

O'ZBEKISTON RESPUBLIKASI OLIY VA O'RTA MAXSUS

TA'LIM VAZIRLIGI

TOSHKENT MOLIYA INSTITUTI



“Moliya” kafedrası

“MOLIYA” fanidan

O'QUV-USLUBIY MAJMUA

Bilim sohalari:	100000 – Gumanitar soha; 200000 – Ijtimoiy soha, iqtisod va huquq
Ta'lim sohalari:	110000 – Pedagogika; 230000 – Iqtisod
Ta'lim yo'nalishi:	5230600 – Moliya; 5230700 – Bank ishi; 5230800 – Soliqlar va soliqqa tortish; 5230900 – Buxgalteriya hisobi va audit; 5231200 – Sug'urta ishi; 5231300 – Pensiya ishi; 5231500 – Baholash ishi; 5232000 – Davlat byudjetining g'azna ijrosi

TOSHKENT – 2018

Ushbu O'quv Uslubiy Majmua O'zbekiston Respublikasi Oliy va o'rta maxsus ta'lim vazirligining 201_ yil "___" ___dagi "___"-sonli buyrug'i bilan tasdiqlangan fan dasturi asosida ishlab chiqilgan.

Tuzuvchilar:

- Sharapova M. - TMI "Moliya" kafedrasida katta o'qituvchisi
Umarova A. - TMI "Moliya" kafedrasida katta o'qituvchisi
Ismailova N. - TMI "Moliya" kafedrasida katta o'qituvchisi
Bafoev O. - TMI "Moliya" kafedrasida katta o'qituvchisi

Taqrizchilar:

- Ataniyazov J. – TMI dotsenti, i.f.d.
Xudoyqulov S. – TDIU «Moliya va soliqlar» kafedrasida mudiri, dotsent, i.f.n. (*turdosh OTM*);

Fanning O'quv Uslubiy Majmuasi kafedrasining 201_ yil "___" ___dagi "___"-sonli yig'ilishi muhokamasidan o'tkazilgan va fakultet Kengashida ko'rib chiqish uchun tavsiya etilgan.

Kafedra mudiri

T. Malikov

Fanning O'quv Uslubiy Majmuasi Moliya-iqtisod fakultetining Kengashi muhokamasidan o'tkazilgan va fakultet Kengashida ko'rib chiqish uchun tavsiya etilgan. (201_ yil "___" ___dagi "___"-sonli qaror)

Fakultet dekani

D.Rustamov

Kelishildi:

O'quv-uslubiy bo'lim boshlig'i

T.Baymuratov

O'quv ishlari bo'yicha prorektor

I. Qo'ziyev

Fanning O'quv Uslubiy Majmuasi institut o'quv-uslubiy Kengashining 201_ yil "___" ___dagi "___"-sonli yig'ilishida ko'rib chiqilgan va tasdiqlash uchun tavsiya qilingan.

Fanning O'quv Uslubiy Majmuasi institut Kengashining 201_ yil " _ " _dagi " _ "-sonli majlisi bayoni bilan ma'qullangan.

MA`RUZA MASHG`ULOTI UCHUN MATERIALLAR

1-MODUL. ZAMONAVIY MOLIYANING NAZARIY ASOSLARI

Tayanch so'z va iboralar: zamonaviy moliya (modern finance), moliyaviy tizim (financial system), aktivlar (assets), investitsiyalar uchun aktivlar tanlash, (assetsallocation), majburiyatlar (liability), mulkning sof qiymati, yoki kompaniyaning o'z kapitali (networth), yakka egalik qilish (sole proprietorship), shirkat (partnership), korporatsiya (corporation) birjadan tashqari bozor (over-the-counter market), moliyaviy oqimlar (flow of iunds), ahloqiy risk (moral hazard), yoqimsiz (noqulay) tanlov (adverse selection), umrbod (hayotiy) renta (life annuities), "komitent-komissioner" muammosi (principal-agent problem), qarzlarni ta'minlash printsipli (uslubi) (collateralization), qayd qilingan daromadli vositalar (fixed-income instruments), pul bozori (money market), kapital bozori (capital market), likvidlik (liquidity), qoldiq talab (residual claim), cheklangan javobgarlik (limited liabilities), hosila (yasama) qimmatli qog'ozlar (derivatives), xarid qilish opsiioni, "koll" opsiioni (call option), sotish opsiioni, "put" opsiioni (put option), forward shartnomalar (forward contract), garov bo'yicha foiz stavkasi (mortgage rate), tijorat krediti stavkasi (commercial loan rate), hisob-kitobli pul birligi (unit of account), to'lov muddati (maturity), defolt riski (default risk) , valyuta kursi (exchange rate), daromadlilik egri chizig'i (yield curve), har xil turdagi qimmatli qog'ozlar daromadlilik ko'rsatkichlari farqi (yield spread), kapitalning o'sishi (capital gain), kapital yo'qotilishi (capital loss), nominal narxlar (nominal prices), haqiqiy (real) narx (baho)lar (real prices), nominal foiz stavkasi (nominal interest rate), haqiqiy daromadlilik stavkasi (real rate of return), indekslashtirilgan obligatsiyalar (index-linked bonds), ishlab chiqarish vositalari samaradorligi (productivity of capita goods),

1-mavzu: Zamonaviy moliyaning mazmun-mohiyati va uni o'rganishning obyektiv zarurligi

Reja:

- 1. Zamonaviy moliyaning mazmun-mohiyati**
- 2. "Zamonaviy moliya"ni o'rganishning ob'ektiv zarurligi**

1. Zamonaviy moliyaning mazmun-mohiyati

"Zamonaviy moliya" – o'ziga xos ilmiy-amaliy fan. Unda, afsuski, hanuzgacha amaliyotimizda yetarli darajada e'tibor berib kelinmayotgan hamda qadriga yetilmayotgan **vaqt** va **noaniqlik sharoitida** defitsit pul mablag'larining taqsimlanish masalalari o'rganiladi. Bu o'rinda, "vaqt" va "noaniqlik sharoitida" deb nomlangan so'z va so'zlar birikmasiga jiddiy e'tibor berishingizni so'raymiz. Zamonaviy moliya ilmida bular shunchaki so'zlar yoki so'z birikmalari emas.

Ajablanarlisi shundaki, aynan ular shu ilmning taqdiri va qadr-qimmatini belgilab beradi. Aslida faqat shugina emas, balki har birimizning taqdirimiz va qadr-qimmatimizni belgilab berishda ham vaqt va noaniqlik sharoiti hal qiluvchi ahamiyatga ega.

Shu bois quyidagi savollarga e'tibor bering: faoliyatimiz davomida vaqt va noaniqlik sharoitini hisobga olayapmizmi? Ularning hisobga olinish yoki hisobga olinmaslik darajalari qanday? Tegishli qarorlar, shu jumladan, moliyaviy qarorlar qabul qilayotganimizda ham bu omillarga qay darajada e'tibor berayapmiz? E'tibor berayapmizmi o'zi? Yoki ...? Ular diqqat-markazimizda turibdimi? Yuqoridagi holatlarda aynan shu omil-larning yetarli darajada hisobga olinmayotganligi qanday natijalarga olib kelmoqda? Ularning oqibati nima bo'lmoqda? Natijada "barmoq tishlab", o'yg'a tolib qolmayapmizmi? Kech bo'lganligini, "poyezd ketib qolgan"ligini sezib, afsus-nadomat chekmayapmizmi? Ayrim hollarda "oyog'i kuygan tovuq"dek bezovta bo'lmayapmizmi? Boshimizni har toshga urmayapmizmi? Hech narsani o'zgartira olmasa-da, o'z-o'zimizga "Qani endi ...?" degan savolni qayta-qayta bermayapmizmi? Jumladan, ana shunday holatlarga tushmaslik uchun ham (tushishni istamasligimiz – aniq) zamonaviy moliya "sir"laridan ogoh bo'lmoq lozim.

Bizni yuqoridagi vaziyatlardan qutqarishga ko'mak beruvchi "Zamonaviy moliya" (fani) quyidagi uch analitik "ustun" ustida vujudga keladi:

- vaqt omili (davrlar o'rtasidagi muqobil variantlar tahlili)ni hisobga olgan holda pul mablag'laridan foydalanishni optimal-lashtirish (oqilonalashtirish);
- aktivlar qiymatini baholash;
- portfel nazariyasini ham o'z ichiga oluvchi riskiy boshqaruv.

Yuqorida qayd etilganlarni, o'ziga xos tarzda, "Zamonaviy moliya"ning mustahkam poydevori deb ham atash mumkin. Bu har bir asosiy element ("ustun")larning yadrosi qator tub (fundamental) qonunlar va prinsip-lardan iboratdirki, ular yuqoridagilarning har birida qo'llaniladi.

"Zamonaviy moliya" (fani) ning nima ekanligini anglash, uni to'g'ri idrok etish, u xususda yaxlit tasavvur hosil qilish va tegishli bilimlarga ega bo'lish hamda ulardan amaliyotda foydalanish uchun, eng avvalo, quyidagi uch savolning aniq javobiga ega bo'lmoq lozim:

1. "Zamonaviy moliya" (fani)ning ta'rifi (tavsifi) nima(lar)dan iborat?
2. Nima uchun "Zamonaviy moliya" (fani)ni o'rganish kerak?
3. Zamonaviy moliya" (fani) olamida harakatlanuvchi ikki asosiy "shaxs" (kuch)lar kim (nima)lar va ular tomonidan qabul qilinadigan qaror-larning qanday turli ko'rinishlari mavjud?

Yuqorida qayd etilgan har uch savolning aniq javoblariga ega bo'lish quyidagi ketma-ketlikda ish tutishni taqozo etadi:

1. "Zamonaviy moliya" (fani) ta'rifi (tavsifi) va uni o'rganishning zarurligi;
2. Uy xo'jaliklari va firmalar qabul qiladigan moliyaviy qarorlar;
3. "Zamonaviy moliya"ning fundamental asos (masala)lari.

"Zamonaviy moliya" fani yagona (yaxlit holdagi) "Moliya" fanining bir

(tarkibiy) qismi hisoblanadi. Uning bunday nomlanishi, ma'lum ma'noda, shartli xarakterga ega. Bu joyda ushbu fanning faqat zamonaviy va ayniqsa, uning amaliy jihatlariga maxsus ravishda alohida urg'u yoki e'tibor berilayotgani uchun uni shunday nomlash mumkin.

Shaxslarning ma'lum *vaqt mobaynida* defitsit pul resurslari kirimi (daromadi) va chiqimi (xarajati)ni qanday boshqarishni o'rganishga zamonaviy moliya deyiladi.

Demak, "Zamonaviy moliya" (...finance) shaxs (odam, kishi)larning ma'lum *vaqt mobaynida* defitsit pul resurslari kirimi (daromadi) va chiqimi (xarajati)ni qanday boshqarishlari to'g'risidagi fan hisoblanadi. Moliyaviy qarorlar shunisi bilan ajralib turadiki, kirim (daromad)lar va chiqim (xarajat)lar: a) vaqt oralig'ida tarqatilgan (bir-biridan farq-lanadi, ajratilgan); b) odatda, ularning bo'lajak miqdorini na qaror qabul qiladiganlar va na boshqa biror bir odam bashorat qila olmaydi. Masalan, o'z restoraningizni ochishni baholar ekansiz, barcha xarajatlarni (xonani jihozlash, oshxona anjomlari, stol va stullar, hatto antiqa ichimliklarni bezash uchun mo'jaz qog'oz shamsiyalar, qisqasi, barcha zarur asbob-uskuna-larni sotib olish) va Siz bir necha yildan keyin olishni rejalashtirgan noma'lum daromad (ya'ni, bo'lajak daromadingiz)ni imkon qadar (iloji boricha) aniq hisobga olish kerak.

Muayyan (aniq) moliyaviy qarorni qabul qilib, biznesmen (tadbirkor yoki ishbilarmon) uni moliyaviy tizim yordamida amalga oshiradi (hayotga tatbiq etadi). *Moliyaviy bitimlar tuzish, aktivlar va riskni almashishda foydalaniladigan bozorlar va boshqa institutlar majmuiga moliyaviy tizim* (financial system) *deyiladi*. Bu tizim aksiyalar, obligatsiyalar va boshqa moliya instrumentlari bozori, moliyaviy vositachilar (bank va sug'urta kompaniyalari kabi), moliyaviy xizmatlar taklif etadigan firmalar (masalan, moliya-maslahat firmalari) va shu barcha muassasalar faoliyatini nazorat qiluvchi organlarni o'z ichiga oladi. "Zamonaviy moliya" (fani) oldida turgan eng muhim vazifalardan biri – bu moliyaviy tizim evolyutsiyasi qonuniyatlarini o'rganishdir.

