishi va o'z kapitalingiz narxini kamaytirishi mumkin.

3. O'sish imkoniyatlari va investitsion ehtiyojlar. Sizning o'sish imkoniyatlaringiz va investitsiya ehtiyojlaringiz kelajakdagi istiqbollaringiz va foyda potensialingiz bilan bog'liq. Yuqori o'sish imkoniyatlari va investitsiya ehtiyojlari sizning qiymatingiz va kapital tuzilmangiz reytingini yaxshilaydigan CAPMoya kiritish uchun ko'proq foydali loyihalaringiz borligini anglatadi. Biroq, ular sizning investitsiyangizni moliyalashtirish uchun sizga ko'proq mablag 'kerakligini anglatadi, bu esa sizdan ko'proq qarz yoki kapital chiqarishni talab qilishi mumkin. Bu har bir moliyalashtirish manbasining harajati va tavakkalchiligi asosida kapital tuzilmangiz reytingiga, shuningdek, aksiya boshiga tushadigan daromad va dividendlarni to'lash nisbatiga ta'sir qilishi mumkin.

4. Sizning soliq stavkangiz va soliq himoyangiz. Sizning soliq stavkangiz va soliq himoyangiz qarzni moliyalashtirishning soliq imtiyozlari bilan bog'liq. Yuqori soliq stavkasi sizning yuqori soliq majburiyatingiz borligini anglatadi, bu sizning soliqdan keyingi daromadingiz va pul oqimingizni kamaytiradi. Biroq, bu sizning soliqqa tortiladigan daromadingizdan foiz to'lovlarini chegirib tashlash orqali tejaydigan soliq miqdori bo'lgan yuqori soliq qalqoni borligini ham anglatadi. Bu qarz narxini kamaytirishi va sizning qiymatingiz va kapital tuzilmangiz reytingini oshirishi mumkin. Biroq, soliq qalqoni va moliyaviy xavf o'rtasidagi kelishuvni ham ko'rib chiqishingiz kerak, chunki yuqori qarz nisbati defolt va bankrotlik harajatlari ehtimolini oshirishi mumkin.

5. Sizning bozor sharoitingiz va investorlarning afzalliklari. Sizning bozor sharoitlaringiz va investorlarning afzalliklari sizning qarz va qimmatli qog'ozlaringizga bo'lgan talab va taklifga ta'sir qiluvchi tashqi omillar bilan bog'liq. Qulay bozor sharoitlari sizning qimmatli qog'ozlaringizga yuqori talab va taklifning pastligini bildiradi, bu sizning aksiyalaringiz narxini oshirishi va kapital qiymatini pasaytirishi

mumkin. Bu sizning qiymatingizni oshirish va moliyaviy xavfni kamaytirish orqali kapital tuzilmangiz reytingini yaxshilashi mumkin. Shu bilan birga, bozor vaqtlari va uzoq muddatli ta'sirlar o'rtasidagi muvozanatni ham ko'rib chiqishingiz kerak, chunki qulay bozor sharoitlari abadiy davom etmasligi va optimal kapital tuzilmangizni o'zgartirishi mumkin. Xuddi shunday, investorning afzalliklari ham sizning kapital tuzilmangiz reytingiga ta'sir qiladi, chunki turli investorlar sizning qimmatli qog'ozlaringiz uchun turli xil kutish va talablarga ega. Misol uchun, ba'zi investorlar yuqori dividend daromadini afzal ko'rishlari mumkin, boshqalari esa yuqori kapital daromadlarini afzal ko'rishlari mumkin. Kapital tuzilmangizni maqsadli investitsiya guruhingiz bilan moslashtirishga harakat qilishingiz kerak.

Kapital tarkibini boshqarishning eng muhim jihati kapital tarkibini doimiy ravishda monitoring qilish va o'lchashdir. Bu esa sizga kapital tarkibi qay darajada ijobiy shakllantirilganligini bilishda turli usullardan foydalanish imkonini beradi. Ushbu usullardan foydalanish jarayonida siz mavjud muammolarni aniqlashingiz va optimal qaror qabul qilishingiz mumkin bo'ladi. Ushbu usullar quyidagilar:

1. Moliyaviy koeffitsiyentlardan foydalanib kapital tarkibini tahlil qilish (qarz va o'z mablag'lari nisbati, foizlarni qoplash koeffitsiyenti, kapital rentabelligi) .

2. WACC – bu kapital egalariga, shu jumladan qarz egalari va aksiyadorlarga to'lashingiz kerak bo'lgan o'rtacha daromadlilik darajasi. Bu sizning kapital tuzilmangizning narxi va xavfini aks ettiradi. WACC kapitalning har bir turi qiymatini uning kapital tarkibidagi ulushiga ko'paytirish va keyin bu qiymatlarni qo'shish orqali hisoblanadi. WACC kapital narxini minimallashtirish va kapital qiymatini maksimal darajada oshirish orqali kapitalning optimal tuzilishini aniqlashga yordam beradi. WACC, shuningdek, investitsion qarorlaringizni kapital qiymati bilan solishtirish orqali baholashga yordam beradi. Misol uchun, agar sizning WACC 10% bo'lsa va sizda 15% daromad keltiradigan investitsiya imkoniyatingiz bo'lsa, investitsiyani qabul qilishingiz kerak, chunki u sizning firmangiz uchun qiymat yaratadi. Biroq, agar sizning VAKK 10% bo'lsa va sizda 8% daromad keltiradigan investitsiya

imkoniyatingiz bo'lsa, investitsiyalardan qochishingiz kerak, chunki bu sizning firmangizning qiymatini yo'q qiladi.

3. Kredit reytingi – bu sizning kredit layoqatingiz va qarz majburiyatlarini to'lash qobiliyatini baholaydigan mustaqil agentliklarning fikrlari. Ular sizning moliyaviy ko'rsatkichlaringiz, sanoat istiqbolingiz, raqobatdosh pozitsiyangiz va biznes strategiyangiz kabi turli omillarga asoslanadi. Sizning kredit reytingingiz kapital bozorlariga kirishingizga, qarz olish harajatlariga va obro'ingizga ta'sir qilishi mumkin. Kredit reytingi sizning moliyaviy riskingiz va kredit sifatingiz haqida ma'lumot berish orqali kapital tuzilmangizni kuzatishga yordam beradi. Kredit reytingi, shuningdek, yaxshilanish sohalarini aniqlash va moliyaviy natijalaringiz uchun maqsadlarni belgilash orqali kapital tuzilmangizni yaxshilashga yordam beradi. Misol uchun, agar sizning kredit reytingingiz BBB bo'lsa va uni A ga ko'tarmoqchi bo'lsangiz, qarzingizning kapitalga nisbatini pasaytirish, foizlarni qoplash koeffitsiyentini oshirish va rentabellikni oshirish kerak bo'lishi mumkin.

Tayanch so‘z va iboralar

Kapital tarkibi, kapital tuzilishi, o‘z kapitali, qarz kapitali, murosaga kelish nazariyasi, iyerarxiya nazariyasi, bozor vaqtini belgilash nazariyasi, agentlik nazariyasi.

O‘z-o‘zini nazorat qilish uchun savollar

1. Moliyalashtirish bilan bog‘liq qarorlar va investitsiya qarorlarining qanday farqli jihatlari mavjud?
2. Kapital tarkibini boshqarishning asosiy vazifalarini izohlang.
3. Kapital tuzilishi nima?
4. Kapital tarkibi nima?
5. O‘z kapitali nima va u qanday manbalardan shakllanadi?
6. Qarz kapitali nima va u qanday manbalardan shakllanadi?
7. Kapital tarkibini shakllantirishning murosaga kelish nazariyasi mazmunini ifodalang.

8. Kapital tarkibini shakllantirishning bozor vaqtini belgilash nazariyasining o‘ziga xos xususiyati nimada?

9. Kapital tarkibini shakllantirishning agentlik nazariyasi nimani anglatadi?

10. Kapital tarkibini shakllantirishning iyerarxiya nazariyasining o‘ziga xos xususiyatlarini ifodalang.

Amaliy topshiriq

1. «Lider» kompaniyasi moliyalashtirishning ikki manbai: oddiy aksiyalar va bank kreditidan foydalanadi. Kompaniyaning xususiy kapitali 10000 dona oddiy aksiyalardan shakllangan, aksiyalarning nominal bahosi 50 rubl, joriy bozor bahosi esa 120 rublga teng. Aksiyalar bo’yicha talab etilayotgan yillik daromad darajasi 35,1 %ga teng. Kompaniyaning qarz kapitali yillik 24,5 % evaziga olingan 1,0 mln rubl bo’lgan uzoq muddatli kredit evaziga shakllangan. Foyda solig‘i stavkasi 20,0 %ni tashkil etadi. Kompaniya kapitalining o’rtacha tortilgan qiymati (WACC)ni aniqlang.

2. “TeleKom” kompaniyasi moliyalashtirishning ikki xil manbaidan foydalanmoqda:

- Nominal bahosi 500 rubl, yillik kupon stavkasi 10 % bo’lgan 100 dona obligatsiya emissiya qilindi; obligatsiyalarning joriy bozor bahosi 450 rubl, so’ndirilishigacha 3 yil qoldi;
- Bozorda 1 donasi 120 rublga sotilayotgan 200 dona oddiy aksiyalar.

Baholovchi mutaxassis (analitik)larning fikricha, kompaniyaning beta-koeffitsiyenti 1,8 ga teng (qarzni hisobga olgan holda), risksiz daromadlilik esa 5 %, bozor indeksining daromadliligi esa 15 %ni tashkil etadi. Foyda solig‘i stavkasi 20 %ga teng. Kompaniya kapitalining o’rtacha tortilgan qiymati (WACC)ni aniqlang.

3. “ABS” kompaniyasi moliyalashtirishning ikki manbai: oddiy aksiyalar va obligatsiya emissiyasidan foydalanadi. Bunda D/E

ko’rsatkichi 1 ga teng. Oddiy aksiyalar bo’yicha quyidagi ma’lumotlar mavjud:

- Risksiz stavka 5%, bozor indeksi daromadliligi 16 %ga teng;
- Kompaniya beta-koeffitsiyenti qarzlarni hisobga olmagan holda 0,8 ga teng.

Obligatsiyalar bo’yicha quyidagi ma’lumotlar mavjud:

- Obligatsiyalarning nominal bahosi 1000 rublga, kupon stavkasi 13 %ga teng, kupon yilda bir marta to’lab beriladi;
- Obligatsiyalarning bozor bahosi 900 rublga teng, so’ndirilishigacha 3 yil qoldi.

Foyda solig‘i stavkasi 20 %ga teng. Kompaniya kapitalining o’rtacha tortilgan qiymati (WACC)ni aniqlang.

GLOSSARIY

Investitsion qarorlar	korxona kapitali qaysi loyiha (ob’ekt)larga sarflanishi kerakligini belgilaydi
Moliyalashtirish bilan bog‘liq qarorlar	investitsiyalarni qanday manbalar hisobidan moliyalashtirish lozimligini belgilaydi
Kapital tarkibi	uzoq muddatli moliyalashtirish manbalari, ya’ni o’z va qarz kapitali o’rtasidagi nisbat
WACC	kapital egalariga, shu jumladan qarz egalari va aksiyadorlarga to’lashingiz kerak bo’lgan o’rtacha daromadlilik darajasi
Kredit reytingi	sizning kredit layoqatingiz va qarz majburiyatlarini to’lash qobiliyatini baholaydigan mustaqil agentliklarning fikrlari

VI BOB. KORPORATSIYA XUSUSIY KAPITALI TARKIBINI BOSHQARISH

6.1. Korporatsiyalar xususiy mablag‘larining tarkibi va manbalari

Milliy iqtisodiy tizimning iqtisodiyotni liberallashtirish sharoitidagi o’zgarishlari korporativ tuzilmalarning moliyaviy resurslarini shakllantirish sharoiti va prinsiplarini keskin o’zgartirdi. Shu bilan birga, biznesni moliyalashtirish tizimidagi o’zgarishlar investitsiya salohiyatini oshirish, kengaytirilgan takror ishlab chiqarish va moddiy-texnika bazasini innovatsion asosda yangilash, yangi bozorlarni o’zlashtirish, raqobatbardosh mahsulot ishlab chiqarish kabi yangi imkoniyatlarni vujudga keltirdi.

Xo’jalik faoliyatini moliyalashtirish tizimi – bu pul mablag‘lari manbalari, ularni jalb qilishning tashkiliy-iqtisodiy mexanizmlari va vositalari yaxlit tizimidir.

Xo’jalik faoliyatini moliyalashtirish manbalari – bu korporativ tuzilma ixtiyorida bo’lgan va zarur aktivlarni sotib olish hamda kontragentlar va hamkorlar bilan o’zaro munosabat jarayonida yuzaga keladigan joriy harajatlar va to’lovlarni amalga oshirish uchun mo’ljallangan pul fondlari va tushumlaridir.

XYUSlar faoliyatini moliyalashtirish manbalari turli belgilariga ko’ra tasniflanadi:

- iqtisodiy munosabatlar tabiatiga ko’ra – o’z (ichki), qarz (tashqi) va gibrid (aralash) manbalar;
- mulkdor turiga ko’ra – davlat moliyaviy resurslari, yuridik va jismoniy shaxslar (shu jumladan, norezidentlar) mablag‘lari;
- ob’ektga nisbatan – ichki va tashqi (jalb qilingan) manbalar;
- vaqt bo’yicha – qisqa muddatli (1 yilgacha), uzoq muddatli (1 yildan ortiq) va muddatsiz manbalar.

Korporativ tuzilmalar o’z faoliyatida yuqorida qayd etilgan moliyalashtirish manbalarining deyarli barchasidan foydalanadi. Ular turli tashkiliy-iqtisodiy mexanizmlar va moliyaviy vositalar orqali mobilizatsiya qilinadi.

Hozirgi vaqtda xalqaro amaliyotda korporativ tuzilmalar uchun quyidagi moliyalashtirish mexanizmlari mavjud:

- byudjetdan moliyalashtirish;
- o'z-o'zini moliyalashtirish;
- ulushli moliyalashtirish;
- qarzli moliyalashtirish;
- aralash moliyalashtirish.

Mablag'larni jalb qilish moliyalashtirish mexanizmiga qarab turli moliyaviy vositalar orqali amalga oshiriladi. Masalan, mamlakatimizda so'nggi yillarda turli kreditlardan keng foydalanilmoqda. Biroq xorijiy mamlakatlarda kreditlardan tashqari qarzli moliyalashtirishning ommaviy vositalari sifatida obligatsiyalar chiqarilishi, lizing va boshqalar ham ommalashgan.

Ulushli moliyalashtirish esa aksiyalarni xususiy yoki ommaviy joylashtirish, loyiha yoki korxona kapitaliga moliyaviy yoki strategik investorni jalb etish orqali tashkil qilinishi mumkin.

Moliyaviy resurslarni jalb etish imkoniyatlari va usullariga biznesning huquqiy shakli hamda uning hayot siklining qaysi bosqichida ekani ham katta ta'sir ko'rsatadi.

Aksariyat mamlakatlarda biznes yuritish uchun zarur kapitalni jalb etish bo'yicha eng katta salohiyatga ega sub'ektlar – bu korporativ tuzilmalar hisoblanadi.

Rivojlanish bosqichiga ko'ra korporativ tuzilmalar tug'ilish, o'sish, barqarorlik (yetuklik) va pasayish (qarish) davrlarini bosib o'tadilar. Bu bosqichlarga qarab ularning moliyalashtirish ehtiyojlari, kapitalni jalb qilish imkoniyatlari, risk darajalari turlicha bo'ladi.

Tug'ilish va o'sish bosqichlarida, odatda, katta hajmda moliyaviy resurslar talab qilinadi. Bunday korporativ tuzilmalar mablag'larni jalb qilish bo'yicha faol (agressiv) moliyaviy siyosat yuritadilar va olingan daromadlarning katta qismini yoki to'liq miqdorini biznesga qayta investitsiya qiladilar.

Shu bilan birga, barqarorlik va pasayish bosqichlarida moliyaviy resurslarga bo'lgan ehtiyoj ma'lum darajada barqarorlashadi, ularning katta qismi ichki manbalar hisobiga qoplanishi mumkin.

Har bir korporativ tuzilma rivojlanish bosqichining xususiyatlarini hisobga olish uning moliyasini samarali tashkil etish va boshqarish imkonini beradi. Bunda tuzilma kapitali tarkibidagi o'z mablag'lari manbalari faoliyatni moliyalashtirishning eng samarali vositasidir.

O'z mablag'larining manbai korporativ tuzilma ta'sischilari tomonidan kiritilgan va ishlab topilgan mablag'laridan tashkil topadi. Ularga quyidagilarni kiritamiz: ustav kapitali, ko'shilgan va zahira kapitali hamda taqsimlanmagan foyda.

Ustav kapitali – ta'sis hujjatlarda belgilangan ulushlarning (pul ifodasida) yig'indisidir. Ustav kapitaliga ulush shaklida qo'shiladigan moddiy va nomoddii aktivlar ta'sischilar kelishuviga yoki yuridik shaxs ijroiya organining qaroriga ko'ra baholanadi va hisobga olinadi. Ustav kapital korporativ tuzilma mulkini shakllantirishning asosiy manbai hisoblanadi. Uning miqdori korporativ tuzilma ustavida yozilgan bo'ladi va uning o'zgartirilishi tuzilma ustaviga o'zgartirishni kiritishi va ularni ro'yxatga oluvchi organda qayta ro'yxatdan o'tishi talab etiladi.

Qo'shilgan kapital aksiyalarni nominal qiymatidan baland narxlarda dastlabki sotishdan olinadigan emissiya daromadini hamda ustav kapitalini shakllantirishda paydo bo'ladigan kurs farqlarini aks ettiradi.

Zaxira (rezerv) kapitali mol-mulkni qayta baholash chog'ida hosil bo'ladigan inflyatsiya zaxiralarini, shuningdek tekinga olingan mol-mulk qiymatini aks ettiradi. Shu bilan birgalikda qonunchilikda belgilangan tartibda va miqdorda zaxira (rezerv) kapitalini tashkil qiladi. Zaxira (rezerv) kapitalini tashkil qilish uning miqdori va tartibi korxona ustavida yozilgan bo'lishi lozim.

Taqsimlanmagan foyda – foydaning jamg'arilayotganini ifodalaydi va mulkdorlarning qaroriga binoan ustav kapitaliga qo'shilishi mumkin.

Zaxiralar – hisobot yilida korxona tomonidan kelgusi harajatlar va to'lovlarni amalga oshirish va ularni ishlab chiqarayotgan mahsulot tannarxiga bir maromda qo'shib borish uchun ichki imkoniyatlar hisobidan tuziladigan jamg'armalardir. Ularga dargumon qarzlar bo'yicha rezervlar, ishchilarga mehnat ta'tili uchun rezervlar, asosiy vositalarni ta'mirlash uchun rezervlar va boshqalar kiradi.

Maqsadli tushumlar – ma'lum bir maqsadlar uchun kelib tushayotgan pul mablag'lari kiradi. Ularga grant, subsidiya, a'zolik badallari, maqsadli foydalanish uchun soliqlar bo'yicha imtiyozlar va boshqalar kiradi.

Demak, yuqorida ta'kidlaganimizdek, mamlakatimizda yangi korporativ tuzilmani tashkil etishdagi dastlabki moliyalashtirish manbai – ustav kapitali (fond) hisoblanadi, u ta'sischilar (mulkdorlar)ning ulushlari hisobiga shakllantiriladi.

Korporatsiyalar o'z mablag'larini jalb etish uchun ustav kapitali miqdorini ta'sischilarning qo'shimcha hissalari hisobiga yoki yangi investorlarga aksiyalarning bir qismini yoki qo'shimcha chiqarilgan aksiyalarni sotish orqali oshirishlari mumkin.

O'z kapitali hisobiga mablag' jalb etishning eng sodda usuli – bu amaldagi aksiyadorlar tomonidan moliyalashtirish hajmini oshirishdir. Ular o'z biznesining rivojlanishida bevosita manfaatdor bo'lib, uning istiqbollari va tavakkalchilik darajasini yaxshi anglaydilar.

Bunday yondashuvning asosiy kamchiligi – ayrim aksiyadorlarning moliyaviy imkoniyatlarining cheklanganligidadir. Shuningdek, bu usul mablag' jalb qilishning hamma vaqt korporatsiyaning maqsad va vazifalariga, amalga oshirilayotgan investitsiya loyihalarining ko'lamiga mos kelavermaydi.

O'z kapitalini jalb etishning yana bir usuli – biznesdagi ulushni strategik yoki portfel (moliyaviy) investorga sotishdir. Bundan tashqari, korporatsiyalar o'z aksiyalarini xususiy yoki ommaviy joylashtirish imkoniyatiga ham egadirlar.

O'z kapitalini asosiy manba sifatida qo'llash korporativ tuzilmaga quyidagi afzalliklarni beradi:

- kapitalni jalb qilishda ma'muriy-boshqaruv to'siqlar bilan bog'liq jarayonlar va vaqt yo'qotishlarni kamaytiradi, chunki qarorlar mulkdor bilan kelishilgan holda bir sub'ekt doirasida qabul qilinadi;
- qarz mablag'laridan foydalanish harajatlarining tejalishi hisobiga daromadni saqlab qolish imkonini beradi;
- kompaniyaning uzoq muddatli moliyaviy barqarorligini ta'minlaydi.

Shu bilan birga, faoliyatni faqat o‘z kapitali hisobidan moliyalashtirish joriy faoliyat kengayishini joriy daromad hajmi bilan cheklab qo‘yadi va shu orqali o‘z kapitalining rentabelligining o‘sishini (qarz mablag‘lari jalb etilishi orqali ta’minlanadigan) cheklaydi. Bundan tashqari, o‘z kapitalining qiymati (dividendlar shaklida) qarz kapitali bo‘yicha foiz stavkasidan yuqori bo‘lishi mumkin.

Mablag‘larini jalb etish jarayonida korporatsiya rahbariyati oldida eng muvofiq moliyalashtirish mexanizmini va unga mos moliyaviy instrumentni tanlash muammosi yuzaga keladi. Bunday tanlov ko’plab omillarga bog‘liq: korporatsiyaning moliyaviy holati, uzoq muddatli rivojlanish maqsadlari, tashqi iqtisodiy sharoitlar, mulkdorlar manfaatlari, menejment malakasi va boshqalar.

To’g‘ri qaror qabul qilish uchun korporatsiya menejmenti quyidagi omillarni tahlil qiladi:

- bozorda zarur moliyaviy mahsulotlarning mavjudligi;
- moliyalashtirish qiymati, muddati va shartlari;
- mablag‘ jalb etish uchun zarur ta’minot (kafolat, garov va h.k.);
- moliyalashtirishni tashkil etish va olish muddatlari;
- biznes ustidan nazorat masalalari va boshqalar.

Moliyalashtirish to’g‘risida qaror qabul qilish jarayoni quyidagilarni o’z ichiga oladi: mavjud va alternativ mablag‘ manbalarini aniqlash, ularni jalb etish mexanizm va instrumentlarini tanlash, zarur moliyaviy resurslarni olishni tashkil etish hamda ulardan samarali foydalanish.

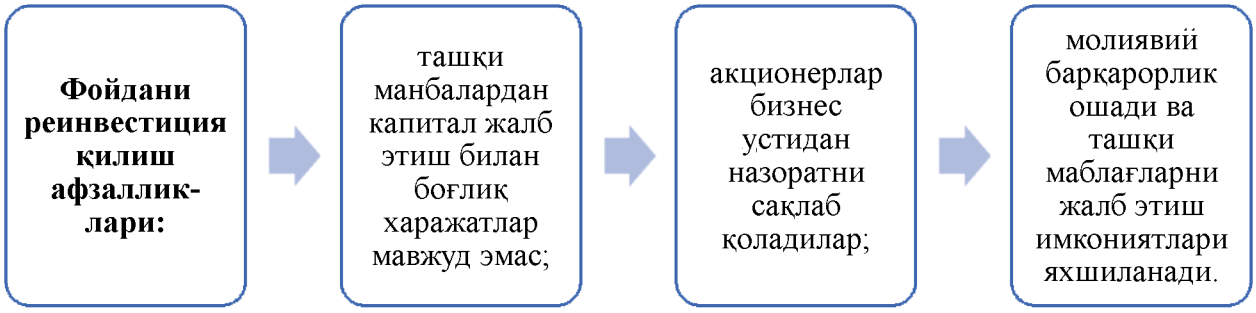
Ichki manbalar xo’jalik faoliyati jarayonida shakllanadi va har qanday korporatsiya hayotida muhim rol o’ynaydi. Korporatsiya o’z moliyaviy ehtiyojlarini to’liq yoki katta qismda ichki manbalar hisobiga qoplay olsa, bu unga raqobat ustunligini va rivojlanish uchun qulay imkoniyatlar yaratadi, chunki tashqi kapital jalb etish harajatlari va tavakkalchiliklar kamayadi.

Asosiy ichki moliya manbalari quyidagilar hisoblanadi: sof foyda, amortizatsion ajratmalar, foydalanilmayotgan aktivlarni sotish yoki ijaraga berish va boshqalar.

Hozirgi sharoitda korporatsiyalar o’z ixtiyorida qolgan foydani mustaqil ravishda taqsimlaydilar. Foydadan oqilona foydalanish korxona rivojlanish rejalari bilan bir qatorda mulkdorlar, investorlar va xodimlar manfaatlarini ham hisobga oladi. Umuman olganda, biznesni rivojlantirishga qancha ko’p foyda yo’naltirilsa, qo’shimcha moliyalashtirish ehtiyoji shunchalik kamayadi.

Taqsimlanmagan foyda miqdori xo’jalik operatsiyalari rentabelligi va qabul qilingan dividend siyosatiga bog‘liq.

Foydani reinvestitsiya qilishning quyidagi afzalliklari mavjud:



6.1-chizma. Korporativ tuzilmalarda foydani reinvestitsiya qilishning afzalliklari

Shu bilan birga, bu manbaning kamchiliklari ham mavjud: uning hajmi cheklangan va o’zgaruvchan, prognoz qilish qiyin, shuningdek, menejment nazoratidan tashqaridagi tashqi omillar – bozor kon’yunkturasi, iqtisodiy sikl fazasi, talab o’zgarishi, narxlar tebranishi kabi omillarga bog‘liq.

Amortizatsion ajratmalar ham ichki moliyalashtirishning muhim manbai hisoblanadi. Ular korxonaning harajatlariga kiritiladi, asosiy va nomoddiy aktivlarning eskirishi, ishlatilishini aks ettiradi va mahsulot hamda xizmatlardan tushgan pul oqimi tarkibida korxona ixtiyorida qoladi. Ularning asosiy vazifasi nafaqat oddiy, balki kengaytirilgan takror ishlab chiqarishni ta’minlashdan iboratdir.

Amortizatsion ajratmalarning afzalligi korporatsiyaning moliyaviy ahvolidan qat’i nazar, ular har doim mavjud bo’ladi va korporatsiya ixtiyorida qoladi. Amortizatsiya miqdori uni hisoblash usuliga bog‘liq bo’lib, odatda davlat tomonidan tartibga solinadi. Tanlangan

amortizatsiya usuli korporatsiyaning hisob siyosatida belgilanadi va aktivning butun foydalanish davri mobaynida qo'llaniladi.

Hozirgi sharoitda ishlab chiqarish uskunalarini yangilashni tezlashtirishning samarali vositasi – tezlashtirilgan amortizatsiya hisoblanadi. Uning iqtisodiy mohiyati shundaki, yillik ajratmalar miqdori aktivning haqiqiy jismoniy yoki ma'naviy eskirishidan yuqori qilib belgilanadi. Tezlashtirilgan usullar (qoldiqni kamaytirish, yillar summasi va h.k.) orqali aktivning birinchi yillarida ko'proq amortizatsion mablag'lar yig'iladi, bu esa o'z navbatida o'zini-o'zi moliyalashtirish hajmini oshiradi.

Rivojlangan mamlakatlarda tezlashtirilgan amortizatsiya asosiy fondlarni texnologik yangilashning kuchli rag'batlantiruvchisi hisoblanadi. Mamlakatimizda esa bu mexanizm hali yetarlicha rivojlanmagan. Biroq tezlashtirilgan amortizatsiya ham salbiy oqibatlarga olib kelishi mumkin. U faqat korporatsiya yuqori foyda ko'rayotgan holatda yoki amortizatsiya ajratmalari o'sishi boshqa harajatlarni qisqartirish bilan birga kechsa samara beradi. Aks holda amortizatsiya ulushining ortishi mahsulot tannarxini oshiradi, narxlarni ko'tarib yuborishi va shu sababli sotish hajmini pasayishiga olib kelishi mumkin.

Umuman olganda, to'g'ri shakllantirilgan amortizatsion siyosat ma'lum shartlarda investitsiya harajatlaridan ortiq mablag'larni ajratishga imkon beradi. Bu hodisa iqtisodiy adabiyotda Loxman-Ruxti samarasi (Lohmann–Ruchti effect) nomi bilan ma'lum bo'lib, u shunday holatni ifodalaydi: investitsiyalarning barqaror o'sish sur'atlarida chiziqli amortizatsiya qo'llanilganda ular o'rtasidagi nisbat ma'lum qonuniyatga ega bo'ladi va bu quyidagi ko'rinishga ega:

$$\frac{AA_i}{I_i} = [\frac{1-(1+g)^{-n}}{g}]*n$$

Bu yerda:

g – doimiy o'sish sur'ati;

n – amortizatsiya hisoblanayotgan aktivlarning foydali xizmat muddati;

AA_i – i-davrda hisoblangan amortizatsiya ajratmasi;

I_i – i-davrda investitsiyalar.

Quyida keltirilgan 6.1-jadvalda turli o'sish sur'ati va foydali xizmat muddatida amortizatsiya va investitsiyalar o'rtasidagi bog'liqlik keltirilgan.

6.1-jadval

Amortizatsiya ajratmalari va investitsiyalar o'rtasidagi bog'liqlik, %

O'sish sur'ati g,%	Muddat n, yil			
	5	10	15	20
3	92	85	80	74
5	87	77	69	62
7	82	70	61	53
10	76	61	51	43

Jadvaldan ko'rinib turibdiki, aktivlarning foydali xizmat qilish muddati 10 yil bo'lgan va investitsiyalar o'sish sur'ati yiliga 7% ni tashkil etuvchi korporatsiya investitsiya hajmining taxminan 70% qismini amortizatsiya ajratmalari hisobiga moliyalashtirishi mumkin. Shuningdek, qolgan qismi taqsimlanmagan foyda va (yoki) tashqi manbalar hisobidan moliyalashtirilishi lozim.

Shunday qilib, amortizatsiya ajratmalaridan korporatsiyaning moliyaviy resurslari sifatida samaraliroq foydalanish uchun muvofiq amortizatsion siyosatni amalga oshirish zarur. U quyidagilarni o'z ichiga oladi:

- asosiy vositalarni qayta tiklash siyosatini;
- amortizatsiya ajratmalarini hisoblashning turli usullarini qo'llash siyosati;
- ulardan foydalanishning ustuvor yo'nalishlarini tanlash va boshqa elementlarni.

Ayrim holatlarda qo'shimcha moliyaviy resurslarni korporativ tuzilmada foydalanilmayotgan aktivlarni sotish yoki ijaraga berish orqali ham shakllantirish mumkin. Shu bilan birga, bunday operatsiyalar bir martalik harakterga ega bo'lib, muntazam moliyalashtirish manbai sifatida qaralmasligi lozim.

Korporatsiyaning o'z-o'zini moliyalashtirish qobiliyatini (self financing - SF) baholash va muayyan davrda uning mavjud hajmini prognoz qilish uchun quyidagi formuladan foydalanish mumkin:

$$SF = (EBIT - X) * (1 - T) + A * T - DIV$$

Bu yerda:

EBIT – foiz va soliqlar to'langungacha bo'lgan foyda;

X – qarzlarga xizmat ko'rsatish bo'yicha harajatlar (foiz to'lovlari);

T – foyda solig'i stavkasi;

A – amortizatsiya;

DIV – mulkdorlarga dividend to'lovlari.

Xalqaro amaliyotda korxonaning o'z-o'zini moliyalashtirish qobiliyatini baholash maqsadida esa ushbu formuladan foydalanish mumkinligi ko'rsatilgan:

$$SF = (EBIT - X) * (1 - T) - DIV$$

Bu yerda:

EBIT – foiz va soliqlar to'langungacha bo'lgan foyda;

X – qarzlarga xizmat ko'rsatish bo'yicha harajatlar (foiz to'lovlari);

T – foyda solig'i stavkasi;

DIV – mulkdorlarga dividend to'lovlari.

Yuqorida keltirilgan formulalardan ko'rinib turibdiki, o'z-o'zini moliyalashtirish qobiliyatiga xo'jalik faoliyati samaradorligidan tashqari qarz, amortizatsiya va dividend siyosati ham bevosita ta'sir ko'rsatadi.

Ichki moliyalashtirish manbalaridan foydalanishning afzalliklariga qaramasdan, ularning hajmi, odatda, yirik investitsiya loyihalarini amalga oshirish, yangi texnologiyalarni joriy etish va shu kabi yo'nalishlar uchun yetarli bo'lmasligi mumkin. Shu sababli, qo'shimcha mablag'larni tashqi manbalar hisobiga jalb qilish zarurati vujudga keladi.

6.2. Kompaniyaning kapital bozoriga chiqish strategiyasi (IPO)

IPO (inglizcha Initial Public Offering - "aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish") – biznesni rivojlantirish uchun investitsiya jalb

etishning samarali usullaridan biridir. Bu kompaniya uchun bank kreditiga qaraganda samarali bo'lishi mumkin. Biroq, aksiyadorlik jamiyati uchun birjaga chiqish jarayoni bir necha oy yoki hatto yillar davom etishi mumkin. Lekin bunga yetarlicha ob'ektiv sabablar bo'lgani uchun kompaniyalar IPOdan voz kechishmaydi.

IPO ko'plab iqtisodchilar tomonidan aksiyadorlik jamiyatlarini moliyalashtirishning zamonaviy mexanizmi sifatida qaraladi. Shu bilan birga, ayrim iqtisodchilar IPOning salbiy tomonlarini ham ta'kidlab o'tishadi.

Masalan, mahalliy iqtisodchi olim I.L. Butikov fond bozorining rivojlanishini chuqur o'rgangan holda quyidagicha ta'kidlaydi: "Aksiyalar chiqarilishi va reklama kampaniyasining o'tkazilishi kompaniyaning nafaqat professional investorlar, balki aholining katta qismi orasida ham tanilishini oshiradi. Ko'pchilik kompaniyalar uchun IPO loyihalarini amalga oshirish nafaqat moliyaviy resurslarni jalb etish, balki avvalo jamoatchilikka ochiq bo'lish maqsadini ko'zlaydi. Bu esa keyinchalik ancha katta moliyaviy manbalarni jalb etishga yordam beradi"[25].

Korporativ moliyaviy munosabatlarni tadqiq etuvchi mahalliy iqtisodchi olimlardan biri sifatida S.E. Elmirzayev shunday fikr bildirgan:

"Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish garchi nisbatan katta harajat va ko'p vaqt talab qilsa ham, katta hajmda kapital jalb etish imkonini beradi"[26].

Rossiyada aksiyadorlik kapitali bozorining zamonaviy sharoitdagi rivojlanishini o'rgangan olim A.A.Abgaryan shunday xulosaga kelgan: "IPO kompaniyaning investorlar uchun ochiqligi va investitsiyaviy jozibadorligini oshiradi. Bundan tashqari, uzoq muddatli moliyalashtirish manbaidan foydalanish imkoniyati yaratiladi, fond

[25] Butikov I.L. Preimushestva i nedostatki finansirovaniya aksionernogo obshestva putem vipuska sennix bumag. // Upravleniye predpriyatiyem, 2012, №10. S.6.

[26] Elmirzaev, S. "The Practice And Analysis Of Mass Positioning Of Shares Of Joint-Stock Companies." PRACTICE 2 (2019): 1-2019.

bozorida joylashtirilgan qimmatli qog‘ozlarning likvidligi ortadi va muqobil moliya manbai shakllanadi”[27].