"Zamonaviy moliya" nazariyasi qator konsepsiyalardan iborat bo'lib, bu konsepsiyalar talaba (kitobxon)larga **vaqt omilini** hisobga olgan holda pul resurslarini taqsimlash masalalarini o'rganishga tizimlashtirilgan yondoshuvni, shuningdek, yordamida barcha muqobil variantlar o'rganiladigan va moliyaviy qarorlar qabul qilinib, hayotga tatbiq etiladigan miqdoriy modellar to'plamini taklif etadi. Mazkur asosiy konsepsiyalar va miqdoriy modellar moliyaviy qarorlar qabul qilishning barcha bosqich-larida: avtomobilni sotib (ijaraga) olish yoki o'z biznesini yo'lga qo'yish imkoniyatini baholashda, yirik kompaniyaning moliyaviy direktori tele-kommunikatsiya xizmatlari bozoriga chiqish istiqbollarini belgilayotganda, yoki Jahon banki O'zbekistonda gidro yoki issiqlik elektrostansiya qurilishini moliyalashtirish masalasini hal etayotganda qo'llaniladi.

"Zamonaviy moliya" nazariyasi shunday doktrinaga asoslanadiki, unga ko'ra moliyaviy tizimning eng asosiy vazifasi insonlar ehtiyojini, shu jumladan oziq-ovqat, kiyim-kechak va uy-joyga bo'lgan barcha asosiy hayotiy ehtiyojlarni qondirishdan iborat. Iqtisodiy faoliyatning har qanday sub'ektlari (firmalar ham,

barcha darajadagi davlat hokimiyati organlari ham) ushbu asosiy vazifani bajarishga hissa qo‘shish uchun tashkil etil(adi) gan.

2. “Zamonaviy moliya”ni o‘rganishning ob’ektiv zarurligi

“Zamonaviy moliya” (fani)ni o‘rganishga astoydil kirishmoqchimiz? Uning Siz uchun naqadar zarur ekanligini his etishni istaysizmi? Unda, hech bo‘lmaganda, quyidagi hayotiy misol va savollarga bir e’tibor bering:

- Siz pul to‘plash (jamg‘arish)ni boshladingiz va ularni bankda (gi hisob varag‘ida) saqlamoqdasiz. O‘z mablag‘ingizni biror bir o‘zaro fond¹ga qo‘yishingiz (joylashtirishingiz) to‘g‘ri bo‘ladimi? Agar to‘g‘ri bo‘lsa, aynan qaysi fondga qo‘yish (joylashtirish) kerak?

- Sizga avtomobil kerak bo‘lib qoldi. Uni sotib olish kerakmi yoki shunchaki ijaraga olgan yaxshi (ma’qul)mi?

- o‘quv yurtida o‘qib yurganingizda Siz mardikorlik (masalan, to‘yxona yoki restoranlarda ofitsiantlik) qilib pul topgansiz va o‘qishni tugatgach restoran ochishga ahd (qaror) qildingiz. Sizning shunday qilishingizga bu arziydimi? Umuman, bu to‘g‘ri bo‘ladimi? Buning uchun qancha mablag‘ talab etiladi? Siz bu mablag‘ni qayerdan olishingiz mumkin?

- O‘zbekistonda televizor ishlab chiqaruvchi yirik kompaniyaning moliyaviy direktori Sizdan maslahat so‘ramoqda. U firmasining faoliyat sohasini kengaytirish arziydimi (maqsadga muvofiqmi) yoki yo‘qmi, shuningdek, telekommunikatsiya sohasida biznes bilan shug‘ullanmoqchiligi borasida Sizning fikringizni bilmoqchi. Dastlabki hisob-kitoblarga ko‘ra, yangi biznes tashkil etish uchun firma keyingi bir necha yil ichida qariyb 300 mln. so‘m sarflashi, keyingi yillarda ko‘riladigan iqtisodiy samara esa har yili olinadigan 100 mln. so‘mlik foydada mujassam. Siz unga nima(lar)ni maslahat berasiz?

- Siz Jahon banki mutaxassisleri guruhida ishlaysiz. Guruhning vazifasi O‘zbekistonning qarz so‘rab qilgan murojaatini tahlil qilishdan iborat. Mablag‘ni ulkan loyiha, ya’ni gidro yoki issiqlik elektrostansiya qurilishiga sarflash ko‘zda tutilgan. Bunday vaziyatda Siz nimalarga asoslanib maslahat berasiz?

Bu savollarning haqqoniy yoki asoslangan javoblarini “Zamonaviy moliya”ni o‘rganmasdan ham topaolaman, deb o‘ylamang.

“Zamonaviy moliya” (fani)²ni o‘rganish uchun eng kamida beshta o‘ta muhim sabab bor. Ularni chizmada quyidagicha ko‘rsatish mumkin (navbatdagi betdagi 1.1-rasmga qarang):

Demak, 1.1-rasmdan ko‘rinib turibdiki, xususan, “Zamonaviy moliya”ni:

- o‘z pul mablag‘laridan samarali foydalanish;
- biznes dunyosida muvaffaqiyatli faoliyat yuritish;
- qiziqarli va daromadli karera qilish;
- mamlakat iqtisodiy siyosatiga ta’sir qiladigan ongli fuqarolik qarorlari qabul

¹ Bu o‘rinda «jamg‘arma» so‘zini ishlatmaganimizga xafa bo‘lmang. Chunki “fond” so‘zi o‘zbek tilida ishlatilishi mumkin bo‘lgan xalqaro atamalardan biridir. Bu to‘g‘rida batafsil qarang: o‘sha manba. J. IV. – B. 356.

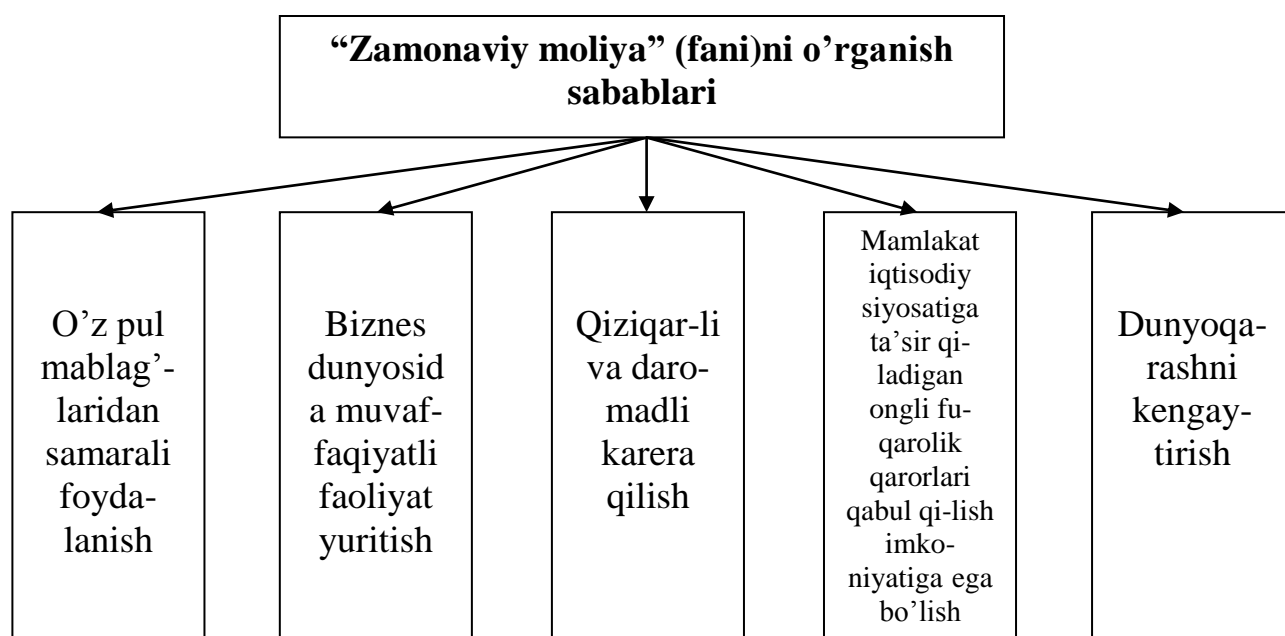
² Bu va bundan keyingi o‘rinlarda «Zamonaviy moliya», «Zamonaviy moliya» fani, «Moliya» fani va «Moliya»lar, ayrim hollarda, teng kuchli so‘z va iboralar shakli va mazmunida ishlatilishi mumkin.

qilish imkoniyatiga ega bo'lish;

- dunyoqarashni kengaytirish uchun o'rganiladi.

Keling, endi bu sabablarni batafsil o'rganib chiqaylik.

Birinchidan, ma'lum moliyaviy prinsiplar va qonunlarni bilish shaxsiy mablag'dan to'g'ri foydalanish imkonini beradi. Shunday ekan, kim bunday imkoniyatlarga ega bo'lishni istamaydi, deysiz?! Siz biror bir moliyaviy bilimsiz yashay olasizmi? Balki yashay olarsiz. Ammo, odam moliya sohasida butkul omi (savodsiz) bo'lsa, boshqalarga to'liq qaram bo'lib qoladi³. Yoki Siz bunga ishonmaysizmi? Bir aqidani eslang-a?: "Ahmoq puli bilan tez xayrlashadi!". Bu – bekordan-bekorga aytilgan emas. Bu ham hayot sinovlaridan muvaffaqiyatli o'tgan – aksioma. U isbot talab qilmaydi. Va aksincha, "Pul bo'lsa, changalda sho'rva", "Vaqt – bu pul" degan maqollar bekordan-bekorga kundalik hayotimizga shiddat bilan kirib borib, tobora dolzarbroq ahamiyat kasb etayaptimi?! Ijobiy ma'noda "Hammasini pul hal qiladi", deb ham bejizga aytilmayapti-ku?! Bunday sharoitda pulingiz bilan tezda xayrlashadigan ahvolda bo'lsangiz, unda nima qildik?



1.1-rasm. **“Zamonaviy moliya” (fani)ni o'rganish sabablari.**

Hayotda moliyaviy maslahatchiga biror masalada maslahat so'rab murojaat qilinadigan vaziyat ko'p va tez-tez bo'lib turadi. Bugungi kunda ko'plab xususiy maslahatchilar va maslahat firmalari: bank xodimlari, fond va sug'urta brokerlari, o'zaro fondlarning qimmatli qog'ozlarini sotuvchi kompaniya xodimlari va ko'plab shu kabi shaxslar shunday xizmatlarni taklif etadilar. Ko'pincha bunday maslahatlar bepul beriladi, chunki yordam so'rab murojaat qilgan mutaxassis yaqin kunlar (kelajak)da kompaniyaning yoki tegishli mutaxassisning potensial (salohiyatli) mijozi(ga) bo'lishi (aylanishi) mumkin. Ammo, olingan maslahatning sifatini qanday baholasa bo'ladi? Sizni chuv tushirib ketishmadimikan? Balki, "oltin tog'" va'da qilinib, qo'yingiz puch yong'oqqa to'ldirilgandir? "Zamonaviy

³ Bunday ahvolga tushib qolishni sira istamasligimiz mutlaqo aniq!

moliya” (fani)ni chuqur o‘rganibgina shunday ob‘ektiv baholash uchun zarur asosiy me‘zonlar bilan tanishish mumkin.

Misol: Siz o‘zingiz uchun “Moliyaviy maslahatchining maslahati kerakmi?”, degan savolga javob topmoqchisiz. Buning uchun quyidagi **foydali maslahatlardan** ogoh bo‘lsangiz, foydadan xoli bo‘lmas yoki ayni muddao!

Faraz qilaylik, Siz 50,0 mln. so‘mlik moliyaviy aktivlar portfel⁴i (shu jumladan, pensiya (nafaqa) hisob varaqlari)ga, uy-joy, oddiy qarz majburiyatlari va aksiyalar opsioniga egasiz. Vaqti kelib, Siz bugungi kunda kapital qo‘yilmalaringiz qanchalik oqilona ekanini, pensiya (nafaqa) jamg‘armangiz yetarlimi yoki yo‘qmi va o‘z investitsiyalaringizning samara-dorligini oshirish uchun yana qanday choralar ko‘rish (masalan, uzoq muddatli sug‘urta polisi olish yoki o‘z hayotingizni sug‘urta qilish) kerakligini bilishni istadingiz. Xullas, bir qancha reklama broshyuralarini o‘qib, katta tajribaga ega mutaxassisni tanladingiz. Mutaxassis o‘z mijozlaridan olgan tavsiyanomalarni Sizga taqdim etdi. U yaxshi inson. Xo‘sh, endi nima qilish kerak?

Bunday vaziyatda mana nimani kutsa bo‘ladi: moliyaviy maslahatchilarning aksariyati (ko‘pchiligi) – yoki brokerlar, yoki sug‘urta agentlari bo‘ladi. Ularning vazifasi Sizni o‘z investitsiyalaringiz tarkibi va yo‘na-lishini o‘zgartirishga ishontirishdan iborat (axir, ana shuning evaziga ular daromad oladilar-da!). Bundan tashqari, ba‘zi maslahatchilar o‘z xizmat-larini xuddi yurist va buxgalterlar kabi soatbay baholaydilar. O‘zini zamonaviy moliya borasida maslahatchi deb ataydiganlarning taklifini tushunib olishingiz va to‘g‘ri qaror qabul qilishingiz uchun bir necha maslahat beramiz. Ularning eng muhimlari quyidagilardan iborat:

1. Yaxshi tavsiyalarga ishonmang. Ehtimoldan holi emas, bojangiz yoki qadrdon bo‘lib qolgan o‘rtog‘ingiz o‘z moliyaviy maslahatchisini og‘iz ko‘pirtirib maqtaydi. Ammo u o‘zining muayyan investitsiyalari va haqiqiy daromadlari to‘g‘risida aniq ma‘lumot bermaguncha uning maslahatlari o‘z mexanigini unda faqat texnik yordam mashinasi borligi uchungina maqtayotgan kishining gaplaridan ko‘ra ishonchli emas. Faqat do‘stlaringiz muhokama qilayotgan masala mohiyatini tushunishlariga ishonch hosil qilgandan keyingina ularning gaplariga ishonib. Axir, o‘zbeklarda “Chumchuq so‘ysa ham – qassob so‘ysin!”, - deb bekorga aytilmagan-ku!;

2. Diplo va turli guvohnoma-yu, sertifikat⁵larga doim (ko‘p hollarda) ham ishonavermang. Inson moliyaviy maslahatchi lavozimini egallashining o‘zi u tegishli litsenziyaga ega ekanini, ko‘plab imtihonlar topshirganini va doimiy, masalan dunyoning nufuzli joylarida (Davos, Sankt-Peterburg va h.k.) o‘tkaziladigan konferensiyaga o‘xshash ko‘plab konferensiyalar ishtirokchisi

⁴ “Portfel” fransuzcha “portefeuille” so‘zidan olingan bo‘lib, a) kitob, daftar, hujjat kabilar solib olib yuriladigan dastali va qopqoqli maxsus sumka; b) nashriyotlarda, gazeta, jurnal muharririyatlarida navbatdagi nashr uchun to‘plangan qo‘lyozma materiallar majmui ma‘nolarida ishlatiladi. Qarang: o‘sha manba. J. III. –B. 299. Shu munosabat bilan bu yerda “portfel” so‘zi, ko‘chma ma‘noda bo‘lsa-da, shunga yaqin ma‘noni anlatib, uni “moliyaviy aktivlar majmuini o‘zida mujassam etuvchi maxsus sumka” sifatida talqin qilish mumkin.

⁵ “Sertifikat” fransuzcha “certificat”, lotincha “sertum” – aniq, to‘g‘ri, rost + “facere”- qilmoq. Bu yerda “biror narsa, voqea haqidagi rasmiy yozma guvohnoma; diplom”. Qarang: o‘sha manba. J.III. – B. 488.

bo'lganini anglatadi. Undan tashqari, hozirgi sharoitda dunyoning juda ko'p mamlakatlarida tegishli shaxslarni tijorat asosida ana shunday hujjatlar bilan ta'minlovchi ko'plab firmalar ham faoliyat ko'rsatmoqda. Shu bois, uning diplom va guvohnoma-yu, sertifi-katlariga ishonishdan oldin undan moliyaviy maslahatchi bo'lgunga qadar nima ish qilganini so'rang. Ko'pchilik bu faoliyat sohasiga savdo sohasidan keladi. Ammo borgan sari ko'pchilik moliyaviy maslahatchilar buxgalterlik, muhandislik, o'qituvchilik va yuridik tajribaga ega kishilar bo'lib chiqmoqda. Esda tuting: faqat ularning oldingi ixtisoslashuvini inobatga olgan holdagina, Siz ularning professional (kasbiy) bilimlaridan o'z manfaatingiz yo'lida nafli tarzda foydalana olishingiz mumkin. Buning ustiga, yuqorida ta'kidlanganidek, bu yerda ham o'zbeklarda "Chumchuq so'ysa ham – qassob so'ysin!", - deb bekordan-bekorga aytilmagani esingizdan chiqmasin;

3. Qizil bayroqlar. Sizga bozor narxi juda arzon aksiyalarni, soliqni ushlab qolish (to'lamaslik) huquqini (tax lien), turli tangalar, san'at asarlari, uchqur otlarni sotishga intiladigan va qisqa muddat ichida pulingizni bir necha barobar ko'paytirib berishga harakat qilayotgan har qanday maslahatchidan uzoqroq yurganingiz ma'qul. Shuning uchun esingizda tursin: bozorlarni, yoki biror "sir tutiladigan" strategiyadan ogohlugini baralla aytayotgan har qanday inson yoki ahmoq, yoki firibgardir.

Ikkinchidan, "Zamonaviy moliya"ni o'rganishning sababi shundan iboratki, moliya sohasida asosiy bilimga ega bo'lish har qanday faoliyat sohasi uchun ham zarur. Hatto moliya sohasini o'z ixtisosi sifatida tanlamagan kishi uchun ham moliyachilar foydalanadigan konsepsiya, usul va terminologiyani bilish zarur. Masalan, o'zingiz to'laydigan daromad solig'i yoki mol-mulk solig'i xususida, hech bo'lmaganda, eng oddiy tasavvurlarga ega bo'lmasangiz, u holda soliqchi yoki soliq organi tomonidan "chalingan har qanday musiqa"ga o'ynashdan o'zga chorangiz qolmaydi. Olayotgan pensiyangizga nisbatan ham xuddi shunday fikrni bildirish mumkin va h.k. "Musiqa" qonuniy chalingan bo'lsa-ku, yaxshi-ya, ammo aksincha bo'lsa-chi? U holda, hech bo'lmaganda, bu unga shu mutaxassislar bilan bemalol muloqot qilish va o'z muammolarini hal qilish uchun ularni jalb qilish imkonini beradi.

Uchinchidan, ajab emas (ehtimol), Sizni zamonaviy (amaliy) moliya sohasida karera qilish qiziqtirib qolsa. Sir emas, bu sohada karera qilish uchun ulkan imkoniyatlar borki, kelajakda ular o'z samarasini beradi, albatta. Buning uchun inson zamonaviy moliyaning barcha sir-asrorlarini egallashi lozim. Moliyachilarning aksariyat qismi iqtiso-diyotning moliya sohasida – banklarda, sug'urta kompaniyalarida yoki investi-tsiyalarni boshqarish sohasida ishlaydi. Ammo ko'pchilik moliyachi mutaxassislar xoh xususiy bo'lsin, xoh davlat tashkiloti, nomoliya tashkilot-larining moliya bo'yicha boshqaruvchisi sifatida faoliyat yuritadilar. Ba'zilar esa akademik karerani afzal ko'radilar.

Uy xo'jaliklari, xususiy firmalar va hukumat tashkilotlari doimo moliyaviy maslahatchilar maslahatlariga muhtoj bo'ladilar (ehtiyoj sezadilar). Bundan tashqari, moliya sohasida ta'lim olish kelajakda tashkilot rahbari sifatida karera qilish uchun ishonchli poydevor bo'lishi mumkin va bo'ladi ham. Shu o'rinda,

bilib qo‘ying: dunyodagi yirik korpo-ratsiyalarning oliy toifadagi rahbarlari o‘z mehnat faoliyatini, dastlab, aynan moliyachi sifatida boshlaganlar.

To‘rtinchidan, moliya tizimi tub asoslari mohiyatini tushunish asoslangan fuqarolik qarorlari qabul qilish uchun zarur. Moliya tizimi iqtisodiy hayoti bozor munosabatlariga asoslangan har qanday jamiyat infratuzilmasining eng muhim qismi hisoblanadi. Keng tarqalgan fikrga ko‘ra moliya institutlari ishini to‘g‘ri tashkil etish mamlakatning iqtisodiy o‘sishi va taraqqiyoti uchun puxta zamin yaratadi. Biz, fuqaro sifatida, ko‘pincha siyosiy qarorlar qabul qilishimizga to‘g‘ri keladi. Bu qarorlar, oxir oqibat, mamlakat moliyaviy tizimi ishiga o‘z ta‘sirini ko‘rsatadi. Masalan, depozitlarning hukumat tomonidan sug‘urtalanishiga qarshi chiqayotgan yoki fond bozoridagi bitimlar ustidan qat‘iy nazorat o‘rnatishga chaqirayotgan siyosatchiga ovoz berish to‘g‘ri bo‘ladimi? Agar shunday qilinsa, buning oqibati nimalarga olib kelishi mumkin?

Beshinchidan, ko‘pchilik shunchaki o‘z bilim doirasini kengaytirish uchun ham “Zamonaviy moliya”ni o‘rganadi va shunga qiziqadi. Zamonaviy moliya qonuniyatlarini bilish dunyoqarashni kengaytiradi va tashqi dunyo qaysi qonuniyatlarga asosan rivojlanayotganini bilishga yordam beradi.

Moliya sohasidagi ilmiy izlanishlar uzoq tarixga ega. A. Smitning 1776 yilda chop etilgan “Xalqlar boyligi tabiati va sabablari borasida tadqiqotlar” kitobini ko‘pchilik iqtisod fani (ilmi)ning ibtidosi deb hisoblaydilar. So‘ngi yillarda zamonaviy moliya nazariyasi moliya sohasiga ixtisoslashgan iqtisodchilar tomonidan ishlab chiqilmoqda va takomil-lashtirilmoqda. Bu 1990 va 1997 yillarda iqtisod sohasida Nobel muko-fotiga moliya nazariyasi va amaliyotiga ulkan hissa qo‘shgan olimlar sazovor bo‘lganligi bilan ham tasdiqlanadi⁶.

2-mavzu. Moliyaviy qarorlar

Reja:

- 1. Uy xo‘jaliklari qabul qiladigan moliyaviy qarorlar**
- 2. Firmalar qabul qiladigan moliyaviy qarorlar**

1. Uy xo‘jaliklari qabul qiladigan moliyaviy qarorlar

Odatda, tarkibi va hajmi (o‘lchami) turlicha bo‘lgan oilalar uy xo‘jaliklari deb ataladi. Bunda qutbning bir tomonida (bir tarafida) bir necha avlod vakillaridan tashkil topgan, bir uyda yashaydigan va ma‘lum iqtisodiy resurslarga birgalikda egalik qiladigan katta oilalar tursa, qutbning ikkinchi tomonida (qarama-qarshi tarafida) bir o‘zi yashaydigan va an‘anaviy oila tushunchasiga mos kelmaydigan yakka inson turadi. Ammo “Zamonaviy moliya”da bunday oila ham uy xo‘jaligi hisoblanadi.

Amaliyotda uy xo‘jaliklari tomonidan, odatda, to‘rt xil moliyaviy qarorlar qabul qilinishiga to‘g‘ri keladi. Ularni quyidagi guruhlariga ajratish mumkin:

⁶ 1990 yilda iqtisod sohasida Nobel mukofoti Garri Markovits (Harry Markowitz), Merton Miller (Merton Miller) va Vilyam Sharpga (William Sharpe) moliya nazariyasi va amaliyoti rivojiga ulkan ta‘siri bo‘lgan ilmiy hissasi uchun berilgan.

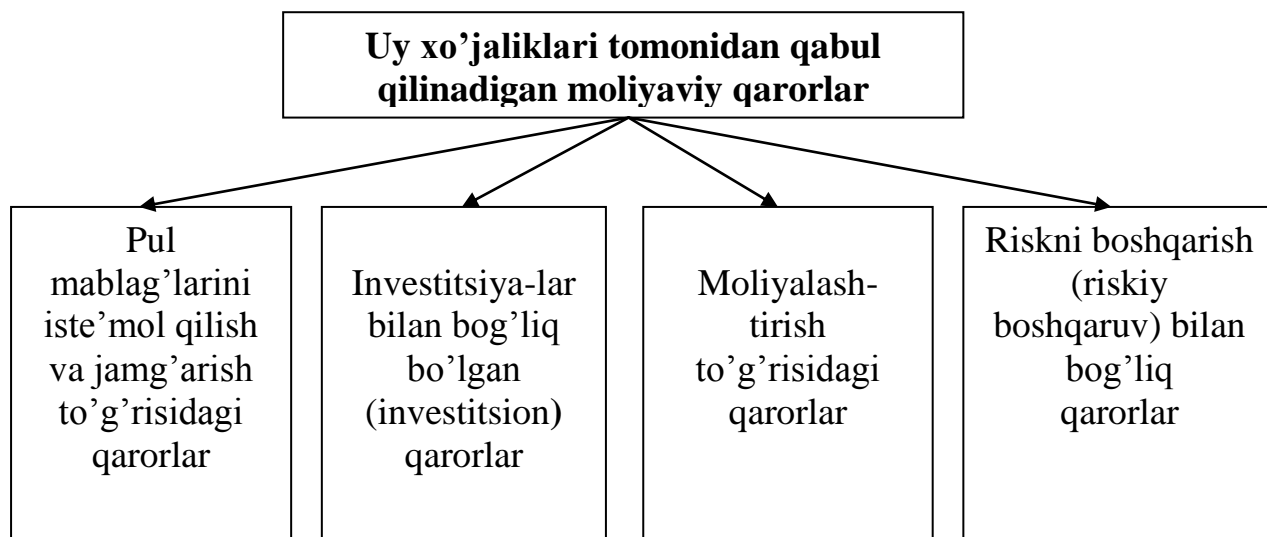
1. Pul mablag'larini iste'mol qilish va jamg'arish to'g'risidagi qarorlar. Oila boyligining qaysi qismini iste'molchilik ehtiyojlariga sarflash mumkin? Joriy daromadning qaysi qismini kelajakda sarflash uchun saqlab qo'yish va jamg'arib borish kerak?