Rossiya kompaniyalarining raqobatbardoshligiga IPO ta’sirini o’rgangan xorijiy iqtisodchi L.A. Borlakova quyidagi fikrlarni ilgari surgan “Kompaniya IPOga tayyor bo’lmasdan turib uni o’tkazishi yoki rahbariyatning noto’g‘ri qarori IPOning muvaffaqiyatsiz tugashiga olib kelishi mumkin. Hatto IPOga tayyor bo’lgan “puxta” kompaniyalar ham iqtisodiy siklning bosqichlarini hisobga olishlari kerak. Resessiya va depressiya davrlarida IPO, odatda, muvaffaqiyatsiz yakunlanadi. Iqtisodiy o’sish bosqichida esa IPO samarali o’tkaziladi. Kichik va o’rta biznes uchun IPO tavsiya etilmaydi. Bu, birinchidan, ularning tashkiliy-huquqiy shakli, ikkinchidan, yuqori tranzaksion harajatlar bilan izohlanadi”[28].

Shuningdek, “Xalqaro fond bozorlarida aksiyalarning birinchi ommaviy joylashtirilishi ma’lum darajadagi raqobat asosida amalga oshiriladi. Chunki IPO kompaniyaga qo’shimcha investitsiyalar jalb etadi, uning investitsiyaviy jozibadorligi va xalqaro nufuzini oshiradi. Bularning barchasi biznes maqsadlariga samarali yetishish, ijtimoiy muammolarni hal etish va davlat oldidagi majburiyatlarni bajarish imkonini beradi. Shu bilan birga, xalqaro fond bozorlariga chiqishning o’zi kompaniyaning keyingi rivojlanishi uchun muhim omil bo’lib xizmat qiladi”[29].

Odatda IPOga chiqishga qaror qilgan kompaniya biznes ko’lamini keng darajada kengaytirishni rejalashtiradi. Biroq bank har doim ham kerakli miqdorda mablag‘ bera olmaydi, kredit limitlari esa qarzdor ehtiyojlarini qoplamaydi. Qolaversa, kredit stavkalari yuqori bo’lganda foydaning katta qismi qarzlar bo’yicha foiz to’lovlariga sarflanib, rivojlanish maqsadlariga yetishish qiyin bo’ladi. Shu sababli IPO kompaniyaga yangi mablag‘larni jalb etishning samarali yo’lini taklif etadi.

---

[27] Abgaryan A.A. Razvitiye rossiyskogo rinka aksionernogo kapitala v sovremennix usloviyax. Diss. .k.e.n. – Moskva, 2015. - S.8.

[28] Borlakova L.A. Vliyaniye IPO na konkurentosposobnost rossiyskix kompaniy. Avtor … k.e.n. – Moskva, 2013. - S.27.

[29] Borlakova L.A. Vliyaniye IPO na konkurentosposobnost rossiyskix kompaniy. Avtor … k.e.n. – Moskva, 2013. - S.27.

IPO orqali kompaniya quyidagi imkoniyatlarga ega bo'ladi:

- biznesning bir qismini aksiyalar ko'rinishida sotish orqali keng investorlar doirasidan tezda yangi kapital jalb etish;
- aktivlar va kompaniya kelajagini bozor tomonidan baholash;
- mavjud aksionerlar uchun likvidlikni ta'minlash: ular o'z ulushlarini sotishi yoki aksincha, ko'paytirishi mumkin;
- kompaniya so'nggi bosqichda birjaga chiqadigan, savdoga qo'yiladigan aksiyalarga ega bo'ladi, ulardan boshqa kompaniyalar bilan qo'shilish yoki sotib olish bitimlarida hisob-kitob vositasi sifatida foydalanish mumkin.

Bundan tashqari, birja ro'yxatiga kirish (listing) – bu ma'lum ma'noda sifat belgisidir. Birjaga faqat moliyaviy ko'rsatkichlari yuqori, samaradorligi va barqarorligi isbotlangan kompaniyalargina chiqishi mumkin. Agar kompaniya aksiyalari birjada sotilayotgan bo'lsa, demak unga ishonish mumkin, chunki u o'z faoliyati haqidagi ma'lumotlarni to'liq oshkor qilgan, baholash jarayonini o'tgan va ochiq hisobot berishni boshlagan bo'ladi.

IPO – ko'p mehnat talab etadigan, murakkab, uzoq va ancha harajatli jarayon bo'lib, u bir nechta bosqichlardan iborat[30].

1. Tayyorgarlik bosqichi.

Eng uzoq bosqich – tayyorgarlik bosqichidir. Bu vaqtda kompaniya o'z aktivlari, korporativ boshqaruvi va biznes holatini tahlil qiladi, shuningdek, faoliyat va hisobotlarini auditorlar, birja va regulyatorlar talablariga moslashtiradi. Ayrim hollarda bu jarayon bir necha yilga cho'zilishi mumkin.

2. Asosiy bosqich – aksiyalarni birjaga chiqarish bosqichi.

Tahlil tugagach, kompaniya aksiyalarni joylashtirish bosqichiga o'tadi. Bu ishni, odatda, anderrayter (investitsion bank) amalga oshiradi. U aksiyalar soni va boshlang'ich narxini belgilaydi, aksiyalar joylashtiriladigan birja savdo maydonini tanlaydi va keyin sotuv jarayonini tashkil etadi. Shu bosqichda Road Show, ya'ni potensial investorlar bilan taqdimot uchrashuvlari o'tkaziladi.

[30] Julie Dahlquist, Rainford Knight. (2022). *Principles of Finance*. Houston, Texas, Rice University: OpenStax.

Anderrayter shartnomaga ko'ra aksiyalarning barchasini sotib olib, ularni to'liq bozorga joylashtirish majburiyatini olishi mumkin yoki "eng katta sa'y-harakat" tamoyili asosida, qanchalik imkon bo'lsa, shunchani sotishi mumkin. Bu variantlar kompaniya uchun harajat jihatdan farq qiladi.

3. Birlamchi bozor shakllanishi bosqichi.

Investor nuqtai nazaridan eng qiziq bosqich – bu dastlabki aksiya haridlariga buyurtmalar yig'ish davridir. Bu vaqtda aksiyalar hali birjada yo'q, ammo yirik investitsion kompaniyalar ularni sotib olib, mijozlariga taqsimlaydilar.

Chakana investor aksiyalarni boshlang'ich narxda olish uchun brokeri orqali ariza berishi va kerakli aksiya miqdorini ko'rsatishi lozim. Lekin bu aksiyalar soni cheklangan bo'lgani uchun allokatsiya (allocation), ya'ni taqsimot amalga oshiriladi.

Allokatsiya investor arizasi qay darajada qondirilganini ko'rsatadi. Ya'ni barcha ishtirokchilarning talabini 100% qondirish mumkin emas, shu sababli aksiyalar barcha ariza berganlar orasida taqsimlanadi. Investorlar soni ko'paygan sari har bir ishtirokchiga to'g'ri keladigan ulush (allokatsiya foizi) kamayadi.

Misol: investor $10 000lik ariza berib, har biri $20dan 500 ta aksiya sotib olishni xohlaydi. Lekin natijada unga faqat 100 ta aksiya (ya'ni $2000lik) beriladi. Bu holda allokatsiya 20%ni tashkil etadi. Ammo bozordagi talab yuqori bo'lsa, savdo boshlanganda aksiya narxi keskin oshishi mumkin.

4. Listing – savdo boshlanishi.

Bu eng hayajonli bosqich. Kompaniya aksiyalari nihoyat birjaga chiqadi va ertasi kuni savdo boshlanadi. Shu vaqtdan boshlab boshqa investorlar ham aksiya sotib olish imkoniyatiga ega bo'ladi. Biroq IPO ishtirokchilari uchun ma'lum vaqt davomida lokap-davr (lock-up period), ya'ni sotish taqiqlanadigan muddat amal qiladi.

Lokap-davr bu maxsus cheklov muddati bo'lib, unda birinchi investorlar IPOda sotib olgan aksiyalarini sota olmaydilar. Odatda lokap 3-6 oy davom etadi. Bu chora bozorda katta aksiya paketlarining bir

vaqtda chiqib ketishini va narxlar keskin tushishini oldini olish uchun joriy etilgan.

Qiyinchiliklariga qaramay, IPO keng tarqalgan hodisadir. Masalan, AQShda so'nggi 2015-2020 yillar davomida yiliga o'rtacha 170 dan ortiq IPO o'tkazilgan. 2020 yilda esa bu ko'rsatkich 400 dan ortiq kompaniyani tashkil etgan. IPO orqali aksiya sotib olish imkoniyati juda jozibali, ammo ehtiyotkorlik zarur. IPO investitsiyalarining yuqori daromadli bo'lishi ehtimoli katta, lekin tavakkalchilik ham shunchalik yuqori. Aksiyalar narxi keskin oshishi ham, pasayishi ham mumkin.

IPO jarayoni bir qator afzalliklarga ega:

1. Xizmat ko'rsatish talab etilmaydigan muddatsiz kapitalni jalb qilish;
2. Bozor qiymatiga ega bo'lish (kapitalizatsiya);
3. Kompaniya moliyaviy holatini yaxshilash;
4. Kelajakda juda qulay shartlar asosida investitsiyalarni jalb qilish;
5. Kompaniya mulkdorlari xususiy mablag'larining likvidligini ta'minlashga erishish;
6. Aksiyalar bahosini oshirish;
7. Kompaniya imidjini yaxshilash, nufuzini oshirish;
8. Fond birjasida aksiyalarni listingga qo'yish;
9. Xodimlarni rag'batlantirish va saqlab qolish.

Ushbu jarayon afzalliklari bilan bir qatorda ma'lum kamchiliklarga ham ega. Xususan:

1. Jarayonning qimmatliligi. IPO bilan bog'liq bevosita harajatlar juda katta bo'lishi mumkin va, odatda, chiqarilayotgan aksiyalar hajmining 10–15 % ni tashkil etadi[31]. Ammo bundan ham kam bo'lmagan qo'shimcha harajatlar mavjud. Investitsion bank tomonidan joylashtirish narxi keyinchalik aksiyalar sotiladigan ikkilamchi bozordagi narxdan 10-15 %ga past bo'ladi. Shu tariqa, IPO bo'yicha umumiy harajatlar jamoatchilikka taklif qilingan aksiyalar umumiy qiymatining 25 % dan ortiq bo'lishi mumkin.
2. Jarayonning uzoq vaqt talab etishi;

[31] Grinblatt M., Titman S. Financial markets and corporate strategy, 2nd ed // McGrawHill, Inc. – 2002. – P.77-87.

3. Aksiyadorlar bilan aloqani saqlab qolish uchun qo'shimcha harajat talab etilishi;
4. Raqobatchilar uchun axborotlarning oshkor etilishi;
5. Jamoatchilik bosimi.

Demak, IPOga bo'lgan talab – kompaniyalarni moliyalashtirishning mumkin bo'lgan usullaridan biri sifatida jahon kapital bozorlarining rivojlanish tendensiyalarida o'z ifodasini topmoqda. Bunday tendensiyalar sifatida quyidagilarni e'tirof etish mumkin:

- moliyaviy risklarni diversifikatsiyalash va barqaror rivojlanayotgan xorijiy kompaniyalarga investitsiya kiritishning tobora ommalashuvi;
- birjalar o'rtasida xorijiy kompaniyalarni o'z ro'yxatlariga (listingiga) jalb etish bo'yicha kuchayib borayotgan raqobat;
- korporativ qimmatli qog'ozlarga CAPMoya kiritadigan davlatga tegishli bo'lmagan pensiya jamg'armalarining soni va hajmining o'sishi.

6.3. Korporatsiyaning qiymatini baholash turlari

Biznes qiymatini bilish biznesni sotib olmoqchi yoki sotmoqchi bo'lganda juda muhim ahamiyat kasb etadi. Shuningdek, bu ma'lumotlar korporativ qo'shilish, tugatish yoki bankrotlik jarayonlarida ham dolzarb sanaladi. Biznes qiymatini hisoblash jarayoni biznesni baholash deb ataladi.

Biznesni baholash ixtiyoriy va majburiy turlarga bo'linadi. Ixtiyoriy baholash – bu kompaniyaning o'z xohishiga ko'ra amalga oshiriladigan baholash; majburiy baholash esa qonun talablariga ko'ra, masalan, kompaniya tugatilayotganda o'tkaziladi.

Biznesni baholash bilan shug'ullanuvchi maxsus litsenziyaga ega tashkilotlar mavjud, ular mustaqil baholashni amalga oshiradilar. Biroq kompaniya egalari ham o'z faoliyatlarini tahlil qilish va rivojlanish dinamikasini baholash uchun mustaqil ravishda qiymatni hisoblab chiqishlari mumkin.

Agar kompaniya muntazam ravishda biznes qiymatini baholab, bu ma'lumotlardan faqat ichki maqsadlar uchun foydalanadigan bo'lsa,

baholovchi xizmatlaridan foydalanish shart emas. Ammo agar hisobot natijalari tashqi maqsadlarda – bitim tuzish, kredit olish, investor jalb qilish, bankrotlik, qo'shimcha aksiya chiqarish yoki investitsiya rejalashtirish uchun kerak bo'lsa, u holda ekspertning rasmiy hisoboti talab etiladi.

Biznesni baholash quyidagi maqsadlarda amalga oshiriladi:

- Sotib olish. Agar korxona haqiqiy qiymatini bilmasangiz, uni bozor narxidan qimmatroq sotib olishingiz yoki zararli biznesga kirib qolishingiz mumkin.
- Sotish. Tadbirkor biznesini baholaydi, chunki uni bozor qiymatidan arzonga sotishni istamaydi. Yangi egalar pul oqimi modeli va biznesning kelgusi foyda imkoniyatlarini ko'radi.
- Birlashish, qo'shib olish yoki tugatish. Korporativ tuzilmalarni birlashtirish yoki tugatishda ham biznes qiymati to'g'ri baholanmasa, katta moliyaviy yo'qotishlar bo'lishi mumkin. Bunday hollarda baholovchilarni ham mulkdorlar, ham bitimning ikkinchi tomoni jalb etadi. Har bir tomonning vazifasi – mustaqil ma'lumot to'plash.
- Mol-mulk qiymati bo'yicha nizolar, aksiyalarni qayta sotib olish va sug'urta. AJda aksiyalar qayta sotib olinar ekan, ularni baholash talab etiladi. Kompaniyaning baholangan qiymati uning qimmatli qog'ozlari va sug'urta narxiga ta'sir qiladi.
- Boshqaruv samaradorligini baholash. Biznes qiymati kompaniya boshqaruvining samaradorligini aks ettiradi. Agar u yildan yilga o'ssa, strategiya to'g'ri, aks holda uni qayta ko'rib chiqish zarur.

Biznesni baholashning uchta asosiy turi mavjud:

1. Harajatga asoslangan turi.
2. Daromadga asoslangan turi.
3. Qiyosiy (taqqoslashga asoslangan) turi.

Qaysi turni tanlash baholanayotgan vaziyat va biznes turiga bog'liq. Eng aniq natija olish uchun korxona qiymatini har uch tur bo'yicha hisoblab, keyin natijalarni taqqoslash tavsiya etiladi. Agar hisoblar to'g'ri bo'lsa, natijalar o'rtasida katta farq bo'lmasligi kerak.

6.2-jadval

Biznes qiymatini baholash turlari

Baholash turlari	Hisob-kitoblar asosi	Qo'llanilishi	Qo'llanilmaydigan holatlar
Harajatga asoslangan	Aktivlar qiymati	Korxona qimmat mol-mulkka ega bo'lganda	Aktivlar kam bo'lganda
Daromadga asoslangan	Biznesning kelajakda kutiladigan daromadlari	Korxona daromadi o'sgan va kelajakda ham uning o'sishi kutilganda	Daromad mavjud bo'lmaganda
Qiyosiy	Bozorda analog biznesning bahosi	Biznesni taqqolash mumkin bo'lgan analog korxonalar qiymati haqida ma'lumot mavjud bo'lganda	Analog biznes qiymati haqida ma'lumot mavjud bo'lmaganda

Harajatga asoslangan turi.

Harajatga asoslangan turiga ko'ra, biznes qiymati – bu uning aktivlari qiymatidan majburiyatlar (qarzlar) chiqarib tashlanganidan keyingi qiymat, ya'ni korxonaning barcha aktivlari qiymatidan uning qarzlari chegiriladi.

Bu usul ko'p moddiy aktivlar (mulk, binolar, jihozlar)ga ega bo'lgan kompaniyalar uchun mos keladi. Agar boshqa ikki turdan foydalanilsa, mulk qiymati kam baholanishi mumkin. Shuningdek, bu tur tezkor sotish, tugatish yoki aktivlarni qayta baholash holatlarida qo'llaniladi.

Ayrim holatlarda bozorda o'xshash bizneslar bo'lmaydi, masalan davlat muassasalarini olaylik. Bunday hollarda baholash uchun mavjud ma'lumotlar, odatda qurilish harajatlari asos qilinadi. Bu holda baholash amortizatsiya va eskirishni hisobga olgan holda qurilish qiymati asosida amalga oshiriladi, ya'ni harajatga asoslangan turi orqali.

Harajatga asoslangan tur orqali biznesni baholashning ikki usuli mavjud: sof aktivlar va tugatish qiymati.

Sof aktivlar usulida korxona qiymati quyidagicha baholanadi:

V = Aktivlar – Qarz majburiyatlari

bu yerda aktivlar sifatida mol-mulk, aylanmadan tashqari zaxiralar, debitorlik qarzlari, omonatlar, tovar belgilari hisobga olinsa, qarz majburiyatlari deganda kreditlar, qarzlar tushuniladi. Moddiy aktivlar bilan bir qatorda nomoddiy aktivlarni ham amalga oshirish talab etiladi.

Baholanayotgan korxonaning aktivlari va qarz majburiyatlarini uning balansidan topish mumkin. Buxgalteriya balansi – bu moliyaviy hisob tizimidagi asosiy hisobotlardan biridir. U kompaniyaga qancha mablag‘ kiritilganini va ular nimaga sarflanganini aks ettiradi. Balans ma’lum bir sanaga tuziladi, shu sababli u korxonaning holatini aynan o’sha davrda ko’rsatib beradi.

Misol uchun, korxona rahbari uning qiymatini mustaqil aniqlamoqchi bo’ladi. U moliyaviy hisobotga murojaat qiladi va quyidagi ma’lumotlarni aniqlaydi:

korxonaning aktivlari – 430,0 mln. so’m,

bank oldidagi qarz majburiyatlari – 50,0 mln. so’m.

Yuqoridagi formulaga qo’yamiz:

430,0 – 50,0 = 380,0 mln. so’m

Natijada, korxonaning qiymati harajatlarga asoslangan turi bo’yicha 380,0 mln. so’mga teng deb topiladi.

Tugatish qiymat usuli:

V = Aktivlar – Qarz majburiyatlari

Garchi formula bir xil bo’lsa ham, ma’lumotlar har xil bo’ladi. Bu usul korxona aniq tugatilayotgan (likvidatsiya qilinayotgan) hollarda qo’llaniladi. Bunday vaziyatda aktivlar va qarzlar boshqa tartibda hisoblanadi.

Aktivlarning qiymati mulkdor korxonani tezroq sotish uchun berishi mumkin bo’lgan chegirma miqdorini hisobga olib tuzatiladi. Bundan tashqari, korxonani tezroq sotish uchun kerak bo’lishi mumkin bo’lgan reklama xarajatlari ham e’tiborga olinadi.

Korxona qiymatini xarajatga asoslangan turining eng oddiy hisoblash usuli - bu sof aktivlar usuli, bunda asosiy ma'lumot manbai buxgalteriya balansidir.

Tugatish qiymati usuli ham murakkab emas, lekin u kamdan-kam qo'llaniladi, masalan, korxona sotilish orqali tugatilayotgan hollarda.

Daromadga asoslangan turi

Korxona qiymatini baholashning daromadga asoslangan turi biznesning kelajakdagi foydasiga, shuningdek, ehtimoliy risklar va inflyatsiyaga bog'liq. Bu turning foydasi barqaror o'sib borayotgan korxonalarni baholashda qo'llaniladi. Baholashning bu turi korxonaning qiymatini sotish, sotib olish yoki investitsiya kiritish maqsadida aniqlash zarur bo'lganda eng ma'qul hisoblanib, startaplar (yangi texnologiyalar, intellektual mulk) yoki tez o'sayotgan kompaniyalar uchun ham mos, chunki ularning kelajakda foydasining ortishi kutiladi.

Korxona qiymatini baholashning daromadga asoslangan turida baholashning ikki asosiy usuli mavjud:

1. To'g'ridan-to'g'ri kapitalizatsiya usuli.
2. Kutilayotgan pul oqimlarini diskontlash usuli.

Diskontlangan pul oqimlari usulida diskont stavkasi qo'llaniladi. Bu ko'rsatkich korxonaning kelajakda qancha foyda keltirishini prognoz qilishga yordam beradi va risklar hamda inflyatsiyani hisobga olish imkonini beradi.

To'g'ridan-to'g'ri kapitalizatsiya usuli biznesni o'tgan yillardagi foydasi asosida baholaydi. Korxonaning foydasi moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobotdan (2-shakl) va odatda 3-5 yillik o'rtacha yillik foyda hisobga olinadi.

Ushbu usul asosida biznes qiymatini baholashda quyidagi formuladan foydalaniladi:

$$V = \frac{Korxona\ foydasi}{kapitalizatsiya\ koeffisiyenti}$$

Kapitalizatsiya stavkasi – bu tarmoq yoki bozor bo'yicha hisoblangan investitsiya daromadliligi stavkasidir. Uni ochiq

manbalardan topish yoki quyidagi formula yordamida hisoblash mumkin.

Kapitalizatsiya koeffitsiyenti = Diskont stavkasi – Korxona daromadlarining o'sish darajasi

Diskont stavkasi – bu korxonaning hozirgi qiymatini uning kelajakdagi qiymatiga nisbatan foizlarda ifodalovchi ko'rsatkichdir.

$$\text{Diskont stavkasi} = \frac{Joriy\ qiymat}{Kelajakdagi\ qiymat} * 100\%$$

Kapitalizatsiya koeffitsientini ham balans ma'lumotlari asosida hisoblash mumkin. Uning formulasi korxona uzoq va qisqa muddatli qarz mablag'lari yig'indisining o'z mablag'lariga nisbati sifatida ifodalanadi.

$$\text{Kapitalizatsiya koeffitsiyenti} = \frac{uzoq\ muddatli\ majburiyatlar + qisqa\ muddatli\ majburiyatlar}{Xususiy\ kapital}$$

Yuqoridagi formulalarga kiritiladigan ma'lumotlarni korxonaning buxgalteriya balansidan olish mumkin.

Baholashning taqqoslovchi (qiyosiy) turi bozorda raqobatchi, o'xshash kompaniyalarning sotilishi va ularning bozor qiymati to'g'risida ishonchli ma'lumotlar mavjud bo'lgan hollarda qo'llaniladi.

«Biznes qiymatini taqqoslovchi usullar asosida baholash uchun bozorda narxi ma'lum bo'lgan va umumiy ko'rsatkichga ega bo'lgan bir nechta o'xshash kompaniyalar bo'yicha bitimlar tanlab olinadi. Bunday ko'rsatkich sifatida savdo maydonining bir kvadrat metri hisobiga tushadigan tushum, uskunalar soni yoki o'rindiqlar soni olinishi mumkin. Tanlangan ko'rsatkich asosida taqqoslash amalga oshiriladi va shu orqali baholanayotgan biznes qiymati aniqlanadi».

Taqqoslovchi (qiyosiy) turi doirasida biznes qiymatini baholashning ikkita asosiy usuli mavjud: bitimlar usuli va kapital bozori usuli. Birinchi usulda o'xshash kompaniyaning qiymati va uning tushumi haqidagi ma'lumotlar zarur bo'ladi. Ikkinchi usulda esa

o’xshash kompaniyaning tushumi, aksiyalar narxi hamda ushbu aksiyalardan olinadigan daromad hisobga olinadi.

Natijada, bitimlar usuli aksiyalar chiqarmaydigan korxonalar biznesini baholashda qo’llaniladi. Kapital bozori usuli esa aksiyadorlik jamiyatlari va qimmatli qog‘ozlar chiqaruvchi tashkilotlarga nisbatan tatbiq etiladi. Mustaqil ravishda hisob-kitob olib borishda, odatda, bitimlar usulidan foydalanish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

Bitimlar usulida quyidagi formuladan foydalaniladi:

Biznes qiymati = Aktivlar * Multiplikator

Bu yerda multiplikator – korxona qiymatining uning tushumiga yoki aktivlari qiymatiga nisbatini ifodalaydi. Ushbu ma’lumotlarni kompaniyalarning ochiq moliyaviy hisobotlaridan topish va mustaqil ravishda hisoblash mumkin.

Korxonani baholashda eng keng qo’llaniladigan multiplikatorlar quyidagilar:

– “baho/sof foyda” koeffitsiyenti =korxona aksiyalarining bozor bahosi / sof foyda= (bitta aksiyaning bozor bahosi* aksiyalar soni)/ sof foyda.

– “baho/ sof pul oqimi” koeffitsiyenti. Bu ko’rsatkich korxona aksiyalarining bozor bahosini sof foyda va amortizatsion ajratmalar yig‘indisiga nisbati bilan aniqlanadi.

– “investitsion kapital/tushum” koeffitsiyenti xususiy kapital va uzoq muddatli qarzlar yig‘indisining soliq to’langungacha bo’lgan foyda va foiz to’lovlariga nisbati bilan aniqlanadi.

– “baho/ dividendlar”koeffitsiyenti aksiyalar bozor bahosining to’langan dividendlar qiymatiga nisbati bilan aniqlanadi.

– “baho/tushum” koeffitsiyenti aksiyalar bozor bahosining sotishdan tushgan tushumga nisbati bilan aniqlanadi.

Barcha multiplikator va koeffitsiyentlarni mustaqil ravishda aniq hisoblash murakkab bo’lishi mumkin, biroq taxminiy qiymatni aniqlash imkoniyati mavjud. Bu esa biznesni «o’zingiz uchun» baholash jarayonida olingan natijalarni boshqa baholash usullari asosida olingan qiymatlar bilan taqqoslash uchun yetarli hisoblanadi.

6.4. Korporatsiya qiymatini baholash yondashuvlari

Rivojlangan mamlakatlarda kompaniyalar kapital qiymatini baholashda fundamental tahlil asosida aktivlarga asoslangan baholash, chegirmaviy pul oqimlari (Discounted Cash Flow – DCF) va nisbiy baholash yondashuvlaridan keng foydalaniladi. Xususan, chegirmaviy pul oqimlari yondashuvi korxonaning kelgusida kutilayotgan pul oqimlari, investitsiya imkoniyatlari hamda biznes qiymatini aniqlashda muhim nazariy va amaliy ahamiyat kasb etadi.

Mamlakatimizda iqtisodiyotni boshqarishda bozor mexanizmlarini joriy etish va davlat aralashuvini qisqartirish maqsadida aksiyadorlik jamiyatlarining aksiyalar paketlarini birlamchi va ikkilamchi ommaviy taklif (IPO va SPO) asosida realizatsiya qilish ko'zda tutilmoqda. Mazkur jarayonda korxona aksiyalarining bozor qiymatini aniqlash hamda aksiyadorlik jamiyatlari kapital qiymatini baholashda chegirmaviy pul oqimlari yondashuvidan foydalanish dolzarb masalalardan biri hisoblanadi. Bu holat, o'z navbatida, mamlakatimizda aksiyadorlik jamiyatlari kapital qiymatini aniqlashda optimal DCF modellarini qo'llash zaruratini yuzaga keltirmoqda.

Rivojlangan mamlakatlar tajribasida kompaniya kapital qiymatini baholashda chegirmaviy pul oqimlari yondashuvi asosiy baholash instrumentlaridan biri sifatida qo'llaniladi. Ushbu yondashuvda kapital qiymati kompaniya aktivlaridan kelajakda kutilayotgan pul oqimlarining joriy qiymati sifatida aniqlanadi hamda biznes qiymatini ifodalovchi ko'rsatkichlar tizimini shakllantiradi.

Biroq, mamlakatimiz amaliyotida aksiyadorlik jamiyatlari kapital qiymatini baholashda chegirmaviy pul oqimlari yondashuvlari, zamonaviy korporativ moliya ko'rsatkichlari hamda fundamental baholash modellari (chegirmaviy dividendlar, qoldiq foyda, foydaning notekis o'sishi modellari) yetarli darajada qo'llanilmayotgani, ushbu sohada qator muammolar mavjudligini ko'rsatadi.

XX asrning 30-yillarida Benjamin Grem o'zining "Qimmatli qog'ozlar tahlili" asarida aktivlarni baholash masalalariga alohida e'tibor qaratgan. Uning fikricha, kompaniyaning investitsion qiymatini

aniqlash kapital qiymatini baholash jarayoniga juda yaqin bo'lib, vaqt o'tishi bilan moliya bozorlarida yuz bergan o'zgarishlar aktivlarni baholashda qimmatli qog'ozlarning bozor qiymatidan foydalanishni taqozo etgan.

Shu asosda Benjamin Grem kompaniya aksiyalarining bozor qiymatini moddiy aktivlarning bozor qiymati orqali baholash yondashuvini ilgari surgan. Djon Berr Uilyams esa "Investitsion qiymat nazariyasi" asarida kompaniya kapitalini baholashda chegirmaviy pul oqimlari yondashuvining nazariy asoslarini ishlab chiqqan. Uning tadqiqotlariga ko'ra, chegirmaviy pul oqimlari yondashuvida uchta asosiy model muhim o'rin tutadi: chegirmaviy dividend modellari (Dividend Discount Models), erkin pul oqimlari modellari (Free Cash Flow Models) va qoldiq daromad modellari (Residual Income Models). Ushbu modellarning hisoblash mexanizmlari turlicha bo'lishiga qaramay, nazariy jihatdan kompaniya kapitalidan kutilayotgan pul oqimlarining joriy qiymatini aniqlashga xizmat qiladi.

Keyinchalik Miller va Modilyani tomonidan chegirmaviy dividend modeli nazariy jihatdan takomillashtirildi. Ularning fikriga ko'ra, investorlar kompaniya qimmatli qog'ozlarini sotib olish jarayonida ikki turdagi pul oqimlarini hisobga oladi: birinchisi — aksiyadorlik davrida olinadigan dividendlar, ikkinchisi esa — aksiyalarni saqlab turish davrida ularning bozor qiymatining o'zgarishi. Natijada, kompaniya aksiyalarining bozor qiymati investorlar kutayotgan dividend oqimlari bilan belgilanadi.

Chegirmaviy dividend modeli rivojiga Gordon salmoqli hissa qo'shib, doimiy o'sib boruvchi dividendlar asosida aksiyalar qiymatini aniqlovchi modelni ishlab chiqdi. Gordon modeliga ko'ra, dividend siyosati barqaror bo'lgan kompaniyalarda ushbu model yordamida kelgusidagi dividend miqdorini prognozlash mumkin.

Shu bilan birga, Stiven Penmanning tadqiqotlarida chegirmaviy dividend modelining amaliy qo'llanilishida muayyan cheklovlar mavjudligi qayd etiladi. Uning ta'kidlashicha, qimmatli qog'ozlar bozoridagi yuqori volatillik va yirik hajmdagi savdolar ushbu modeldan keng foydalanish imkoniyatini cheklaydi.

Gryullon va Maykllarning tadqiqotlariga ko'ra, XX asrning 80-yillaridan boshlab yirik kompaniyalar aksiyalarni qayta sotib olish amaliyotini keng joriy etgan. Natijada dividend to'lovlarining ahamiyati pasayib, erkin pul oqimlari modelidan foydalanish kengaydi. Biroq moliya bozorlaridagi kon'yunktura o'zgarishlari sababli keyinchalik kapital qiymatini baholashda nisbiy baholash yondashuvlari va multiplikator koeffitsiyentlardan foydalanish ustunlik qila boshladi.

Stou rahbarligidagi tadqiqotlarda kapital qiymatini baholashda nisbiy baholashning uchta asosiy yondashuvi taklif etilgan: nisbiy daromadlar (P/E, (Price–earnings ratio) va PEG (price/yearnings to growth ratio) koeffitsentlari), nisbiy pul oqimlari (P/EBIT, P/EBITDA, P/CFO, EV/EBITDA) va nisbiy aktivlar (P/B, B/M) asosidagi baholash.

Barker, shuningdek Demirakos, Strong va Uoker tadqiqotlarida professional investorlar va moliyaviy menejerlar amaliyotda asosan P/E multiplikatoridan foydalanishi, kompaniyalarning qariyb 89 foizi kapital qiymatini baholashda nisbiy daromad yondashuvini qo'llashi aniqlangan.

Bizning fikrimizcha, qimmatli qog'ozlari doimiy muomalada bo'lmagan korxonalar aksiyalarini baholashda investorlar asosan kutilayotgan dividend miqdoriga e'tibor qaratadi. Aksincha, fond bozorida faol muomalada bo'lgan kompaniyalar aksiyalarini baholashda multiplikator ko'rsatkichlar asosiy mezon sifatida xizmat qiladi. Demak, kompaniya kapital qiymati nisbiy daromadlarni baholash yondashuvlari bilan chambarchas bog'liqdir.

Mahalliy iqtisodchi olimlardan R.X. Karlibayeva tadqiqotlarida aksiyadorlik jamiyati kapital tarkibini optimallashtirish orqali xususiy kapital rentabelligini oshirish kapital qiymatining ortishiga olib kelishi ilmiy jihatdan asoslangan. Shuningdek, X. Qurbonov tadqiqotlarida kompaniya kapital qiymatini aniqlash va investitsiya loyihalari bo'yicha talab etiladigan daromad me'yorini belgilashda chegirmaviy pul oqimlari modelining ahamiyati ko'rsatib berilgan.

Tadqiqotda "ABS" aksiyadorlik jamiyatining 2019-2022 yillardagi moliyaviy ma'lumotlari asosida nisbiy daromad va nisbiy aktivlar yondashuvlaridan foydalangan holda kapital qiymati tahlil qilindi.

Korxonaning investitsiyani jalb etuvchi ko'rsatkichlaridan biri hisoblangan quyidagi multiplikator koeffitsiyentlari tahlil qilindi:

$\frac{P}{E}$ koeffisiyent $\frac{P}{EPS}$

Bu yerda;

P – aksiyaning bozor qiymati;

EPS – bitta aksiyaga to'g'ri keluvchi sof foyda;

$$EPS = \frac{\text{Sof foydani imtiyozli aksiyalarga to'langan dividendlar}}{\text{Oddiy aksiyalarning soni}}$$

$$B/M = \frac{\text{Korxona aksiyasining balans qiymati}}{\text{Korxona aksiyasining bozor qiymati}}$$

Muallif erishgan natijalari shuni ko'rsatadiki, mamlakatimizda aksiyadorlik jamiyatlari kapital qiymatini baholashda chegirmaviy pul oqimlari yondashuvidan foydalanish darajasi juda past. Buning asosiy sababi sifatida qimmatli qog'ozlar bozorining yetarlicha rivojlanmaganligi, davlat ulushining yuqoriligi, yuqori investitsion risklar hamda dividend siyosatining nomukammalligi qayd etiladi. Mazkur omillar aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining investitsion jozibadorligini pasaytirib, kapital qiymatini bozor mexanizmlari asosida aniqlash imkoniyatlarini cheklamoqda.

Tayanch so'z va iboralar

Moliyalashtirish, ustav kapitali, zaxira kapitali, qo'shilgan kapital, taqsimlanmagan foyda, zaxiralar, IPO

O'z-o'zini nazorat qilish uchun savollar

1. Xalqaro amaliyotda korporativ tuzilmalar faoliyatini moliyalashtirishning qanday mexanizmlari mavjud?
2. Qarz asosida moliyalashtirish manbalarini izohlang.
3. Ulushli moliyalashtirishning mazmuni nimadan iborat?
4. Xo'jalik faoliyatini moliyalashtirish tizimi nima?
5. Xo'jalik faoliyatini moliyalashtirish manbalari qanday turlarga ajratiladi?
6. Korporativ tuzilmalarda qachon qarzli, qachon ulushli moliyalashtirishga murojaat qilinadi?

7. Moliyaviy resurslarni jalb etish imkoniyatlari va usullariga ta’sir ko‘rsatuvchi omillarni izohlang.
8. Foydani reinvestitsiya qilishning qanday afzalliklari mavjud?
9. IPO orqali kompaniya qanday imkoniyatlarga ega bo’ladi?

Amaliy topshiriq

Quyidagi ma’lumotlar asosida korxona (biznes)ni tugatish qiymatini aniqlang:
Korxona aktiv va passivlarining balans qiymati:
Pul mablag‘lari = 150000 so’m,
Debitorlik qarz = 300000 so’m,
Tovar-moddiy zaxiralar = 700000 so’m,
Asosiy vositalar = 2400000 so’m,
Jami aktivlar = 3550000 so’m,
Joriy majburiyatlar = 800000 so’m,
Uzoq muddatli majburiyatlar = 850000 so’m,
Xususiy kapital = 1900000 so’m.

1. Korxona aktivlarini sotish va qarzlarini qoplash uchun 1,5 yil kerak bo’ladi. Asbob-uskunalar 8oy o’tib, ko’chmas mulk 10 oy o’tib, tovar-moddiy zaxiralar, tayyor mahsulot hamda tugallanmagan ishlab chiqarish esa 1 oy o’tib sotiladi.
2. Korxonada ishlab chiqarish jarayoni to’xtatilgan.
3. Baholovchi mutaxassis quyidagi xulosalarni bergan:

- Debitorlik qarzlarining 20 foizi qaytarib olinmaydi;
- Umumiy qiymati 300000 so’mga teng bo’lgan tayyor mahsulotning 25 foizi nolikvid hisoblanadi;
- 200000 so’mga teng bo’lgan xom ashyoni tashish harajatlari uning narxini 10 foizga kamaytiradi;
- 1050400 so’m qiymatda baholangan ko’chmas mulkni sotish natijasida paydo bo’lgan bevosita harajatlar uning qiymatini 10 foizini tashkil etadi;

➢ 1000000 so'm qiymatda baholangan mashina va uskunalarni sotish natijasida paydo bo'lgan bevosita harajatlar uning qiymatining 20 foizini tashkil etadi;

➢ Korxonani tugatishgacha bo'lgan vaqt davomida aktivlarni saqlash harajatlari quyidagicha:

a) Tovar-moddiy zaxiralar bo'yicha oyiga 2000 so'm,

b) Asbob-uskunalar bo'yicha oyiga 2500 so'm,

c) Ko'chmas mulk bo'yicha oyiga 3200 so'm,

d) Korxonani tugatish bilan bog'liq boshqaruv harajatlari oyiga 1300 so'm.

Ishchilarga dam olish kunlari uchun to'lovlar o'rtacha ish haqining 200 foizi miqdorida to'lab beriladi. Korxonada o'rtacha ish haqi 20000 so'mni tashkil etadi.

Diskontlash stavkasi 15 foizga teng.

Korxonaning tugatish qiymatini quyidagi formuladan foydalanib aniqlaymiz:

Korxonaning tugatish qiymati = Aktivlarni sotish (tugatish)dan tushadigan yalpi tushum (PV) – tugatish (sotish) harajatlarining yalpi qiymati (P_0) - ishchilarga dam olish kunlari uchun to'lovlar- kreditorlik qarzlari.

Buning uchun dastavval aktivlar balans qiymatining korrektirovkasini aniqlaymiz. So'ngra aktivlarni sotish (tugatish)dan tushadigan yalpi tushum qiymatini tugatish jadvali (grafigi) hamda diskontlash stavkasidan foydalanib quyidagi formula orqali aniqlaymiz:

$$PV = FV * 1/(1+i/m)^n$$

Bu yerda:

PV –aktivlarni sotish (tugatish) qiymati;

FV – korrektirovka qilingan balans qiymat;

i - diskontlash stavkasi;

m – 12 oy;

n – tugatish muddati, oylar soni

PV «Pul mablag'lari» (diskontlanmaydi) = ?

PV "Debitorlik qarzlar" = ?

PV «Tayyor mahsulot» = ?

PV «Xom ashyo» = ?

PV «Boshqa tovar moddiy zaxiralar» = ?

PV «ko'chmas mulk» = ?

PV « mashina va uskunalar» = ?

PV «boshqa asosiy vositalar» = ?

Aktivlarni sotish (tugatish)dan tushadigan yalpi tushumni aniqlash maqsadida yuqoridagi ko'rsatkichlarning yig'indisini topamiz.

Tugatish (sotish) harajatlarining yalpi qiymatini tugatish jadvali (grafigi) hamda diskontlash stavkasidan foydalanib quyidagi formula orqali aniqlaymiz:

$$P_o = PMT * \frac{1- 1/(1+i/m)^n}{i/m}$$

Bu yerda:

P_O – Tugatish (sotish) harajatlarining qiymati;

PMT – tugatish harajatlarining hajmi;

i - diskontlash stavkasi;

m – 12 oy;

n – tugatish muddati, oylar soni.

P_O «TMZ» = ?

P_O «Asbob-uskunalar» = ?

P_O «Ko'chmas mulk» = ?

P_O «boshqaruv harajatlari» = ?

Tugatish (sotish) harajatlarining yalpi qiymatini aniqlash maqsadida yuqoridagi ko'rsatkichlarning yig'indisini topamiz.

Navbatdagi qadam ishchilarga dam olish kunlari uchun to'lovlar hamda kreditorlik qarzlarini aniqlashdan iboratdir.

Talab etilgan barcha ko'rsatkichlar aniqlangandan so'ng korxonaning tugatish qiymatini yuqorida keltirilgan formula orqali topamiz.

GLOSSARIY

Xo'jalik faoliyatini moliyalashtirish tizimi	pul mablag'lari manbalari, ularni jalb qilishning tashkiliy-iqtisodiy mexanizmlari va vositalari yaxlit tizimi
Xo'jalik faoliyatini moliyalashtirish manbalari	bu korporativ tuzilma ixtiyorida bo'lgan va zarur aktivlarni sotib olish hamda kontragentlar va hamkorlar bilan o'zaro munosabat jarayonida yuzaga keladigan joriy harajatlar va to'lovlarni amalga oshirish uchun mo'ljallangan pul fondlari va tushumlari
Ustav kapitali	ta'sis hujjatlarda belgilangan ulushlarning (pul ifodasida) yig'indisi
Qo'shilgan kapital	aksiyalarni nominal qiymatidan baland narxlarda dastlabki sotishdan olinadigan emissiya daromadini hamda ustav kapitalini shakllantirishda paydo bo'ladigan kurs farqlari
Zaxira (rezerv) kapitali	mol-mulkni qayta baholash chog'ida hosil bo'ladigan inflyatsiya zaxiralarini, shuningdek tekinga olingan mol-mulk qiymati
Taqsimlanmagan foyda	foydaning jamg'arilayotganini ifodalaydi va mulkdorlarning qaroriga binoan ustav kapitaliga qo'shilishi mumkin.
Zaxiralar	hisobot yilida korxona tomonidan kelgusi harajatlar va to'lovlarni amalga oshirish va ularni ishlab chiqarayotgan mahsulot tannarxiga bir maromda qo'shib borish uchun ichki imkoniyatlar hisobidan tuziladigan jamg'armalar
Maqsadli tushumlar	ma'lum bir maqsadlar uchun kelib tushayotgan pul mablag'lari
IPO (inglizcha Initial Public Offering - "aksiyalarni birlamchi ommaviy joylashtirish")	biznesni rivojlantirish uchun investitsiya jalb etishning samarali usullaridan biri

VII BOB. KAPITALNI SHAKLLANTIRISH VA MABLAG‘LARNI JALB QILISH SIYOSATI

7.1. Korporatsiyaning qarz va jalb qilingan kapitali tarkibi hamda uni jalb qilish qiymatini baholash

Har qanday korporativ tuzilmaning eng muhim elementi kapital hisoblanadi. Korporativ moliyada kapital tarkibi konsepsiyasi biznesning kuchli va zaif tomonlarini tahlil qilish, biznes qiymatini aniqlash, uni restrukturizatsiya qilish usullarini belgilash hamda ishbilarmonlik faoliyatini rivojlantirish strategiyasini ishlab chiqishning asosi sifatida xizmat qiladi. Korporativ tuzilmada kapital optimal tuzilmasining mavjudligi bozor iqtisodiyoti sharoitida uning barqaror faoliyat yuritishining zarur sharti hisoblanadi.

Shuni ta’kidlash lozimki, olimlar tomonidan “kapital” tushunchasi turlicha talqin qilinadi. Umumiy ma’noda, kapital – bu ma’lum bir vaqt mobaynida tashkilot tomonidan jamg‘arilgan pul mablag‘laridir.

Kapital tuzilmasi korxonaning uzoq muddatli moliyalashtirishning turli manbalari hisobidan shakllangan mablag‘larini ifodalaydi. Shakllanish manbalariga ko‘ra moliyaviy resurslar o‘z mablag‘lari (ichki) va turli shartlarda jalb qilingan (tashqi) mablag‘larga bo‘linadi. Ular moliya bozori orqali jalb qilinadi yoki qayta taqsimlash tartibida jalb etiladi. Quyida o‘z kapitali va qarz kapitali mohiyati hamda ularning tuzilmasini ko‘rib o‘tamiz.

Oldingi paragrafda ta’kidlaganimizdek, o‘z kapitali – bu korxona egalari tomonidan yaratilgan kapitaldir. O‘z kapitalining shakllanishi tashkilotning o‘z mablag‘lari hisobidan amalga oshiriladi. Kapital hajmining yetarli bo‘lishi korporativ tuzilma moliyaviy barqarorligining oshganligidan dalolat beradi. Kapitalni ushbu manba evaziga shakllantirishning ijobiy jihati shundaki, mulkdor o‘z resurslarini to‘liq tasarruf etish huquqiga ega.

To‘g‘ri shakllantirilgan o‘z kapitali korxonaga moliyaviy barqarorlikni ta’minlaydi. Biroq resurslardan samarali foydalanish nuqtai nazaridan, korxona egalari odatda o‘z mablag‘larini kamroq sarflab, ko‘proq qarz mablag‘larini jalb qilishni afzal ko‘radilar. Bu

yondashuvning salbiy tomoni shundaki, agar korxona qarz mablag‘larini qaytarish imkoniyatiga ega bo‘lmasa, bankrotlik riski ortadi.

Qarz kapitali – kreditlar olish, obligatsiyalarni chiqarish va sotish, shuningdek boshqa turdagi pul majburiyatlari orqali shakllanadigan kapitaldir. Qarz kapitali tuzilmasi o‘z kapitaliga nisbatan soddaroq bo‘lib, quyidagi qismlardan iborat:

1. Uzoq muddatli majburiyatlar – so‘ndirish muddati 12 oydan ortiq bo‘lgan moliyaviy majburiyatlar.

2. Qisqa muddatli majburiyatlar – so‘ndirish muddati 12 oydan kam bo‘lgan majburiyatlar.

Korxona zaruratdan kelib chiqqan holda qarz mablag‘larini qaysi muddatga jalb etishni mustaqil ravishda belgilash huquqiga ega. Biroq jalb qilingan mablag‘lar belgilangan me’yordan oshib ketsa, qarz kapitali qiymati oshadi va moliyaviy barqarorlik pasayadi. O‘z mablag‘larini jalb qilish uzoq va murakkab jarayon bo‘lgani sababli, korxonalar uchun qarz kapitalini jalb etish nisbatan oson hisoblanadi. Qarz kapitalining mohiyati va uning tarkibiy qismlarini aniqlashda moliyaviy resurslarni jalb qilish harakteri va shartlarini hisobga olish muhim ahamiyatga ega.

Qarz (kredit)ning asosiy tamoyili belgilangan muddatda qaytarilishidir. Shuning uchun qarz kapitali deganda korxonaning umumiy kapitali tarkibidagi, vaqtincha foydalanish uchun qaytarish sharti bilan jalb qilingan mablag‘lar tushuniladi. Qarz kapitali tarkibiga muayyan manbani kiritish faqat qaytarish majburiyati mavjud bo‘lgan taqdirdagina asosli hisoblanadi, ya’ni: qarzni so‘ndirish majburiyati; so‘ndirish muddati va usuli; qayta moliyalashtirish (restrukturizatsiya, transformatsiya) imkoniyatining bor yoki yo‘qligi; muddatidan oldin to‘lash imkoniyatining bor yoki yo‘qligi; kreditorning muddatidan oldin to‘lovni talab qilish huquqi.

Qarz kapitali manbalarining barcha ehtimoliy xususiyatlarini aniqlash zarurati turli muqobil variantlarning afzallik va kamchiliklarini chuqur tahlil qilish hamda belgilangan mezonlar asosida eng maqbulini tanlash bilan bog‘liq. Korporativ tuzilma kapital tarkibini boshqarishda o‘z va qarz kapitalidan foydalanish variantlarini taqqoslab, har bir

moliyalashtirish manbasining afzal va kamchiliklarini baholashga yo‘naltirilishi lozim.

Shu sababli joriy faoliyatdan maksimal samara olish uchun to‘lov qobiliyati va moliyaviy barqarorlik ko‘rsatkichlarini optimal darajada saqlagan holda, o‘z va qarz manbalarini orqali moliyalashtirishni oqilona uyg‘unlashtirish zarur. O‘z va qarz kapitali nisbatini tartibga solish jarayoniga korxona faoliyatining ichki va tashqi omillari ta’sir ko‘rsatadi. Ular qatoriga quyidagilar kiradi:

dividend stavkalari va kreditlar bo‘yicha foiz stavkalari nisbati. Agar kredit foizlari dividend stavkalaridan yuqori bo‘lsa, qarz mablag‘lari ulushini qisqartirish lozim;

korporativ tuzilma xo‘jalik faoliyati hajmining oshishi yoki kamayishi, bu esa jalb qilingan mablag‘larga bo‘lgan ehtiyojning oshishi yoki qisqarishiga olib keladi;

shubhali qarzlar bo‘yicha qo‘shimcha zaxiralarni shakllantirish, bu esa moliyaviy resurslarni jalb etish zaruratini kuchaytiradi.

Agar korporativ tuzilma faqat o‘z mablag‘laridan foydalansa, u yuqori moliyaviy barqarorlikka ega bo‘ladi, biroq bu holat rivojlanish sur’atlarini cheklaydi. Qarz mablag‘lari esa moliyaviy rentabellikni oshirish va aktivlarni kengaytirish imkonini beradi. Biroq har bir davrda qarz mablag‘lari hajmining sezilarli ortib borishi korxonaning to‘lov qobiliyati pasayib borayotganidan dalolat beradi. Shu tariqa, o‘z va qarz kapitalini optimal shakllantirish hamda samarali boshqarish masalasi alohida dolzarb ahamiyat kasb etadi. O‘z va qarz kapitali o‘rtasidagi samarali nisbat ta’minlangan taqdirda, korporativ tuzilma yuqori daromaddorlikka erishishi mumkin.

Qarz kapitali qiymati – korporativ tuzilmalar uchun qarz mablag‘laridan foydalanish qiymatini aks ettiruvchi asosiy moliyaviy ko‘rsatkich hisoblanadi. Ushbu ko‘rsatkich moliyaviy qarorlar qabul qilish va kapitalni boshqarish strategiyasiga sezilarli darajada ta’sir ko‘rsatadi.

Qarz kapitali qiymati korporativ tuzilma qarz mablag‘laridan foydalangani uchun to‘lashni o‘z zimmasiga olgan foiz stavkasi ko‘rinishida ifodalanadi. U investitsiya loyihalarini moliyalashtirish

qiymatini baholashda muhim ahamiyatga ega bo‘lib, investitsiyalarning rentabelligiga ta’sir qiladi. Qarz kapitali qiymatining yuqori bo‘lishi yangi loyihalarning jozibadorligini pasaytirishi mumkin, past bo‘lishi esa biznesning o‘sishi va rivojlanishini rag‘batlantiradi.

Qarz kapitali qiymati turli omillar ta’sirida o‘zgarishi mumkin:

1. Foiz stavkalarining joriy darajasi: Iqtisodiy siyosatdagi o‘zgarishlar, xususan, Markaziy bankning asosiy stavkani oshirish yoki pasaytirish bo‘yicha qarorlari qarz mablag‘larining qiymatiga bevosita ta’sir qiladi.

2. Korporativ tuzilmaning kreditga layoqatliligi: Korporativ tuzilmaning kredit reytingi qanchalik yuqori bo‘lsa, qarz kapitali qiymati shunchalik past bo‘ladi, chunki kreditorlar uning faoliyatini kam riskli deb baholaydilar.

3. Bozordagi mavqei: Bozordagi raqobat darajasi va qarz mablag‘lariga bo‘lgan talab ham kreditlash shartlariga ta’sir ko‘rsatishi mumkin.

4. Iqtisodiy vaziyat: Iqtisodiy beqarorlik sharoitida risklar oshishi sababli kreditorlar foiz stavkalarini ko‘tarishlari mumkin.

Misol ko‘rib chiqamiz. «A» korporativ tuzilma 1 000 000 so‘m miqdorida 5 yil muddatga, yillik 10 % stavkada kredit olishni rejalashtirmoqda. Foizlarni hisoblaymiz:

yillik foizlar = 1 000 000 * 10 % = 100 000 so‘m;

5 yil davomida korporativ tuzilma 100 000 * 5 = 500 000 so‘m foiz to‘laydi.

Shunday qilib, qarz kapitali umumiy qiymati asosiy summa va foizlarni qo‘shgan holda 1 500 000 so‘mni tashkil etadi.

Qarz kapitali qiymatiga yuqoridagi omillarning ta’sirin 7.1-jadvalda ko‘rib o‘tamiz.

7.1-jadval

Qarz kapitali qiymatiga omillarning ta’siri

Omillar	**Ta’siri**
Foiz stavkalari	Qarz mablag‘lari qiymatiga to‘g‘ridan-to‘g‘ri ta’sir qiladi
Kreditga	Kreditorlar uchun risk darajasini belgilaydi

layoqatlilik	
Bozordagi mavqe	Raqobat foiz stavkalarini pasaytirishi mumkin
Iqtisodiy vaziyat	Beqarorlik risk va stavkalarning oshishiga olib keladi

So‘nggi yillarda jahon moliya bozorlarida foiz stavkalarining past darajada bo‘lishi sharoitida qarz kapitali qiymatining pasayish tendensiyasi kuzatilmoqda. Bu korporativ tuzilmalarga investitsiya faoliyatini kengaytirish va moliyaviy ko‘rsatkichlarni yaxshilash imkoniyatini yaratmoqda. Biroq inflyatsiya va pul-kredit siyosatidagi o‘zgarishlar kabi global iqtisodiy omillarni hisobga olgan holda, korporativ tuzilmalar kelajakda qarz kapitali qiymatining oshishi ehtimoliga tayyor turishlari lozim.

Qarz kapitalidan foydalanish muayyan risklar bilan bog‘liq:

1. Moliyaviy risklar. To‘lovga layoqatsizlik bankrotlikka olib kelishi mumkin.
2. Operatsion risklar. Qarz mablag‘larining noto‘g‘ri taqsimlanishi biznes samaradorligini pasaytirishi mumkin.
3. Bozor risklari. Bozor holatidagi o‘zgarishlar qarzlarning xizmat qilish qiymatini oshirishi mumkin.

Demak, yuqoridagi fikrlardan kelib chiqib ta’kidlash mumkinki, korporativ tuzilma uchun qarz kapitalini baholash deganda ushbu kapitalni jalb qilish va undan foydalanish bilan bog‘liq real qiymatni aniqlash tushuniladi. Qarz kapitalining qiymatini to‘g‘ri baholash investitsiya qarorlarini qabul qilish, kapital tuzilmasini optimallashtirish va korxona qiymatini maksimallashtirishda muhim ahamiyat kasb etadi.

Amaliyotda qarz kapitalini baholashning bir nechta usullaridan foydalaniladi.

1. Foiz stavkasi asosida baholash usuli. Ushbu usul qarz kapitalini baholashning eng sodda va keng tarqalgan shakli hisoblanadi. Bunda qarz kapitalining qiymati (K_d) kredit yoki qarz bo‘yicha belgilangan nominal foiz stavkasiga teng deb qabul qilinadi va quyidagi formula orqali ifodalanadi:

$$K_d = i;$$

Bu yerda: i - qarz bo‘yicha foiz stavkasi.

Ushbu usul asosan qisqa muddatli kreditlar yoki soliq ta’siri hisobga olinmaydigan hollarda qo‘llaniladi.

2. Soliq ta’sirini hisobga olgan holda baholash usuli. Qarz kapitalining muhim xususiyati shundaki, u bo‘yicha to‘lanadigan foizlar korxona harajatlari sifatida tan olinib, foyda solig‘i bazasini kamaytiradi. Bu holat soliq ta’siri samarasini yuzaga keltiradi va quyidagi formula orqali ifodalanadi:

$$K_d = i\,(1\text{-}T);$$

bu yerda:

T - foyda solig‘i stavkasi.

Ushbu usul qarz kapitalining real (soliqdan keyingi) qiymatini aniqlashda eng to‘g‘ri va keng qo‘llaniladigan usul hisoblanadi.

3. Obligatsiyalarning to‘liq daromadliligi (YTM) asosida baholash. Agar qarz kapitali korporativ obligatsiyalar chiqarish evaziga jalb qilingan bo‘lsa, uning qiymati obligatsiyaning to‘liq daromadliligi (Yield to Maturity - YTM) orqali aniqlanadi. YTM obligatsiya bo‘yicha barcha kupon to‘lovlari va nominal qiymat qaytarilishini hisobga olgan holdagi daromadlilikni ifodalaydi. Uni aniqlash formulasi quyidagi ko‘rinishga ega:

$$P = \sum_{t=1}^{n} \frac{C}{(1+YTM)^t} + \frac{N}{(1+YTM)^n}$$

bu yerda:

P – obligatsiyaning bozor narxi;

C – kupon to‘lovi;

N – nominal qiymat;

n – muddat.

Soliq ta’siri hisobga olinganda:

$K_d = YTM*(1 – T)$

4. Emissiya harajatlarini hisobga olgan usul. Amaliyotda obligatsiyalarni joylashtirish emissiya harajatlari (anderrayting, brokerlik, ro‘yxatdan o‘tkazish harajatlari) bilan bog‘liq bo‘ladi. Shu sababli qarz kapitalining haqiqiy qiymati obligatsiyaning to‘liq daromadliligiga ushbu harajatlarni hisobga olgan holda aniqlanadi. Bu

usul, ayniqsa, yirik korporativ obligatsiya chiqarishda muhim hisoblanadi.

5. O‘rtacha tortilgan qarz kapitali qiymati usuli. Agar korporatsiya bir nechta manbalardan qarz kapitalini jalb qilgan bo‘lsa (bank krediti, obligatsiya, moliyaviy ijara va h.k.), qarz kapitalining o‘rtacha tortilgan qiymati quyidagi formula asosida hisoblanadi:

$K_d = \sum_{i=1}^{n} w_i * K_{di;}$

bu yerda:

w_i – i-manbaning ulushi,

K_{di} – ushbu manba bo‘yicha qarz kapitalining qiymati.

6. WACC tarkibida qarz kapitalini baholash. Qarz kapitalini baholash kapitalning o‘rtacha tortishgan qiymati (WACC) hisob-kitobining ajralmas qismi hisoblanadi.

$WACC = K_e * w_e + K_d (1-T) * w_d;$

bu yerda:

K_e – o‘z kapitalining qiymati;

w_e va w_d – kapital manbalarining ulushi.

Demak, qarz kapitalini baholash usullari korporativ tuzilmaning moliyaviy strategiyasi, soliq siyosati, moliya bozori sharoiti va qarz manbalarining xususiyatlariga bog‘liq holda tanlanadi. Soliq ta’sirini hisobga olgan holda baholash va obligatsiyalarning to‘liq daromadliligiga asoslangan usullar amaliyotda eng keng qo‘llaniladi. Qarz kapitalini to‘g‘ri baholash korxona qiymatini oshirish va moliyaviy barqarorlikni ta’minlashda hal qiluvchi ahamiyatga ega.

7.2. Moliyaviy leverij (dastak) samarasi va qarz mablag‘larini boshqarishda undan foydalanish

Tadbirkorlik faoliyati rivojlanishi uchun uning aylanmasini muttasil oshirib borish zarur, bu esa ishlab chiqarishni kengaytirish, yangi xizmatlar va yo’nalishlarni ishga tushirish, yangi bozorlarni o’zlashtirishni anglatadi. Buning uchun kompaniyalar investitsiyalar yoki kredit mablag‘larini jalb qiladilar. Ammo kredit yukini diqqat bilan kuzatib borish va muvozanatni saqlash juda muhim, aks holda bir nuqtada barcha foyda kreditlarni to’lashga sarflanadi va tadbirkorlik

faoliyati izdan chiqadi. Iqtisodiyotda qarz kapitalidan foydalanganda biznesning rentabelligini hisoblash imkonini beruvchi maxsus usul mavjud.

Moliyaviy leverij (yoki moliyaviy dastak) samarasi haqida gapirishdan oldin moliyaviy leverij tushunchasining mazmunini ko'rib o'tamiz. Moliyaviy leverij deganda korxona faoliyatida qarz mablag'laridan foydalanish darajasini ifodalovchi ko'rsatkich tushuniladi. U kapital tuzilmasida qarz (majburiyatlar) va o'z mablag'lari o'rtasidagi nisbat orqali korxonaning foyda darajasiga qarzning ta'sirini aks ettiradi.

Moliyaviy leverij kompaniya faoliyatida qarz olingan pul mablag'laridan foydalanish bo'lib, shu mablag'lar yordamida kompaniya rahbariyati ishlab chiqarish faoliyatini moliyalashtirish bilan bog'liq muammolarni hal etadi.

Moliyaviy leverijni boshqarish qarz mablag'lari yordamida o'z kapital rentabelligini (ROE) oshirish, ya'ni biznes egalari uchun uning daromadliligini ko'paytirishga qaratilgan bo'ladi.

Moliyaviy leverij samarasi (yoki moliyaviy dastak effekti) – bu qarz mablag'laridan foydalanish natijasida korxona o'z kapital rentabelligining o'zgarishi tushuniladi.

Moliyaviy "dastak" samarasi yordamida kompaniya aksiyadorlari o'z kapitalidan foydalanish daromadliligi koeffitsiyentini (ROE) oshiradilar. O'z navbatida, firmaning ishlab chiqarish faoliyati samaradorligi aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti (ROA) tufayli o'zgaradi. Boshqacha qilib aytganda, moliyaviy "dastak" samarasidan foydalanar ekanlar, firma aksiyadorlari ham moliyaviy va ham ishlab chiqarish (operatsion) riski bilan to'qnashadilar. Aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti (ROA) qarz olingan mablag' bo'yicha foiz stavkasidan yuqori bo'lsa, moliyaviy "dastak" koeffitsiyenti oshganda kapital daromadliligi koeffitsiyenti (ROE) ham oshadi. Bu – tushunarli, albatta, chunki: agar aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti qarz olingan mablag' bo'yicha foiz stavkasidan yuqori bo'ladigan bo'lsa, firma investitsiya qilgan kapitaldan foyda oladi va foyda summasi firma o'z kreditorlariga to'lashi kerak bo'lgan summadan yuqori bo'ladi.

Agar aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti qarz olingan mablag‘ bo’yicha foiz stavkasidan past bo’ladigan bo’lsa, u holda aksiyadorlar bunday mablag‘ni yollamaslikni afzal ko’radilar.

Moliyaviy dastak samarasi formulasi quyidagicha:

$$DFL = (1\text{-}t)*(ROA - r) * \frac{D}{E}$$

Ushbu formalada:

t – foyda soliq stavkasi;

ROA – aktivlar rentabelligi;

r – jalb qilingan qarz kapitali bo’yicha foiz stavka;

D – jalb qilingan qarz kapitali;

E – o’z mablag‘lari.

Formuladan ko’rinib turibdiki, moliyaviy richag samarasi 3 elementga bog‘liq:

- Soliq korrektori (1-t);
- Differensial (ROA-r);
- Moliyaviy leverij koeffitsiyenti ($\frac{D}{E}$).

Moliyaviy leverij samarasini avniqlashda differensialning qiymati dan kelib chiqib, quyidagi xulosalar chiqaramiz:

- < 0 – kredit kompaniyaga juda ham qimmatga tushgan va uning foydasi kredit bilan bog‘liq harajatlarni qoplamaydi
- 0 – jami foyda qarz (kredit) bo’yicha foizlarni qoplashga yo’naltiriladi;
- > 0 – kredit kompaniya uchun samarali va kompaniya u bo’yicha foizlarni to’laganda ham foydaga erishadi.

Moliyaviy leverij koeffitsiyenti:

- 0,7 – yuqori risk, bunda kompaniya moliyaviy barqarorligini yo’qotishi mumkin;
- 0,5-0,7 – ideal dastak (yelka);
- < 0,5 – bunday holatda foydani oshirish uchun katta miqdordagi qarz kapitalini jalb qilish mumkin.

Agar korxona qarz mablag‘laridan foydalanib, ularning qiymatidan yuqori darajada foydaga ega bo’lsa, moliyaviy leverij samarali bo’ladi va bu aksiyadorlarning foydasini oshiradi.

Aksincha, agar qarz mablag‘larining qiymati (foiz stavkasi) aktivlar rentabelligidan yuqori bo’lsa, moliyaviy leverij salbiy bo’ladi va o’z kapital rentabelligi kamayadi. Biz buni quyidagi 7.2-jadvalda ifodalaymiz.

7.2-jadval

Differensial asosida moliyaviy leverij samarasini aniqlash

Holat	Shart	Natija
Ijobiy leverij	ROA > r	O’z kapital rentabelligi oshadi
Neytral leverij	ROA = r	Ta’sir yo’q
Salbiy leverij	ROA < r	O’z kapital rentabelligi kamayadi

Moliyaviy leverijdan foydalanishning bir qator afzalliklari mavjud:

- qarz mablag‘lari arzon manba sifatida ishlatilganligi uchun foydalilikni oshiradi;
- foiz to’lovlari soliqqa tortishdan oldin chegirilganligi sababli soliqqa tortiladigan foydani kamaytiradi.
- kapital rentabelligini oshirish imkonini beradi.

Shu bilan birga, moliyaviy leverijning bir qator xavflari ham mavjud. Bular quyidagilar:

- yuqori qarz yuklamasi bilan to’lov majburiyatlari oshganligi sababli moliyaviy risk darajasi oshadi;
- qarz to’lovlarini vaqtida amalga oshirish qiyinlashganligi sababli likvidlilik pasayadi;
- oxir-oqibat, bankrotlik riski oshadi.

Shu sababli leverijdan foydalanishda optimal qarz miqdorini aniqlash juda muhim ahamiyat kasb etadi.

7.3. Sindikatli kreditlash va uni qo’llashning o’ziga xos xususiyatlari

Moliyalashtirishni o’z vaqtida kerakli resurslar bilan ta’minlash – bu nafaqat alohida korxonaning, balki butun iqtisodiyotning barqarorligi va izchil rivojlanishining kafolatidir. Bu holat ayniqsa inqiroz davrlarida alohida ahamiyat kasb etadi.

Moliyalashtirishning an'anaviy manbalaridan biri kreditlash hisoblanadi. Bugungi kunda qarz mablag'lari bozorida taqdim etilgan turli kredit vositalari orasida Sindikatli kreditlash o'ziga xos xususiyatlari bilan alohida o'rin egallaydi.

Sindikatli kreditlarning asosiy farqli jihati bir nechta moliya institutlarining resurslarini birlashtirish orqali yirik va qimmat loyihalarni moliyalashtirish imkoniyatidir. Bu esa milliy iqtisodiyot darajasida eng muhim vazifalarni hal etish hamda uning o'sishiga ko'maklashish imkonini beradi.

O'zbekistonlik iqtisodchi olim D.G'.G'ozibekov tomonidan sindikatli kreditlash loyihaviy moliyalashtirish deya talqin qilingan va uni investitsiyalarni moliyalashtirishning bozor mexanizmi sifatida e'tirof etgan[32].

Boshqa bir guruh iqtisodchilar esa "Sindikatli kredit – bu maxsus bank mahsuloti bo'lib, ikki va undan ortiq banklar tomonidan qarzdorga yirik hajmda va uzoq muddatga pul mablag'larini qarzga berish orqali o'zlarining kredit portfellarini diversifikatsiyalash va kredit risklarini samarali boshqarish imkoniyatini beruvchi kredit shaklidir" deya bergan ta'rifi ham diqqatga molik[33].

Fikrimizcha, sindikatli kredit – bu yagona kredit shartnomasi asosida bir guruh (ya'ni, kreditorlar sindikati) tomonidan beriladigan yirik miqdordagi qarz bo'lib, u keng ko'lamli moliyalashtirishni amalga oshirish va ishtirokchilar o'rtasidagi risklarni optimallashtirish imkonini beradi.

Uning asosiy xususiyatlari quyidagilardan iborat:

- o'rta yoki uzoq muddatga berilishi;
- katta hajmdagi mablag'larning ajratilishi;
- xalqaro kapital bozorlaridan resurslarni jalb etish imkoniyati;
- bitimning ochiqligi (ommaviyligi);
- kreditlash shartlarining shaffofligi, chunki barcha ishtirokchilar uchun yagona formatda bitim rasmiylashtiriladi;

[32].G'ozibekov D.G' Investitsyalarni moliyalashtirish masalalari . – T.: Moliya nashriyoti, - 2003. 332 b.

[33] Karimov N.G'., Razzaqov J.X. Investitsion loyihalarni sindikatli kreditlar hisobiga moliyalashtirishning tashkiliy va huquqiy asoslarini takomillashtirish // "Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar" ilmiy elektron jurnali. № 4, iyul-avgust, 2019 yil

- nisbatan arzon kredit bo'lishi, chunki mablag‘ manbalari diversifikatsiya qilingan va bitim ochiq shaklda amalga oshiriladi.

Sindikatli kreditlashning asosiy ishtirokchilari:

- Qarz oluvchi – sindikatli kreditning markaziy bo'g‘ini hisoblanadi, odatda bu yirik korporatsiya yoki kredit tashkiloti bo'ladi.
- Tashkilotchi – jarayonni boshqaruvchi yetakchi bank bo'lib, u eng yirik kreditor hisoblanadi va kreditlash jarayonining barcha bosqichlarini kuzatib boradi: ishtirokchilarni jalb etish, bitimni rasmiylashtirish va unga xizmat ko'rsatish. Shu orqali u sindikat banklari oldida qarz oluvchining ishonchliligi bo'yicha kafolat vazifasini bajaradi.
- Ishtirokchilar – sindikat tarkibiga kiruvchi boshqa banklar bo'lib, ular qarz oluvchiga nisbatan o'z vakolatlari doirasida, mustaqil ravishda harakat qilishi mumkin (bu sindikatsiya turiga bog‘liq).

Milliy qonunchiligimizda bunday kreditlar sinditsiyalashtirilgan kreditlar sifatida ifodalanib, bir necha banklar tomonidan yirik investitsiya loyihalarini birgalikda kreditlash sifatida ta'rif berilgan. Bu turdagi kreditlar juda yirik summalarda berilganligi sababli, kirish talablari juda yuqori. Qarz oluvchining to'lov qobiliyati, barqarorligi va ishonchliligi sinchiklab tekshiriladi.

Sindikatli kredit olish huquqiga ega bo'lgan davlat yoki xususiy kompaniyalar odatda quyidagi talablarga javob berishi lozim:

- yuqori xalqaro kredit reytingi (masalan, AAA yoki AA+);
- ijobiy kredit tarixi;
- xalqaro kredit tashkilotlari bilan ijobiy hamkorlik tajribasi;
- kafillar yoki garov sifatida mulk mavjudligi;
- xalqaro standartlarga mos auditorlik xulosasi;
- ko'p yillik barqaror faoliyat yuritishining isboti va hokazolar.