2. Investitsiyalar bilan bog'liq bo'lgan (investitsion) qarorlar. Mavjud jamg'armalarni qaysi (qanday) aktivlarga yo'naltirish (joylash-tirish) kerak?

3. Moliyalashtirish to'g'risidagi qarorlar. Uy xo'jaligi o'z iste'molchilik va investitsion rejalarini amalga oshirish uchun qachon va qay tarzda qarz olingan mablag'dan foydalanishi kerak?

4. Riskni boshqarish (riskiy boshqaruv) bilan bog'liq qarorlar. Uy xo'jaliklari qanday qilib va qanday shartlarda moliyaviy vaziyat mavhumligi (noaniqligi) darajasini kamaytirishlari kerak va yo'l qo'yiladigan risk darajasini qachon oshirishlari zarur?

Shunday qilib, uy xo'jaliklari tomonidan qabul qilinadigan moliyaviy qarorlarni chizmada quyidagicha aks ettirish mumkin (2.1-rasm):



2.1-rasm. Uy xo'jaliklari tomonidan qabul qilinadigan moliyaviy qarorlar.

Uy xo'jaliklari o'z daromadlarining ma'lum qismini kelajakda sarflash uchun jamg'arib qo'yishlari natijasida ular umumiy boylik jamg'armasini (pool of wealth) to'plab qo'yadilar. Va ular turli shakllarda saqlanishi mumkin. Kimdir pullarni bankdagi hisob raqamlarida saqlashni afzal ko'rsa, kimdir ko'chmas mulkka yoki biror biznesga tikadi (yo'naltiradi, joylashtiradi). Bu mablag'larning umumiy nomi bor. Ular aktivlar (assets)

nomini olgan. *Iqtisodiy qiymatga ega bo'lgan barcha narsalar aktivlar deyiladi.*

Uy xo'jaliklarining o'zlari to'plagan mablag'larni sarflash borasida qaror qabul qilish jarayoni xususiy investitsiyalash (asset allocation) yoki pul mablag'larini turli aktivlar turlari o'rtasida taqsimlash deb ataladi.

Xususiy uy sotib olish bilan bir qatorda odamlar ko'pincha o'z mablag'larini

moliyaviy aktivlarga, masalan aksiya yoki obligatsiyalarga tikadi (joylashtiradi, qo'yadi)lar. Agar odam pul qarz olsa, u o'zida yuzaga kelgan qarz majburiyati (liability) bilan bog'liq ma'lum javobgarlikni o'z zimmasiga oladi. Boshqacha qilib aytganda, unda qarz paydo bo'ladi. Uy xo'jaligi boyligi yoki mulkining **toza (sof) bahosi (qiymati)** (net worth) uning mulki bahosidan uning qarz majburiyatlari summasini ayirish orqali aniqlanadi.

Masalan, faraz qilaylik, Siz 100 mln.so'm turadigan uy egasiz va bankdagi hisob raqamingizda 20 mln.so'mingiz bor. Bundan tashqari, Siz bankka 80 mln. so'm qarzsiz. Bu summani Siz uy sotib olayotganda bankdan ko'chmas mulkni garovga qo'yish evaziga olgansiz (majburiyat), va 5 mln. so'm miqdorida kredit kartochkasi bo'yicha to'lanmagan xarajatlaringiz bor. Hisob-kitoblar shuni ko'rsatadiki, uy xo'jaligingizdagi mulkning haqiqiy bahosi 35 mln. so'mni tashkil etadi: jami aktivlardan (120 mln. so'm) qarz majburiyatlari summasi (85 mln. so'm) ayirib tashlanadi. Oxir hisobda (pirovardida) jamiyatning har qanday resurlari uy xo'jaliklariga tegishli. Chunki aynan ular firma egalidir (yoki to'g'ridan-to'g'ri, yoki aksiyalarga, hayotni sug'urtalash bo'yicha polislarga egalik qilish yoki pensiya rejalarida ishtirok etish orqali) va soliq to'laydilar. Bu soliqlar esa, davlat tomonidan sarflanadi.

Odamlarning ehtiyoji moliya nazariyasida mavjud narsa sifatida talqin etiladi. Bu ehtiyojlar vaqt o'tib o'zgarishi mumkin. Lekin buning qanday qilib va nima uchun yuz berishi mazkur nazariya chegaralaridan tashqariga chiqadi. Unga ko'ra, odamlarning hatti-harakatini o'z ehtiyoj-larini qondirishga intilishlari bilan tushuntirish mumkin bo'lsa, firmalar, davlat korxonalarini va tashkilotlari faoliyatini shu faoliyat odamlarning farovonligiga qanday qilib ta'sir qilishi nuqtai nazaridan baholanadi.

1-nazorat uchun savol

Uy xo'jaliklari qabul qilishiga to'g'ri keladigan moliyaviy qarorlarning to'rtta asosiy turi qanday (nimalardan iborat)? Har biriga misol keltiring.

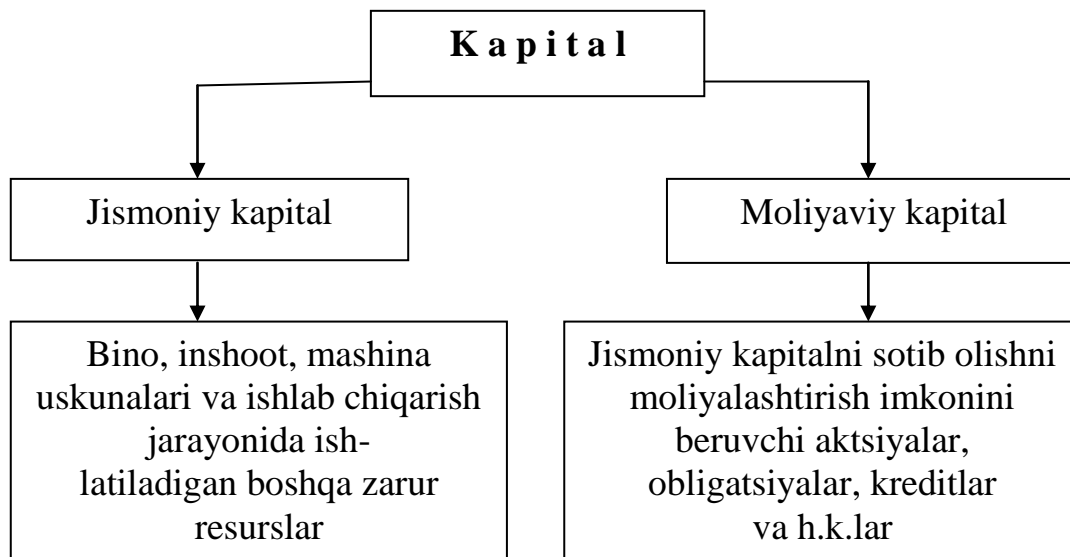
2. Firmalar qabul qiladigan moliyaviy qarorlar

Asosiy vazifasi tovar ishlab chiqarish va xizmat ko'rsatishdan iborat bo'lgan iqtisodiy faoliyat sub'ekti (boshqacha qilib aytganda, iqtisodiyot sub'ekti) firma deb ataladi. Xuddi uy xo'jaliklari kabi firmalar ham turli shakl va hajm (o'lcham)da bo'ladi. Bunda, bir taraf (qutb)da bitta odamga tegishli yoki oilaviy biznes hisoblangan ustaxonalar, do'konlar va restoranlar tursa, ikkinchi taraf (qutb)da – yuzlab, ba'zida *Mitsubishi* yoki *General Motors*, *Gazprom*, *Rosneft*, "*O'zbekneftgaz*" kabi minglab odamlar ishlaydigan, aksiyador sherik egalari ko'p korporatsiyalar turadi. *Firmalar darajasida moliyaviy qarorlar qabul qilish masalalari bilan shug'ullanadigan moliya sohasi korxonalar moliyasi yoki korporativ moliya (business or corporate finance) deb ataladi.*

Tovar ishlab chiqarish yoki xizmat ko'rsatish uchun har qanday firma, hajmi (o'lchami)dan qat'iy nazar *kapital*⁷ga ega bo'lishi kerak. Bino, inshoot, mashina

⁷ Ona tilimizga "kapital" so'zi nemischa "kapital" va lotincha "capitalis" so'zlaridan kirib kelgan bo'lib, so'zma-

uskunalari va ishlab chiqarish jarayonida ishlatiladigan boshqa zarur resurslar firmaning *jismoniy kapitali* hisoblanadi. *Firmalarga jismoniy kapitalni sotib olishni moliyalashtirish imkonini beruvchi aksiyalar, obligatsiyalar va kreditlar moliyaviy kapital deyiladi.* Bularni chizmalı ko‘rinishda quyidagicha aks ettirsa bo‘ladi (2.2-rasm):



2.2-rasm. Kapitalning eng umumiy tarkibiy tuzilmasi

Birinchi gal (navbat)da har qanday firma aynan qanday biznes bilan shug‘ullanishini belgilab olishi kerak va bu jarayon *strategik rejalash-tirish* deb ataladi. Strategik rejalashtirish vaqt omilini inobatga olgan holda xarajat va daromadni baholash bilan bog‘liq ekan, ko‘p jihatdan, uni moliyaviy qarorga kiritish mumkin.

Ko‘pincha, firma o‘zining mahsulot liniyasi (yo‘nalishi)dan kelib chiqqan holda asosiy yo‘nalishga ega bo‘ladi va shu bilan bir qatorda birinchisi bilan o‘zaro bog‘liq boshqa faoliyat bilan ham shug‘ullanadi. Masalan, kompyuter ishlab chiqaradigan firma o‘z faoliyatining ma‘lum bosqichida kompyuterlarga xizmat ko‘rsatish faoliyati bilan ham shug‘ullanishga ahd qilishi mumkin.

Vaqt o‘tishi bilan kompaniyaning strategik maqsadlari o‘zgarishi, o‘zgarganda ham keskin o‘zgarishi mumkin. Ba‘zi korporatsiyalar bir vaqtning o‘zida biznesning bir-biri bilan mutlaqo bog‘liq bo‘lmagan sohalarida ishlashi uchrab turadigan hol. Bundan tashqari, shunaqasi ham bo‘ladiki, firma o‘zining dastlabki faoliyati bilan umuman shug‘ullanmay qo‘yadi, natijada firmaning nomi uning bugungi vazifalari va maqsadlariga mutlaqo mos kelmay qoladi.

Masalan, *ITT Corporation (International Telephone and Telegraph)* korporatsiyasini eslaylik. Korporatsiya 1920 yilda telefon va telegraf xizmatlarini va tegishli asbob-uskunalarini taklif etuvchi kompaniya sifatida tashkil etilgan. XX

so‘z “bosh”, yoki “asosiy” deb tarjima qilinsa-da, iqtisodiy nuqtai-nazardan, eng oddiy tarzda, quyidagi ma‘nolarda ishlatilishi mumkin: a) o‘zini o‘zi ko‘paytirish uchun foydalaniladigan, o‘z egasiga foyda, daromad keltiradigan boylik (qimmatli qog‘ozlar, pul mablag‘lari, moddiy mol-mulk va sh.k); b) katta mablag‘, ko‘p pul, boylik; v) kimgadir katta boylik, qadriyat hisoblangan, muhim ahamiyatga ega bo‘lgan, ahamiyatga molik narsa. Qarang: o‘sha manba. J.II. –B. 316.,

asrning 70-yillarida *ITT* ulkan ko'p millatli konglomerat⁸ga aylandi. Asosiy faoliyatidan tashqari firmaning faoliyat doirasiga sug'urta, harbiy kiyim-bosh tikish, non mahsulotlari, yog'och-taxta, bog'dorchilik mahsulotlari ishlab chiqarish, shuningdek tog'-kon ishi va avtomobillarni ijaraga berish kirar edi. O'tgan asrning 80-yillari davomida kompaniya shu faoliyat turlarining ko'pchiligi bilan shug'ullanmay qo'ydi va butun diqqat-e'tiborini mehmonxona va qimor biznesiga qaratdi. 1996 yilga kelib esa, korporatsiya umuman telefon va telegraf uskunalari ishlab chiqarmay qo'ydi va telekommunikatsiya xizmatlari ko'rsatishni to'xtatdi.