Bundan tashqari, har bir sindikat ishtirokchisi potentsial qarz oluvchiga nisbatan o'zining alohida talablarini qo'yishi mumkin.

Qarz oluvchilar uchun sindikatli kreditlarni olish yirik kapital talab qiluvchi maqsadlarni amalga oshirish doirasida dolzarb hisoblanadi. Ular qatoriga quyidagilar kiradi: umumkorporativ vazifalarni hal etish (masalan, aylanma mablag‘lar hajmini oshirish, kapital harajatlarni

qoplash, yangi faoliyat turlarini tashkil etish, bozorda ekspansiyani amalga oshirish); kapital tuzilmasini qayta moliyalashtirish; birlashish va qo'shib olish jarayonlarini moliyalashtirish; savdo moliyalashtirishi (shu jumladan eksport va eksportoldi operatsiyalari); loyihaviy moliyalashtirish (ishlab chiqarishni texnologik va texnik jihatdan yangilash, xomashyo resurslarini ishlab chiqish va qazib olish, ilmiy-texnikaviy ishlanmalar va boshqalar, shu jumladan milliy ahamiyatga ega loyihalar).

Xalqaro amaliyotda sindikatli kreditlarni tashkil etishning uchta turi farqlanadi:

1. Kafolatlangan kredit (anderrayting bitimi) – bunda tashkilotchi barcha majburiyatlarni o'z mablag'lari hisobidan kafolatlaydi, barcha risklarni o'z zimmasiga oladi va keyinchalik kreditni boshqa ishtirokchilarga (banklarga, moliyaviy institutlarga) sinditsirlaydi. Bu holatda tashkilotchining mukofoti eng yuqori bo'ladi. Bu model Yevropa bozoriga xos bo'lgan modeldir.

2. "Eng katta sa'y-harakatlar asosidagi sindikat" (tashkil etilgan kredit) – bu yerda kichikroq summa kafolatlanadi, qolgan qismi bozorda jalb etilgan mablag'lar hisobidan qoplanadi, shuningdek, bitim risklari qarz oluvchi zimmasiga yuklanadi. Tashkilotchi butun kredit summasi uchun javobgar bo'lmagani sababli, uning mukofoti pastroq bo'ladi. Ushbu turdagi sindikatli kreditlar AQSH bozorida keng tarqalgan.

3. Klub bitimi – kichik hajmdagi kredit bo'lib, u sheriklar o'rtasidagi mavjud ishbilarmonlik aloqalari asosida shakllanadi va qarz oluvchining o'zi tashabbus ko'rsatishi mumkin. Bu yerda tashkilotchi "tenglar orasida birinchisi" sifatida ishtirok etadi va barcha kreditorlar o'z ulushiga mutanosib ravishda mukofot oladi. Bu tur Rossiya amaliyotida keng qo'llaniladi.

Ijro etish usuli bo'yicha sindikatli kreditlashning quyidagi turlari mavjud:

1. Hamkorlikda sindikatli kredit – bunda ishtirokchilar guruhi kelishuv asosida kredit parametrlarini (hajmi, muddati, foiz stavkasi, ishtirok ulushi va h.k.) birgalikda belgilaydi, keyin esa har bir kreditor qarz oluvchiga individual ikki tomonlama shartnoma asosida mablag'

ajratadi, barcha hisob-kitoblar esa sindikat nomidan harakat qiluvchi agent-bank orqali amalga oshiriladi.

2. Individual sindikatli kredit – bu holda yetakchi rolni bir kreditor (tashkilotchi) bajaradi, u qarz oluvchiga pulni mustaqil ravishda beradi va keyin huquq va talablarni uchinchi shaxslarga, ya'ni sindikatning boshqa ishtirokchilariga o'tkazadi.

3. Ulushlar aniqlanmagan sindikatli kredit – avvalgi holga o'xshash, lekin bu yerda boshqa ishtirokchilarning ulushi oldindan belgilanmaydi, har biri asosiy qarz va foiz to'lovlari bo'yicha o'z talablarini mustaqil ravishda belgilash huquqiga ega bo'ladi.

Sindikatli kreditlash qarz oluvchilar uchun ham, kreditorlar uchun ham qulay kredit shakli hisoblanadi, chunki bu vosita barcha tomonlar uchun bir qator afzalliklarga ega.

7.3-jadval

Sub'ektlar uchun sindikatli kreditlashning afzalliklari

Sindikatli kreditlashning afzalliklari	
Qarz oluvchilar uchun	**Kreditorlar uchun**
- yirik miqdordagi kredit mablag'larini jalb etish imkoniyati, bu esa keng ko'lamli loyihalarni moliyalashtirishni ta'minlaydi; - resurslar va aktivlarni samarali taqsimlash; - vaqt va transaksion harajatlarni qisqartirish; - kreditni boshqarish, monitoring va xizmat ko'rsatish jarayonlarini soddalashtirish; - kreditorlar tomonidan qaror qabul qilish tartibining oldindan belgilash.	- kredit risklarini kamaytirish; -kredit portfelini diversifikatsiya qilish; - aktivlar likvidligini oshirish; - obro'ni oshirish va mijozlar bazasini kengaytirish; - kreditlashda yangi yondashuvlar va vositalarni qo'llash imkoniyati; - operatsion va ma'muriy harajatlarni qisqartirish.

Sindikatli kreditlashning iqtisodiy samaradorligi iqtisodiyotning asosiy tarmoqlarini rivojlantirishni qo'llab-quvvatlash (shu orqali umumiy iqtisodiy o'sishga yordam berish), milliy kompaniyalar va

moliyaviy institutlarning nufuzi va reytingini oshirish (xalqaro miqyosda ijobiy kredit tarixini yaratish orqali) hamda moliyaviy hamkorlik madaniyatini rivojlantirish (banklararo aloqalarni kengaytirish orqali)da namoyon bo'ladi.

G'arb mamlakatlarida sindikatli kreditlash 1960-yillardan rivojlana boshlagan va 1980-yillarga kelib AQSH moliya bozorida ancha keng tarqalgan. Hozirgi vaqtda bu vosita butun dunyoda o'z samaradorligini isbotlagan, hatto inqiroz davrlarida ham faol qo'llanib, xalqaro moliya bozorining yirik segmentini egallab turibdi.

Bizning mamlakatda esa, mahalliy korxonalar tomonidan moliyalashtirishga bo'lgan yuqori ehtiyojga qaramasdan, sindikatsiya mexanizmlari hanuz yetarlicha tan olinmagan. Xorijiy mamlakatlar amaliyotiga e'tibor beradigan bo'lsak, Rossiyada ilk sindikatli kreditlar 1990-yillar o'rtalarida paydo bo'lgan bo'lsa-da, yaqin vaqtgacha adabiyotlarda ularni "yangi", "kam uchraydigan" yoki "milliy amaliyotga xos bo'lmagan" deb atash holatlari uchrab turadi.

Mahalliy sindikatli kreditlash bozorini rivojlantirishning istiqbolli vositalari sifatida quyidagilarni keltirib o'tish mumkin:

1. Loyihaviy moliyalashtirish – milliy miqyosdagi yirik loyihalarni amalga oshirish uchun zarur bo'lgan uzoq muddatli yirik kreditlash. Bu turdagi kreditlar banklar va rivojlanish institutlari sindikatlari tomonidan taqdim etiladi (yirik hajmda, 7 yildan ortiq muddatga).
2. Hududiy qarz oluvchilarni kreditlash – o'rta muddatli kreditlar bo'lib, hududiy banklar sindikatlari tomonidan beriladi (3 yil muddatga).
3. O'rta muddatli kreditlar – kompaniyalar va moliyaviy tashkilotlar tomonidan o'z rivojlanish maqsadlarini ta'minlash uchun (aylanma kapital, qayta moliyalashtirish, kapital qo'yilmalar va h.k.) olinadigan o'rta muddatli korporativ moliyalashtirish turi (3-5 yil).
4. Korporatsiyalarni barqaror rivojlantirishni kreditlash – kompaniyaning ESG tamoyillariga (ijtimoiy va ekologik mas'uliyatga) erishishga qaratilgan 3-5 yillik o'rta muddatli kreditlar. Biroq, hozircha mahalliy qonunchiligimiz doirasida ESG tamoyillarini kreditlash mezonlari bilan bog'laydigan yagona standart hujjatlar mavjud emas.

Shu sababli bu turdagi kreditlash hozircha faqat London kredit bozori assotsiatsiyasi (LMA) hujjatlariga asoslanadi.

Mahalliy sindikatli kreditlash bozorini rivojlantirishning esa quyidagi omillari mavjud:

- sindikatli kreditlash jarayonining barcha turlari va elementlarini qamrab oladigan standart hujjatlar to'plamini takomillashtirish (bu mamlakatimiz huquqiy maydonida bozorning to'liq rivojlanishiga yordam beradi);
- mamlakatimiz uchun mos bitimlarni amalga oshirish standartlarini ishlab chiqish (bu sinditsirlash tajribasi yetarli bo'lmagan ishtirokchilar uchun bitimlarni har bir bosqichda optimallashtiradi);
- bozor ishtirokchilarining funksional imkoniyatlarini rivojlantirish (bu banklarimizni sindikatli kreditlar ishtirokchisi va tashkilotchisi sifatida faollashtiradi va bozorda sog'lom raqobat muhitini yaratadi).

Turli mamlakatlarda moliya bozorining o'ziga xos shunday jihatlari ham mavjudki, ular sindikatli kreditlashning kelgusi rivojiga ta'sir ko'rsatishi aniq. Masalan:

- foiz vositalari yetarlicha rivojlanmaganligi kreditorlarning moslashuvchanligini cheklaydi, shuning uchun ko'plab kredit mahsulotlari asosan qat'iy belgilangan stavkalar bo'yicha ishlaydi va shartnomalarda riskdan himoya qilish maqsadida stavkani bir tomonlama o'zgartirish huquqini nazarda tutadi;
- qarz oluvchilarning faolligi Markaziy bankning foiz stavkalari siyosati qanchalik "yumshoq" bo'lishiga bog'liq;
- bank sektori vakillarining korporativ madaniyat va biznes yuritish usullariga oid qarashlaridagi farqlar ham sindikatlarning samarali rivojiga to'siq bo'lishi mumkin, chunki sindikatli kreditlash nafaqat qarz oluvchi bilan, balki keng ko'lamli banklararo hamkorlikni ham nazarda tutadi.

Shuning uchun mamlakatimizda bank kreditlash madaniyatini rivojlantirish muhim ahamiyatga ega, bu qarz oluvchilar ishonchini oshirish va sindikatli kreditlashga qiziqishni kuchaytirishga xizmat qiladi.

Tayanch so‘z va iboralar

Jalb qilingan kapital, qarz kapitali, qarz kapitali qiymati, moliyaviy leverij, moliyaviy dastak effekti, sindikatli kredit.

O‘z-o‘zini nazorat qilish uchun savollar

1. Qarz kapitali nima?
2. Korporativ tuzilmalarda qarz kapitalini shakllantirish manbalarini tasniflang.
3. Qarz kapitali qiymati nimani anglatadi?
4. Qarz kapitali qiymatini baholashning qanday usullari mavjud?
5. Qarz kapitali qiymatini baholashda soliq ta’sirining ahamiyati qanday?
6. WACC usulini izohlang.
7. Sindikatli kreditlashning o‘ziga xos jihati nimada?
8. Moliyaviy dastak nima?
9. Moliyaviy dastak samaradorligining ahamiyati nimada va u qanday aniqlanadi?

Amaliy topshiriq

1. Quyida keltirilgan ma’lumotlar asosida kompaniya kapitalining o’rtacha tortilgan qiymati WACCni aniqlang. Xususiy kapital bahosi 18 %, risksiz foiz stavkasi 3 %, aksiyalarga quyilmalar bo’yicha risk uchun mukofot 6%, qarz bahosi 12 %, foyda solig‘i stavkasi 20 %, mol-mulk solig‘i 2 %, D/E ko’rsatkichi 60%, kapitalning maqsadli tarkibi D/E=0,3.

2. “Forvard” kompaniyasi o’tgan yilda moliyalashtirishning faqatgina bir xil manbai – oddiy aksiyalardan foydalandi. Aksiyalar bo’yicha talab etilayotgan daromadlilik darajasi yillik 20% bo’lgan. Joriy yilda kompaniya yillik 20 % asosida bank kreditini jalb qilishi natijasida o’z mablag‘lari va qarz mablag‘larining ulushi teng bo’ldi. Agar foyda solig‘i stavkasi 20 %ni tashkil etsa, qarz mablag‘larini jalb qilish natijasida kompaniya kapitalining o’rtacha tortilgan qiymati (WACC) qanday o’zgaradi?

GLOSSARIY

Qarz kapitali	kreditlar olish, obligatsiyalarni chiqarish va sotish, shuningdek boshqa turdagi pul majburiyatlari orqali shakllanadigan kapital
Qarz kapitali qiymati	korporativ tuzilmalar uchun qarz mablag‘laridan foydalanish qiymatini aks ettiruvchi asosiy moliyaviy ko‘rsatkich
Moliyaviy leverij	kompaniya faoliyatida qarz olingan pul mablag‘laridan foydalanish
Moliyaviy leverij samarasi (yoki moliyaviy dastak effekti)	qarz mablag‘laridan foydalanish natijasida korxona o’z kapital rentabelligining o’zgarishi
Sindikatli kredit	yagona kredit shartnomasi asosida bir guruh (ya’ni, kreditorlar sindikati) tomonidan beriladigan yirik miqdordagi qarz

VIII BOB. RISK VA KORPORATSIYALAR MOLIYAVIY AKTIVLARINING DAROMADLILIGI

8.1. Korporatsiyalar daromadligini baholashda riskning mohiyati va ahamiyati

Kompaniyaning pul oqimlari investorlarning potensial daromad darajasini aks ettiradi. Biroq, amaldagi haqiqiy daromad miqdori, odatda, boshqacha bo'ladi. Bu farq pul oqimining va'da qilingan hajmiga erishish (yoki erishmaslik) risk darajasi bilan izohlanadi. Risk – bu kelgusidagi daromad (pul oqimlari) va aktivlar qiymatining noaniqligidir.

Biz uchun muhim bo'lgan risklar miqdor jihatidan o'lchanadi va diskont stavkasi ko'rsatkichi orqali ifodalanadi.

Diskont stavkasi pul oqimiga qo'llanilib, kompaniyaga xos bo'lgan, ammo pul oqimini tuzish jarayonida oldin hisobga olinmagan risklarni inobatga olish uchun xizmat qiladi. Shuning uchun, agar pul oqimi kompaniya risklarini hisobga olgan holda tuzilgan bo'lsa, unda diskont stavkasi faqat tizimli risklarni (ya'ni mamlakatning makroiqtisodiy rivojlanishi bilan bog'liq risklarni) aks ettirishi mumkin.

Agar pul oqimini prognoz qilishda barcha tizimsiz risklar inobatga olinmagan bo'lsa, ular diskont stavkasida hisobga olinishi lozim. Eng muhimi – bir xil risk ikki marta hisobga olinmasligi kerak: ham pul oqimida, ham diskont stavkasida.

Albatta, aktivlar qiymatiga ijobiy yoki salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin bo'lgan barcha omillarni aniqlash va ularni miqdor jihatidan baholab, umumiy ta'sirni hisoblash mumkin. Ammo amalda barcha turdagi risklarni bitta umumiy miqdorga keltirish ancha samaraliroq hisoblanadi.

Pul oqimi doirasida hisobga olinmagan risklarga qimmatli qog'ozlarga investitsiya qilish bilan bog'liq risklar kiradi. Investorlar qimmatli qog'ozlarni sotib olar ekan, ular kelajakda ushbu qog'ozlarni qaysi narxda sotishini yoki ulardan egalik davrida qanday pul oqimlari olishini aniq bilmaydi, demak, risk mavjud.

"Risk" va "noaniqlik" tushunchalari o'rtasida farq bor.

Qimmatli qog‘ozlar bilan bog‘liq ko’plab risklar mavjud, jumladan:

- ishlab chiqarish, tijorat va mehnat risklari;
- qimmatli qog‘ozlarning likvidlilik riski;
- to’lovga qobiliyatsizlik (bankrotlik) riski;
- valyuta riski;
- foiz stavkalari riski;
- siyosiy risk;
- normativ-huquqiy tartibga solish risklari;
- inflyatsiya riski;
- tabiiy ofatlar riski.

Bu ro’yxatni uzoq davom ettirish mumkin, ammo bu yerda ikki muhim jihatni ajratib ko’rsatish zarur:

1. Moliyaviy tahlilchi, baholovchi yoki moliyaviy menejer tomonidan o’tkaziladigan tahlil, asosan, risklarning umumiylashtirilgan ko’rinishiga qaratilgan bo’ladi, chuqur tahlilga emas. Shu sababli, ratsional investor fond bozorining samaradorligiga va uning risklarni to’g‘ri baholash qobiliyatiga ma’lum darajada ishonadi, ya’ni u boshqalar tomonidan qilingan baholashni qaytadan bajarish zarur deb hisoblamaydi.

2. Risk har doim mavjud. **Risksiz qimmatli qog‘ozlar bo’yicha daromadlilik** yoki **risksiz daromad stavkasi**, diskont stavkasi hisob-kitobida qo’llaniladigan atama bo’lib, u faqat bozordagi eng past daromadli qog‘ozni anglatadi.

Risk doim bor, va “barcha risklar bartaraf etilgan” deyish – yo haddan tashqari ishonch, yoki prognozlash qobiliyatining yo’qligi belgisidir. Ikkalasi ham investor uchun jiddiy xato hisoblanadi.

Shunday ekan, har qanday investitsiyani jiddiy baholash jarayoni, shu jumladan, pul oqimi aniqlanayotgan biznesga CAPMoya kiritish qarorlari ham, avvalo, mazkur investitsiyalar bilan bog‘liq risklarni chuqur tahlil qilishdan boshlanishi lozim.

Risk - bu investitsiya yoki moliyaviy qarorlar natijasida kutayotgan daromadning o’zgarish ehtimoli. Risklar turli shakllarda bo’lishi mumkin: bozor riski, kredit riski, likvidlik riski va boshqalar. Risk mohiyati va mazmunini ko’rib chiqar ekanmiz, tadbirkor, ishbilarmon va

menejerning muvaffaqiyati riskka munosabatni tushunishiga sezilarli darajada bog‘liqligini isbotlashga endilikda hojat qolmagan. Bu muammo alohida qiziqish uyg‘otadi va har tomonlama o’rganishga arziydi.

Tadbirkorlik faoliyati va biznesda risk boshqaruv nazariyasi hamda amaliyotining muhim tarkibiy qismi sifatida, ayniqsa, ushbu eng jiddiy muammoning kam o’rganilganligini hisobga olsak, tamomila mustaqil nazariy va amaliy ahamiyatga ega.

Risk vaziyatlarida boshqaruv masalalari bo’yicha manbalar ro’yxati va mahalliy adabiyotda uni baholash darajalari anchayin qashshoq, fundamental tadqiqotlar deyarli yo’q. Uzoq vaqt mobaynida mamlakat xalq xo’jaligini asosan ekstensiv rivojlantirishga mo’ljal olish, boshqaruvning haddan tashqari yuqori markazlashuvi, boshqaruvning ma’muriy usullari hukmronligi noaniqlik va riskni hisobga olish masalasini qo’yishga imkon bermagan.

Bundan tashqari, “taqchillik iqtisodiyoti”da tadbirkorda risk qilish, mavjud ishlab chiqarish texnologiyasini o’zgartirishga xohish va qiziqish bo’lmagan. Bundan xo’jalik va ijtimoiy risk muammosiga barqaror qiziqish yo’qligining sabablari tushunarli. Risklar muammosiga bag‘ishlangan iqtisodiy adabiyotlar tahlili shuni ko’rsatadiki, tadqiqotchilar o’rtasida tadbirkorlik riski ta’rifiga nisbatan yagona fikr mavjud emas.

Bugungi kunda risk mohiyati bo’yicha bir ma’noli izoh yo’q. Bu, xususan, ushbu atamaning ko’p qirrali ekanligi, xo’jalik qonunchiligimiz tomonidan real iqtisodiy amaliyotda va boshqaruv faoliyatida deyarli to’liq inkor etilishi bilan izohlanadi.

Bunga qo’shimcha ravishda, risk – ko’plab ustma-ust tushmaydigan, ba’zan esa qarama-qarshi real asoslarga ega bo’lgan murakkab hodisadir. Bu turli xil nuqtayi nazardan riskning bir nechta ta’rifi mavjud bo’lishi ehtimolini yuzaga keltiradi.

Riskning ko’plab ta’riflarini tahlil qilish bizga quyidagi kabi riskli vaziyatlarga xos bo’lgan asosiy masalalarni aniqlash imkonini beradi:

- ehtimoliy natijalardan qaysi biri amaliyotda qo'llanilishini belgilab beruvchi voqea-hodisaning tasodifiylik xarakteri (noaniqlik mavjudligi);

- muqobil yechimlar mavjudligi;

- natijalar ehtimoli va kutilayotgan natijalar ma'lum yoki ularni aniqlash mumkin;

- zararlar yuzaga kelishi ehtimoli;

- qo'shimcha foyda olish ehtimoli.

Fikrimizcha, "risk" tushunchasini to'liqroq aks ettiradigan quyidagi risk ta'rifiga to'xtalsak bo`ladi: risk – muqarrar tanlov vaziyatlarida noaniqlikni bartaraf etish bilan bog'liq faoliyat bo'lib, bu jarayonda kutilgan natijaga erishish, muvaffaqiyatsizliklar va maqsaddan og'ishlar ehtimolini miqdor hamda sifat jihatidan baholash imkoni mavjud bo'ladi.

Daromad – bu investitsiyalardan olingan foyda. U qimmatli qog'ozlarning qiymatining oshishi, dividendlar yoki foizlar ko'rinishida bo'lishi mumkin. Bu, shuningdek, kompaniyalar yoki shaxslar uchun turli manbalardan keladigan daromadlarni o'z ichiga oladi. Moliyaviy kontekstda daromad quyidagi turlarga bo'linishi mumkin: ish haqi va maosh, investitsiya daromadi, biznes daromadi, ijaradan olingan daromad.

Risk va daromad o'rtasidagi munosabat. Umuman olganda, yuqori riskli investitsiyalar yuqori daromad keltirish potentsialiga ega. Masalan, aksiyalar odatda obligatsiyalarga nisbatan yuqori riskga ega, lekin ular uzoq muddatda yuqori daromad beradi. Riskni boshqarishda investorlar riskni kamaytirish uchun diversifikatsiya strategiyalaridan foydalanadilar. Diversifikatsiya turli xil aktivlarga CAPMoya kiritishni anglatadi, bu esa umumiy riskni kamaytiradi. Investorlar riskni baholashda turli metodlardan foydalanadilar, masalan, standart og'ish, beta koeffitsienti va boshqalar.

Risk va daromad o'rtasidagi munosabat haqida ilmiy fikrlar ko'plab moliya va iqtisodiy tadqiqotlarda muhokama qilingan.

1. William F. Sharpe tomonidan ishlab chiqilgan bu ko'rsatkich riskni hisobga olgan holda investitsiyaning daromadini baholashda

ishlatiladi. Sharpe koeffitsienti yuqori bo'lsa, demak, investitsiya riskiga nisbatan yuqori daromad beradi. Sharpe Ratio - bu investitsiyaning riskini hisobga olgan holda daromadini baholash uchun ishlatiladigan ko'rsatkichdir. U quyidagi formulaga asoslanadi:

Sharpe Ratio = $R_p - R_f / \sigma_p$

Bu yerda: R_p - investitsiya daromadi,

R_f - xavfsiz foiz stavkasi,

σ_p - portfelning standart og'ishi (risk).

8.1-jadval

Sharp koeffitsientning ma'nosi

Sharp koeffitsientning ma'nosi	Investitsiyalar samaradorligini baholash
Sharp koeffitsient>1	Investitsion portfelning daromadliligi va investitsiyalarni boshqarish samaradorligi yuqori, risk darajasi past
1>Sharp koeffitsient>0	Ushbu investitsiyaga investitsiya qilishning risk darajasi kutilgan daromad darajasidan yuqori
Sharp koeffitsient	Investitsiya qilish tavsiya etilmaydi, chunki risksiz aktivning daromadliligi yuqori

2. CAPM (Capital Asset Pricing Model) - bu model risk va daromad o'rtasidagi munosabatni tushuntiradi. CAPM ga ko'ra, biror aktivning kutilayotgan daromadi riskfree foiz darajasidan boshlanadi va aktivning bozor riskiga (beta) ko'ra oshiriladi. Ushbu model investorlarning riskni qanday baholashini ko'rsatadi. CAPM modeli investitsiya riskini va daromadini baholashda muhim ahamiyatga ega. U riskli aktivlarning kutilayotgan daromadini hisoblash uchun ishlatiladi:

$E(R_i) = R_f + \beta_i (E(R_m) - R_f)$

Bu yerda: $E(R_i)$ - aktivning kutilayotgan daromadi, β_i - aktivning bozor bilan bog'liqligini ko'rsatadi, $E(R_m)$ - bozor daromadi.

3. Harry Markowitz tomonidan ishlab chiqilgan MPT investitsiya portfellarini diversifikatsiya qilish orqali riskni kamaytirish va daromadni maksimal darajada oshirishga qaratilgan. Bu nazariyaga ko'ra, investorlar o'z portfellari uchun optimal risk/daromad balansini topishlari kerak.

4. Risk-return tradeoff - bu iqtisodiy nazariyaga ko'ra, investorlar yuqori daromad olish uchun yuqori risklarni qabul qilishga tayyor bo'lishlari kerak. Bu munosabat uzoq muddatli investitsiyalar uchun muhimdir, chunki bozorlar vaqt o'tishi bilan o'zgaradi va investorlar o'z investitsiyalaridan kutayotgan daromadni oshirish uchun risklarni boshqarishlari zarur.

5. Stephen Ross tomonidan ishlab chiqilgan APT modelida risk va daromad o'rtasidagi munosabat turli omillar orqali aniqlanadi. Bu model bozorning samaradorligini va aktivlarning narxini belgilovchi turli iqtisodiy omillarni hisobga oladi. Arbitrage Pricing Theory (APT) bir necha omillarni hisobga olgan holda aktivlarning kutilayotgan daromadini aniqlash uchun ishlatiladi. APT modeliga ko'ra, aktivlarning narxi bir nechta makroiqtisodiy omillarga bog'liq bo'lishi mumkin:

$E(R_i) = R_f + \sum_{j=1}^{n} \beta_{ij} \cdot (E(R_j) - R_f)3$ yoki $E(R)i=E(R)z+(E(I) - E(R)z) \times \beta n$

Bu yerda: E(R)i - Aktivdan kutilayotgan daromad;

Rz - Risksiz daromad darajasi;

Bn - Aktiv narxining makroiqtisodiy omilga sezgirligi;

Ei - omil bilan bog'liq risk mukofoti.

Ushbu tushunchalar orqali risk va daromad o'rtasidagi munosabatni chuqurroq anglash mumkin. Har bir model yoki nazariya o'ziga xos yondashuvni taklif etadi va investorlar uchun muhim strategik qarorlar qabul qilishda yordam beradi. Risk va daromad o'rtasidagi munosabatni tushunish investorlar uchun muhimdir, chunki bu ularga o'z investitsiya strategiyalarini shakllantirishda yordam beradi. Ilmiy fikrlar va nazariyalar ushbu munosabatni yoritishda va investorlarning qarorlarini yaxshilashda muhim rol o'ynaydi, deb hisoblayman. Risk va daromad o'rtasidagi munosabatga ta'sir qiluvchi bir qancha omillar mavjud. Ushbu omillar investorlarning qarorlarini, bozor harakatlarini va iqtisodiy muhitni shakllantiradi. Quyida asosiy ta'sir qiluvchi omillar keltirilgan:

1. Bozor sharoitlari: iqtisodiy o'sish va inflatsiya;

2. Investitsiya turi: aksiyalar, obligatsiyalar va diversifikatsiya;

3. Investorning xulq-atvori: psixologik omillar va riskga bo'lgan munosabat;

4. Bozor samaradorligi: samarali bozor nazariyasi va samarasizliklar;

5. Global tashqi omillar: geosiyosiy voqealar va valyuta kurslari;

6. Huquqiy muhit: qonunchilik va normativlar, soliq siyosati;

7. Tadqiqot va tahlil: fundamental tahlil va texnik tahlil.

Risk va daromad o'rtasidagi munosabat ko'plab omillar tomonidan shakllanadi. Investorlar ushbu omillarni hisobga olib, o'z investitsiya strategiyalarini ishlab chiqishlari va risklarni boshqarishlari zarur. Har bir omilning o'ziga xos ta'siri bor, shuning uchun ularni birgalikda ko'rib chiqish muhimdir.

Risk va daromad o'rtasidagi munosabat moliyaviy investitsiyalarda muhim ahamiyatga ega. Umuman olganda, yuqori daromad potentsiali ko'proq risk bilan bog'liq. Bu munosabat quyidagi asosiy jihatlarni o'z ichiga oladi:

1. Yuqori risk va daromad: aksiyalar, kriptovalyutalar yoki yangi texnologiyalar kabi yuqori riskli aktivlar ko'pincha yuqori daromad imkoniyatlarini taqdim etadi.

2. Past risk va daromad: obligatsiyalar yoki davlat xavfsizligi kabi past riskli investitsiyalar odatda past daromad keltiradi.

3. Diversifikatsiya: investitsiya portfelini diversifikatsiya qilish orqali risklarni kamaytirish mumkin. Bu usul turli xil aktivlarga CAPMoya kiritishni o'z ichiga oladi.

4. Investor psixologiyasi: investorlarning xulq-atvori va bozor psixologiyasi risk va daromadga ta'sir qiladi. Qo'rquv va ochko'zlik kabi hissiyotlar bozor harakatlariga ta'sir ko'rsatishi mumkin.

5. Tahlil va tadqiqot: investitsiya qilishdan oldin har bir aktivni chuqur tahlil qilish va tadqiqot o'tkazish zarur. Bu risklarni yaxshiroq tushunishga yordam beradi.

6. Diversifikatsiya strategiyasi: portfelni diversifikatsiya qilish orqali risklarni kamaytirish va barqaror daromad olish imkoniyatini oshirish.

7. Riskni boshqarish: risklarni boshqarish strategiyalarini ishlab chiqish, masalan, stop-loss buyurtmalari yoki mudofaa opsiyalari.

8. Uzluksiz ta'lim: investorlar uchun moliyaviy bilimlarni oshirish va bozor sharoitlarini tushunish juda muhimdir.

9. Psixologik tayyorgarlik: investorlar o'z hissiyotlarini boshqarishni o'rganishlari kerak, chunki bu qaror qabul qilish jarayoniga ta'sir qiladi.

10. Maqsadlar belgilash: aniq investitsiya maqsadlarini belgilash va ularga muvofiq harakat qilish.

Investitsiyalar samaradorligini baholashning maqsadi - minimal risk dara jasi bilan o‘rtacha bozordan yuqori daromad olish imkonini beruvchi fond bozorida muvaffaqiyatli va samarali boshqaruv strategiyalarini aniqlash hisob lanadi. Xar bir investor minimal risk darajasida maksimal daromad olishni ko'zlaydi. Ammo, daromad doimo risk bilan bog'liq holda namoyon bo'ladi. Investor kutilgan daromadga erishishi uchun risk darajasini baholashi lozim hisoblanadi.

Xulosa qilib aytadigan bo'lsak iqtisodiyotning erkinlashtirilishi, islohotlar chuqurlashuvi korxonalar o'rtasida erkin raqobat muhitini tug'dirmoqda. Bu esa o'z navbatida korxona xo'jalik faoliyatini tezkor tarzda kundalik natijalarni o'rganib borishni taqozo qiladi. Hisob-kitoblarga kompyuterlarni qo'llash natijasida ish kuni oxirida xo'jalik faoliyatining kunlik natijasi qanday bo'lganligini aniqlash mumkin. Bu esa yutuq va kamchiliklami juda tez anglashga, kamchiliklami bartaraf qilishga asos bo'ladi. Tahlilning ushbu shakli boshqaruvni tezkor ravishda amalga oshirish imkonini beradi.

8.2. Aktivlar qiymati va kapital daromadliligini baholash modeli (CAPM)

Moliyaviy nazariyada investitsiya qarorlarini qabul qilish va kapital bozorida aktivlarning kutilayotgan daromadliligini aniqlash masalasi alohida o'rin tutadi. Bu borada eng muhim konseptual yondashuvlardan biri bu kapital aktivlarini baholash modeli (Capital Asset Pricing Model – CAPM) hisoblanadi. Mazkur model XX asrning ikkinchi yarmida U. Sharpe, J. Lintner va J. Mossinlarning ilmiy

izlanishlari natijasida shakllantirilgan bo'lib, bugungi kunda moliya nazariyasi va amaliyotida keng qo'llanilmoqda.

CAPM modeli quyidagi farazlarga asoslanadi:

- Investorlar ratsional va xavfdan qochuvchi subyektlar hisoblanadi;
- Bozor mukammal ishlaydi: tranzaksiya xarajatlari mavjud emas, barcha aktivlar bozorida mukammal likvidlik ta'minlangan;
- Investorlar xatarsiz stavka (risk-free rate) bo'yicha qarz olish va berish imkoniyatiga ega;
- Barcha investorlarning kutishlari bir xil (homogen) bo'lib, ular risk va daromadlilikni bir xil baholaydi;
- Investitsion qarorlar faqat kutilayotgan daromadlilik va dispersiyaga asoslanadi.

Garchi ushbu fikrlar faraz bo'lsa-da, ular yordamida risk-mukofot va kapital qiymatini hisoblashning umumiy tamoyillari ishlab chiqiladi. CAPM formulasi quyidagicha ifodalanadi:

$$E(R_i)=R_f + \beta_i(E(R_m)-R_f)$$[34]

bu yerda:

- $E(R_i)$ – i-aktivning kutilayotgan daromadliligi;
- R_f – hbcrsiz stavka (risk-free rate), odatda davlat obligatsiyalari daromadliligi bilan o'lchanadi;
- $E(R_m)$ – bozor portfeli kutilayotgan daromadliligi;
- β_i – aktivning bozor riskiga sezgirligi (beta-koeffitsient).

CAPMning eng muhim elementi – beta koeffitsientdir. U aktiv daromadliligining bozor daromadliligiga nisbatan o'zgaruvchanlik darajasini ko'rsatadi. Beta yordamida aktiv riskini ikkiga bo'lish mumkin:

Tizimli risk – bozorning umumiy omillari ta'sirida yuzaga keladigan risk (inflyatsiya, foiz stavkalari, iqtisodiy o'sish sur'atlari). Uni diversifikatsiya orqali kamaytirib bo'lmaydi;

Tizimsiz risk – alohida kompaniya yoki tarmoq faoliyati bilan bog'liq risk. Portfel diversifikatsiyasi orqali bartaraf etiladi.

[34] Mohamed Amine Hamdani. (2025). Corporate Finance. Canada, Toronto Academic Press.

CAPM investitsion aktivlarning kutilayotgan daromadliligi va ularning bozor risklari o'rtasidagi funksional bog'liqlikni ifodalaydi. Modelning asosiy g'oyasi shundan iboratki, investor faqat **tizimli risk**ni (bozor riskini) o'z zimmasiga olgani uchun mukofot oladi, diversifikatsiya orqali bartaraf etilishi mumkin bo'lgan **tizimsiz risk** esa alohida mukofot talab qilmaydi.

Beta koeffitsient aktiv daromadliligini bozor portfelining umumiy tebranishlariga nisbatan qanchalik sezgir ekanligini o'lchaydi.

- Agar $\beta=1$ bo'lsa, aktiv bozor bilan bir xil darajada risklidir.
- Agar $\beta>1$ bo'lsa, aktivning risk darajasi bozor riskidan yuqori, ya'ni u yuqori daromad ham, yuqori risk ham keltiradi.
- Agar $\beta<1$ bo'lsa, aktivning risk darajasi pastroq, u konservativ investitsiya sifatida qaraladi.

CAPM kapital bozorida risk va daromadlilik o'rtasidagi muvozanatni matematik tarzda ifodalab berdi. Bu model yordamida:

- investitsion aktivlarning adolatli qiymatini baholash,
- korxona kapitalining qiymatini hisoblash (WACCda qo'llaniladi),
- investitsion portfellarning optimalligini aniqlash mumkin.

CAPMning amaliy qo'llanishi quyidagilarda namoyon bo'ladi:

- Investitsion qarorlar qabul qilishda – loyihalarni diskont stavkasi yordamida baholash;
- Korporativ moliyaviy boshqaruvda – kompaniyaning kapitallashuv darajasi va Weighted Average Cost of Capital (WACC)ni hisoblashda;
- Qimmatli qog'ozlarni baholashda – aksiyalarning ichki qiymatini aniqlash va ularni bozor narxlari bilan solishtirishda;
- Portfel nazariyasida – optimal investitsion portfel tuzishda risk-premiyani aniqlash.

CAPMning ilmiy ahamiyati esa quyidagicha: CAPM nafaqat amaliy moliyaviy vosita, balki kapital bozorining nazariy tushuntirish modeli hamdir. U shuni ko'rsatadiki, aktivlarning kutilayotgan daromadliligi faqat bitta omilga – bozor riskiga (beta) bog'liqdir. Shu bilan birga, model kapital bozorlarida adolatli baholash tamoyillarini ishlab chiqishda asosiy metodologik vosita bo'lib xizmat qiladi.

Modelning afzalliklari quyidagicha:

- Risk va daromadlilik o’rtasidagi bog‘liqlikni sodda va aniq ko’rsatib beradi;
- Portfel nazariyasiga amaliy yondashuv olib kirdi;
- Diskont stavkasini aniqlashda universal vosita sifatida qo’llaniladi.

Yuqoridagi afzalliklardan tashqari modelning ma’lum bir cheklovlari va salbiy jihatlari mavjud. Bular quyidagilar:

- Xatarsiz stavkani doimiy deb faraz qiladi, amalda esa u o’zgarib turadi;
- Beta koeffitsient vaqt o’tishi bilan barqaror emas;
- Investorlarning ratsional xatti-harakatlarini va bozorning mukammal ishlashini taxmin qiladi, bu esa real iqtisodiy sharoitlarda to’liq mos kelmaydi;
- Empirik tadqiqotlarda CAPM ba’zi hollarda aktivlarning real daromadliligini to’liq tushuntirib bera olmaydi. Shu sababli, undan keyin Arbitrage Pricing Theory (APT) va Fama-French ko’p omilli modellari kabi yondashuvlar ishlab chiqilgan.

Shunday qilib, kapital aktivlarini baholash modeli (CAPM) moliyaviy nazariya va amaliyotda fundamental o’rin egallaydi. U investitsion qarorlar qabul qilish, korporativ kapital qiymatini aniqlash va qimmatli qog‘ozlar bozorini tahlil qilishda keng qo’llaniladi. Garchi model ayrim nazariy cheklovlarga ega bo’lsa-da, u bugungi kunda ham kapital bozorida risk va daromadlilik o’rtasidagi asosiy konseptual bog‘liqlikni ifodalashning eng samarali usullaridan biri hisoblanadi.

Tayanch so‘z va iboralar

Risk, daromadlilik, CAPM, beta-koeffitsiyenti, tizimli risk, tizimsiz risk, diversifikatsiya.

O‘z-o‘zini nazorat qilish uchun savollar

1. Korporativ korxonalar faoliyatida risklar qanday ahamiyatga ega?
2. “Risk va daromadlilik” nazariyasi asoschisi kim va nazariyaning asosiy g‘oyasi nimadan iborat?
3. Risk va noaniqlikning bog‘liqligini izohlang.

4. Tizimli va tizimsiz risklarning moliya bozoridagi ahamiyati qanday?
5. Beta-koeffitsiyentning aktivlar daromadliligini aniqlashdagi ahamiyati qanday?
6. CAPM modelining o‘ziga xos xususiyatlari nimadan iborat?
7. CAPM modeli qanday farazlarga asoslanadi?

Amaliy topshiriq

1. Agar kompaniyada tushum 1000, jami aktivlar 500, xususiy kapital 50ga teng bo’lsa, kompaniyada ROA = 8% holatda ROEni aniqlang.

2. Kompaniya kapitalining o’rtacha tortilgan qiymati WACCni aniqlang.

Soliq stavkasi 20 %, tarmoq betasi (qarzsiz) – 0,8, xususiy kapital daromadliligi 16 %, qarz kapitalining bahosi 12 %. Inflyatsiya darajasi 8 %. Baholanayotgan kompaniya kapitali tarkibi D/E=0,6, kapitalning maqsadli tarkibi D/E=0,25.

3. Agar risksiz foiz stavkasi 6 %; beta-koeffitsiyent (richag bilan) 1,4; D/E=1,2; soliq stavkasi 20 % va bozor premiyasi 8 % bo’lsa, richagsiz beta-koeffitsiyentni aniqlang.

4. Kompaniyaning beta-koeffitsiyenti (richag bilan) 1,2 ga teng. Agar (D/E) koeffitsiyent 33 %, soliq stavkasi 20 foizni tashkil etsa, richagsiz beta-koeffitsiyentni aniqlang.

GLOSSARIY

Risk	muqarrar tanlov vaziyatlarida noaniqlikni bartaraf etish bilan bog‘liq faoliyat bo’lib, bu jarayonda kutilgan natijaga erishish, muvaffaqiyatsizliklar va maqsaddan og‘ishlar ehtimolini miqdor hamda sifat jihatidan baholash imkoni mavjud bo’ladi.

Daromad	investitsiyalardan olingan foyda
Beta koeffitsient	aktiv daromadliligini bozor portfelining umumiy tebranishlariga nisbatan qanchalik sezgir ekanligini o‘lchaydigan ko‘rsatkich
Tizimli risk	bozorning umumiy omillari ta’sirida yuzaga keladigan risk (inflyatsiya, foiz stavkalari, iqtisodiy o’sish sur’atlari)
Tizimsiz risk	alohida kompaniya yoki tarmoq faoliyati bilan bog‘liq risk

IX BOB. KORPORATSIYALARNING PUL OQIMLARINI BOSHQARISH

9.1. Korporatsiyalar pul oqimlarining tasniflanishi

Pul oqimi – korporativ tuzilmadagi pul mablag‘larining harakati samaradorligi va xususiyatlarini ifodalovchi eng muhim ko’rsatkichlardan biridir. Korporativ tuzilmaning barcha turdagi operatsiyalari pul mablag‘larining uzluksiz harakati asosida amalga oshadi. Aynan shu uzluksiz harakat pul oqimining mohiyatini tashkil qiladi, uni o’lchash va korporativ tuzilma muvaffaqiyatli faoliyati hamda qiymatini baholashda asosiy ko’rsatkich sifatida qo’llash zaruriyatini yuzaga keltiradi.

“Pul oqimi” atamasi inglizcha cash flow iborasidan olingan. XX asrning 50-yillarida AQShda L.A.Bernstayn, Yu.Brigxem, J.K.Van Xorn kabi iqtisodchilar korporativ tuzilma pul oqimlari konsepsiyasini ishlab chiqdilar[35]. Ushbu konsepsiya pul oqim elementlarining xajmini belgilaydigan omillarni baholash, risk darajasini aniqlash, barqaror bozor iqtisodiyoti sharoitida diskontlash koeffitsiyentlarini tanlash masalalarini o’z ichiga olgan.

Hozirgi vaqtda iqtisodchilar “pul oqimi” tushunchasini turlicha talqin qiladilar. Masalan, I.A. Blank pul oqimlarini investorga qaytariladigan pul mablag‘lari ko’rinishidagi investitsiyalar samaradorligini tavsiflovchi asosiy ko’rsatkich deb biladi. R.A. Breyli va S.S. Mayers esa bunday ta’rif beradi: “Ishlab chiqarish va xo’jalik faoliyatidan oliniladigan pul oqimi – bu mahsulot sotishdan tushgan tushumdan uning tannarxi, boshqa harajatlar va soliqlar chiqarilgandan keyin qoladigan mablag‘dir”[36]. Ye. Leontev, V.V. Bocharov, N.P. Radkovskayalar esa pul oqimini hisobot yoki rejalashtirilayotgan davr mobaynida tashkilot tomonidan olinadigan yoki to’lanadigan pul mablag‘lari hajmi sifatida ko’rishadi[37].

---

[35] Korporativnie finansi: uchebnik / kollektiv avtorov; pod red. M.A. Eskindarova, M.A. Fedotovoy. – Moskva: KNORUS, 2020. – 480 s.

[36] Breyli R., Mayers S. Prinsipi korporativnix finansov. M.: Troyka-Dialog, 2004. S. 458.

[37] Ye. Leontev, V. V. Bocharov, N. P. Radkovskaya. - 3-ye izd., pererab. i dop. – Moskva: Izdatelstvo Yurayt, 2019. – 354 s.

Yuqorida aytilganlarni umumlashtirib, pul oqimini muayyan loyiha amalga oshirilgani yoki muayyan aktiv foydalanilgani natijasida ma'lum vaqt oralig'ida taqsimlanadigan pul kirimi va chiqimi yig'indisi sifatida ta'riflash mumkin.

Agar korporativ tuzilmani tirik organizm deb tasavvur qilsak, unda uning "qon tomir tizimi" sifatida hayotiy funksiyalar uchun zarur bo'lgan pul mablag'larini yetkazib beruvchi, ularni samarali taqsimlovchi va korporativ tuzilma qiymatining o'sishiga xizmat qiluvchi tizim – bu pul oqimlaridir.

Pul oqimi, odatda ma'lum vaqt davri (moliyaviy yil, yarim yillik, chorak, oy) doirasida shakllanadi va o'lchanadi. Belgilangan davrning o'tgan, prognoz qilinayotgan va cheksiz uzoq kelajak davrlariga to'g'ri keladigan pul oqimlari mos ravishda retrospektiv pul oqimlari, prognoz pul oqimlari va postprognoz pul oqimlari deb ataladi.

Pul oqimi "yaratilmaydi", balki muayyan mulk ob'ekti, moliyaviy mahsulot yoki korporativ tuzilmaning hayot sikli davomidagi faoliyati natijasida generatsiya qilinadi. Shuning uchun pul oqimini ob'ektning xo'jalik faoliyati yoki uning xo'jalik aylanmasida qo'llanilishi natijasida shakllanuvchi kirim va chiqimlar yig'indisi sifatida ham ta'riflash mumkin.

Korporativ tuzilma ob'ekti misolida pul oqimi uning operatsion, investitsion va moliyaviy faoliyatlari natijasida yuzaga keladi. Demak, operatsion pul oqimi, investitsion pul oqimi va moliyaviy pul oqimi ajratiladi.

Pul oqimlari moliyaviy hisobotlarda pul mablag'larining harakati sifatida aks ettiriladi. Buxgalteriya hisobida korporativ tuzilma pul oqimi – hisobot davri boshidagi va oxiridagi naqd pullar saldosi orasidagi farqdir. Agar davr oxiridagi saldo boshidagiga nisbatan ko'proq bo'lsa, pul oqimi ijobiy hisoblanadi.

Pul oqimi quyidagi omillar ta'sirida oshadi:

- tovar va xizmatlar realizatsiyasining o'sishi;
- aktivlarning sotilishi yoki sotib olinishi;
- harajatlarning kamayishi;
- sotish narxlarining o'sishi;

– debitor qarzdorligining tezkor qaytarilishi;
– kreditor qarzdorligi bo'yicha to'lov muddatlarining uzaytirilishi;
– o'z kapitalining ko'payishi;
– yangi bank kreditlarining jalb etilishi.

Shuning uchun pul oqimi boshqarilishi mumkin bo'lgan ko'rsatkich hisoblanadi.

Biroq pul mablag'lari miqdorining yuqori bo'lishi korporativ tuzilma samaradorligining mutlaq ko'rsatkichi emas. Nuqson shundaki, yuqori pul qoldig'i – yuqori daromaddan dalolat bermasligi mumkin, va aksincha, yuqori daromad ham doimiy ravishda musbat pul saldosini ta'minlamaydi.

Shu tariqa, pul oqimi buxgalteriya hisobi bilan uzviy bog'liq bo'lib, u barcha pul harakatlari yoki ularning alohida guruhlariga taalluqli bo'lishi mumkin. Shu sababli zamonaviy adabiyotlarda quyidagi atamalar ko'p uchraydi: sof pul oqimi, joriy (operatsion) faoliyatdan pul oqimi (qoldig'i), erkin pul oqimi (free cash flow), o'z kapitaliga to'g'ri keladigan pul oqimi, investitsiya qilingan kapital bo'yicha pul oqimi va boshqalar.

Pul mablag'lari harakati nuqtai nazaridan, korporativ tuzilmaning umumiy pul oqimi - u vertikal yoki gorizontal integratsiyasiz holda quyidagi jarayonlarga bog'liq pul oqimlari yig'indisidir:

– asosiy operatsion faoliyatdan, ya'ni korporativ tuzilmaning ichki xo'jalik faoliyati natijasida olinadigan yoki sarflanadigan pul mablag'lari (naqd daromad + oborot kapitalidagi o'zgarishlar);

– xo'jalik (ishlab chiqarish va tijorat) faoliyatidan, ya'ni operatsion va investitsion sikllarni o'z ichiga oladi;

– moliyaviy faoliyatdan, ya'ni operatsion va investitsion sikllarni moliyalashtirish maqsadida amalga oshiriladigan qarz kapitalini jalb qilish, kreditor qarzdorligini shakllantirish, o'z kapitalini ko'paytirish kabi operatsiyalardan.

Shu asosda pul oqimlari quyidagi turlarga ajratiladi:
– operatsion faoliyat bo'yicha pul oqimi;
– investitsion faoliyat bo'yicha pul oqimi;

– moliyaviy faoliyat bo'yicha pul oqimi.

Operatsion faoliyat bo'yicha pul oqimi korporativ tuzilmaning asosiy faoliyatidan kelib chiqadi. Odatda korporativ tuzilmaning asosiy faoliyati mahsulotni sotishga, ishlarni bajarishga yoki xizmat ko'rsatishga qaratilgan bo'ladi. Operatsion faoliyatidan asosiy pul oqimiga quyidagilar kiradi:

– tovarlarni sotish va xizmat ko'rsatishdan tushgan pul;

– royalti, badallar, vositachilik haqi va o'zga yo'llar bilan pul mablag'lari tushumi;

– tovarlar va xizmatlar uchun ularni yetkazib beruvchilarga pul to'lovlari;

– xodimlarga va xodimlar nomidan to'lovlar;

– sug'urta kompaniyasining sug'urta polislari bo'yicha mukofotlari, talablari, yillik va o'zga to'lovlari bo'yicha pul tushumlari va to'lovlari;

– soliqlar bo'yicha pul to'lovlari yoki uning o'rnini bosuvchi to'lovlar, agar ular investitsiya va moliya faoliyatiga taalluqli bo'lmasa;

– savdo yoki dilerlik maqsadlarida tuzilgan bitimlar bo'yicha pul tushumlari va to'lovlari va boshqalar.

Korporativ tuzilmaning investitsiya faoliyatidan olingan asosiy pul oqimlariga quyidagilar kiradi:

– asosiy vositalarni, nomoddiy va o'zga uzoq muddatli aktivlarni harid qilishga pul to'lovlari. Bu to'lovlar tajriba-konstruktorlik ishlariga ajratilgan harajatlar, shuningdek xo'jalik sudi bilan amalga oshirilgan qurilishlar bilan bog'liq bo'lgan to'lovlarni o'z ichiga oladi;

– asosiy vositalarni, nomoddiy va o'zga uzoq muddatli aktivlarni sotishdan olingan pul tushumi;

– boshqa sub'ektlarning aksiyalari yoki qarz majburiyatlarini hamda qo'shma korxonalarda ishtirok etish huquqini sotib olishga doir pul to'lovlari, pul ekvivalentlari hisoblangan yoki dilerlik maqsadlariga yoki savdo maqsadlariga saqlab qo'yilgan to'lov hujjatlari bo'yicha to'lovlar (veksellar kabi hujjatlar bo'yicha to'lovlar)dan tashqari;

– boshqa sub’ektlarning aksiyalari va qarz majburiyatlarini hamda qo’shma korxonalarda ishtirok etish huquqini sotishdan kelgan pul tushumlari;

– boshqa taraflarga berilgan bo’naklar va kreditlar (moliyaviy muassasalarga berilgan bo’naklar va kreditlardan tashqari);

– boshqa taraflarga berilgan bo’naklar va ssudalar qaytarilishidan pul tushumlari;

– fyuchers va forvard bitimlari, opsion bitimlar va svop bitimlar bo’yicha to’lovlar, ular diler yoki savdo maqsadlari uchun mo’ljallangan holatlar bundan mustasno bo’ladi yoki to’lovlar moliyaviy faoliyat sifatida tasnif etiladi.

– fyuchers va forvard bitimlari, opsion bitimlar va svop bitimlar bo’yicha pul tushumlari, ular diler yoki savdo maqsadlariga mo’ljallangan holatlar bundan mustasnodir yoki to’lovlar moliyaviy faoliyat sifatida tasnif etiladi va boshqalar.

Korporativ tuzilma moliyaviy faoliyatidan keladigan asosiy pul oqimlariga quyidagilar kiradi:

– aksiyalar yoki o’z mablag‘i bilan bog‘liq boshqa vositalarni chiqarishdan keladigan pul tushumlari;

– sub’ektlar aksiyalarining haqini to’lash yoki sotib olish uchun ularning egalariga to’lovlar;

– ta’minlanmagan obligatsiyalar emissiyasidan, moliya korxonalari tomonidan berilgan ssudalardan, garovga qo’yilgan va boshqa qisqa hamda uzoq muddatli zayomlardan pul tushumlari;

– zayomlarni to’lash;

– moliyaviy lizing bo’yicha majburiyatlarni qisqartirish uchun ijarachilarning to’lovlari va boshqalar.

Korporativ tuzilmadagi pul oqimlarini quyidagicha ifodalashimiz mumkin:

Kirim	**Chiqim**
Asosiy (joriy) faoliyat	
Mahsulot sotishdan tushgan tushum	Mol yetkazib beruvchilarga to’lovlar

Debitorlik qarzlarining qaytarilishi	Ish haqi to’lovlari
Moddiy qimmatliklarni sotishdan tushum	Byudjet va byudjetdan tashqari fondlarga to’lovlar
Mijozlarning bo’naklari	Kredit bo’yicha foizlar
	Kreditorlik qarzlarini to’lash
Investitsion faoliyat	
Asosiy vositalar, nomoddiy aktivlar, tugallanmagan qurilishni sotish	Ishlab chiqarishni rivojlantirish uchun yo’naltirilgan kapital quyilmalar
Uzoq muddatli moliyaviy quyilmalarni sotishdan tushumlar	Uzoq muddatli moliyaviy quyilmalar
Dividend, moliyaviy quyilmalar bo’yicha foizlar	
Moliyaviy faoliyat	
Qisqa muddatli kredit va qarzlar	Qisqa muddatli kredit va qarzlarni qaytarish
Uzoq muddatli kredit va qarzlar	Uzoq muddatli kredit va qarzlarni qaytarish
Veksellarning to’lab berilishi	Devedendlarni to’lash
Aksiyalar emissiyasidan tushgan mablag‘lar	Veksellarning to’lanishi
Maqsadli moliyalashtirish	

Korporativ tuzilmalarda pul oqimini ma’lum bir belgilariga ko’ra turlarga ajratish mumkin, xususan:

– korxonaga nisbatan: ichki va tashqi;

– xo’jalik yuritish shakli bo’yicha: joriy faoliyat bo’yicha, moliyaviy faoliyat bo’yicha va investitsion faoliyat bo’yicha;

– xo’jalik faoliyatiga xizmat ko’rsatish bo’yicha: korxona bo’yicha umumiy, faoliyat turlari bo’yicha; tarkibiy tuzilishi bo’yicha; alohida operatsiyalar bo’yicha;

– moliyalashtirish manbalari bo’yicha: o’z, qarz va davlat moliyalashtirilishi;

– hajmni aniqlash bo’yicha: yalpi va sof;

– valyutada ifodalanishiga ko’ra: milliy va xorijiy;

– operatsiyalarni amalga oshirishda yetarliligi bo'yicha: yetarli (optimal), ortiqcha va taqchil;

– xo'jalik aloqalarining shakli bo'yicha: gorizontal va vertikal;

– davomiyligi bo'yicha: bir martalik, qisqa muddatli va uzoq muddatli;

– vaqt davomida baholanishi bo'yicha: joriy va kelajakdagi;

– rejalashtirish va byudjetlashtirishga tegishliligi bo'yicha: rejalashtirilgan va rejadan tashqari;

– boshqarish bo'yicha: boshqariladigan va boshqarilmaydigan;

– operatsiyalarni amalga oshirishdagi ahamiyati bo'yicha: ustuvor va ikkilamchi;

– harakat yo'nalishlari bo'yicha pul oqimlarini musbat va manfiy pul oqimlariga bo'linadi.

Korporativ tuzilmalarda pul oqimlarining turlarini quyidagicha ham tasniflash mumkin (9.1-jadval):

9.1-jadval

Korporativ tuzilmalar pul oqimlari turlari

№	Moliyaviy oqim turi	Xususiyati	Masalan
1	Kiruvchi pul oqimlari	Bunday pul oqimlari kelajakda chiquvchi pul oqimlarining yuzaga kelishiga sabab bo'ladi	Kredit olish – kiruvchi, uni qaytarish – chiquvchi pul oqimi
2	Tranzit pul oqimi	Bunday pul oqimlari korxona ichida qayta taqsimlanmaydi, o'zgarishlarsiz korxona yoki uning bo'limi orqali o'tadi	Tranzit moliyaviy hujjatlar
3	Chiquvchi pul oqimlari	Bunday pul oqimlari kelajakda kiruvchi pul oqimlarini ta'minlashi mumkin	Moliyaviy qarz majburiyatlari

4	Qo’shil (birlash)gan pul oqimlari	Bunday pul oqimlari korxonaga kiruvchi oqimlar, ular vositani o’zgartirish orqali taqsimlanadi. Keyingi chiquvchi oqimlar faqat pul oqimining asosiy vositasi bilan bilvosita bog‘liq bo’ladi	Kiruvchi oqim – bu moliyaviy resurs (pul), chiquvchi – bu resurslar (mahsulot)
5	Generatsiyalan-gan chiquvchi pul oqimlari	Bunday pul oqimlari korxonalar faoliyati natijasida hosil qilinadi, asosan 2 ta omil ta’sirida, ya’ni o’zining yoki huquqiy jihatdan to’lovlarni talab qiladigan ikkinchi tomonning tashabbusi bilan yuzaga keladi	Kiruvchi oqim – resurslar, chiquvchi oqim – bu moliyaviy resurslar (pul)

Korporativ tuzilmalarda pul oqimini real va nominal ko’rinishlariga ham ajratish mumkin.

Korporatsiyaning pul oqimlari quyidagicha ifodalanadi:

FCF (Free Cash Flows) – “tozalangan” erkin pul oqimi. CCF kabi, u ham kompaniya aksionerlari va kreditorlari uchun mavjud pul oqimini anglatadi, ammo soliq imtiyozlarini o’z ichiga olmaydi.

ECF (Equity Cash Flows) – kompaniyaning o’z kapitali uchun pul oqimi. Bu pul oqimi kompaniya aksionerlari (egalari) ixtiyorida bo’ladi.

CCF (Capital Cash Flows) – kompaniyaning umumiy kapitali uchun pul oqimi (milliy amaliyotimizda keng tarqalmagan). U umumiy kapital bo’yicha hisoblanadi va kompaniya aksionerlari hamda kreditorlariga tegishli bo’ladi, soliq imtiyozi ta’sirini hisobga oladi.

Korporativ tuzilmalar pul oqimining salbiy bo’lishi jamiyatning holati yomonligini ko’rsatmaydi. Sababi, aksiyadorlik jamiyatining yirik miqdordagi pul mablag‘lari kapitalga qilinayotgan investitsiyani amalga oshirishni ko’rsatadi. Xususan, asosiy vositalar sotib olinayotganligi va ishlab chiqarishda tug‘ridan-to’g‘ri ishtirok etayotgan asbob-uskunalarning modernizatsiya qilinayotganligini ko’rsatadi.

9.2. Korporatsiyalar pul oqimlarini tahlil qilish usullari

Korxona faoliyati bevosita pul mablag‘larining harakati, ya’ni ularning kelib tushishi va chiqib ketishi bilan bog‘liq bo’lib, korxona manfaatlari yo’lida ushbu mablag‘larni malakali boshqarishni talab qiladi. Pul oqimini boshqarish – bu pul mablag‘larining kelib tushishi va chiqib ketishidan kelib chiqqan holda optimal hisob-kitob orqali muvozanatga erishishni anglatadi. Pul oqimlarini samarasiz boshqarish korxona moliyaviy natijalarining yomonlashishiga olib keladi.

Pul mablag‘larini tahlil qilishdan maqsad pul mablag‘larining joriy oqimini baholash va uning optimal hajmini belgilash bo’yicha oqilona boshqaruv qarorlarini qabul qilishdir. Pul mablag‘larini tahlil qilishning vazifalari quyidagilardan iborat:

- pul oqimini tarkib qatorlari va tuzilishi bo’yicha o’rganish;
- pul mablag‘lari oqimini dinamikasini baholash;
- pul mablag‘lari harakatining yo’nalishlariga baho berish;
- pul oqimining sof kirimi va chiqimiga baho berish;
- pul oqimining moliyaviy holatga ta’sir darajasini baholash;
- pul oqimlarini bashoratlash;
- pul oqimini samarali boshqarish va uning optimal hajmini belgilash.

Pul oqimini boshqarish usullarini tanlashda dastlab unga ta’sir etuvchi omillarni hisobga olish zarur. Ular tashqi va ichki omillarga bo’linadi:

1. Ichki omillar quyidagilarni o’z ichiga oladi: korxonaning hayotiylik sikli; operatsion siklning davomiyligi; ishlab chiqarish va realizatsiyaning mavsumiyligi; investitsiya dasturlarining dolzarbligi; amortizatsiya siyosati va boshqalar.

2. Tashqi omillar esa quyidagilardan iborat: tovar bozori holati; fond bozori holati; korxonalarning soliq tizimi; ta’minotchilar va korxonalarni kreditlash tizimi; hisob-kitob operatsiyalari tizimi; kreditning mavjudligi; maqsadli mablag‘larni qaytarilmaslik sharti asosida jalb qilish imkoniyati.

Ushbu xususiyatlarni, pul oqimlarining tasnifi, korxona faoliyatining o'ziga xos xususiyatlari, hayotiylik sikli, tashqi va ichki omillarni hisobga olgan holda pul oqimlarini tahlil qilishning quyidagi usullarini ajratib ko'rsatish mumkin:

1. Solishtirma tahlil;
2. Omilli tahlil;
3. Pul oqimi harakatini bevosita (to'g'ridan-to'g'ri) tahlil qilish usuli;
4. Pul mablag'lari harakatini bilvosita tahlil qilish usuli.

Solishtirma tahlil usuli – korxonaning ayrim ko'rsatkichlarini shu'ba korxonalar, bo'limlar, sexlarning ko'rsatkichlari, raqobatchilarning ko'rsatkichlari, o'tgan davrlar ko'rsatkichlari va boshqalar bilan taqqoslash yo'li bilan amalga oshiriladi.

Omilli tahlil esa alohida omillarning pul oqimidagi umumiy o'zgarishga ta'sirini aniqlash imkonini beradi.

Pul oqimini tahlil qilishning asosiy usullari – bevosita va bilvosita tahlil qilish usullaridir. Bevosita tahlil qilish usuli hisob-kitob tartibining soddaligi bilan ajralib turadi va uni tushunish mahalliy buxgalterlar hamda moliyachilar uchun yengil bo'ladi. U uzoq muddatda korxonaning likvidlik darajasini baholash imkonini beradi. Bevosita tahlil korxona egalari va potensial kreditorlar uchun zarur. Korxona egalari pul mablag'larining kelib tushishi va chiqib ketishi tuzilmasi haqida ob'ektiv ma'lumotga ega bo'lgan holda dividend siyosati va foydani taqsimlash, harajatlarni boshqarish va qo'shimcha investitsiya hajmini belgilashda asosli qaror qabul qila oladilar. Potensial kreditorlar va investorlar esa korxonaning foyda olish imkoniyatlarini va uzoq muddatli istiqbollarini baholaydilar.

Pul mablag'larini tahlil qilishning bevosita usuli korxona hisobvarag'idagi pul mablag'lari harakatini tahlil qilishga asoslanadi. U quyidagilar bilan tavsiflanadi:

– pul kirimining asosiy manbalari va chiqim yo'nalishlarini aniqlash imkonini beradi;

– joriy majburiyatlar bo'yicha to'lovlar uchun mablag'lar yetarliligini tezkor baholash imkonini beradi;

– hisobot davrida realizatsiya va pul tushumining o'zaro bog'liqligini ob'ektiv ko'rsatadi;

– hisob-kitob tartibi sodda bo'ladi;

– buxgalteriya hisobotlari registrlari bilan bevosita bog'liq;

– zarur ko'rsatkichlarni hisoblash va pul mablag'larining kelib tushishi hamda sarflanishini nazorat qilishda qulayligi bilan ajralib turadi.

Bilvosita usul analitik nuqtai nazardan afzalroq, chunki u moliyaviy natijalar bilan erkin pul oqimi o'rtasidagi farqlarning sabablarini tushuntirish imkonini beradi. Bilvosita tahlilning maqsadi moliyaviy natija bilan pul mablag'lari kelib tushishi va chiqib ketishi o'rtasidagi farq sabablarini aniqlashdan iborat. Uning mohiyati korxonaning sof foydasini pul mablag'lari miqdoriga aylantirishdan iborat. Bu yerda har bir korxona faoliyatida foydani kamaytiruvchi (yoki ko'paytiruvchi), lekin pul mablag'lariga ta'sir qilmaydigan harajat va daromad turlari mavjudligi hisobga olinadi.

Pul oqimi real pullar harakatini aks ettirsa, foyda esa korporatsiyaning daromadlari va harajatlari o'rtasidagi farqni anglatadi (va bu foyda ayrim payt faqatgina qog'ozda bo'ladi). Misol uchun, korporatsiya o'zining mahsulotini quyidagicha realizatsiya qiladi: mijoz olingan tovar uchun to'lovning 50 foizini uni qabul qilishi bilanoq to'ladi, qolgan 50 foizini esa keyingi chorakda to'laydi. Realizatsiya hajmi 1,0 mln. so'mga teng, ishlab chiqarish harajatlari esa 0,85 mln. so'mni tashkil etadi. Tovar yetkazib berilganidan so'ng qog'ozda 0,15 mln. so'm (1,0-0,85) miqdoridagi foyda qayd etiladi. Lekin pul oqimi salbiy bo'ladi, chunki sotuvchi 0,85 mln. so'mlik to'lovning 0,5 mln. so'migagina ega bo'ldi. Ushbu chorakda to'lovlarni amalga oshirish bo'yicha pul mablag'larining yetishmovchiligi kuzatilishi mumkin.

Xulosa qilib aytganda, pul oqimini tahlil qilish usuli tahlil maqsadlaridan kelib chiqqan holda tanlanishi kerak. To'g'ridan-to'g'ri usul – pul mablag'lari harakatini hisobvaroqlar bo'yicha tahlil qilishga asoslanadi, asosiy pul kirimi va chiqimi yo'nalishlarini, realizatsiya va pul tushumining o'zaro bog'liqligini ko'rsatadi. Tushunish oson bo'lsada, ammo amalga oshirish jarayoni mehnattalab hisoblanadi.

Bilvosita usul esa balans va moliyaviy natijalar hisoboti moddalari tahliliga asoslanadi, korxona faoliyatining turli yo'nalishlari o'rtasidagi bog'liqlikni va sof foyda bilan aktivlar o'zgarishi o'rtasidagi bog'liqlikni aks ettiradi. Tushunish qiyin bo'lsada, ammo amalga oshirish oson. O'tkazilgan tahlil ushbu sohadagi tadqiqotlarni yanada chuqurlashtirish, pul oqimini boshqarishni tahlil qilishning yangi usullarini aniqlash zarurligini ko'rsatadi.

Pul oqimlarini tahlil qilishda quyidagi koeffitsiyentlardan foydalanish tavsiya etiladi:

Biver koeffitsiyenti = (Sof foyda + amortizatsiya ajratmasi) / Majburiyatlar.

Sof pul oqimining yetarliligi koeffitsiyenti = Sof pul oqimi / (majburiyatlar bo'yicha to'lovlar + moddiy aylanma aktivlar qoldig'ining o'sishi + dividendlar).

Sof pul oqimining rentabelligi = sof foyda / sof pul oqimi * 100%.

Biver koeffitsiyenti – korxonaning moliyaviy barqarorligi va qarzlarini o'z vaqtida qoplash qobiliyatini baholashda qo'llaniladigan muhim ko'rsatkich hisoblanadi.

Biver koeffitsiyenti korxona pul oqimlarini baholashda muhim analitik ahamiyatga ega, chunki:

- *u foyda + amortizatsiya* asosida operatsion pul oqimining soddalashtirilgan modelini beradi;
- korxonaning qarzlarni o'z vaqtida qoplashini real pul oqimi bilan bog'lab baholaydi.
- pul oqimlari barqarorligi, moliyaviy mustahkamlik va bankrotlik xavfiga oid signal funksiyasini bajaradi;
- to'g'ridan-to'g'ri va bilvosita pul oqimi tahlillarida izohlovchi va muqobil ko'rsatkich sifatida foydalaniladi.

Shu sababli, Biver koeffitsiyentini pul oqimlari tahlilidan ajratib bo'lmaydi - u korxonaning moliyaviy barqarorligi va pul oqimlarining haqiqiy quvvatini baholashda asosiy indikatorlardan biri hisoblanadi. Ushbu koeffitsiyentni quyidagi koeffitsiyentlar bilan birgalikda qo'llash yuqori aniqlikdagi xulosa chiqarish imkonini beradi (9.2-jadval).

9.2-jadval

Korxona moliyaviy holatini aniqlashda qo'llaniladigan ko'rsatkichlar tizimi

Koeffi-siyent	Formulasi	1-guruh	2-guruh	3-guruh
		Moliya-viy barqaror	Bankrot-likkacha 5 yil	Bankrot-likkacha 1 yil
Biver koeffi-siyenti	$\frac{\text{Sof foyda} + \text{amortizatsiya}}{\text{Majburiyatlar}}$	4 dan 0,17 gacha	0,17 dan -0,15 gacha	- 0,15 dan kichik
Aktivlar rentabel-ligi, %	$\frac{\text{Sof foyda}}{\text{Aktivlar}} * 100$	6-8	4	-22
Moliyaviy richag	$\frac{\text{Majburiyatlar}}{\text{Aktivlar}}$	<0,37	<0,5	<0,8
Aktivlarni o'z aylanma mablag'lari bilan qoplash koeffi-siyenti	$\frac{\text{XK} - \text{UMA}}{\text{Aktivlar}}$	0,4	<0,3	<0,06
Joriy likvidlik koeffi-siyenti	$\frac{\text{Aylanma aktivlar}}{\text{Majburiyatlar}}$	<3,2	<2	<1

Demak, yuqoridagi fikrlardan kelib chiqib ta'kidlash kerakki, Biver koeffitsiyenti korporativ tuzilmalarda amortizatsiyaning pul oqimiga ta'sirini aniqlash, foyda va pul oqimi o'rtasidagi farqni izohlash uchun muhim ko'rsatkich hisoblanadi.