Firma qanday faoliyat turi bilan shug'ullanishini uzil-kesil belgi (aniq)lab olgach, kompaniya menejerlari fabrika, mashina uskunalari, tadqiqot o'tkaziladigan laboratoriyalar, ko'rgazma zallari, ulgurji omborxonalar va boshqa uzoq muddatli aktivlar qurish va sotib olish rejasini ishlab chiqishlari hamda buning barchasini boshqaradigan xodimlarni o'qitish loyihasini tayyorlashlari kerak bo'ladi. Bu jarayon *investitsiyalarni rejalashtirish (capital budgeting process)* deb ataladi.

Bunday tahlil birligi *investitsion loyiha (investment project)* hisoblanadi. Investitsiyalarni rejalashtirish har bir yangi investitsion loyiha uchun asosiy niyat (maqsad)larni belgilash, ularga baho berish, eng manfaatli niyat (maqsad)ni tanlash va ularni amalga oshirish usullarini ishlab chiqishdan iborat.

Firma aynan qanday loyihalarni amalga oshirishini belgilab olgandan so'ng shu loyihalar qay tarzda moliyalashtirilishini aniqlashi kerak. Investitsiyalarni rejalashtirish bilan bog'liq qarorlardan farqli o'laroq kapital tuzilmasiga taalluqli qarorlarni qabul qilayotganda tahlil birligi alohida investitsion loyiha emas, balki firmaning butun o'zidir. Kapital tuzilmasini aniqlash jarayoni firma faoliyatining amaliy moliyaviy rejasini ishlab chiqishdan boshlanadi, shundan keyin moliyalashtirishning optimal tuzilmasini ishlab chiqishga kirishish mumkin.

Firmalar turli-tuman moliyaviy instrumentlarni muomalaga chiqa-rishi mumkin. Bu tashkillashtirilgan bozorlarda savdo (sotuv)ga chiqari-ladigan standartlashtirilgan qimmatli qog'ozlar – oddiy va imtiyozli aksiyalar, obligatsiyalar va konvertatsiya qilinadigan qimmatli qog'ozlar bo'lishi mumkin. Shuningdek, korxonaga qo'yilgan bozordan tashqari (nobozoriy) moliyaviy talablar (claims), ya'ni bank ssudalari, xodimlar uchun opsiya, ijara shartnomalari va pensiya ta'minoti bo'yicha majburiyatlar ham savdo (sotuv)ga qo'yilishi mumkin.

Korporatsiya kapitali tuzilmasi kapitalning ma'lum qismi egalari-dan har biri korporatsiya daromadining qancha qismini olishini belgilab beradi. Masalan, obligatsiya egalari, odatda, belgilangan (qat'iy) to'lovlar olib turadi, aksiyadorlarga esa daromadga da'vogarlarning barchasi o'z ulushini olgandan keyin qolgan mablag' to'lanadi. Kompaniya ishining qanday nazorat qilinishi qisman kapital tuzilmasiga bog'liq. Odatda, aksiyadorlar firmani direktorlar kengashiga o'z

⁸ "Konglomerant" lotincha "conglomeratus" so'zidan olingan bo'lib, so'zma-so'z "to'dalangan, yig'ilgan, to'plangan" deb tarjima qilinib, jumladan, "turli-tuman jins, predmet va qismlarning tasodifiy mexanik ko'shilmalardan iborat narsa; qurama" ma'nolarida ishlatiladi. Qarang: o'sha manba. J.II. –B. 398.

vakillarini saylash huquqidan foydalanish holda boshqaradilar, obligatsiyalar chiqarish va kompaniyaning boshqa kredit kelishuvlariga kirishi, ko'p hollarda, undan ma'lum shartlarni bajarishni taqozo etadi, *ushbu shartlar, o'z navbatida, kreditorlar bilan tuzilgan tegishli shartnomalarda ko'zda tutilgan bo'ladi* (covenants) va boshqaruv xodimlari faoliyatini cheklaydi. Ushbu shartnoma cheklovlari tufayli kreditorlar ma'lum darajada kompaniya menejerlarining ishi (faoliyati)ni nazorat qila oladilar.

Aylanma kapitalni boshqarish sifati firma muvaffaqiyatiga ulkan ta'sir ko'rsatadi. Agar menejerlar kompaniyaning kunlik moliyaviy ishlariga doimiy diqqat qilmasalar (e'tibor bermasalar), eng oqil tuzilgan uzoq muddatli reja ham ko'ngildagidek amalga oshmasligi mumkin. Hatto o'sib kelayotgan muvaffaqiyatli firmada ham kiruvchi va chiquvchi pul oqimlari vaqt jihatidan aniq bir-biriga mos tushmasligi mumkin. Menejerlar mijozlar o'z hisoblari bo'yicha to'lovlarni vaqtida amalga oshirishlarini muntazam tekshirib turishlari kerak va hokazo. Boshqacha qilib aytganda, menejerlar firma moliyasi ustidan umumiy boshqaruvni shunday amalga oshirishlari kerakki, pul mablag'larining operatsion defitsiti doimo to'ldirilib turishi, ortiqchasi yaxshi daromad olib keladigan tarzda investitsiya qilinishi kerak⁹.

Firma moliyaviy qarorlar qabul qilishi vaqtidagi har bir qaror, xoh u investitsiyalash, xoh moliyalashtirish yoki aylanma kapitalni boshqarish masalasi bo'lsin, muayyan ishlab chiqarish texnologiyasiga, shuningdek tadbirkorlik faoliyatini boshqarish tizimi, soliq tizimi va firma faoliyat yuritadigan raqobat muhiti kabi omillarga bog'liq. Firma tanlaydigan moliyaviy siyosat variantlari ham bir-biri bilan uzviy bog'liqdir.

2-nazorat uchun savol

Firmalar qabul qilishiga to'g'ri keladigan moliyaviy qarorlarning to'rtta asosiy turi qanday? Har biriga misol keltiring.

3-mavzu. Zamonaviy moliyaning fundamental (tub) masalalari

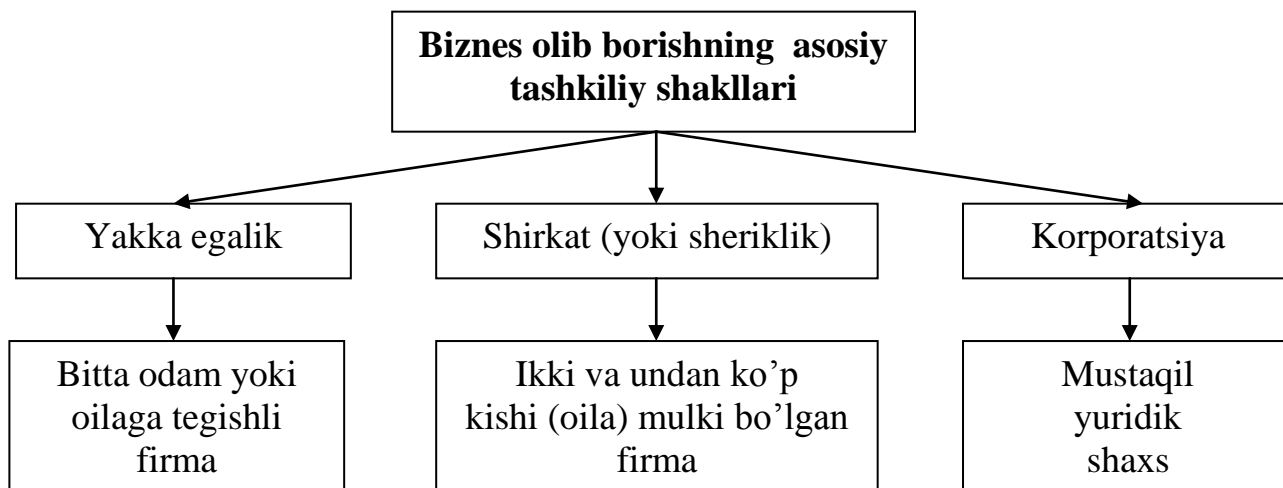
Reja:

- 1. Biznesning tashkiliy shakllari va ularning moliyaviy qarorlar qabul qilishga ta'siri**
- 2. Mulkka egalik huquqi (mulk)ni boshqaruvdan ajratishning moliyaviy sabablari**
- 3. Korporativ menejmentning asosiy vazifasi va uning moliyaviy jihatlari**
- 4. Bozor intizomi: kompaniyalarning "yutib yuborilishi" va uning moliyaviy natija (oqibat)lari**
- 5. Korporatsiyada moliyachining tutgan o'rni**

⁹ Amaliyotimizda bunga qay darajada rioya qilinayotir? Uning natijasi qanday bo'layapti? Misollar keltira olasizmi? Unga, eng umumiy tarzda, qanday baho bergan bo'lur edingiz? Nima uchun?

1. Biznesning tashkiliy shakllari va ularning moliyaviy qarorlar qabul qilishga ta'siri

Biznes olib borishning uchta asosiy tashkiliy shakli mavjud: yakka egalik, shirkat (yoki sheriklik) va korporatsiya (3.1-rasm).



3.1-rasm. **Biznes olib borishning asosiy tashkiliy shakllari**

Yakka egalik (sole proprietorship), bitta odam yoki oilaga tegishli firma bo'lib, unda barcha aktivlar va majburiyatlar bir vaqtning o'zida firma egasining mulki hisoblanadi. Yakka mulkdor firmaning qarzlari va boshqa majburiyatlari bo'yicha *cheklanmagan majburiyatlarga* yoki *cheklanmagan mas'uliyatga* (unlimited liability) ega. Bu degani, agar firma kompaniya kreditorlarining talablarini qondirish uchun o'z qarz majburiyatlarini bajara olmasa, u holda kompaniya egasining istalgan mulki xatga olinishi mumkin.

Ko'pchilik firmalar o'z faoliyatini mulkka yakka egalik sifatida boshlaydi. Keyinchalik kengayib, oyoqqa turgan sari o'z tashkiliy shaklini o'zgartiradi. Ammo, shunaqasi ham bo'ladiki, biznes – restoran, ko'chmas mulk agentligi yoki kichkina ustaxona – butun faoliyat davomida yakka mulkligicha qolishi ham mumkin.

Shirkat (partnership) – bu ikki va undan ko'p kishi (oila) mulki bo'lgan firma. Ular sherik deb ataladi va kompaniya kapitaliga birgalikda egalik qiladilar. Sheriklik kelishuvida, odatda, qarorlar qanday qabul qilinishi va firmaning daromad va zarari qanday taqsimlanishi belgilab qo'yiladi. Kelishuvda boshqa shart belgilangan bo'lmasa, sheriklar, xuddi yakka mulk-chilikdagi kabi, majburiyatlar bo'yicha cheklanmagan javobgarlikka ega bo'ladilar.

Ammo, sheriklarning majburiyatlarini ma'lum darajada cheklash ham mumkin. U holda bunday sheriklar *mas'uliyati cheklangan sheriklar*, yoki kommanditlar deb ataladilar (limited partners). Biroq bunda, sheriklarning hech bo'lmasa bittasi firmaning qarzlari bo'yicha cheklanmagan javobgarlikka ega bo'ladi va u asosiy (bosh) sherik deb ataladi. Odatda, kommandit-sheriklar shirkat faoliyatiga taalluqli kundalik qarorlarni qabul qilishda ishtirok etmaydilar. Bu asosiy (bosh) sherikning vakolatiga kiradi.

Xususiy korxonalar yoki shirkatdan farqli o'laroq, **korporatsiya** (corporation) – bu mustaqil yuridik shaxs bo'lib, u o'z egalaridan alohida faoliyat yuritadi. Korporatsiya mulkka egalik qilish, qarz olish va shartnomalar tuzish huquqiga ega. Ular sudga berishlari va ularni ham sudga berish mumkin. Bundan tashqari, korporatsiyalarni va biznes yuritishning ikkita boshqa shaklini soliqqa tortishda ham farq bor.

Korporatsiya ustav hujjatlari asosida boshqariladi. Aksiyadorlar korporatsiya daromadidan amalga oshiriladigan har qanday to'lovlarda o'z aksiyalari soniga proporsional ravishda ulushga ega bo'lish (masalan, dividendlar ko'inishida) huquqiga egadirlar. Aksiyadorlar direktorlar kengashini saylaydi va ular, o'z navbatida, korporatsiya ishlarini boshqarish uchun menejerlarni tayinlaydilar. Odatda, aksiyadorlar yig'ilishida bitta aksiya bitta ovozga ega. Ammo turli toifadagi aksiyalar ham bor bo'lib, ular turli ovoz huquqini berishi mumkin.

Korporativ tashkilot (biznesni korporativ tashkil qilish)ning afzal tomoni shundaki, firmaning sog'lom faoliyatiga zarar yetkazmasdan aksiyalar boshqa egalarga berilishi mumkin. Boshqa afzal tomoni aksiyadorlarning mas'uliyati cheklanganligida bo'lib, bu degani agar korporatsiya qarzlarini to'lashga qodir bo'lmasa, kreditor¹⁰lar aksiyadorlarning shaxsiy mulkini emas, balki korporatsiya aktivlarini xatlaydilar. Bu ma'noda korporatsiya xuddi shirkatda asosiy (bosh) sherik bajarani vazifani bajaradi, aksiyadorlar esa mas'uliyati cheklangan sheriklar kabi ishlaydi (faoliyat ko'rsatadi)lar.

Butun dunyoda yirik firmalarning deyarli barchasi, garchi ularga bitta shaxs yoki oila egalik qilsa-da, korporatsiya shaklida faoliyat yuritadi. AQShda aksiyalari tarqoq korporatsiyalar ochiq (public corporations), mulkka egalik huquqi jamlangan (to'plangan) korporatsiyalar esa yopiq yoki xususiy korporatsiya (private corporations) deb ataladi.

Turli mamlakatlarda korporatsiyalar faoliyati turlicha qonunlar bilan muvofiqlashtiriladi. Hatto bitta mamlakat ichida bunday firmalar faoliyati turli yurisdiksiyaga tushishi ham mumkin. Masalan, AQShda bunday qonunlar davlat darajasida joriy etiladi (va ularning bajarilishi qat'iy nazorat qilinadi).

Kundalik hayotda nomiga qarab firmaning korporatsiya ekanligini quyidagicha aniqlash mumkin: masalan, AQShda firma-korporatsiya nomiga inglizcha incorporated so'zidan olingan qisqartma ink; Fransiyada – SA harflari (Societe Anonime); Italiyada – SpA (Societa per Azione); Niderlandiyada – NV (Naamloze Vennootdchap); Shvetsiyada – AB (Aktiebolag)lar qo'shiladi.

Germaniyada ochiq korporatsiyalar Aktiengesellschaften deb ataladi va bunday korporatsiyani firma nomining oxiridagi AG harflaridan bilsa bo'ladi; xususiy korporatsiyalar Gesellschaften mit beschränkter Haftung deb ataladi va ularning nomiga GmbH harflari qo'shiladi. Buyuk Britaniyada PLS harflari mas'uliyati cheklangan ochiq kompaniyalar uchun va LTD xususiy kompaniyalar uchun xuddi shunday ma'noga ega. Tarixda nomi qolgan birinchi korporatsiyalar Amsterdam va Londonda XVII asrda tashkil etilgan va o'zbekchada "aksiyadorlik

¹⁰ "Kreditor" lotincha "creditor" – qarz beruvchi. Mol yoki pulni nasiyaga, qarzga bergan muassasa yoki shaxs. Qarang: o'sha manba. J.II.–B. 415.

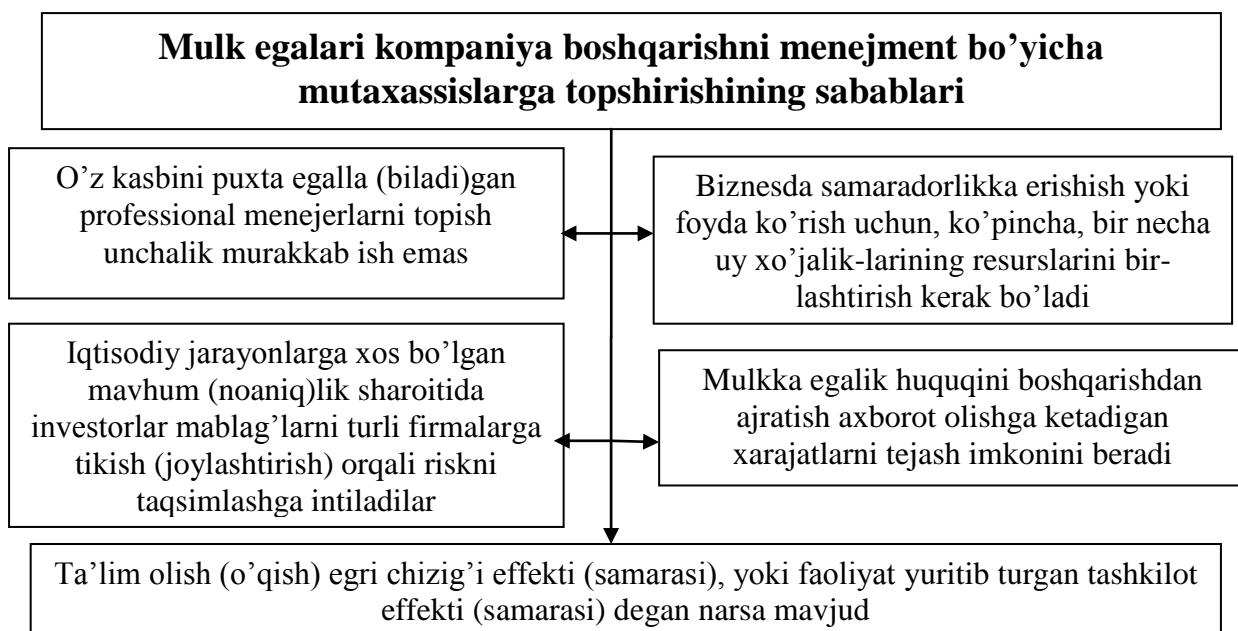
kompaniyasi” (joint stock companies) degan ma’noni anglatgan. Bizning kunlarda bunday atamadan deyarli foydalanilmaydi.

2. Mulkka egalik huquqi (mulk)ni boshqaruvdan ajratishning moliyaviy sabablari

Yakka mulk hisoblangan korxonalarda va hatto ko‘pgina shirkatlarda ham korxonaga egasi bir vaqtning o‘zida menejer¹¹ vazifasini ham bajaradi. Ammo, boshqa firmalarda, ayniqsa yirik firmalarda mulk egalari biznesni o‘zlari boshqarmaydilar. Ular bu vazifa (majburiyat)ni professionallarga (maxsus kasb egalari) topshiradilar. Ko‘p hollarda bu professionallar (maxsus kasb egalari) mazkur kompaniyaning aksiyadori ham bo‘lmaydilar. Nimaga mulk egalari kompaniyani boshqarishni menejment bo‘yicha muta-xassislarga topshirishlariga, hech bo‘lmaganda, beshta sabab bor (3.2-rasm).

Birinchidan, o‘z kasbini puxta egalla (biladi)gan professional menejmlarni topish unchalik murakkab ish emas. Shu bilan birga, ular firmani boshqarish uchun korxonaga egalari qaraganda yaxshi tayyorgarlik ko‘rgan (ko‘pincha shunday bo‘ladi ham), ko‘proq tajribaga ega bo‘lishi va, shunchaki, yaxshi insoniy fazilatlar sohibi bo‘lishlari ham mumkin. Kompaniyani o‘zi boshqaradigan mulk egalari nafaqat biznesni yuritish uchun zarur bo‘lgan moliyaviy resurslarga, balki boshqaruvchi iqtidoriga ham ega bo‘lishi kerak. Kompaniya mulkiga egalik huquqini uni boshqarishdan ayirganda esa tabiatda kam uchraydigan bunaqangi mushtaraklik talab etilmaydi.

Ko‘ngilochar biznes misolida shunday vaziyatni o‘rganib chiqamiz. Masalan, kinostudiya yoki televideniye tarmog‘ini boshqarish borasida yuqori



3.2-rasm. Mulk egalari kompaniya boshqarishni menejment bo‘yicha mutaxassislarga topshirishining sabablari

¹¹ “Menejer” inglizcha “manager” – boshqaruvchi. Korxonaga yoki kompaniyaga egalari bo‘lmagan, maxsus tayyorgarlik ko‘rgan malakali yollanma boshqaruvchilar. Qarang: o‘sha manba. J.II. –B. 579.

malakaga ega kishilar bu sohada o'z biznesini tashkil etish uchun moliyaviy resurslarga va aksincha, buning uchun yetarlicha mablag'ga ega badavlat kishi esa bu kabi tashkilotni boshqarish uchun zarur qobiliyatga ega bo'lmashliklari mumkin. Shunday qilib, bunday vaziyatda eng maqbul yo'l shuki, malakali mutaxassislar filmlar yaratib, ularga prodyuserlik qiladilar va sota-dilar, badavlat kishilar esa bu biznesni zarur miqdorda kapital bilan ta'minlaydilar.

Ikkinchidan, biznesda samaradorlikka erishish yoki foyda ko'rish uchun, ko'pincha, bir necha uy xo'jaliklarining resurslarini birlashtirish kerak bo'ladi. Masalan, kam budjetli bo'lsa-da, bitta film yaratishga millionlab mablag' sarflanadi, to'liq metrajli film esa bir necha o'n va hatto yuzlab million so'mga tushadi. Bunday vaziyatda ishlab chiqarishning iqtisodiy samarali ko'lami (masshtabi)ni ta'minlash maqsadida bir necha mulk-dorlarni birlashtiradigan tuzilma talab etiladi va qizig'i shundaki, ularning ko'pchiligi bunday biznesni boshqarishda bevosita ishtirok etmaydi.

Uchinchidan, iqtisodiy jarayonlarga xos bo'lgan mavhum (noaniq)lik sharoitida investor¹²lar mablag'larni turli firmalarga tikish (joylash-tirish) orqali riskni taqsimlashga intiladilar. Mablag'larni optimal diversifikatsiya qilish uchun investor portfelida turli qimmatli qog'ozlar oz-oz miqdorda bo'lishi kerak. Kompaniya mulkiga egalik huquqini uni boshqarishdan ajratmasdan turib, bunday taqsimotni amalga oshirish-ning iloji yo'q.

Faraz qilaylik, investor ko'ngil ochish sohasidagi ma'lum firmalar bir necha yil davomida daromad keltirishi mumkin degan xulosaga keldi va ularning aksiyalariga diversifikatsiyalangan kapital kiritishga ahd qildi. Agar, shu bilan birga, u aksiyalarini sotib olgan kompaniyalarni o'zi boshqarishga ham qaror qiladigan bo'lsa, u o'z mablag'larini ko'plab kompaniyalar o'rtasida taqsimlay olmaydi. Shunday qilib, aytish mumkinki, biznesni korporatsiya shaklida tashkil etish mulkdor investor o'z mablag'larini diversifikatsiya qilishi uchun ko'proq mos keladi, chunki korporatsiya turli firmalar kapitalida nisbatan katta bo'lmagan ulushga egalik qilish imkonini beradi.

To'rtinchidan, mulkka egalik huquqini boshqarishdan ajratish axborot olishga ketadigan xarajatlarni tejash imkonini beradi. Odatda, menejer-lar firmaning ishlab chiqarish texnologiyalari, ishlab chiqarish resurslari bahosi (qiymati) va mahsulotga bo'lgan talab to'g'risida juda aniq va atroflicha ma'lumot to'play oladilar. Kompaniya egalari esa ishlab chiqarish texnologiyalari, firma faoliyatining samaradorlik darajasi va uning mahsulotiga talabning qandayligi to'g'risida umumiy yoki yuzaki tasavvurga ega bo'lishning o'zi kifoya.

Ko'ngil ochish industriya¹³si bilan bog'liq bo'lgan yana bir misolni ko'rib chiqamiz. Kinofilmlar ishlab chiqarish va ularning prokat¹⁴i bilan shug'ullanish uchun juda keng ma'lumot to'plash kerak bo'ladi. Avvalo, yangi filmda ishtirok

¹² "Investor" inglizcha "investor", lotincha "investire" – kiyintirmoq. Investitsiya faoliyatini amalga oshiruvchi shaxs, tashkilot yoki davlat. Qarang: o'sha manba. J.II.–B. 207.

¹³ "Industriya" lotincha "industria" – mehnatsevarlik, tirishqoqlik. Sanoat; milliy xo'jalikning jamiyat iqtisodiy rivojlanishiga hal qiluvchi ta'sir ko'rsatadigan muhim tarmog'i. Qarang: o'sha manba. J.II. –B.209.