9.3. Korporatsiyalar pul oqimlarini optimallashtirish usullari

Korporativ tuzilma faoliyatini amalga oshirish uchun moliyaviy resurslarning mavjudligi – biznesning yashovchanligi uchun eng muhim shartlardan biridir. Vaqti-vaqti bilan har qanday korporativ tuzilma

operatsiyalarni bajarish yoki investitsiya amalga oshirish uchun aylanma mablag‘larning yetishmasligiga duch keladi. Yangi moliyalashtirish manbalarini izlashdan oldin mavjud pul oqimlarini optimallashtirish zarur.

Yuqorida ta’kidlaganimizdek, pul oqimlari – bu xo’jalik operatsiyalari natijasida yuzaga keladigan pul mablag‘larining kelib tushishi va chiqib ketishi majmuasidir. Pul oqimlarini samarali boshqarish korporativ tuzilmaning moliyaviy barqarorligini ta’minlaydi. Boshqaruvning asosiy maqsadi esa strategik rivojlanish rejalarini inobatga olgan holda daromad va harajatlar o’rtasida muvozanatga erishishdir. Korxonalarda pul oqimlarini boshqarishning eng muhim va murakkab bosqichlaridan biri ularni optimallashtirish hisoblanadi. Pul oqimlarini optimalashtirish deganda korporativ tuzilmaning moliyaviy-xo’jalik faoliyatini yuritish shart-sharoitlari va xususiyatlarini e’tiborga olgan holda unda pul mablag‘lari harakatini tashkil etishning eng qulay shakllarini tanlash jarayoni tushuniladi.

Korporativ tuzilmaning ichki pul resurslari doimo cheklangan bo’ladi. Ko’p hollarda tashqi moliyalashtirishni jalb qilish imkoniyati yo’q yoki iqtisodiy jihatdan manfaatsiz bo’ladi. Biroq har qanday biznesda ichki yashirin rezervlar mavjud bo’lib, ularni pul oqimlarini optimallashtirish jarayonida aniqlash mumkin. Biznes muvaffaqiyati, asosan, mavjud pul manbalaridan qanchalik samarali foydalanilgani va ularning sarflanishi qay darajada optimal ekanligiga bog‘liq.

Pul oqimlarini optimallashtirish – bu biznes va tarmoq xususiyatlarini inobatga olgan holda pul mablag‘lari harakatining samarali sxemasini ishlab chiqish jarayonidir. Bu jarayon foydani tahlil qilish va byudjetlashtirish doirasida amalga oshiriladi. To’g‘ri tashkil etilgan optimallashtirishning asosiy natijasi – sof pul oqimining o’sishidir.

Optimallashtirish quyidagi tadbirlar orqali amalga oshiriladi:

– hisob va amortizatsiya siyosatini takomillashtirish orqali soliq yukini kamaytirish;

– operatsion faoliyatning daromaddorligini oshiruvchi samarali narx siyosati joriy etish;

– debitorlik qarzini oqilona boshqarish, talab va da’vo ishlarini kuchaytirish;

– ishlab chiqarish samaradorligini oshirish orqali mahsulot tannarxini pasaytirish;

– mahsulot raqobatbardoshligini oshirish.

Ushbu tadbirlar natijasida korporativ tuzilmada qayta taqsimlash mumkin bo’lgan pul oqimlari aniqlanadi va ularning to’g‘ri boshqarilishi moliyaviy ko’rsatkichlarning yaxshilanishiga olib keladi.

Pul oqimlarini optimallashtirish daromad va harajatlar o’rtasida muvozanat buzilgan sharoitda amalga oshirilishi mumkin emas. Disbalans pul resurslarining yetishmasligi yoki ortiqchaligi orqali namoyon bo’ladi. Har ikki holat ham korporativ tuzilmaning moliyaviy natijalariga salbiy ta’sir qiladi.

Pul mablag‘larining taqchilligi quyidagi oqibatlarni keltirib chiqaradi:

– to’lov qobiliyati va likvidlikning pasayishi;

– majburiyatlar bo’yicha qarzdorlikning o’sishi (kontragentlar oldidagi qarzlar, bank kreditlari bo’yicha qarzlar, ish haqi to’lovlarining kechikishi va b.);

– kapital aylanish muddatining uzayishi.

Korporativ tuzilmada ortiqcha pul mablag‘larining bo’lishi quyidagi oqibatlarni keltirib chiqaradi:

– inflyatsiya natijasida pulning real qiymati pasayishi;

– vaqtincha bo’sh mablag‘larni investitsiya qilmaslik tufayli imkoniyatlardan mahrum bo’lish;

– o’z kapitali rentabelligi va aylanmasining pasayishi.

Pul mablag‘lari kirimi va chiqimi o’rtasidagi muvozanatning yo’qligi sof pul oqimi likvidligining pasayishiga, oqibatda korporativ tuzilma to’lov qobiliyatining yomonlashishiga olib keladi.

Pul oqimlarini optimallashtirishning dastlabki bosqichida pul oqimlarini prognoz qilinishi va neytrallashtirilish darajasi bo’yicha klassifikatsiya qilish zarur.

Neytrallashtirilish darajasi – kelgusida pul oqimini o'zgartirish imkoniyati. Masalan, soliq to'lovlari o'zgarmaydigan va aniq belgilangan, shuning uchun ular neytrallashtirilmaydi. Mol yetkazib beruvchilar bilan to'lov muddatlarini o'zgartirish mumkin, demak, ular yuqori darajada neytrallashuvchan hisoblanadi.

Prognoz qilib bo'lish darajasi – pul oqimining yuzaga kelish ehtimolini ifodalaydi. Ular:

– to'liq prognoz qilinuvchi,
– qisman prognoz qilinuvchi,
– mutlaqo prognoz qilib bo'lmaydigan toifalarga ajratiladi.

Mutlaqo prognoz qilib bo'lmaydigan va o'zgartirib bo'lmaydigan pul oqimlari optimallashtirilmaydi.

Pul oqimlarini barqarorlashtirishda vaqt omillari muhim ahamiyatga ega. Maqsad – pul kirim va chiqimlarining keskin tebranishlarini bartaraf etish. Bunda sinxronlashtirishga e'tibor qaratamiz, sababi u ma'lum bir vaqt oralig'ida musbat (kelib tushish) va manfiy (chiqib ketish) pul oqimlari o'rtasidagi moslikni anglatadi. Uni baholashda korrelyatsiya koeffitsiyenti qo'llaniladi. Ideal holatda u +1 ga yaqin bo'lishi kerak. Sinxronlikning yo'qligi to'lov qobiliyatining yo'qolishi va hatto bankrotlikka olib kelishi mumkin, ayniqsa mavsumiy bizneslarda.

Pul oqimlarini optimallashtirishning yakuniy maqsadi – sof pul oqimini maksimal darajada ko'paytirishdan iboratdir. Optimallashtirilgan pul oqimlari korporativ tuzilmaning tashqi mablag'larga muhtojligini kamaytirib, ichki hisobdan iqtisodiy rivojlanish sur'atlarini oshiradi.

Pul oqimlari sxemasini optimallashtirishning quyidagi usullarini ko'rib o'tamiz:

1. Kiruvchi pul oqimini oshirish usullari:

– tovar (ish, xizmat) bo'yicha to'liq yoki qisman oldindan to'lov olish;

– to'lovni kechiktirish asosida realizatsiya qilish va ichki kredit berish amaliyotini qisqartirish;

– nolikvid mahsulotga chegirmalar orqali o’z-o’zidan sotuv aylanmasini oshirish;

– debitorlik qarzini faol boshqarish;

– korporativ tuzilmani restrukturizatsiya qilish;

– investorlar yoki sheriklarni jalb qilish;

– foydalanilmayotgan aktivlarni sotish.

2. Chiquvchi pul oqimini kamaytirish usullari:

– mol yetkazib beruvchilar bilan to’lov shartlarini kelishish yoki uning muddatini uzaytirish;

– qisqa muddatli qarzlarni uzoq muddatli qarzlarga almashtirish;

– aktivlarni lizing orqali sotib olish;

– soliqlarni optimallashtirish;

– harajatlarni qisqartirish.

Keltirilgan ushbu usullardan qaysi usulni tanlash – korporativ tuzilmaning qisqa va uzoq muddatli maqsadlariga bog‘liq.

Tayanch so‘z va iboralar

Jalb qilingan kapital, qarz kapitali, qarz kapitali qiymati, moliyaviy leverij, moliyaviy dastak effekti, sindikatli kredit.

O‘z-o‘zini nazorat qilish uchun savollar

1. Pul oqimi korporativ tuzilmalarning faoliyatida qanday ahamiyatga ega?
2. Pul oqimi qaysi omillar ta’sirida o‘zgaradi?
3. Operatsion faoliyat bo’yicha pul oqimi qanday yuzaga keladi?
4. Investitsion faoliyat bo’yicha pul oqimining hosil bo‘lishini izohlang.
5. Moliyaviy faoliyat bo’yicha pul oqimi qanday aniqlanadi?
6. Pul oqimining qanday turlari mavjud?
7. Kiruvchi va chiquvchi pul oqimlarining natijasi qanday bo‘ladi?
8. Pul oqimlarini tahlil qilishning qanday usullari mavjud?
9. Biver koeffitsiyentini izohlang.
10. Pul oqimlarini optimallashtirishning qanday usullari mavjud?

Amaliy topshiriq

1-масала. Корхонанинг 2023 ва 2024 йиллар учун баланс ҳамда молиявий натижалар тўғрисидаги ҳисоботининг молиявий кўрсаткичлари жадвал шаклида берилган.

(млн. сўм)

Кўрсаткич	2024 йил	2023 йил
EBITDA	200	170
EBIT	140	130
Амортизация	60	40
Фоизлар	20	30
Ялпи фойда	120	100
Соф фойда	96	80
Пул маблағлари	60	50
Захиралар	160	180
Дебиторлик қарзи	300	250
Асосий воситаларнинг қолдиқ қиймати	550	480
Асосий воситаларнинг бошланғич қиймати	700	600
Хусусий капитал	525	495
Мажбуриятлар	450	385
Кредиторлик қарзи	95	80

1. Инвестиция қилинган капитал бўйича пул оқимини аниқланг FCFF.
2. Ўз капитали бўйича пул оқимини аниқланг FCFE.
3. Операцион фаолиятдан тушадиган пул оқимини аниқланг CFO.

2-масала. Қуйидаги маълумотлар асосида хусусий капитал бўйича пул оқимини ҳисобланг.

Т/р	**Кўрсаткичлар**	**Қиймати, млрд. сўм**
1	Айланма капиталга инвестициялар	0,4
2	Асосий воситаларга инвестициялар	3,2
3	Қарзни тўлаш	2,0
4	Янги кредитни жалб қилиш	2,4
5	Амортизация	3,5
6	Фоизларни тўлаш	5,0
7	Соф фойда	7,0
8	Фойда солиғи ставкаси	15 %

GLOSSARIY

Pul oqimi	muayyan loyiha amalga oshirilgani yoki muayyan aktiv foydalanilgani natijasida ma'lum vaqt oralig'ida taqsimlanadigan pul kirimi va chiqimi yig'indisi
Kiruvchi pul oqimlari	kelajakda chiquvchi pul oqimlarining yuzaga kelishiga sabab bo'ladigan pul oqimlari
Tranzit pul oqimi	korxona ichida qayta taqsimlanmaydigan, o'zgarishlarsiz korxona yoki uning bo'limi orqali o'tadigan pul oqimlari
Chiquvchi pul oqimlari	kelajakda kiruvchi pul oqimlarini ta'minlashi mumkin bo'lgan pul oqimlari
Qo'shil (birlash)gan pul oqimlari	korxonaga kiruvchi oqimlar, ular vositani o'zgartirish orqali taqsimlanadi. Keyingi chiquvchi oqimlar faqat pul oqimining asosiy vositasi bilan bilvosita bog'liq bo'ladigan pul oqimlari
Generatsiyalangan chiquvchi pul oqimlari	korxonalar faoliyati natijasida hosil qilinadi, asosan 2 ta omil ta'sirida, ya'ni o'zining yoki huquqiy jihatdan to'lovlarni talab qiladigan ikkinchi tomonning tashabbusi bilan yuzaga keladigan pul oqimlari

X BOB. KORPORATSIYANING DIVIDEND SIYOSATI

10.1. Dividend siyosatida MM-nazariyasi

Korporativ tuzilmalar moliyaviy munosabatlarida dividend siyosatining ahamiyati va uni tashkil etish xususiyatlari muhim ahamiyatga ega. Dividend siyosati korporativ tuzilmalar foydasini taqsimlash jarayoni bilan bevosita bog‘liq. Dividend siyosati deganda korporativ tuzilmaning o’z foydasini aksiyadorlar o’rtasida dividend shaklida taqsimlashni aniqlash qoidalari va tamoyillari yig‘indisi tushuniladi.

Ushbu masalada respublikamiz va xorijiy iqtisodchilarning fikrlari diqqatga molik. Xususan, S.E.Elmirzayev “Korporativ moliya” nomli darsligida “dividend siyosatiga korxonaning bozor qiymatini va mulkdorlar turmush farovonligini oshirish maqsadida foydaning iste’mol qilinadigan va reinvestitsiya qilinadigan qismlari o’rtasidagi proporsiyani optimallashtirishga yo’naltirilgan korxona moliyaviy siyosatining bir qismi”[38], deb ta’rif berilgan.

N.Sherkuziyeva tomonidan “dividend siyosati aksiyadorlik jamiyatlarining moliya bozoridagi mavqeiga ta’sir o’tkazishi bilan birga, davlat miqyosida fuqarolarning o’z jamg‘armalarini moliya bozoriga yo’naltiruvchi kuchdir”[39] degan fikrlari ham muhim ahamiyatga ega.

Korporativ tuzilmalarda dividend siyosati haqida gap borar ekan, avvalo xorijiy olimlarning dividend siyosatiga oid nazariyalarini o’rganish lozim. Xususan, Modilyani va Millerlar (1961 y.) tomonidan ilgari surilgan dividendlarning irrelevantlik nazariyasiga alohida e’tibor berish lozim. Kapital tuzilmasi holatida bo’lgani kabi, Modilyani va Millerlar ideal sharoitlarda dividend siyosati va korxona qiymati o’rtasidagi munosabatlarni o’rganib, ularning fikricha, ushbu munosabatlar quyidagilarni nazarda tutadi:

[38] Korporativ moliya: Darslik. Elmirzayev S. – T.: “Iqtisod-Moliya”, 2019 yil, 284-b.
[39] https://pedagoglar.org/02/article/view/3217/2926

– mukammal bozorlar (soliqlar bo'lmasligi, kapitalni jalb qilish va tranzaksion xarajatlarning yo'qligi, barcha ishtirokchilar uchun axborotdan foydalanish imkoniyatining mavjudligi va h.k.);

– dividendlar yoki kapital o'sishidan ko'riladigan daromadni tanlashda befarqlik;

– korxona investitsiya siyosatining moliyaviy va boshqa siyosat turlariga nisbatan mustaqilligi va b.

Ushbu farazlardan kelib chiqib, Modilyani va Miller ideal bozor sharoitida investorlar daromadning aniq shakllariga emas, balki faqatgina umumiy daromadlilikka qiziqish bildirishlarini ko'rsatib o'tishdi. Shunday qilib, har qanday dividend siyosati bir xil natijalarga olib keladi. Shu sababli, ideal bozorda dividend siyosati korxona qiymati va mulkdoralarning farovonligiga ta'sir etmaydi. Ushbu xulosani tasvirlash uchun biz uchta asosiy holatni ko'rib o'tamiz:

– korxona mulkdorlarga joriy to'lovlarni amalga oshirish uchun zarur mablag'larga ega;

– korxona dividendlarni to'lash uchun yangi aktsiyalarni sotadi;

– korxona dividend to'lamaydi.

Bilamizki, mulkdorlarning boyligi ularning kompaniyadagi ulushi va joriy to'lovlari, ya'ni dividendlar qiymati yig'indisidan iborat. Agar korxonada yetarli miqdorda pul mablag'i mavjud bo'lsa va dividendlar to'lansa, mulkdorlarning daromadi olingan mablag' miqdoriga ko'payadi. Bunday holatda korxona buxgatleriya balansi aktividagi "Pul mablag'lari" satri va passivning "Xususiy kapital" bo'limi aynan bir xil miqdorda kamayadi. Shunday qilib, mulkdorlarning umumiy boyligi o'zgarmaydi.

Agar dividend to'lovlarini moliyalashtirish uchun yangi aksiyalar muomalaga chiqarilsa, ularning sotilishi korxonaning xususiy kapitali va korxona qiymatini oshiradi. Bir vaqtning o'zida, dividendlarning to'lanishi korxona qiymatini shuncha miqdorga kamaytiradi. Ideal bozorda aksiyalar adolatli qiymatida sotilishi bois, ikkala samara bir-birini tenglashtirali, ya'ni korxona qiymati o'zgarmay qoladi.

Agar korxona dividendlarni umuman to'lamasa, mulkdorlar esa pul mablag'lariga ehtiyoj sezsalar, ular aksiyalarining bir qismini sotishga majbur bo'ladilar. Bu esa "qo'lbola" dividendlarni hosil qiladi. Ideal bozorda aksiyalar adolatli qiymatda sotilganligi bois, na sotuvchi va na haridor qo'shimcha daromadga ega bo'ladi, korxona qiymati esa o'zgarmaydi. Ushbu fikrlarni tasavvur qilish uchun quyidagi misolni ko'rib o'tamiz.

Misol, "A" korporativ tuzilma 4,0 mln. dona aksiyaga ega va har bir aksiyaning qiymati 50,0 AQSH dollariga teng. Keyingi yilda yangi investitsion loyiha rejalashtirilmoqda va uni moliyalashtirish uchun 4,0 mln. AQSH dollari miqdorida mablag' talab etiladi. Tahlillar natijasida loyiha bo'yicha sof joriy qiymat NPV 500,0 ming AQSH dollariga teng bo'lishi aniqlangan. Bugungi kunda korporativ tuzilmada ushbu loyihani moliyalashtirish uchun talab etiladigan mablag' mavjud. Quyidagi shartlar asosida dividend siyosatining korporativ tuzilma (korxona) qiymatiga ta'sirini aniqlang:

- dividend to'lab berilmaydi va barcha mablag' loyihaga investitsiya qilinadi;
- dividend to'lab beriladi va loyihani moliyalashtirish uchun yangi aksiyalar muomalaga chiqariladi.

Korxonaning joriy bahosi P_o ni aniqlaymiz. Yuqorida keltirilgan ma'lumotlardan kelib chiqsak:

$$P_o = 4\,000\,000 * 50 = 200\,000\,000 \text{ AQSH dollari.}$$

Demak, korxonaning qiymati loyiha bilan qo'shib hisoblaganda quyidagiga teng bo'ladi:

$$200\,000\,000 + 500\,000 = 200\,500\,000 \text{ AQSH dollari.}$$

1) Agar korxona dividend to'lamasa va loyihaga 4,0 mln. AQSH dollarini investitsiya qilsa, korxona aksiyalarining qiymati quyidagiga teng bo'ladi:

$$200\,500\,000 / 4\,000\,000 = 50{,}125 \text{ AQSH dollari.}$$

2) Agar mavjud mablag‘larning barchasi dividend to’lashga yo’naltiriladigan bo’lsa, unda DPS (1 dona aksiyaga to’g‘ri keladigan dividend miqdori) ko’rsatkichi quyidagiga teng bo’ladi:

4 000 000 / 4 000 000 = 1,0 AQSH dollari.

Unda aksiyaning eks-dividend qiymati 1,0 AQSH dollariga kamayadi:

50,125 – 1,0 = 49,125 AQSH dollari.

Loyihani moliyalashtirish uchun talab etiladigan 4,0 mln. AQSH dollariga ega bo’lish uchun korxona quyidagicha miqdorda yangi aksiyalarni muomalaga chiqarishi talab etiladi:

4 000 000 / 49,125 = 81425 dona.

Muomaladagi aksiyalarning umumiy soni oshadi va 4 081 425 donani tashkil etadi. Bu holatda 1 dona aksiya qiymati quyidagiga teng bo’ladi:

200 500 000 / 4 081 425 = 49,125 AQSH dollari.

Dividend to’lovlarini hisobga oladigan bo’lsak, 1 dona aksiya mulkdorining boyligi, birinchi holatdagidek, quyidagiga teng bo’ladi:

49,125 + 1,0 = 50,125 AQSH dollari.

Ko’rib o’tgan misoldan ma’lum bo’ldiki, dividend siyosati ahamiyatga ega emas. Shu sababli uni amalga oshirishning optimal yo’nalishi shundaki, korxonada dividendlar qoldiq tamoyili asosida to’lanishi kerak, ya’ni foydali bo’lgan barcha loyihalar moliyalashtirilganidan so’ng dividend to’lab berilishi kerak. Agar korxona jalb etuvchi investitsion loyihalarga ega bo’lsa, dividend to’lash maqsadsiz hisoblanadi, foydaning hammasini ushbu loyihalarni moliyalashtirishga yo’naltirish talab etiladi va aksincha, samarali loyihalar mavjud bo’lmaganda, foyda dividend sifatida to’lab berilishi ijobiy hisoblanadi.

Modilyani va Millerlarning xulosalari ideal bozor sharoitidagina adolatlidir. Lekin bozorlar takomillashmagan, tranzaksion va soliq

harajatlari mavjud bo'lgan, risk kabi omillar kuzatiladigan real dunyoda dividend siyosati korporativ tuzilmalar hayotida muhim ahamiyat kasb etadi.

10.2. Korporatsiyalar dividend siyosatining shakllanishi

Dividend siyosatini shakllantirishga nisbatan uch xil yondashuv mavjud:

1. Konservativ dividend siyosati. Bu yondashuvda korxona menedjmenti dividend to'lovlarini kompaniya faoliyati natijalariga ta'sir etuvchi muhim omil sifatida hisobga olmaydi. Unga quyidagi ikki turdagi dividend siyosati kiradi:

a) Qoldiq prinsipi asosida dividend to'lash siyosati. Ushbu siyosatga ko'ra, avvalo kompaniyaning barcha investitsion loyihalari moliyalashtiriladi, qolgan sof foyda esa dividend sifatida to'lanadi. Bunday dividend siyosatining yuqori afzalligi biznesning o'sishi va rivojlanishining yuqori sur'atlarini ta'minlashida namoyon bo'ladi. Kamchiliklari esa dividend to'lovlarining barqaror emasligi va ularning mavjudligi bo'yicha mavhumlik, bu esa kompaniyaga bo'lgan investitsion qiziqishning pasayishiga olib kelishi mumkin.

b) Dividend to'lovlarining barqaror miqdori siyosati. Ushbu siyosatga ko'ra, dividend to'lovlari barqaror miqdorda belgilanadi va ba'zan inflyatsiya indeksiga ta'sirida oshiriladi. Ko'pgina holatlarda imtiyozli aksiyalar uchun qo'llaniladi, misol uchun, yillik belgilangan dividend miqdori aksiya nominaliga nisbatan belgilanadi. Ushbu siyosat turining afzalligi kompaniya qimmatli qog'ozlariga doimiy investitsion talab mavjudligida bo'lsa, kamchiligi esa jamiyat moliyaviy natijalari bilan kuchsiz bog'liqligidir. Noqulay bozor holatida dividend to'lash zarurati kompaniya investitsiya faolligini pasaytirishi mumkin. Shu bois, odatda past dividend miqdori belgilanadi.

2. O'rtacha dividend siyosatida dividend to'lovlari kompaniya qiymatiga ta'sir etuvchi muhim omil sifatida qaraladi, ammo bu siyosat ehtiyotkorlik bilan shakllantiriladi. Har yili kichik, lekin barqaror dividend to'lanadi, ayrim davrlarda esa uning miqdori oshiriladi. Ushbu siyosat turining afzalligi dividend to'lovlarining barqarorligida namoyon

bo'lib, bunday holat korporativ tuzilmaning investitsion jozibadorligini oshiradi. Kamchiligi esa odatda dividendlar kichik bo'ladi, bu esa ayrim investorlarning qiziqishini kamaytirishi mumkin.

3. Agressiv dividend siyosati. Ushbu dividend siyosati kompaniya qiymatiga ta'sir etuvchi asosiy omillardan biri sifatida qaraladi va uning ikki tur mavjud:

a) Barqaror dividend darajasi siyosati. Bu siyosatda to'lov koeffitsiyenti hisoblanadi va sof foydaning muayyan ulushi dividend sifatida to'lanadi. Ushbu dividend siyosati ham o'ziga xos afzallik va kamchiliklarga ega. Xususan, kamchiligi dividend miqdori foyda o'zgarishlariga juda bog'liq. Foydaning pasayishi aksiya uchun to'lanadigan dividendning keskin kamayishiga olib keladi, bu esa aksiya qiymatiga salbiy ta'sir qilishida namoyon bo'ladi. Afzalligi esa dividend miqdorini hisoblashning soddaligida, investorlar kelgusi daromadlarni kompaniya moliyaviy natijalari bilan bog'lab, baholay olishidadir.

b) Dividendlar miqdorining doimiy o'sishi siyosati. Agar kompaniya barqaror rivojlansa va foyda ko'rsatkichlari izchil o'sib borsa, dividendlar har yili oldingi yilgi dividendlarga nisbatan belgilangan foizga ko'ra oshirib boriladi.

Masalan, ABC aksiyadorlik jamiyati IPO o'tkazish oldidan dividend sifatida yo'naltiriladigan sof foyda ulushini 10%dan 25%gacha oshirishni belgilagan. Bunday qaror yuqori investitsion qiziqish uyg'otish bilan bir qatorda, sof foydani doimiy oshirib borish talabi moliyaviy tanglikka olib kelishi mumkin.

Dividend siyosatini shakllantirishning quyidagi bosqichlari mavjud:

1. Kompaniyaga ta'sir etuvchi asosiy omillarni aniqlash va tahlil qilish.
2. Ushbu omillar ta'sirini baholagan holda qabul qilinadigan dividend siyosati turini tanlash.
3. Tanlangan siyosatga muvofiq foydani taqsimlash mexanizmini ishlab chiqish.
4. Bir aksiyaga to'g'ri keladigan dividend miqdorini belgilash.

Yakuniy bosqichda dividend siyosatining samaradorligi baholanadi. Bunda quyidagi ko'rsatkichlar tahlil qilinadi:

- dividend to'lovlari dinamikasi,
- aksiyalar dividend daromaddorligi,
- bir aksiyaga to'g'ri keladigan sof foyda,
- aksiya bahosiining foydaga nisbati P/E (price/earnings) koeffitsiyenti va boshqalar.

Mamlakatimizda aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatida dividend siyosati shu nomdagi Nizom, O'zbekiston Respublikasining amaldagi qonunchiligi, jamiyat Ustavi, 2015 yil 31 dekabrdagi Aksiyadorlik jamiyatlari faoliyati samaradorligini oshirish va korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish bo'yicha komissiyaning 9-sonli yig'ilish bayonnomasi bilan tasdiqlangan Korporativ boshqaruv kodeksiga muvofiq ishlab chiqiladi.

Dividend siyosati jamiyat va uning aksiyadorlari manfaatlari muvozanatiga, Jamiyatning investitsiya jozibadorligini oshirishga, aksiyadorlarning O'zbekiston Respublikasining amaldagi qonunchiligi, Jamiyat Ustavi va uning ichki hujjatlarida nazarda tutilgan huquqlarini hurmat qilish va qat'iy rioya etishga asoslanadi hamda aksiyadorlar farovonligini oshirishga va Jamiyatda kapitallashuv o'sishini ta'minlashga yo'naltirilgan. Dividend siyosati to'g'risidagi Nizom Jamiyat kuzatuv kengashining foydani taqsimlash, shu jumladan aksiyalar bo'yicha dividendlar miqdori va ularni to'lash tartibini taqsimlash to'g'risida qaror qabul qilish uchun Jamiyat aksiyadorlarining umumiy yig'ilishiga tavsiyalar tayyorlashga yondashuvni aniqlashga mo'ljallanadi.

Jamiyat dividend siyosatini yuritishda quyidagi asosiy tamoyillarga tayanadi:

- shaffoflik tamoyili, u Jamiyatning dividend siyosatini amalga oshirish to'g'risidagi ma'lumotni aniqlash va oshkor qilish, shu jumladan dividendlarni to'lash va miqdori to'g'risida qaror qabul qilish tartibi va shartlarini nazarda tutadi;
- o'z vaqtidalik tamoyili, u dividend to'lovlarini amalga oshirishda vaqt chegaralari belgilanishini nazarda tutadi;

- asoslanganlik tamoyili, u dividendlarni to'lash va uning miqdori to'g'risida qaror qabul qilish faqatgina Jamiyat o'zining rivojlanish rejalarini hisobga olgan holda ijobiy moliyaviy natijalarga erishgan taqdirdagina qabul qilinishi mumkinligini anglatadi;
- adolat tamoyili, u dividendlarni to'lash, miqdori va to'lash tartibi to'g'risidagi qarorlar to'g'risida ma'lumot olish uchun aksiyadorlarning teng huquqlarini ta'minlashni nazarda tutadi;
- izchillik tamoyili, u dividend siyosati tartib-taomillari va tamoyillariga qat'iy rioya qilishni nazarda tutadi;
- rivojlanish tamoyili, u Jamiyatning strategik maqsadlari o'zgarishi munosabati bilan korporativ boshqaruv tartib-taomillarini takomillashtirish va uning nizomlarini qayta ko'rib chiqish doirasida dividend siyosatini doimiy ravishda takomillashtirishni nazarda tutadi;
- barqarorlik tamoyili, u Jamiyat dividend to'lovlarining barqaror darajasini ta'minlashga intilishini anglatadi.

Aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi aksiyalar bo'yicha dividendlarni to'lash yoki to'lamaslik to'g'risida qaror qabul qilishga haqlidir. Jamiyat dividendlar miqdorini ulardan soliqlarni hisobga olmaganda e'lon qiladi. E'lon qilingan dividendlarni to'lash Jamiyat majburiyati sanaladi. Jamiyat hisoblangan dividendlar mikdori to'g'risidagi ma'lumotlarni qonunchilikda belgilangan tartibda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organining rasmiy veb-saytlarida, "Toshkent" Respublika fond birjasi va Jamiyatning rasmiy veb-saytlarida e'lon qiladi.

Jamiyat tomonidan oddiy aksiyalar bo'yicha hisoblangan dividendlarni to'lash aksiyadorlarning dividendlar olishdagi teng huquqlariga rioya qilingan holda amalga oshiriladi.

Kuyidagi aksiyalar bo'yicha dividendlar hisoblanmaydi va to'lanmaydi:

- joylashtirilmagan aksiyalar;
- Jamiyatning o'zi sotib olgan va / yoki qayta sotib olgan aksiyalar;
- O'zbekiston Respublikasi qonunchiligida nazarda tutilgan boshqa hollarda.

Milliy qonunchilikka ko'ra, jamiyat quyidagi holatlarda aksiyalar bo'yicha dividendlarni to'lash va qarorlar qabul qilishga haqli emas:

– agar jamiyatning ustav kapitali to'la miqdorda shakllantirilmagan bo'lsa;

– agar dividendlarni to'lash paytida bankrotlik belgilari mavjud bo'lsa yoki dividendlarni to'lash natijasida Jamiyatda ushbu belgilar paydo bo'lsa;

– agar Jamiyatning sof aktivlari qiymati uning ustav fondi (ustav kapitali) va zaxira fondi miqdoridan kam bo'lsa.

Dividendlar miqdorini aniqlash va hisoblash tartibiga asosan, byudjetga soliqlar va boshqa majburiy to'lovlarni to'lashdan so'ng, sof foyda Jamiyat fondlariga o'tkaziladi. Taqsimlanmagan foyda Jamiyat aksiyadorlarining umumiy yig'ilishi tomonidan belgilangan tartibda ishlatiladi. Dividendlar Jamiyat ixtiyorida qolgan sof foydadan va (yoki) o'tgan yillardagi taqsimlanmagan foydadan to'lanadi. Imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar ushbu maqsad uchun maxsus ajratilgan zaxira fondidan to'lanishi mumkin.

Jamiyat aksiyadorlarining umumiy yig'ilishi har bir toifadagi aksiyalar bo'yicha dividendlar to'lash (e'lon qilish) to'g'risida qaror qabul qiladi. Jamiyat Kuzatuv kengashi aksiyadorlar umumiy yig'ilishiga aksiyalar bo'yicha dividendlar miqdori va ularni to'lash tartibi bo'yicha tavsiyalar beradi. Dividendlar miqdori kuzatuv kengashi tomonidan tavsiya etilgan miqdordan oshmasligi kerak.

Aksiyadorlarning umumiy yig'ilishining dividendlarni to'lash (e'lon qilish) to'g'risidagi qarori bilan quyidagilar belgilanadi:

– dividendlar to'lanadigan (e'lon qilingan) aksiyalar toifasi (turi);

– ma'lum turdagi aksiya uchun dividend miqdori;

– dividendlarni to'lash muddati va tartibi.

Dividendlarni to'lash to'g'risidagi qarorda dividendlarni to'lash boshlanadigan va tugaydigan sanalar ko'rsatilishi kerak. Dividendlarni to'lashda hech bir aksiyador to'lov muddatlari bo'yicha ustunliklarga ega emas.

Aksiyadorlar yig‘ilishiga tavsiya etilgan aksiyalar bo’yicha dividendlar miqdori quyidagi omillar asosida kuzatuv kengashi tomonidan belgilanadi:

– ishonchliligi auditorlik xulosasi bilan tasdiqlangan moliyaviy hisobot ma’lumotlariga ko’ra sof foyda mikdori;

– Jamiyat Ustavida nazarda tutilgan zaxira va boshqa fondlar hajmi;

– tasdiqlangan biznes-reja;

– Jamiyatning rivojlanish strategiyasi.

Jamiyat oddiy aksiyalar bo’yicha dividendlarni to’lash uchun Jamiyat sof foydasining ma’lum bir foizigacha, imtiyozli aksiyalar bo’yicha esa har bir aksiya uchun nominal qiymatiga nisbatan ma’lum bir foiz miqdorida mablag‘ yo’naltirishi mumkin (ushbu nisbatlar jamiyat dividend siyosatida ko’rsatiladi).

Dividend aksiyadorlar o’rtasida ular egalik qiladigan aksiyalar soni va turiga mutanosib ravishda taqsimlanadi.

Jamiyat aksiyadorlarining umumiy yig‘ilishida kuzatuv kengashi tomonidan tavsiya etilgan dividendlarni to’lash Jamiyatning moliyaviy ahvoli yomonlashishiga, shuningdek, biznes-reja va Jamiyatni rivojlantirish strategiyasida ko’zda tutilmagan harajatlarga olib kelmasligi kerak. Dividendlarni to’lash tartibi va muddatiga asosan, jamiyat dividendlarni naqd pul yoki boshqa qonuniy to’lov vositalarida yoxud jamiyatning qimmatli qog‘ozlarida to’laydi. Jamiyatning imtiyozli aksiyalari bo’yicha qimmatli qog‘ozlar bilan dividendlar to’lanishiga yo’l qo’yilmaydi. E’lon qilingan dividendlar O’zbekiston Respublikasining milliy valyutasida to’lanadi. O’zbekiston Respublikasining norezident aksiyadorining yozma talabiga ko’ra Jamiyat unga hisoblangan dividendlarni erkin konvertatsiya qilinadigan valyutaga o’tkazgan holda norezident aksiyador tomonidan taqdim etilgan bank hisob raqamiga mablag‘larni o’tkazib berishga majbur sanaladi.

Dividendlarni to’lash muddati Jamiyat aksiyadorlarining umumiy Yig‘ilishining qarori bilan belgilanadi, lekin aksiyadorlarning umumiy Yig‘ilishi tomonidan dividend to’lash to’g‘risida qaror qabul qilingan kundan boshlab 60 kundan oshmasligi kerak. Aksiyadorlarning umumiy

yig‘ilishining qarori bilan uch yil davomida mulkdor yoki uning huquqiy vorisi yoki merosxur tomonidan talab qilinmagan dividend Jamiyat ixtiyorida qoladi. Aksiyadorlarning umumiy yig‘ilishi tomonidan belgilangan muddatlarda Jamiyatning aybi bilan dividendlar to’lanmagan (olinmagan) taqdirda, to’lanmagan (olinmagan) dividendlar bo’yicha O’zbekiston Respublikasi Markaziy banki tomonidan belgilangan qayta moliyalash stavkasi asosida jarima undiriladi. To’lanmagan (olinmagan) dividendlar bo’yicha undiriladigan penya mikdori to’lanmagan (olinmagan) dividendlar mikdorining 50 foizidan oshmasligi kerak. Aksiyadorlar bilan korporativ munosabatlar bo’yicha ishlarga mas’ul shaxs Jamiyatning buxgalteriya bo’limi bilan birga dividend siyosati bo’yicha Nizomda nazarda tutilgan Jamiyat tomonidan dividendlar to’lashni tashkil etish bo’yicha barcha chora-tadbirlarni tayyorlaydi, muvofiqlashtiradi va o’tkazadi.

Har qanday aksiyador o’zini Jamiyatning dividend olish huquqiga ega bo’lgan shaxslar ro’yxatiga kiritish-kiritmaslik, shuningdek, aksiyalar bo’yicha dividendlarni hisoblash tartibi, dividendlar miqdorini hisoblash va soliqqa tortish tartibi, to’lov shartlari bo’yicha ma’lumot olish uchun so’rov bilan murojaat qilish huquqiga ega. Aksiyadorlar tomonidan dividend to’lash to’g‘risida qaror qabul qilingan aksiyadorlarning umumiy yig‘ilishi o’tkazish uchun shakllantirilgan Jamiyat aksiyadorlari reestrida qayd qilingan shaxslar aksiyalar bo’yicha dividendlar olish huquqiga ega sanaladi. Agar aksiyalar ulushli mulkchilikda bo’lsa, dividend belgilangan tartibda aksiyadorlar o’rtasida ularning ulushiga mutanosib ravishda taqsimlanadi.

Aksiyador o’z ma’lumotlariga o’zgartirishlar kiritilganligi to’g‘risida o’z aksiyalariga bo’lgan huquqlarni ro’yxatdan o’tkazish to’g‘risidida xizmat ko’rsatuvchi investitsiya vositachisini va yoki yoki Qimmatli qog‘ozlarpar markaziy depozitariysini zudlik bilan xabardor kiqilishi shart. Aksiyador o’ ma’lumotidagi o’zgarishlar to’g‘risida ma’lumot bermagan berm hollarda, Qimmatli qog‘ozlar markaziy depozitariysi va uning aksksiyalariga bo’lgan huquqlarni hisobga olish bo’yicha xizmatlarni ko’rsasatuvchi investitsiya vositachisi aksiyadorga

shu bilan bog‘liq holda yetktkazilgan zararlar uchun javobgar bo’lmaydi.

Agar aksiyador dividendlarni o’tkazish uchunun o’z bank ma’lumotlarini yoki manzilini noto’g‘ri ko’rsatgan bo’lsa yoki ushbubu tafsilotlar to’g‘risida Jamiyatni xabardor qilmagan yoxud ular to’g‘risida o’z vaqtiida xabar qilmagan bo’lsa, Jamiyat shunga bog‘liq ravishda aksiyadorga yetkaazilgan zarar uchun javobgar bo’lmaydi. Ushbu bandda ko’rsatilgan sabablarga ko’ra aksiyadorning aybi bilan noto’g‘ri o’tkazib berilgan dividend miqdori Jamiyat tomonidan qaytarib olingandan so’ng, ularni aniqlashtirilgan rekvizitlar bo’yicha aksiyadorga qayta o’tkazib berish ularni qaytarish va qayta o’tkazish harajatlari chiqarib tashlangan holda amalga oshiriladi.

Jamiyat aksiyadorlarga ular egalik qiladigan aksiyalar bo’yicha daromadlarni to’lashda soliq agenti sifatida qatnashadi va hisoblangan dividendlarni to’lashni O’zbekiston Respublikasining amaldagi qonunchiligida belgilangan qimmatli qog‘ozlardan olinadigan daromadlar bo’yicha soliqlarni chiqarib tashlagan holda amalga oshiradi. Standart solik stavkalari qo’llanilmasligi kerak bo’lgan aksiyador Jamiyatga O’zbekiston Respublikasining amaldagi qonunchiligida belgilangan tasdiqlovchi hujjatlarni taqdim etadi.

Jamiyat har bir turdagi aksiyalar bo’yicha e’lon qilingan dividendlarni to’lashga majburdir. Jamiyatning ijroiya organi jamiyat aksiyadorlariga dividendlarning to’liq va o’z vaqtida to’lanishi uchun javobgar sanaladi. Ijroiya organining xatti-harakatlari ustidan nazorat Jamiyat Kuzatuv kengashi tomonidan amalga oshiriladi. Agar Jamiyat o’z majburiyatlarini bajarmagan bo’lsa, aksiyadorlar sud tartibida har bir turdagi aksiyalar bo’yicha e’lon qilingan dividendlarni to’lashni talab qilish huquqiga ega. Soliq summalarini dividendlardan ushlab qolish va o’tkazish bo’yicha Jamiyat zimmasiga yuklatilgan soliq agenti vazifalarini bajarmaganligi yoki lozim darajada bajarmaganligi uchun Jamiyat O’zbekiston Respublikasi qonunchiligiga muvofiq javobgar bo’ladi.

Mamlakatimizdagi eng yirik korporativ tuzilmalardan biri hamda eng yirik soliq to’lovchi sifatida “NKMK” aksiyadorlik jamiyati (AJ)

faoliyati natijalarini tahlil qiladigan bo’lsak, ushbu AJ kapitalida davlat ulushi yuqoriligi sababli byudjetga eng yirik miqdordagi dividend to’lovlarini amalga oshirgan korporativ tuzilmalardan biri sanaladi.



10.1-chizma. “Navoiy-kon metallurgiya kombinati” AJ faoliyatining 2023-yilgi asosiy ko‘rsatkichlari

2023-yilda “Navoiy kon-metallurgiya kombinati” aksiyadorlik jamiyati tomonidan 67,5 trln. so’mlik mahsulot ishlab chiqarildi. O’sish sur’ati o’tgan yilga nisbatan 103,8 foizga teng bo’lgan. 2024 yilda ushbu ko’rsatkich 93,9 trln. so’mni tashkil etgan.

2023-yilda O’zbekiston Respublikasi Davlat byudjetiga 22,9 trln. so’m miqdorida soliqlar va majburiy to’lovlar hamda davlat ulushiga 14,4 trln.. so’m dividendlar to’langan. 2024 yilda esa bu ko’rsatkich jami 57,5 trln. so’mga yetgan.

Investitsiya dasturi doirasida 473,5 mln. AQSH dollarlik mablag‘ o’zlashtirilib, 1 445 ta yangi ish o’rinlari yaratilgan. 2024 yilda esa bu ko’rsatkichlar mos ravishda 790 mln. AQSH dollarini va 715 tani tashkil etgan.

Mahalliylashtirish dasturi doirasida 629,5 mlrd so'mlik mahalliylashtirilgan mahsulot ishlab chiqarilgan va tarmoqlararo sanoat kooperatsiyasi doirasida 5,5 trln. so'mlik mahsulot xarid qilingan. 2024-yilda esa mahalliylashtirish dasturi doirasida 916,0 mlrd. so'mlik mahalliylashtirilgan mahsulot ishlab chiqarilgan.

Xarajatlarni maqbullashtirish bo'yicha kompleks chora-tadbirlar ijrosi mahsulot tannarxini 1,4 trln. so'mga (2024-yilda 3,7 trln. so'm) kamaytirish imkonini berdi[40].

10.3. Korporatsiyalarda dividend to'lash jarayoni va to'lash shakllari

Dividendlar taqdim etadigan imkoniyatlar faqatgina investitsiyalardan muntazam daromad olish bilan cheklanib qolmaydi. Ular investorlar oldida turli strategiyalar va moliyaviy afzalliklar majmuasini ochib beradi hamda moliyaviy barqarorlikka sezilarli ta'sir ko'rsatadi.

Barqaror pul oqimidan tortib, dividendlarni qayta investitsiya qilish orqali kapitalni oshirish imkoniyatigacha bo'lgan jarayonlarda dividendlar muhim moliyaviy instrument hisoblanadi. Dividendlar nafaqat daromad manbai, balki moliyaviy maqsadlarga erishtirishga xizmat qiluvchi strategik vosita ham bo'lib hisoblanadi.

Dividendlarning asosiy imkoniyatlari quyidagilardan iborat:

- Daromad – dividendlar joriy harajatlarni qoplash yoki qayta investitsiya qilish uchun foydalanish mumkin bo'lgan muntazam pul oqimini ta'minlaydi.
- Investitsiya qilish – olingan dividendlarni qo'shimcha aksiyalar yoki boshqa aktivlarga yo'naltirish orqali uzoq muddatli kapital o'sishiga erishish mumkin.
- Diversifikatsiya – dividendlarni boshqa aktivlar yoki kompaniyalarga investitsiya qilish orqali investitsiya portfelini diversifikatsiya qilish va risklarni kamaytirish imkoniyati yaratiladi.

[40] https://www.ngmk.uz/uz/. "Navoiy-kon metallurgiya kombinati" AJning rasmiy veb sahifasi ma'lumotlari.

Ushbu imkoniyatlar dividendlarni investitsiya jarayonining jozibador elementiga aylantirib, joriy daromad bilan bir qatorda kapitalning uzoq muddatli o'sishini ta'minlaydi.

Dividendlarning asosiy turlari quyidagilardan iborat:

- Pul shaklidagi dividendlar – eng keng tarqalgan tur bo'lib, aksiyadorlarga naqd pul ko'rinishida to'lanadi.
- Aksiya shaklidagi dividendlar – kompaniya tomonidan qo'shimcha aksiyalar chiqarish orqali to'lanadi, bu esa aksiyadorlar ixtiyoridagi aksiyalar sonini oshiradi.
- Qisqa muddatli investitsiyalar yoki obligatsiyalar ko'rinishidagi dividendlar – ayrim hollarda kompaniyalar dividendlarni qisqa muddatli moliyaviy instrumentlar yoki obligatsiyalar shaklida to'laydi.
- Moddiy aktivlar ko'rinishidagi dividendlar (natural dividendlar) – kompaniya tomonidan ishlab chiqariladigan yoki sotiladigan tovarlar va boshqa aktivlar shaklida berilishi mumkin.
- Maxsus dividendlar (special dividends) – aktivlar sotilishi yoki kompaniya moliyaviy ahvolining keskin yaxshilanishi kabi alohida holatlar natijasida to'lanadi.

Har bir dividend turi investor maqsadlari va kompaniyaning joriy moliyaviy holatiga qarab o'ziga xos afzallik va kamchiliklarga ega.

Dividendlar qanday hisoblanishini tushunish investitsion daromadni optimallashtirishga intilayotgan har bir investor uchun muhim hisoblanadi. Dividend to'lovlarini aniqlash jarayoni kompaniya siyosati va bozor sharoitlariga bog'liq holda farqlanadigan bir qator omillar va hisob-kitoblarni o'z ichiga oladi.

Dividendlar kompaniyaning sof foydasi va dividend siyosatidan kelib chiqqan holda hisoblanadi.

Dividendlarni hisoblashning asosiy bosqichlari quyidagilardan iborat:

1. Foydani aniqlash – kompaniya ma'lum bir davr (chorak yoki yil) uchun sof foyda miqdorini belgilaydi.
2. Dividend summasini belgilash – kompaniya direktorlar kengashi to'lanadigan dividendlar hajmi to'g'risida qaror qabul qiladi. Bu qaror dividend siyosati, moliyaviy natijalar va boshqa omillarga asoslanadi.

3. Bir aksiyaga to'g'ri keladigan dividendni hisoblash – umumiy dividend summasi muomaladagi oddiy aksiyalar soniga bo'linadi. Masalan, agar kompaniya 1 million dollar miqdorida dividend e'lon qilgan bo'lsa va muomalada 1 million dona oddiy aksiya mavjud bo'lsa, bir aksiyaga to'g'ri keladigan dividend 1 dollarni tashkil etadi.

Shu tariqa, dividendlarni hisoblash mexanizmini bilish investorlarga investitsiya ob'ektining jozibadorligini to'g'ri baholash imkonini beradi.

Bir dona oddiy aksiyaga to'g'ri keladigan dividend miqdori umumiy dividend miqdori (yoki sof foydaning dividend to'lash uchun yo'naltirilgan qismi)ni aksiyalar soniga bo'lish orqali aniqlanadi.

Kompaniya dividend e'lon qilganda quyidagi sanalarni ko'rsatadi:

- To'lov sanasi – dividend haqiqatan to'lanadigan sana.
- Ro'yxatga olish sanasi – bu sanagacha aksiyadorlar ro'yxatga olingan bo'lishi kerak, faqat shular dividend olish huquqiga ega bo'ladi.
- Ex-dividend sanasi – bu sanadan keyin sotib olingan aksiyalar uchun e'lon qilingan dividendlar to'lanmaydi.

Shu tariqa, dividendlar hisob-kitobi kompaniyaning moliyaviy ma'lumotlari hamda uning direktorlar kengashi belgilagan qoidalar va shartlar asosida amalga oshiriladi.

Dividend hajmi va ro'yxatga olish sanasini aniqlash uchun quyidagi manbalardan foydalanish mumkin:

1. Kompaniyaning moliyaviy hisobotlari – kompaniyaning choraklik va yillik hisobotlarida dividend e'lonlari odatda ko'rsatiladi. Bu hisobotlar kompaniyaning rasmiy veb-sahifasida, investorlar bo'limida mavjud.

2. Birja e'lonlari – fond birjalarida ro'yxatga olingan kompaniyalar dividend e'lonlarini birja tizimlarida ham e'lon qilishadi. Ma'lumotni aksiyalar savdosi olib borilayotgan birjaning veb-sahifasidan topish mumkin.

3. Yangiliklar va press-relizlar – kompaniyalar ko'pincha dividendlar va tegishli sanalar to'g'risida yangiliklar va press-relizlar e'lon qiladi.

4. Brokerlar va investitsiya platformalari – brokerlik kompaniyalari va investitsiya platformalari dividend hajmi va muhim sanalar haqida ma'lumot taqdim etadi.

5. Moliyaviy axborot agentliklari – Bloomberg, Reuters, Yahoo Finance kabi platformalar va agentliklar dividendlar va asosiy sanalar haqida ma'lumot berishi mumkin.

Eng to'liq va aniq ma'lumot uchun bir necha manbalarni tekshirish va kompaniyaning rasmiy e'lonlarini kuzatish tavsiya etiladi.

Dividendlar kompaniya tomonidan belgilangan tartibda hisoblanadi, bu jarayon bir necha asosiy bosqichlarni o'z ichiga oladi:

1. Dividend e'lon qilinishi – kompaniya direktorlar kengashi dividend to'lash haqida qaror qabul qiladi. Keyin e'londa bir aksiyaga to'lanadigan dividend hajmi, ro'yxatga olish sanasi, ex-dividend sanasi va to'lov sanasi ko'rsatiladi.

2. Ro'yxatga olish sanasi – bu sanagacha aksiyadorlar aksiyalarni qo'lga kiritgan (sotib olgan) bo'lishi kerak, faqat ular dividend olish huquqiga ega.

3. Ex-dividend sanasi – bu sanadan keyin sotib olingan aksiyalar uchun e'lon qilingan dividendlar to'lanmaydi.

4. To'lov sanasi – dividendlar haqiqatan aksiyadorlar hisoblariga o'tkaziladigan sana.

5. Dividendlarning hisob-kitobi – to'lov sanasida dividendlar aksiyadorlar hisoblariga yoziladi. Pul shaklida bo'lsa, brokerlik hisoblarga o'tkaziladi, aksiyalar yoki boshqa aktivlar shaklida bo'lsa, ular portfelga qo'shiladi.

Dividendlarni to'lash muddati va tartibi jamiyatning ustavida yoki aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi qarorida belgilanadi. Dividendlarni to'lash muddati shunday qaror qabul qilingan kundan e'tiboran oltmish kundan kech bo'lmasligi lozim.

Yuqoridagi bosqichlar dividendlar faqat belgilab qo'yilgan sanadagi talablarga mos aksiyadorlar orasida taqsimlanishini ta'minlaydi, ya'ni "aksiyadorlarga dividendlarni to'lash to'g'risida qaror qabul qilingan aksiyadorlarning umumiy yig'ilishini o'tkazish uchun

shakllantirilgan jamiyat aksiyadorlarining reestrida qayd etilgan shaxslar aksiyalar bo'yicha dividend olish huquqiga ega"[41].

Dividendlar hisobga tushishi broker yoki bankning tranzaksiyalarni ishlash tezligiga bog'liq bo'lib, odatda to'lovdan keyin bir-ikki ish kuni ichida amalga oshiriladi.

Oldingi paragrafda ta'kidlaganimizdek, dividendlar kompaniyaning turli moliyaviy manbalaridan to'lanadi:

- Sof foyda – dividendlar uchun asosiy manba. Bu daromadlar va harajatlar o'rtasidagi ijobiy farq hisobidan kelib chiqadi.
- Taqsimlanmagan foyda – oldingi davrlarda taqsimlanmagan yig'ilgan foyda, kelgusi dividendlar uchun foydalanilishi mumkin.
- Zaxiralar – kompaniya qiyin moliyaviy davrlarda ham dividendlarni barqaror to'lash uchun zaxira fondlari yaratadi.
- Aktivlarni sotish – kompaniya ba'zan mulklarni sotishdan tushgan mablag'ni dividend to'lash uchun ishlatishi mumkin.
- Kreditlar va qarzlar – kam uchraydigan holat, lekin ayrim kompaniyalar aksiyadorlar uchun dividendlarni qoplash maqsadida qarz olishlari mumkin. Bu moliyaviy riskni oshirishi mumkin.

Dividendlar kompaniya moliyaviy barqarorligiga putur yetkazmaydigan va uzoq muddatli investitsiya rejalariga xalal bermaydigan manbalardan to'lanishi kerak.

Dividend hajmi bir necha bosqichda belgilanadi va bu jarayonda kompaniyaning asosiy organlari ishtirok etadi:

- Kuzatuv kengashi – dividend hajmini aniqlash uchun asosiy mas'uliyatga ega. Qaror kompaniyaning moliyaviy natijalari, foyda, moliyaviy holat, investitsiya ehtiyojlari va dividend siyosati asosida qabul qilinadi.
- Dividend siyosati – kompaniyalar odatda dividendlarning foizini belgilaydi, bu doimiy yoki moliyaviy holatga qarab o'zgaruvchan bo'lishi mumkin.

[41] O'zbekiston Respublikasining 2014-yil 6-maydagi "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi O'zbekiston Respublikasi Qonuniga o'zgartish va qo'shimchalar kiritish haqida" O'RQ-370-son Qonuni.

- Moliyaviy hisobotlar – kuzatuv kengashi dividend hajmini belgilashdan oldin balans, moliyaviy natijalar, pul oqimi hisobotlarini tahlil qiladi.

- Aksiyadorlar umumiy yig‘ilishi – dividendlarni to’lash bo’yicha qaror aksiyadorlar umumiy yig‘ilishida tasdiqlanishi kerak.

Demak, mamlakatimizda aksiyalarning har bir turi bo’yicha dividendlarni to’lash, dividendning miqdori, uni to’lash shakli va tartibi to’g‘risidagi qaror jamiyat kuzatuv kengashining tavsiyasi asosida, moliyaviy hisobotning ishonchliligi haqida auditorlik xulosasi mavjud bo’lgan holatdada, moliyaviy hisobot ma’lumotlari asosida aksiyadorlarning umumiy yig‘ilishi tomonidan qabul qilinadi.

Dividendlarning miqdori jamiyat kuzatuv kengashi tomonidan tavsiya etilgan miqdordan ko’p bo’lishi mumkin emas. Dividendlarni to’lash to’g‘risidagi qarorda dividendlarni to’lash boshlanadigan va tugallanadigan sanalar ko’rsatilgan bo’lishi kerak.

Aksiyadorlar umumiy yig‘ilishining dividendlarni to’lash to’g‘risidagi qarori qabul qilinganligi va boshqa muhim axborot haqidagi xabar ushbu qaror qabul qilingan kundan e’tiboran 15 kun ichida jo’natilganligi faktini va qabul qilinganligi to’g‘risidagi xabarnomani qayd qilgan holda, aksiyadorlar e’tiboriga mobil telefonga qisqa xabarlar (SMS-xabarlar) va (yoki) elektron pochta (aksiyadorlar reestrida mobil telefon raqami va elektron pochta manzili mavjud bo’lganda) orqali yetkaziladi.

Dividend siyosatini yuritishda e’tiborga olinishi kerak bo‘lgan ayrim ko‘rsatkichlar mavjud. Shularni ko‘rib o‘tamiz.

Talab etilayotgan daromadlilik miqdori hamda dividend daromadliligi darajasini bilgan holda aksiyalarga yo‘naltiriladigan kapital (K) hajmini quyidagicha aniqlash mumkin:

$$K = Dy / Dkd,$$

Dy – yillik dividend to‘lovi miqdori;

Dkd – kutilayotgan dividend daromadliligi.

Navbatdagi ko‘rsatkich **dividend** to‘lovlari koeffitsiyenti bo‘lib, ushbu koeffitsiyent DPR foydaning qancha qismi dividendlarga sarflanishini anglatadi.

$$\text{DPR} = \frac{Dividend\ hajmi}{Sof\ foyda} * 100\%$$

Ushbu ko‘rsatkich ayrim paytda dividendlarni qoplash koeffitsiyenti deb ham yuritiladi va kompaniya sof foydasining dividend sifatida aksiyadorlarga to‘lanadigan ulushi. Ushbu ko‘rsatkich quyidagi formulalar asosida ham aniqlanishi mumkin:

1-formula: DPR = (Jami to‘langan dividendlar miqdori) / (Sof foyda)

2-formula: DPR = (aksiyaga to‘g‘ri keladigan dividend) / (aksiyaga to‘g‘ri keladigan foyda)

3-formula: DPR = 1 - (foydani saqlab qolish koeffitsiyenti).

Dividendlarning daromadliligini quyidagi formula orqali aniqlash mumkin:

$$\text{DD} = \frac{aksiyaga\ to'g'ri\ keladigan\ dividend\ miqdori}{aksiya\ bahosi} * 100\%$$

Masalan, aksiyaning bahosi 100 rubl, yillik dividend miqdori 10 rubl, dividend daromadligi yillik 10 %ga teng.

Dividendlarning barqarorlik indeksi (DBI) quyidagi formula asosida aniqlanadi:

$$\text{DBI} = \frac{Y+G}{14}$$

Bu yerda:

Y – so‘nggi 7 yil ichida kompaniya dividend to‘lagan yillar soni;

G – ushbu davr mobaynida to‘langan dividendlarning oldingi yildagi maksimumdan yuqori bo‘lgan davrlar soni.

Misol uchun, tasavvur qilaylik, kompaniyaning so‘nggi 7 yil davomidagi dividend to‘lovlari hajmi quyidagicha bo‘lsin: DSI = (6 + 3) / 14= 0,64.

Yillar						
2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
13$	15$	16$	10$	-	8$	17 $

Dividendlarning barqarorlik indeksini aniqlashda olingan natijalarning ahamiyati quyidagicha:

– DBI =1 – aksiya bo‘yicha dividend miqdori 7 yilda o‘sib borgan. Bu kompaniya kelajakda ham dividendlarni pasaytirmasdan to‘lash ehtimolligi yuqoriligini anglatadi;

– DBI >0,6 – aksiyalar bo‘yicha dividendlar nisbatan barqaror to‘lab borilmoqda, ularning o‘sish tendensiyasi mavjud;

– DBI >0,3 – kompaniya dividendlari yoki nobarqaror, yoki kompaniyaning dividend siyosati tarixi juda qisqa;

– DBI <0,3 – kompaniya kam hollarda dividend to‘laydi va ularni oshirmoqda yoki umuman to‘lamaydi. Bunday holat ba’zida kompaniya ilk marta dividend to‘lashni boshlaganda kuzatiladi.

O‘zbekistonda O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligi direktorining “Qimmatli qog‘ozlar daromadlari (dividendlar, foizlar) to‘lovlarini «Qimmatli qog‘ozlar markaziy depozitariysi» AJ va (yoki) investitsiya vositachilari orqali amalga oshirish tartibi to‘g‘risidagi nizomni tasdiqlash haqida”gi buyrug‘i asosida qimmatli qog‘ozlar, xususan aksiyalar bo‘yicha daromadlarni hisoblash va to‘lash bosqichlari amalga oshiriladi. Biz ushbu jarayonni quyidagi 10.1-jadvalda aks ettiramiz.

10.1-jadval

Qimmatli qog‘ozlar daromadlarini hisoblash va to‘lash bosqichlari

Bosqich	Ijrochi tomon	Tadbirlar	Bajarish muddatlari
1-bosqich	Emitent	1. Emitent bilan Markaziy depozitariy va (yoki) investitsiya vositachisi o‘rtasida aksiyalar bo‘yicha dividend to‘lovlarini amalga oshirish yuzasidan shartnoma tuzish.	dividend to‘lash to‘g‘risida qaror qabul qilinishidan 30 kun oldin
2-bosqich	Markaziy depozi-tariy	1. Emitentning topshirig‘iga asosan aksiyalar egalari reestrini shakllantirib emitentga taqdim etish.	3 kun

3-bos-qich	Emitent	Markaziy depozitariyga dividendlarni hisoblash va to‘lash uchun aksiyalar egalari reestrini shakllantirish haqida topshiriq taqdim etish.	dividend to‘lanishi to‘g‘risidagi qaror qabul qilingan kundan boshlab 10 kun ichida
4-bosqich	Markaziy depozi-tariy	1. Dividendlarni hisoblash va to‘lash uchun aksiyalar egalari reestrini tuzadi hamda uni dividendlar bo‘yicha soliq hisob-kitoblarini amalga oshirish uchun emitentga taqdim etish.	2 ish kuni
		2. Reestrga kiritilgan qimmatli qog‘ozlar egalariga kelgusida qimmatli qog‘ozlar daromadlari to‘lanishi to‘g‘risidagi xabarnomani axborot kommunikatsiya texnologiyalaridan (shaxsiy kabinet, elektron pochta, SMS, SWIFT) foydalangan holda elektron shaklda yuborish va o‘zining rasmiy veb-saytiga joylashtirish.	
		3. Shartnoma emitent va investitsiya vositachisi o‘rtasida tuzilgan taqdirda, investitsiya vositachisiga qimmatli qog‘ozlar egalarining reestrini taqdim etish.	reestr shakllantiril-gan sanadan boshlab 1 ish kuni
5-bosqich	Emitent	Qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha tegishli soliqlarni hisoblab to‘laganidan so‘ng to‘lanishi kerak bo‘lgan mablag‘ ko‘rsatilgan qimmatli qog‘ozlar egalari reestrini Markaziy depozitariyga va (yoki) investitsiya vositachisiga taqdim etish hamda qimmatli qog‘ozlar egalariga to‘lanishi kerak bo‘lgan mablag‘larni Markaziy depozitariyga va (yoki) investitsiya vositachisiga o‘tkazish	Kelishil-gan muddatda

6-bosqich	Markaziy depozi-tariy va (yoki) investitsi ya vositachisi	1. Qimmatli qog‘ozlar daromadlarini qimmatli qog‘ozlar egalari reestriga kiritilgan jismoniy shaxslarning shaxsiy hisobvaraqlariga o‘tkazish.	2 ish kuni
		2. Qog‘ozlar egalari reestriga kiritilgan yuridik shaxslarga ularning qimmatli qog‘ozlar daromadlari qimmatli qog‘ozlar egalarining reestrida ko‘rsatilgan yuridik shaxslarning bank hisobvaraqlariga o‘tkazish.	3 ish kuni
		3. Qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha daromadlar emitent tomonidan qisman yoki to‘liq bo‘lmagan miqdorda to‘lash faktlari aniqlangan taqdirda, qimmatli qog‘ozlar bozorini tartibga solish bo‘yicha vakolatli davlat organini xabardor qilish.	2 ish kunidan kechiktir-may
		4. Qimmatli qog‘ozlar daromadlari qimmatli qog‘ozlar egalariga to‘langandan so‘ng emitentga amalga oshirilgan operatsiyalar to‘g‘risidagi hisobotni taqdim etish.	3 kun
7-bosqich	Markaziy depozi-tariy va (yoki) investitsi ya vositachisi	1. Yuridik shahslarning bank rekvizitlari bo‘yicha qimmatli qog‘ozlar daromadlarini to‘lash imkoniyati bo‘lmagan (bank rekvizitlari mavjud bo‘lmagan va b.) hamda shaxsiy hisobvaraq ochish uchun jismoniy shahslarning ma’lumotlari yetarli bo‘lmagan taqdirda, qimmatli qog‘ozlar daromadlari Markaziy depozitariyda ochilgan Aniqlangunga qadar shaxsiy hisobvarag‘iga o‘tkazish.	shu kunning o‘zida

		2. Aniqlangunga qadar shaxsiy hisobvarag‘idagi qimmatli qog‘ozlar daromadlarini olish uchun murojaat qilgan qimmatli qog‘ozlar egasi yoki uning merosxo‘rini identifikatsiya qilish va qimmatli qog‘ozlar daromadlarini ularning hisobvaraqlariga o‘tkazib berish.	5 ish kuni
		3. Aniqlangunga qadar shaxsiy hisobvarag‘idagi qimmatli qog‘ozlar daromadlari to‘g‘risidagi ma’lumotlarni har oyda O‘zbekiston Respublikasi Istiqbolli loyihalar milliy agentligiga taqdim etish.	hisobot oyidan keyingi oyning 10-sanasidan kechiktirmay

Tayanch so‘z va iboralar

Dividend, dividend siyosati, dividend siyosati nazariyalari, MM-nazariya, dividend to‘lash sanalari, dividend shakllari.

O‘z-o‘zini nazorat qilish uchun savollar

1. Dividend nima?
2. Korporativ tuzilmada dividend siyosati kim tomonidan ishlab chiqiladi?
3. Dividend siyosati va moliyaviy siyosatning o‘zaro bog‘liqligi nimada?
4. AJ va MCHJlarda dividendlarning tavsimlanishini izohlang.
5. O’rtacha dividend siyosatining o‘ziga xos xususiyati nimada?
6. Dividendlarni to‘lash sanalarini izohlang.
7. Dividendlarni to‘lashning qanday shakllari mavjud?
8. Dividend siyosatini shakllantirishning qanday bosqichlari mavjud?
9. Jamiyat dividend siyosatini yuritishda qanday tamoyillarga tayanadi?
10. Dividendlarning asosiy imkoniyatlari nimalardan iborat?

Amaliy topshiriq

1. Kutilmoqdaki, X kompaniyasi yilning oxirida bir dona aksiyaga 10 AQSH dollari miqdorida dividend to‘laydi va dividend to‘langanidan so‘ng aksiya 110 AQSH dollariga sotiladi. Agar bozor kapitalizatsiya koeffitsiyenti 10 % bo‘lsa, hozir aksiyani qanday narxda (R_0) sotib olish lozim?

2. “Nasaf” AJning sof foydasi 1000000 so‘mga teng. Jamiyat 4000 dona aksiyani muomalaga chiqargan va bu aksiyalar bozorda 2000 so‘mga sotilmoqda. EPS va P/E ko‘rsatkichlarini aniqlang.

3. Aksiya nominali 10 so‘m. Taklif etilayotgan sotish narxi 40 so‘m. Investor aksiyaning narxi shu yildan keyingi yilda 50 so‘mni, u bo‘yicha dividend esa yuqori (200 %) bo‘lishini taxmin qilmoqda. Bozorda boshqa investitsiyalar bo‘yicha minimal talab etiladigan daromadlilik me’yori 80 %ni tashkil etadi. Joriy yilda aksiyaning bahosini aniqlang va uni sotib olish qarorini asoslang.

GLOSSARIY

Dividend siyosati	aksiyadorlik jamiyatlarining moliya bozoridagi mavqeiga ta’sir o’tkazishi bilan birga, davlat miqyosida fuqarolarning o’z jamg‘armalarini moliya bozoriga yo’naltiruvchi kuch
Daromad	dividendlar joriy harajatlarni qoplash yoki qayta investitsiya qilish uchun foydalanish mumkin bo’lgan muntazam pul oqimini ta’minlaydi
Investitsiya qilish	olingan dividendlarni qo’shimcha aksiyalar yoki boshqa aktivlarga yo’naltirish orqali uzoq muddatli kapital o’sishiga erishish mumkin
Pul shaklidagi dividendlar	eng keng tarqalgan tur bo’lib, aksiyadorlarga naqd pul ko’rinishida to’lanadigan dividendlar
Qisqa muddatli investitsiyalar yoki obligatsiyalar	ayrim hollarda kompaniyalar dividendlarni qisqa muddatli moliyaviy instrumentlar yoki obligatsiyalar shaklida to’lanadigan

ko’rinishidagi dividendlar	dividendlar
Moddiy aktivlar ko’rinishidagi dividendlar	kompaniya tomonidan ishlab chiqariladigan yoki sotiladigan tovarlar va boshqa aktivlar shaklida berilishi mumkin bo‘lgan dividendlar
Maxsus dividendlar	aktivlar sotilishi yoki kompaniya moliyaviy ahvolining keskin yaxshilanishi kabi alohida holatlar natijasida to’lanadigan dividendlar

XI BOB. KORPORATIV BIRLASHISH VA QO'SHIB OLISHLAR

11.1. Korporativ birlashishlar va qo‘shib olishlarning iqtisodiy mohiyati

So‘nggi yillarda globallashuv jarayonlarining jadallashuvi va kompaniyalar o‘rtasidagi raqobatning kuchayishi nafaqat jahon iqtisodiyotida, balki milliy iqtisodiyotlarda ham barqaror tendensiya sifatida namoyon bo‘lmoqda. Raqobat ustunliklari uchun kurash, iqtisodiyotning turli segmentlarida faoliyat yuritayotgan kompaniyalarning integratsiyasi, xalqaro korporatsiyalarning shakllanishi kompaniyalarning birlashishi va qo‘shib olishi (M&A) jarayonlarida o‘z ifodasini topmoqda.

So‘nggi paytlarda birlashishi va qo‘shib olish bitimlari bozorning yirik ishtirokchilari tomonidan qo‘llanilayotgan tashkiliy restrukturizatsiyaning eng keng tarqalgan strategiyalaridan biriga aylandi. Ushbu strategiyalar kompaniyalarning investitsion jozibadorligini oshirish va bozor qiymatini ko‘paytirishga qaratilgan.

Tashkiliy restrukturizatsiya strategiyasini amalga oshirish: integratsiya va unga qarama-qarshi yo‘nalishda kechishi mumkin.

Integratsion yo‘nalish deganda kompaniyaning noorganik (tashqi) o‘sishi tushuniladi. Organik o‘sish, ya’ni ichki resurslar hisobidan, mavjud biznesni rivojlantirishga investitsiya kiritish orqali o‘sish investitsion strategiyaning bir qismi hisoblanadi. Norganik yoki tashqi o‘sish esa, asosan, kompaniyalarning birlashish va qo‘shib olish shaklida integratsiyalashuvi orqali amalga oshiriladi.

Hozirgi kunda ilmiy adabiyotlarda kompaniyalarni qayta tashkil etish usullarining yagona klassifikatsiyasi mavjud emas. Bu, avvalo, birlashish va qo‘shib olish jarayonlarini ifodalovchi yagona terminologik yondashuvning shakllanmagani bilan izohlanadi. Shu bois, ushbu maqsadga erishish uchun mahalliy va xorijiy iqtisodchi-olimlar tomonidan berilgan talqinlar qiyosiy tahlil qilinib, ushbu tushunchalarning asosiy mezonlari ajratib ko‘rsatiladi.