¹⁴ "Prokat" ruscha "prokat" – ijara (kira)ga berish yoki olish. U yoki bu narsani ma'lum miqdordagi haq evaziga vaqtincha foydalanish uchun berib yoki olib turish. Qarang: o'sha manba. J.III. – B.312.

etishga yollanishi mumkin bo'lgan taniqli aktyorlar va rejissyorlar to'g'risida ma'lumotni ortiqcha sarf-xarajatlarsiz qo'lga kiritish mumkin. Ammo kinofilm ishlab chiqarish va uning prokatiga zarur boshqa resurslar to'g'risida so'z boradigan bo'lsa, buning uchun ko'plab mablag' talab etilishi, tabiiy. Aktyorlar tanlash bo'yicha mutaxassislar bilan aloqa o'rnatish juda qimmatbaho jarayon va bu vazifani shu kasbga ixtisoslashgan professional ma'murlar hammadan a'lo darajada baja-radilar.

Beshinchidan, ta'lim olish (o'qish) egri chizig'i effekt¹⁵i (samarasi), yoki faoliyat yuritib turgan tashkilot effekti (samarasi) degan narsa mavjud va u quyidagilarda namoyon bo'ladi: agar kompaniya egasi bir vaqtning o'zida firma menejeri bo'lsa, kompaniyaning yangi egasi yangi biznesni muvaffaqiyatli boshqarish uchun undan ish yuritishni o'rganishiga to'g'ri keladi. Agar kompaniya egasi bir vaqtning o'zida menejer bo'lmasa, biznes sotilgan taqdirda ham tajribali menejer tashkilotda ishlashda davom etadi, faqat endi u boshqa xo'jayinga ishlaydi (xizmat qiladi). Kompaniya birinchi bor o'z aksiyalarini ochiq muomalaga chiqarganda (ya'ni, ochiq aksiyadorlik kompaniyasi (jamiyati)ga aylanganda), uning dastlabki ta'sischisi va egalari bo'lgan menejerlari, garchi endi ular kompaniya aksiyadorlari bo'lmasa-da, ko'pincha, korporatsiyani boshqarishda davom eta-dilar.

Biznesni tashkil etishning korporativ shakli mulkka egalik huquqi boshqaruvdan ajratilganda ayniqsa samaralidir. Chunki u firmaning sog'lom (normal) faoliyatiga putur yetmagan holda mulkdorlar ro'yxatida tez-tez o'zgarishlar bo'lishiga yo'l qo'yadi (egalik huquqi aksiyalarga o'tishi munosabati bilan). Butun dunyoda turli korporatsiyalarning millionlab aksiyalari qo'lda qo'lga o'tib turadi va buning firmani boshqarish hamda uning faoliyat yuritishi sifatiga salbiy ta'sir qilgan hollari juda kam.

2-nazorat uchun savol

Firmani boshqarishni uning mulkiga egalik huquqidan ajratish uchun asosiy sabablar nimada? Biznesni tashkil etishning korporativ shakli qanday qilib bunday ajratishga yordam beradi?

Ammo, hamma narsada bo'lganidek, bunday ajratishning ham o'z salbiy tomonlari bor va boshqarishni mulkka egalik huquqidan ajratish foydasiga gapiradigan barcha omillar bunday ajratish tartibi amalga oshganda mulkdorlar va menejerlar *manfaatlari o'rtasida ziddiyatlar* (of interest) yuzaga kelishiga olib keladi. Korporatsiya egalari, odatda, menejerlar ularning manfaatlarini qanchalik samarali himoya qilayotganlari to'g'risida juda cheklangan ma'lumotga ega bo'ladilar. Shu sababli menejerlar o'zlarining aksiyadorlar oldidagi burchlariga beparvo bo'lishlari mumkin. Ba'zi hollarda esa ular aksiyadorlar manfaatlariga zid ishlar qilishlari ham mumkin. Klassik siyosiy iqtisod asoschisi A.Smit bu borada shunday deydi: "Bunday (aksiyadorlik) kompaniyalar direktorlari o'zlarining emas, birovlarining pullarini boshqarar ekanlar, ulardan xuddi xususiy shirkat

¹⁵ "Effekt" lotincha "effektus" – harakat, faoliyat; natija. Ish, faoliyat va sh.k.ning natijasi. Qarang: o'sha manba. J.V – B.62.

sheriklari o'z mablag'larini zukkolik va qunt bilan boshqarganlari singari boshqarishlarini kutish aqlli ish bo'lmaydi. Badavlat odamlarning ko'p-chilik qullari kabi, ular ham mayda-chuyda narsalarga ahamiyat berishni o'zlarga munosib bilmaydilar va osongina o'zlarini bunday vazifadan ozod etadilar. Shunday qilib, kompaniya ishlarini boshqarishda bunday sovuq-qonlik va isrofgarchilik u yoki bu darajada kuzatiladi, albatta.”¹⁶

Xulosa qilib shuni aytish joizki, sarf-xarajat oqilona qilinsa, mulkdorlar va menejerlar manfaatlari o'rtasida ziddiyatlar yuzaga kelishi ehtimolining oldini olish mumkin, firma egalari, odatda, tashkilotni o'zlari boshqarmaydilar va kompaniyaga egalik qilish, odatda, ko'plab mulkdorlar o'rtasida taqsimlanadi. Yana shuni aytish kerakki, mulkdorlar orasidagi o'zgarishlar menejerlar o'zgarishidan ko'ra ko'proq yuz berib turadi.

3. Korporativ menejmentning asosiy vazifasi va uning moliyaviy jihatlari

Oxir oqibat korporatsiyaning boshqaruv xodimlarini aksiyadorlar direktorlar kengashi orqali ish tutib yollar ekanlar, menejerlarning asosiy vazifasi imkon qadar aksiyadorlar manfaatlari ko'zlab qaror qabul qilishdan iborat. Ammo bu korporatsiya menejerlarining yagona vazifasi emas. Jamiyatning har bir a'zosi singari, ular ham qonunlarga rioya qilishlari, odob-axloq qoidalarini hurmat qilishlari va zaruratga ko'ra, albatta, agar bu aksiyadorlar tomonidan katta sarf-xarajatlarga olib kelmasa, turli ijtimoiy vazifalar bajarilishiga ko'maklashishlari kerak.

Biroq, korporativ menejment maqsadlarini faqat aksiyadorlar manfa-atlariga xizmat qilish bilan cheklab qo'yilganda ham, unga erishish usullarini aniq belgilashning iloji yo'q. Aslini olganda, menejerlar kompaniya egalari bilan har bir masalani, shu jumladan, kompaniya tovarlari va xizmatlari assortiment¹⁷ ini tanlash, kapital jalb qilish bo'yicha sarf-xarajatlarni belgilash masalalarini muhokama qilishlari, ulardan eng maqbul variantlar qaysiligini so'rashlari mumkin. Unday bo'lsa, kompaniya egalari firmani o'zlari boshqarganlarida qanchalik muta-saddi bo'lsalar, biznesni boshqarishga qancha vaqt sarf qilsalar, shuncha darajada mutasaddi bo'lib, shuncha vaqt sarflagan bo'lar edilar va menejerlar mehnatidan foydalanishdan ma'no qolmagan bo'lar edi.

Bundan tashqari, bir necha kishi boshqaradigan firma uchun bunday yondoshuv mos (mumkin) bo'lsa ham, aksiyadorlari soni juda ko'p firmalarda buning deyarli iloji yo'q. Axir dunyoda millionlab aksiyadorlari jahon-ning turli mamlakatlarida yashaydigan ulkan xalqaro korporatsiyalar mavjud. Shunday qilib, menejerlar faoliyatini tartibga solish bo'yicha asosiy vazifa yoki qoidani ishlab chiqish juda muhim masala bo'lib, bunday qoida menejerlar firma boshqaruviga taalluqli u yoki bu masala yuzasidan aksiyadorlar o'rtasida doimo so'rov o'tkazishlariga ehtiyoj qoldirmasligi kerak.

Avvalambor, mazkur qoida samarali bo'lishi uchun uni bajarish mene-

¹⁶Adam Smit, *The Wealth of Nations* (Chicago: University of Chicago Press, 1977).

¹⁷ “Assortiment” fransuzcha “assortiment” – terma, yig'ma, to'plam, saralangan. Tovar va xizmatlarning turli xillari, nomlari va navlariga ko'ra to'plami. Qarang: o'sha manba. J.I. –B.110

jerlardan aksiyadorlarning riskka moyilligini ham, biznesni boshqarish bo'yicha kundalik amaliyotning boshqa masalalari yuzasidan ularning fik-rini bilishlarini ham talab etmasligi kerak. Chunki bu kabi ma'lumot-larni olishning o'zi – ilojsiz narsa. Hatto bunday masalalar ma'lum vaqt kelib, oshkor bo'lsa ham, bundan katta ma'no yo'q, chunki ular doimo o'zgarib turadi. Aksiyalar doimo qo'ldan qo'lga o'tib turganligi uchun demak, korpo-ratsiya mulkdorlari ham muntazam ravishda o'zgarib turadi. Demak, menej-ment asosiy qoidasining bajarilishi korporatsiya mulkdori (egasi) kim ekaniga zinhor bog'liq bo'lmasligi kerak.

Rioya qilingan taqdirda, menejerlar ham kompaniya egalari kompaniyani o'zlari boshqarganlarida qabul qiladigan investitsion va moliyaviy qaror-larni qabul qilsalargina menejerlar uchun asosiy qoida to'g'ri bo'ladi (ishlaydi). **Aksiyadorlar boyligini maksimallashtirish**, ya'ni ular aksiyalarining bozor qiymati (bahosi)ni maksimallashtirish aynan shunday qoida hisoblanadi.

Faraz qilaylik, Siz korporatsiyani boshqarayapsiz va mablag' tikish (joylashtirish)ning ikkita muqobil variantidan bittasini tanlashingiz kerak. Tanlaganda ham juda riskli va deyarli xavfsiz variantdan birini tanlashingiz zarur. Aksiyadorlaringizning ba'zilari, ehtimol, risk dara-jasini qisqartirishga intilishar. Boshqalari esa, birinchi investitsion loyiha kelajagiga pessimistik ruhda gumon bilan qarashar. Shu bilan birga aksiyadorlarning bir qismi riskka moyil bo'lishi yoki riskli loyihaning istiqboli porloq deb hisoblashlari mumkin. Aytingchi, bunday sharoitda menejer qanday qilib barcha aksiyadorlarni qoniqtiradigan va ularning ko'ngliga moydek yoqadigan qaror qabul qilsin?

Faraz qilaylik, risksiz loyihani tanlagandan ko'ra riskli loyihani afzal ko'rib, Siz firma aksiyalarining bozor qiymati (bahosi)ni ko'proq oshirasiz. Shuning uchun, garchi ba'zi aksiyadorlar o'z mablag'lari ishonchli aktivlarga investitsiya qilinishini hamma narsadan ustun qo'ysalar-da, Sizning ikkinchi loyihani tanlashingiz ularning manfaatiga xizmat qilmaydi.

Gap shundaki, samarali faoliyat yuritayotgan kapital bozorlarida aksiya-dorlar o'zlarining shaxsiy aksiyalar portfelli risklilik dara-jasini Sizning firmangiz aksiyalarining bir qismini sotib, undirilgan pulni ishonchli aktivlarga investitsiya qilish orqali kamaytirish imkoniyatiga egalar. Demak, riskli loyiha tanlanadigan bo'lsa, hatto riskni xush ko'rmaydigan aksiyadorlar ham yutadilar. Chunki ular bugunning o'zida qo'shimcha daromad oladilar. Keyin esa ular olgan daromadlarini yoki reinvestitsiya¹⁸ qiladilar, yoki o'z ehtiyojlariga sarflaydilar.

Shunday qilib, ko'rib turibmizki, riskli loyihani tanlash ham xususiy aksiyadorlar manfaatiga mos kelishi mumkin. Chunki aynan riskli loyiha ular qo'lidagi aksiyalarning bozor qiymati (bahosi)ni oshirishga qodir. Menejerlar qabul qiladigan qarorga ta'sir qilishi mumkin bo'lgan yagona risk tanlangan u yoki bu variant firma aksiyalarining bozor qiymati (bahosi)ga qanchalik ta'sir qilishi bilan bog'liq.