Xorijiy qtisodchi P.A. Goxan kompaniyalarni qayta tashkil etishning uchta shaklini ajratadi: birlashish, qo‘shib olish va konsolidatsiya. Uning ta’kidlashicha, “birlashish – bu ikki kompaniyaning kombinatsiyasi bo‘lib, natijada bitta kompaniya o‘z faoliyatini to‘xtatadi, ikkinchisi esa faoliyatni davom ettiradi. Konsolidatsiya esa ikki yoki undan ortiq kompaniyalar negizida mutlaqo yangi kompaniya tashkil etilish jarayonidir. Qo‘shib olish esa birlashishning bir ko‘rinishi sifatida qaralib, u nodo‘stona birlashish shaklida namoyon bo‘ladi”[42]. Shu tariqa, P.A. Goxan fikricha, asosiy jarayon birlashish bo‘lib, qo‘shib olish esa ushbu jarayonning do‘stona yoki dushmanona ekanligini aniqlab beradi.

F. Rid va R. Laju qo‘shib olish bitim natijasida kompaniyaning haridor mulkiga aylanishi sifatida ta’riflaydilar[43]. Bunda haridor qo‘shib olingan kompaniya ustidan nazorat o‘rnatadi va uning barcha aktivlari hamda majburiyatlarini o‘z balansiga oladi.

Olimlar tomonidan ko‘rib chiqilgan birlashish turlari (teskari birlashish, forvardli birlashish) shundan dalolat beradiki, birlashish ko‘proq texnik-huquqiy tushuncha bo‘lib, u qo‘shib olishdan keyin amalga oshirilishi yoki umuman amalga oshmasligi mumkin bo‘lgan jarayonlarni ifodalaydi.

D. Depamfilis birlashish jarayonlarida tashkiliy (huquqiy) va iqtisodiy jihatlarni ajratadi[44]. Tashkiliy jihat birlashishdan keyin bitim ishtirokchilaridan faqatgina biri yuridik shaxs maqomini saqlab qolishida namoyon bo‘ladi. Iqtisodiy jihat esa birlashish yo‘nalishini belgilaydi (gorizontal, vertikal yoki konglomerat). Qo‘shib olish natijasida, muallif fikricha, bitta kompaniya ikkinchisining mulkdoriga aylanadi va uni nazorat qiladi. Bu jarayon aktivlar yoki aksiyalarni sotib olish orqali amalga oshirilishi mumkin. Bunda qo‘shib olingan kompaniya yuridik shaxs maqomini saqlab qolib, shu’ba korxona sifatida faoliyat yuritishi mumkin.

[42] https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-protsessov-sliyaniya-i-pogloscheniya-kompaniy
[43] https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-protsessov-sliyaniya-i-pogloscheniya-kompaniy
[44] https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-protsessov-sliyaniya-i-pogloscheniya-kompaniy

Shu tariqa, D. Depamfilis fikriga koʻra, birlashish va qoʻshib olish oʻrtasidagi asosiy farq shundaki, birlashishda bitta yuridik shaxs oʻz faoliyatini toʻxtatadi, qoʻshib olishda esa har ikki kompaniya yuridik mustaqilligini saqlaydi, faqat aksiyalar egasi oʻzgaradi.

F. Evans va D. Bishop esa birlashishni, avvalo, yuridik jarayon sifatida talqin qilib, unda ikki kompaniyaning birlashishi natijasida bittasi ikkinchisiga qoʻshilib ketishi yoki mutlaqo yangi yuridik shaxs tashkil etilishini ta'kidlaydilar[45].

M&A (Mergers & Acquisitions) atamasi anglosakson huquq tizimidan toʻgʻridan-toʻgʻri oʻzlashtirilgan boʻlib, korporativ nazoratning boshqa sub'ektga oʻtishi bilan bogʻliq barcha bitim turlarini ifodalashda qoʻllaniladi. Bularga birlashish, qoʻshib olish, aktivlar yoki qimmatli qogʻozlarni sotib olish, aktivlar almashinuvi, qarz mablagʻlari hisobidan sotib olish (LBO), mulk tuzilmasini oʻzgartirish, shuningdek, teskari birlashish orqali IPO oʻtkazmasdan ommaviy kompaniya tashkil etish kiradi.

Iqtisodiy adabiyotlarda birlashish va qoʻshib olish kompaniyalarni uzoq muddatli istiqbolda raqobat ustunliklariga erishish va qiymatini maksimallashtirish maqsadida yagona xoʻjalik yurituvchi sub'ektga birlashtirishga qaratilgan moliyaviy operatsiyalar majmuasi sifatida qaraladi.

Boshqaruv boʻyicha ayrim lugʻatlarda birlashish barcha ishtirokchilarning oʻzaro kelishuvi asosida amalga oshiriladigan birlashish sifatida, qoʻshib olish esa bir kompaniyaning ikkinchisiga nisbatan rahbariyat roziligisiz amalga oshiradigan dushmanona taklifi sifatida ta'riflanadi.

Korporativ birlashish va qoʻshib olish – bu bitimlar boʻlib, ular mulk huquqining oʻtishi bilan birga, avvalo, korporatsiya ustidan nazoratning oʻzgarishini nazarda tutadi. Chet el adabiyotida birlashish (merger) deganda ikki korporatsiyaning qoʻshilishi tushuniladi, bunda ulardan biri saqlanib qoladi, ikkinchisi esa faoliyatini toʻxtatadi. Birlashish natijasida qoʻshib oluvchi kompaniya oʻz tarkibiga qoʻshib olinayotgan korporatsiyaning aktivlarini qoʻshadi.

[45] https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-protsessov-sliyaniya-i-pogloscheniya-kompaniy

Shu kabi bitimlarni ta'riflashda ishlatiladigan yana bir atama – "qo'shib olish (takeover)"dir. Kompaniya yoki aktivni qo'shib olish deganda, bu kompaniya yoki aktiv ustidan to'liq nazorat o'rnatish (huquqiy va amaliy jihatdan) nazarda tutiladi. "Qo'shib olish" atamasi ko'pincha korporativ nizolarning eng yaqqol va keng tarqalgan turlaridan birini ifodalashda ishlatiladi.

Birlashish va qo'shib olish – bu ikki korporatsiyaning birini asos qilib olib, uning bazasida bozor qiymatini oshirish maqsadida birlashtirish jarayonidir. Nazariya va amaliyotda birlashishlarning ma'lum bir vaqtda ommalashishi yoki aksincha, kamayish sabablari haqida yagona fikr mavjud emas. Ko'p hollarda birlashishlar samarasiz bo'lib chiqadi yoki ehtimolan foydali bo'lishi mumkin bo'lgan birlashishlar amalga oshmaydi. Masalan, 1990-yillar oxirida birlashishlar tez-tez sodir bo'lardi. Bu vaqtda moliya tizimida jiddiy o'zgarishlar kuzatilmagan bo'lsa-da, bir necha yildan keyin esa ular sezilarli darajada kamaydi.

Ko'pchilik tadqiqotchilarning ta'kidlashicha, kompaniyalarning birlashish va qo'shib olish jarayonlariga yagona va mutlaq ta'rif berish amalda imkonsizdir. Mazkur hodisalar kompleks yondashuv asosida o'rganilishini talab qilib, uni tahlil qilishda quyidagi uchta asosiy darajani ajratib ko'rsatish maqsadga muvofiq:

- huquqiy daraja – mulk huquqlarini qayta taqsimlash, huquqiy vorisni belgilash, shuningdek, kompaniyalar o'rtasidagi huquq va majburiyatlarning o'tishi bilan bog'liq masalalarni tartibga soladi;
- buxgalteriya hisobi darajasi – aktivlar va majburiyatlarni birlashtirish mexanizmlari, ularni tan olish mezonlari hamda birlashish va qo'shib olish bitimlarini buxgalteriya hisobotida aks ettirish usullarini qamrab oladi;
- iqtisodiy daraja – birlashtirilgan kompaniyaning raqobat ustunliklari manbalarini, shuningdek, ushbu ustunliklarni shakllantiruvchi omillarni aniqlashga qaratilgan.

Taqdim etilgan har bir qayta tashkil etish shaklining mohiyati quyidagicha ifodalanadi. Tashkiliy jihat shunda namoyon bo'ladiki,

bitim natijasida yuridik shaxs maqomi sliyaniyedan keyin faqatgina bitta ishtirokchida saqlanib qoladi.

Birlashish – ikki yoki undan ortiq korxonaning yagona korxonaga birlashishini anglatadi. Bunda ushbu korxonalarning mol-mulki, huquqlari va majburiyatlari yangi tashkil etilgan korxonaga o‘tadi. Shu bilan birga, yangi boshqaruv organi shakllantiriladi hamda birlashish jarayonida qatnashgan kompaniyalarning qimmatli qog‘ozlari yangi yuridik shaxsning qimmatli qog‘ozlariga konvertatsiya qilinadi.

Qo‘shilish – bitim ishtirokchilaridan biri tomonidan ikkinchi ishtirokchining mulkiy huquqlari va majburiyatlarini o‘zlashtirib olishini nazarda tutadi. Ushbu jarayon natijasida bitta sub’ekt yiriklashadi, ikkinchi sub’ekt esa tugatiladi. Ayni paytda qo‘shilayotgan kompaniya aksiyalari yiriklashgan korxonaning qimmatli qog‘ozlariga almashtiriladi.

Qo‘shib olish – bitim ishtirokchilaridan birining boshqa korxona ustidan to‘liq yoki qisman nazoratni qo‘lga kiritishini anglatadi. Bunda qo‘shib olingan korxona shu’ba korxona sifatida faoliyatini davom ettirishi yoki to‘liq mustaqilligini yo‘qotgan holda tarkibiy bo‘linmaga aylanishi mumkin.

Bo‘linish – mavjud korxona negizida bir nechta yangi, to‘liq mustaqil korxonalarni tashkil etishni nazarda tutadi. Ushbu holatda har bir yangi tashkil etilgan sub’ekt yuridik shaxs maqomiga ega bo‘ladi, aktivlar esa to‘liq hajmda qayta tashkil etish natijasida shakllangan yangi yuridik shaxslar o‘rtasida taqsimlanadi.

Ajralib chiqish – mavjud korxona negizida bir yoki bir nechta yangi, to‘liq mustaqil yuridik shaxslarni tashkil etishni nazarda tutadi. Ajralib chiqish jarayonida qayta tashkil etilayotgan yuridik shaxsning mulkiy huquqlari va majburiyatlari belgilangan ulushlarda yangi tashkil etilgan yuridik shaxslarga o‘tadi.

Birlashish va qo‘shib olish bitimlari quyidagi talablarga javob berishi lozim:

- huquqiy muammolar yashirilmasligi;
- firibgarlik sxemalari mavjud bo‘lmasligi;

- shartnomani bekor qilish va kompensatsiya mexanizmlari nazarda tutilishi.

Birlashish va qo‘shib olishda ushbu jarayonlarga turtki bo‘luvchi sabablar ham juda muhim ahamiyatga ega. Asosiy sabab iqtisodiy samaraga erishishdir. Biroq amaliyotda quyidagi sabablar ham muhim ahamiyatga ega:

- biznes hajmini tezkor oshirish;
- ishlab chiqarish samaradorligini kuchaytirish;
- harajatlarni qisqartirish;
- bozor ulushini kengaytirish;
- raqobatni kamaytirish (monopollashuv);
- biznesni diversifikatsiya qilish;
- sinergetik samara - birgalikdagi natija alohida natijalar yig‘indisidan yuqori bo‘lishi;
- bilim va texnologiyalarni egallash.

Qo‘shib olish jarayoni uchun sabablar sifatida texnik va innovatsion rivojlanish, ish o‘rinlarini saqlab qolish hamda qarz yukidan qutulish kabilarni keltirib o‘tish mumkin.Qo‘shib olish va birlashish bitimlarini moliyalashtirish o‘z mablag‘lari hisobidan va qarz (kredit) mablag‘lari hisobidan amalga oshirilishi mumkin.

Odatda, samarasiz birlashish va qo‘shib olishlar quyidagi sabablar bilan bog‘liq bo‘ladi:

- qo‘shib olinayotgan kompaniyaning bozor salohiyatini asossiz ravishda yuqori baholash;
- sinergiya effektini ortiqcha baholash;
- mavjud muammolarni yetarlicha tahlil qilmaslik;
- narxlarni his-hayajon bilan ortiqcha oshirish.

11.2. Korporativ birlashish va qo‘shib olishlarning xorij tajribasi.

Birlashish va qo‘shib olishlar yirik kompaniyalar va korporatsiyalar rivojlanishining eng ommalashgan usullaridan biri hisoblanadi. BMT ma’lumotlariga ko‘ra, XX asrning 1990-yillari o‘rtalaridan boshlab ishlab chiqarish hajmining asosiy qismi yangi ishlab chiqarish quvvatlarini yaratishga qaratilgan investitsiyalar hisobiga

emas, balki birlashish va qo‘shib olishlar shaklidagi investitsiyalar hisobiga ta’minlangan.

Mamlakatimizda birlashish va qo‘shib olish jarayonlari nisbatan yaqin davrda shakllangan bo‘lib, shu bois xorijiy mamlakatlar, xususan, AQSH tajribasini o‘rganish muhim ahamiyat kasb etadi. AQSH iqtisodiyotining XIX asr oxiridan boshlab rivojlanishini tahlil qilish natijasida tadqiqotchilar birlashish va qo‘shib olish jarayonlarining muayyan “to‘lqinlar” asosida kechishini aniqlaganlar. Bunday to‘lqinlarning o‘rtacha davriyligi 15-20 yilni tashkil etadi:

1) 1887-1904 yillardagi birlashish to‘lqini;
2) 1916-1929 yillardagi kompaniyalar birlashishsi to‘lqini;
3) 1940-1948 yillardagi birlashish to‘lqini;
4) XX asrning 1960-1970-yillaridagi konglomerat birlashishlar to‘lqini;
5) 1980-yillardagi birlashish to‘lqini;
6) 1990-yillar ikkinchi yarmidagi birlashish to‘lqini;
7) 2003-2007 yillardagi birlashish to‘lqini.

Birinchi to‘lqin 1897 yilda boshlanib, taxminan 1904 yilda yakunlangan bo‘lib, bir xil tarmoqda faoliyat yurituvchi yirik kompaniyalarning birlashishi bilan harakterlanadi. Bu davrda kompaniyalar bozor ulushini oshirish va monopol mavqega erishish maqsadida yiriklashgan. Shu sababli mazkur to‘lqin ko‘pincha monopolistik to‘lqin deb ataladi va unda, asosan, gorizontal birlashishlar ustunlik qilgan. Keyinchalik AQShda gorizontal birlashishlarni cheklovchi antitrast qonunchiligi qabul qilingan.

Ikkinchi to‘lqin 1916-1929 yillarni qamrab olib, bu davrda kompaniyalar o‘z bozor segmentlarini kengaytirish va monopol kuchini oshirishga intilishgan. Shuningdek, xomashyo manbalari uchun kurash birlashishlar tuzilishiga katta ta’sir ko‘rsatgan. Natijada ishlab chiqarishni barcha bosqichlarda optimallashtirish va arzon xomashyo manbalariga ega bo‘lish asosiy maqsad bo‘lgan va asosan, vertikal birlashishlar amalga oshirilgan.

Uchinchi to‘lqin 1940-1948 yillarga to‘g‘ri kelib, iqtisodiyotning barqaror o‘sishi sharoitida yirik kompaniyalar kichik kompaniyalarni asosan do‘stona shaklda qo‘shib olish qilish orqali o‘sishga intilgan.

To‘rtinchi to‘lqin 1960-yillardagi barqaror iqtisodiy o‘sish davrida yuz bergan. Bu vaqtda kompaniyalarda ortiqcha moliyaviy resurslar paydo bo‘lib, yangi bozorlarga, jumladan, o‘zlari uchun yangi faoliyat sohalariga kirish istagi kuchaygan. Ushbu davrda konglomerat birlashishlar ustunlik qilgani uchun bu to‘lqin konglomerat birlashishlar to‘lqini deb ataladi. Biroq risklar yetarlicha baholanmagani sababli, keyinchalik ko‘plab kompaniyalar qiyinchiliklarga duch kelgan va ayrim hollarda ularning bo‘linishiga olib kelgan.

Konglomerat bitimlarning keng tarqalishi resurslarni samarasiz qayta taqsimlashga sabab bo‘lgan. Natijada fond bozori bunday birlashishlarga salbiy munosabat bildirib, sotib oluvchi kompaniya aksiyalari qiymatining pasayishiga olib kelgan.

Keyingi to‘lqin davrida 1960-yillarda tashkil etilgan ayrim kompaniyalarning yashovchan emasligi oydinlashib, AQSH ma’muriyati antitrast qonunchiligini erkinlashtirishni boshlagan. Samarasiz konglomeratlar bo‘linib, bir qancha usullar orqali biznesni optimallashtirgan.

1980-yillarda inflyatsiya va kredit siyosati ta’sirida navbatdagi to‘lqin yuzaga kelib, nodo‘stona qo‘shib olishlarga qarshi yopiq kompaniyalar shakliga o‘tish kuzatilgan. 1990-yillar oxirida esa yangi, yanada kuchli to‘lqin paydo bo‘lib, 1999 yilga kelib birlashish va qo‘shib olish bitimlari hajmi AQSH YAIMining 15 foizini tashkil etgan[46].

So‘nggi to‘lqin (2003-2007 yillar) globallashuv, xomashyo narxlarining oshishi, past foiz stavkalari va xususiy investitsiya fondlari faolligi bilan harakterlanadi. Biroq 2008 yildagi ipoteka inqirozi natijasida M&A bozori keskin qisqargan.

Jahon moliyaviy inqirozidan keyingi yillarda M&A bozori pasayib, faqat 2013-2016 yillarda barqaror o‘sish kuzatilgan. Hozirgi kunda xalqaro bitimlar ulushining ortishi, Osiyo-Tinch okeani mintaqasida

[46] https://cyberleninka.ru/article/n/mirovoy-opyt-sliyaniy-pogloscheniy-i-ego-ispolzovanie-v-rossiyskoy-ekonomike

yuqori o‘sish sur’atlari hamda yarimo‘tkazgich sanoatida yirik bitimlarning ko‘payishi asosiy tendensiya hisoblanadi.

AQSH tajribasi asosida quyidagi xulosalarni chiqarish mumkin:

– samarasiz qo‘shib olish keyinchalik kompaniyaning bo‘linishi va qayta tuzilishiga olib keladi;

– davlatning haddan tashqari aralashuvi iqtisodiyotga salbiy ta’sir ko‘rsatishi mumkin;

– birlashish va qo‘shib olish bitimlarining katta qismi muvaffaqiyatsiz yakunlanadi;

– qonunchilik yetarli darajada takomillashmagan sharoitda kompaniyalar nodo‘stona qo‘shib olishlardan himoyalanish uchun katta harajatlarga duch keladi, bu esa ularning raqobatbardoshligini pasaytiradi.

Ko‘rinib turibdiki, birlashish va qo‘shib olish (Mergers and Acquisitions - M&A) yirik kompaniyalar va korporatsiyalar uchun tashqi o‘sishning eng keng tarqalgan strategiyalaridan biri hisoblanadi. 2023 yilda jahon iqtisodiyotidagi beqarorlik sababli M&A faoliyati so‘nggi 10 yildagi eng past darajaga tushgan bo‘lsa-da, 2024 yilda ushbu bozor qayta tiklana boshladi. Bu jarayonda asosiy yetakchi sohalar sifatida texnologiyalar, sog‘liqni saqlash va moliya tarmoqlari ajralib turdi.

2024 yilda jahon bo‘yicha M&A bitimlari hajmi 3,4 trln AQSH dollarini tashkil etdi. Bu ko‘rsatkich 2023 yilga nisbatan 15 foizga yuqori bo‘lib, 2021 yilda kuzatilgan eng yuqori ko‘rsatkich (6,1 trln dollar)ga nisbatan past darajada qoldi. Bozorda asosan qiymati yuqori bo‘lgan, biroq soni cheklangan bitimlar ustunlik qildi[47].

Mintaqalar va tarmoqlar bo‘yicha M&A faoliyatiga e’tibor bersak, mintaqalar kesimida 2024 yilda ko‘rsatkich quyidagicha bo‘lgan:

- Shimoliy Amerika – 50 %,
- Yevropa, Yaqin Sharq va Afrikani o‘z ichiga olgan keng geografik va iqtisodiy hudud – 25 %,
- Osiyo-Tinch okeani mintaqasi – 22 % ulushga ega bo‘ldi.

[47] https://www.alpha-sense.com/blog/trends/mergers-and-acquisitions-2024/

Tarmoqlar bo‘yicha esa texnologiyalar sohasining ulushi 19 %, sog‘liqni saqlashning ulushi 10 % va moliya sohasining ulushi 9 % ni tashkil etdi.

2024 yilda amalga oshirilgan eng yirik bitimlar quyidagilardan iborat[48]:

- ExxonMobil – Pioneer Natural Resources (64,5 mlrd dollar): energetika sohasida ishlab chiqarish hajmini oshirish va sinergiyaga erishishga qaratilgan bitim.
- Mars – Kellanova (35,9 mlrd dollar): oziq-ovqat bozorida portfelni diversifikatsiya qilishga xizmat qiluvchi bitim.
- Capital One – Discover Financial (35,3 mlrd dollar): AQSH moliya bozorida raqobat muhitini o‘zgartirishi mumkin bo‘lgan strategik bitim.
- Synopsys – Ansys (35 mlrd dollar): yuqori texnologiyalar sohasida innovatsion integratsiyani kuchaytirishga yo‘naltirilgan birlashuv.

Xulosa qiladigan bo‘lsak, zamonaviy M&A bozori quyidagi asosiy xususiyatlar bilan tavsiflanadi:

- yirik va strategik ahamiyatga ega bitimlar ulushining oshishi;
- xalqaro bitimlar sonining ko‘payishi;
- texnologiya va sog‘liqni saqlash sohalarining yetakchi rol o‘ynashi;
- korporativ sektorning M&A bozorida ustunligi.

Birlashish va qo‘shib olish kompaniyalarga bozor ulushini kengaytirish, raqobatbardoshlikni oshirish va uzoq muddatli qiymat yaratish imkonini beradi. Shu bilan birga, bunday bitimlar yuqori darajadagi huquqiy, moliyaviy va strategik tahlilni talab qiladi. M&A jarayonlarini chuqur o‘rganish korporativ moliya, strategik boshqaruv va investitsiya siyosatini anglashda muhim ahamiyatga ega.

11.3. Korporativ birlashishlar va qo‘shib olishlarning tasniflanishi

Korporativ birlashish – bu ikki yoki undan ortiq kompaniyalarning ixtiyoriy ravishda birlashib, yangi iqtisodiy sub’ekt yaratishi

[48] https://www.alpha-sense.com/blog/trends/mergers-and-acquisitions-2024/

hisoblanadi. Bu jarayon turli usullarda amalga oshiriladi va bunda korporativ birlashishlarning tasniflanishi muhim ahamiyatga ega.

Korporativ birlashishlarni bir nechta belgisiga ko'ra tasniflash mumkin. Jumladan:

1. Shakli bo'yicha korporativ birlashish. Barcha ishtirokchi kompaniyalar mustaqil faoliyatini to'xtatadi va yangi yuridik shaxs tashkil qiladi. Yangi korporativ sub'ekt esa huquqlar, majburiyatlar va kapitalning to'liq "merosxo'ri" hisoblanadi.

2. Aktivlar bo'yicha korporativ birlashish. Ishtirokchi kompaniyalar mustaqil faoliyatlarini davom ettiradi, lekin yangi tashkilotga istisno tariqasida muayyan huquqlar, masalan, ishlab chiqarish yoki kapital huquqlarini topshiradi.

Biz buni quyidagi jadvalda aks ettiramiz:

11.1-jadval

Korporativ birlashishlarning shakli va aktivlar bo'yicha birlashish turlari

Korporativ birlashishning turi	Ta'rif	Misol
Shakli bo'yicha birlashish	Barcha ishtirokchi kompaniyalar mustaqil faoliyatini to'xtatadi va yangi yuridik shaxs tashkil qiladi.	Yangi ishlab chiqaruvchi kompaniya tashkil qilish.
Aktivlar bo'yicha birlashish	Ishtirokchi kompaniyalar mustaqil faoliyatni davom ettiradi, lekin yangi tashkilotga muayyan huquqlarni topshiradi.	Kompaniyaning texnologiya yoki ishlab chiqarish huquqlarini yangi kompaniyaga berish.

Faoliyat turiga ko'ra korporativ birlashishlarni quyidacha tasniflaymi:

- Gorizontal (horizontal merger) birlashishlar. Kompaniyalar to'g'ridan-to'g'ri raqobatdoshlar hisoblanadi. Ular bir sohada faoliyat yuritadi va bir xil mahsulot ishlab chiqaradi. Asosiy maqsad – kompaniyani kuchaytirish va raqobatni kamaytirish. Bunday korporativ

birlashish monopoliya yaratishga olib kelishi mumkin. *Misol uchun,* ikki avtomobil ishlab chiqaruvchi kompaniyalarning korporativ birlashishi.

- Vertikal (vertical merger) birlashishlar. Kompaniyalar ta'minotchi va ishlab chiqaruvchi prinsipi bo'yicha birlashadi. Maqsad – ishlab chiqarish jarayonlarini soddalashtirish va mahsulot sebebini kamaytirish. Kompaniya shu yo'l bilan tayyor mahsulotni mustaqil ravishda ishlab chiqarishi mumkin. *Misol uchun,* Smartfon ishlab chiqaruvchi kompaniya va uning komponentlarini yetkazib beruvchi kompaniyaning korporativ birlashishi.
- Parallel korporativ birlashish. Korporativ birlashishda ikki kompaniya o'zaro bog'liq mahsulotlar ishlab chiqaradi. Masalan, smartfon ishlab chiqaruvchi va ekranlar ishlab chiqaruvchi kompaniya. Korporativ birlashish natijasida ishlab chiqarish jarayoni yaxshilanadi va mahsulot sifati oshadi.
- Konglomerat korporativ birlashish. Hech qanday ishlab chiqarish yoki sohaviy bog'liqliklari bo'lmagan kompaniyalar birlashadi. Ular avval raqobatda bo'lmagan va o'zaro hamkorlik qilmagan. Maqsad – bozorni kengaytirish va sotuvni oshirish. *Misol:* Kiyom ishlab chiqaruvchi kompaniyaning oziq-ovqat kompaniyasi bilan korporativ birlashishi.
- Reorganizatsiya (qayta tashkil etish). Ikki mutlaqo turli kompaniyaning korporativ birlashishi. Sabablar turli bo'lishi mumkin, masalan, bankrotlik yoki strategik qayta tuzish.

Korporativ birlashishlar korporativ tuzilmalarning qaysi hududda joylashishidan kelib chiqib quyidagi birlashishlar uchrashi mumkin: ichki (bir mamlakat hududida amalga oshiriladi), importli (xorijiy kompaniyalar huquqlari sotib olinadi), eksportli (kompaniya huquqlarni boshqa davlatdagi tashkilotga topshiradi) va aralash (ishtirokchilar turli davlatlarda joylashgan) korporativ birlashish va qo'shib olishlar.

Geografik belgisiga ko'ra mahalliy (bir shahar yoki aholi punktida amalga oshiriladigan), hududiy (viloyat, o'lka yoki respublika chegarasida amalga oshiriladi), milliy (bir mamlakat hududida), transmilliy (bir necha davlat ishtirok etadi) korporativ birlashishlar kuzatiladi.

Bundan tashqari, korporativ birlashishning qo'shimcha turlari ham uchrashi mumkin:

- Do'stona korporativ birlashish – har ikki tomonning roziligi bilan amalga oshiriladi.
- Do'stona bo'lmagan korporativ birlashish – bir tomon kompaniyaning roziligisiz amalga oshiriladi, bu holatda "korporativ birlashish", "qo'shib olish", "yutib yuborish" kabi tushunchalar yuzaga keladi.

Birlashish va qo'shib olishni rejalashtirish jarayonida boshqa kompaniyani sotib olish narxini aniqlash zarur, chunki bu narx bitimning iqtisodiy maqsadga muvofiqligini belgilaydi.

Tayanch so‘z va iboralar

Birlashish, qo‘shib olish, ajralib chiqish, qo‘shilish, bo‘linish, gorizontal birlashish, vertikal birlashish, konglomerat birlashish.

O‘z-o‘zini nazorat qilish uchun savollar

1. Korporativ birlashish va qo‘shib olishlarning farqli jihati nimada?
2. Zamonaviy birlashish va qo‘shib olishlar bozori qanday xususiyatlari bilan tavsiflanadi?
3. Samarasiz birlashish va qo‘shib olishlarni qanday sabablar bilan izohlash mumkin?
4. Korporativ birlashish va qo‘shib olishlarning qanday turlari mavjud?
5. Korporativ birlashish va qo‘shib olishlarni qaysi mezonlar asosida tasniflash mumkin?
6. Korporativ birlashish va qo‘shib olishlarni amalga oshirishdan asosiy maqsadlar nimadan iborat?
7. Eng yirik xorijiy korporativ birlashish va qo‘shib olishlarga misol keltiring.

GLOSSARIY

Birlashish	ikki yoki undan ortiq korxonaning yagona korxonaga birlashishi
Qo‘shilish	bitim ishtirokchilaridan biri tomonidan ikkinchi ishtirokchining mulkiy huquqlari va majburiyatlarini o‘zlashtirib olishi
Qo‘shib olish	bitim ishtirokchilaridan birining boshqa korxona ustidan to‘liq yoki qisman nazoratni qo‘lga kiritishi
Bo‘linish	mavjud korxona negizida bir nechta yangi, to‘liq mustaqil korxonalarni tashkil etish
Ajralib chiqish	mavjud korxona negizida bir yoki bir nechta yangi, to‘liq mustaqil yuridik shaxslarni tashkil etish

Foydalanilgan adabiyotlar

1. O‘zbekiston Respublikasining 2014-yil 6-maydagi “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida”gi O‘zbekiston Respublikasi Qonuniga o‘zgartish va qo‘shimchalar kiritish haqida” O‘RQ-370-son Qonuni.
2. O‘zbekiston Respublikasining “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi 3 iyun 2015 yildagi O‘RQ-387-son Qonuni. https://lex.uz/uz/docs/2662539
3. O’zbekiston Respublikasi Prezidentining 2025 yil 21 apreldagi “Davlat ishtirokidagi yirik korxonalarni xalqaro bozorlarda xususiylashtirish to’g‘risida” PQ-145-son qarori.
4. Abgaryan A.A. Razvitiye rossiyskogo rinka aksionernogo kapitala v sovremennix usloviyax. Diss. .k.e.n. – Moskva, 2015. - S.8.
5. Andreeva O.V. Korporativnie finansi. Uchebnoye posobiye. – Rostov n/D: Fond Sodeystviye–XXI vek, 2015. – 316 s.
6. Butikov I.L. Preimushestva i nedostatki finansirovaniya aksionernogo obshestva putem vipuska sennix bumag. // Upravleniye predpriyatiyem, 2012, №10. S.6.
7. Dovgaya O.V., Doroshkova T.A. Aktualnie voprosi korporativnix finansov: monografiya / O.V. Dovgaya, T.A. Doroshkova i dr. – Xabarovsk, 2016. – S.14.
8. Elmirzaev, S. "The Practice And Analysis Of Mass Positioning Of Shares Of Joint-Stock Companies." PRACTICE 2 (2019): 1-2019.
9. Korporativ moliya: Darslik / S.Elmirzayev - T.: “Iqtisod-Moliya”, 2019. – 7-b.
10. Korporativnie finansi: Uchebnik dlya vuzov / Pod red. M. V. Romanovskogo, A. I. Vostroknutovoy. Standart tretego pokoleniya. – SPb.: Piter, 2011. – 592 s.
11. Kokin A.S. Korporativnie finansi: uchebnik / A.S. Kokin. – M., 2016.
12. Kovalev V.V., Kovalev Vit.V. Korporativnie finansi: ponyatiya, algoritmi, pokazateli. – M.: Prospekt; KNORUS, 2010.
13. Litvinova V.S., Fedotova Ye.B. Modelirovaniye finansovoy politiki korporatsii na osnove vichislimix modeley obshego ravnovesiya /Problemi ekonomiki i menedjmenta. – 2012. – №12. – S. 73-83.
14. G‘ozibekov D.G‘ Investitsyalarni moliyalashtirish masalalari . – T.: Moliya nashriyoti, - 2003. 332 b.

15. Karimov N.G‘., Razzaqov J.X. Investitsion loyihalarni sindikatli kreditlar hisobiga moliyalashtirishning tashkiliy va huquqiy asoslarini takomillashtirish // “Iqtisodiyot va innovatsion texnologiyalar” ilmiy elektron jurnali. № 4, iyul-avgust, 2019-yil.
16. Samilin A. I. Korporativnie finansi: uchebnik / A. I. Samilin. – M., 2015.
17. Safina A.D., Salimova F.N. Korporativnie finansi: sushnost, funksii i prinsipi organizatsii // «Ekonomika i sotsium» №5(36) 2017.
18. Vashenko T.V. Ispolzovaniye teorii povedencheskix finansov v protsesse prinyatiya finansovix resheniy. // Dis. … kand. ekon. nauk po spes. 08.00.10. – M., 2007.
19. Xotinskaya G.I., Shoxin Ye.I. Korporativnie finansi: evolyutsiya teorii i praktiki // VESTNIK FA, 6/2010. S.28-33.
20. Zaysev V.Yu., Fedchishin Yu.I. Finansi korporatsii: teoreticheskiy i metodologicheskiy aspekt //Ekonomika, statistika i informatika. – 2015. – №5. – S. 39-45.
21. Julie Dahlquist, Rainford Knight. (2022). *Principles of Finance*. Houston, Texas, Rice University: OpenStax.
22. Grinblatt M., Titman S. Financial markets and corporate strategy, 2nd ed // McGrawHill, Inc. – 2002. – P.77-87.
23. Mohamed Amine Hamdani. (2025). Corporate Finance. Canada, Toronto Academic Press.
24. 2024-yil 1-yarim yilligi bo‘yicha birja sharhi. www.uzce.uz
25. https://www.ngmk.uz/uz/. “Navoiy-kon metallurgiya kombinati" AJning rasmiy veb sahifasi ma’lumotlari.
26. https://pedagoglar.org/02/article/view/3217/2926
27. https://cyberleninka.ru/article/n/suschnost-protsessov-sliyaniya-i-pogloscheniya-kompaniy
28. https://cyberleninka.ru/article/n/mirovoy-opyt-sliyaniy-pogloscheniy-i-ego-ispolzovanie-v-rossiyskoy-ekonomike
29. https://studfiles.net/preview/4269572/
30. https://www.alpha-sense.com/blog/trends/mergers-and-acquisitions-2024/

ZAYNALOV J.R, ALIYEVA S.S., LATIPOVA SH.M., ERNAZAROV N.E.

KORPORATIV MOLIYA

O‘quv qo‘llanma

Muharrir: Z.N. Bobodustov
Musahhih: M.O. Mardiyeva
Texnik muharrir: N. Ergashev

O‘quv qo‘llanma institut Kengashining 2026-yil 25-dekabrdagi majlisida muhokama qilingan va nashrga tavsiya etilgan. (5-sonli majlis bayoni, Ro‘xatga olish raqami 334-25/12).

“BUNYODKOR AVLOD MATBUOTI” MChJ nashriyoti, Samarqand - 2026

ISBN: 978-9910-8595-9-5

Nashrga ruxsat etildi: 31.03. 2026 y.
© “BUNYODKOR AVLOD MATBUOTI” MChJ nashriyoti, Samarqand 2026 y.

5808

2026 yilda chop etildi.
Qog‘oz bichimi A5, 60x84 1/16, Ofset qog‘ozi.
“Times New Roman” garniturasi.
Nashr bosma tabog`i 14.37
Buyurtma № 0036A/26. Adadi 50 nusxa

Samarqand iqtisodiyot va servis institutining matbaa bo`limida chop etildi.
LICENSE № 025316.
REESTR № X-119112.
Manzil: Samarqand shahar, Shoxrux ko`chasi 60-uy.

5808