Aksiyadorlar boyligini maksimallashtirish vazifasini bajarish firma

¹⁸ "Reinvestitsiya" (re + investitsiya) – investitsiyalar muomalalari bo'yicha daromadlar shaklida olingan mablag'larni ishlab chiqarishni kengaytirish uchun qayta yo'naltirish, qayta foydalanish. Qarang: o'sha manba. J.III. –B.372.

qo‘llaydigan ishlab chiqarish texnologiyalari, bozor foiz stavkalari, bozor riski uchun mukofot va qimmatli qog‘ozlar kotirovka¹⁹ siga bog‘liq. Ushbu barcha omillarni inobatga olgan holda menejerlar aksiya-dorlar firmani o‘zlari boshqarganlarida qanday investitsion qaror qabul qilsalar, xuddi shunday qarorlarni qabul qilishlari mumkin. Shu bilan birga qaror *riskni tan olmaslik darajasiga* yoki *muldorlarning boyligi darajasiga* bog‘liq emas. Demak, investitsion qarorlarni shular to‘g‘risida muayyan ma‘lumot yig‘masdan turib ham qabul qilish mumkin. Ko‘rinib turibdiki, aksiyadorlar boyligini maksimallashtirish qoidasi juda to‘g‘ri qoida va firmani boshqarayotganda har bir menejer ushbu qoidaga rioya qilmog‘i darkor. Mazkur qoidaga rioya qilar ekanlar, menejerlar har gal biror qaror qabul qilish talab etilganda aksiyadorlar o‘rtasida so‘rov o‘tkazmasdan turib ham o‘z vazifalarini bajara oladilar.

Korporatsiyalar faoliyatini tadqiq qiladigan olimlar ba’zida boshqa-ruv xodimlarining asosiy vazifasi firma *foydasini* maksimallashtirishdan iborat, degan fikrni bildiradilar. Ma‘lum sharoitda aksiyador-larning foydasini ham, boyligini ham imkon qadar ko‘paytirishdan maqsad bir xil moliyaviy qarorlarning qabul qilinishini taqozo etadi. Odatda, firma foydasini ko‘paytirish uchun mutaxassislar ikkita eng muhim muammoga bilan duch keladilar. Bu muammolarning sababi esa vaqt va ehti-moliy mezonlarning noaniqligidadir:

- agar ishlab chiqarish jarayoni bir necha vaqt oralig‘idan iborat bo‘lsa, u holda aynan qaysi vaqt oralig‘ida foyda maksimallashtirilishi kerak?

- agar daromad va xarajatlar – noaniq ko‘rsatkichlar bo‘lsa, u holda, foydani o‘zi ehtimollik qiymati bo‘lgan taqdirda “foydani maksimallashtirish” tushunchasining ma‘nosi nimada?

Endi keling, foydani maksimallashtirish mezonlari bilan bog‘liq bo‘lgan shu ikkala muammoni ko‘rib chiqamiz. Birinchi muammo foydani ishlab chiqarish jarayonining davomiyligi bilan bog‘lashdan iborat.

Faraz qilaylik, firma ikkita loyihadan birini tanlashi kerak. Ikkala loyihani amalga oshirishni boshlash uchun 100,0 mln. so‘m miqdorida xarajat qilish kerak. Ammo ikkinchi loyihaning uzoqroq davom etishi ko‘zda tutilgan. “A” loyihaning bir yildan keyin 105,0 mln.so‘m miqdorida daromad keltirishi mo‘ljallangan va shundan keyin u yopiladi. Shunday qilib, undan ko‘riladigan foyda 5,0 mln. so‘mni tashkil etadi (105,0 mln. so‘m – 100,0 mln. so‘m). “B” loyiha esa 2 yil davom etishi kerak va birinchi yili hech qanday daromad keltirmaydi, ikki yil o‘tgach esa loyihadan olingan foyda 10,0 mln. so‘mni tashkil etadi. Shunday qilib, savol tug‘iladi: mazkur vaziyatda foydani maksimallashtirish mezoni qanday qilib qo‘llanilishi mumkin?

Endi, foydani maksimallashtirish mezonlaridan noaniq vaziyatda foydalanish murakkabligi nimadan iboratligini ko‘rib chiqamiz. Faraz qiling, Siz firma menejerisiz. Firma ikkita investitsion loyihadan bittasini tanlashi lozim. Loyihalarni amalga oshirish uchun 100,0 mln. so‘m miqdorida xarajat talab etiladi

¹⁹ “Kotirovka” fransuzcha “coter” – raqamlamoq, belgilamoq. Birjada amaldagi vaziyat va qonunchilik me‘yorlariga amal qilgan holda xorijiy valyutalar, qimmatbaho qog‘ozlar kursini hamda tovarlar narxini belgilash. Qarang: o‘sha manba. J. II. – B. 413.

va sarflangan kapital (sarmoya) ma'lum vaqt o'tgach, o'zini oq (qop)lashi kerak. Xuddi yuqorida keltirilgan misol-dagi singari "A" loyiha 105,0 mln. so'm miqdorida kafolatlangan daromad keltiradi, ya'ni aniq aytish mumkinki, "A" loyiha bo'yicha foyda 5,0 mln so'mni (105,0 mln. so'm – 100,0 mln. so'm) tashkil etadi.

"V" loyiha bo'yicha foyda miqdori aniq emas – ushbu loyiha bo'yicha olinadigan daromad 120,0 mln. so'm yoki 90,0 mln. so'm bo'lishi mumkin va har ikkala variantning amalga oshish ehtimoli 0,5ga teng. Shunday qilib, "V" loyiha firmaga yoki 20,0 mln. so'm miqdorida foyda keltiradi yoki firma 10,0 mln. so'm yo'qotadi. Mazkur kontekst²⁰da "foydani maksimal darajada oshiradigan loyiha" degan tavsiya nimani anglatishi mumkin?

Foyda ko'rsatkichlaridan farqli o'laroq, aksiyadorlik kapitalining joriy bozor qiymatini aniq hisoblab chiqish mumkin (masalan, IBM korporatsiyasining kelgusi (bo'lajak) daromadi – noaniq ko'rsatkich, unga tegishli bo'lgan aksiyalarning joriy bahosi esa bizga ma'lum). Demak, foydani maksimallashtirish qoidasidan farqli o'laroq, aksiyadorlar boyligini maksimallashtirish qoidasi firmaning bo'lajak xarajatlari va daromadlari noaniqligi sharoitida menejerlarning asosiy vazifalarini aniq belgilab beradi.

3-nazorat uchun savol

Nima uchun korporatsiya menejerlari foydani maksimallashtirish qoidasiga emas, balki aksiyadorlar boyligini maksimallashtirish qoidasiga rioya qilishlari kerak?

Albatta, menejerlar oldida turgan masala juda murakkab: o'zlari qabul qiladigan qarorning firma aksiyalari qiymatiga ta'sirini baholash. Masalan, yuqorida keltirilgan misollarda, "A" va "B" yoki "A" va "V" loyihalaridan birini tanlashda menejerlar shu loyihalardan qaysi biri firmaning bozor bahosini eng ko'p darajada oshirishini aniqlashlariga to'g'ri kelgan bo'lardi. Bu oddiy emas, balki juda murakkab vazifadir. Shunday bo'lishiga qaramasdan, bunday qarorni qabul qilish uchun aniq mezon qo'llaniladi.

Shunday qilib, korporativ boshqaruvning asosiy vazifasi firma bahosini aksiyadorlar manfaatiga mos tarzda maksimallashtiradigan qaror qabul qilishdan iborat. Mazkur mezonni amalga oshirishda yuzaga keladigan asosiy muammo qabul qilingan qarorning firma bo'lajak qiymati (baho-si)ga eng yuqori ta'siri ehtimoli qanday bo'lishi mumkinligi to'g'risidagi ma'lumotni olishdan iborat. Agar menejer o'z firmasi va boshqa kompa-niyalar aksiyalarining bozor bahosi o'zgarishini kuzatib borish imkoniyatiga ega bo'lsa, uning vazifasi ancha yengillashadi.

Darhaqiqat, bozordagi narx (baho)lar to'g'risida ma'lumotga ega bo'lmay turib, bu mezon umuman qanday qilib amalga oshirilishi mumkinligini tasavvur qilib bo'lmaydi. Albatta, yaxshi menejer o'z firmasidagi ishlab chiqarish jarayonini har kimdan ham ko'proq biladi deb faraz qilish maqsadga muvofiq bo'lar edi, ammo bunday **ichki** (firma nuqtai nazaridan) ma'lumot samarali qaror qabul qilish

²⁰ "Kontekst" lotincha "contextus" – qo'shilish, ulanish, bog'lanish. Qarang: o'sha manba. J.II. - B. 402.

uchun yetarli bo'la olmaydi. Fond bozori bo'lmagan taqdirda menejerlarga **tashqi** (firma uchun) ma'lumotlar, masalan mulkdorlarning boyligi, nimalarni xush ko'rishlari va boshqa investitsion imkoniyatlari to'g'risida ma'lumot kerak bo'ladi. Bunday ma'lumotni qo'lga kiritish uchun esa katta mablag' sarflanishi mumkin (agar, umuman bunday ma'lumotni sotib olish mumkin bo'lsa).

Shu sababdan, fond bozorining borligi (mavjudligi) menejerlarga to'plash nisbatan oson bo'lgan ma'lumotlar, xususan aksiya va obligatsiyalar bahosi to'g'risidagi ma'lumotlar hamda deyarli qo'lga kiritib bo'lmaydigan ma'lumotlar, ya'ni aksiyadorlarning boyligi, ular xush ko'radigan narsalar va boshqa investitsion imkoniyatlari to'g'risida ma'lumotlarni to'plash imkonini beradi. Shunday qilib, yaxshi rivojlangan fond bozorlarining mavjudligi firma mulkiga egalik huquqini uni boshqarishdan ajratishni samarali amalga oshirishga yordam beradi.

E'tibor bering, qaysidir ma'noda korporatsiyaning oliy rahbariyati va korporatsiya faoliyatini kuzatib boradigan tashqi moliyaviy tahlilchilar oldida turgan vazifa bitta. Ikkala guruhdagi mutaxassislar oxir oqibat bitta savolga javob berishlari kerak: qanday qilib boshqaruv xodimlarining qarorlari firma aksiyalarining bozor bahosiga ta'sir qilishi mumkin? Farqi esa shundaki, tahlilchilardan farqli o'laroq, menejerlar bu qarorlarni qabul qiladilar va ularning amalga oshirilishi uchun javob beradi (mas'uldir)lar.

Biror korporatsiya oliy darajadagi boshqaruv xodimlarining asosiy vazifalarini bilib olish uchun boshqaruv aksiyadorlarga taqdim etadigan yillik hisobotga ko'z tashlashning o'zi kifoya. Odatda, bu hujjatga so'zboshi sifatida korporatsiya ijrochi direktorining xati ilova qilinadi. Ushbu xatda boshqaruvning moliyaviy maqsadlari va ushbu maqsadga yetishish (erishish)ning umumiy strategik rejasi bayon etiladi.

Quyida Honeywell Corporation korporatsiyasining 2016 yil yakuni bo'yicha o'z aksiyadorlariga taqdim etgan yillik hisobotidan ko'chirma keltiramiz. Korporatsiya boshqaruv rasi Maykl R. Bonsinor (Michael R. Bonsignore) aksiyadorlarga quyidagi yozma murojaatni yo'llagan: "Daromadli biznesning o'sishi. Qoniqish hosil qilgan iste'molchilar. Boshqaruv borasida dunyo miqyosida yetakchilik. Men va dunyoning turli mamlakatlarida Honeywell korporatsiyasida mehnat qiladigan barcha ishchi-xodimlar bizning korpo-ratsiya kelajagini aynan shunday tasavvur qilamiz, ya'ni biz shuni istaymiz. Aynan shu bilan bizning asosiy vazifalarimiz aniqlanadi va kompa-niyaning asosiy maqsadiga – kompaniya aksiyadorlarining manfaatlariga mos tarzda uning aksiyalari bozor bahosi o'sishini ta'minlashga – erishish yo'llari ko'rsatib beriladi.

Hozirgi paytda rompaniya o'zining birinchi navbatdagi moliyaviy vazifasini bajarishni maqsad qilgan: aksiyadorlar bizning firma bilan taqqoslasa bo'ladigan va shu kompaniyalar ro'yxatining birinchi chorak bo'lagidan o'rin olgan firmalar ko'rsatkichiga teng yillik umumiy daromad olishlarini ta'minlash. Aksiyadorlarimizning umumiy yillik daromad-lari aksiyalar kursi²¹ o'sishi va

²¹ "Kurs" lotincha "sursus" so'zidan olingan bo'lib, so'zma-so'z "yugurish, poyga; harakat, yo'l, yo'nalish" deb tarjima qilinsa-da, bu yerda "aksiya, obligatsiya, veksel kabi qimmatli qog'ozlar sotiladigan va xarib qilinadigan

korporatsiya aksiyalariga reinvestitsiya qilingan dividendlar umumiy summasiga teng miqdorda belgilanadi.

Bizning menejerlar ushbu maqsadga erishish uchun belgilangan yo‘ldan chetga og‘ishmay boradilar. Bizning qisqa muddatli kompensatsiya²² dastu-rimizga muvofiq korporatsiya xodimlari kompaniya daromadida erishilgan yaxshi ko‘rsatkichlar uchun mukofotlanadilar. Biz kompleks²³ moliyaviy reja ishlab chiqdik va ushbu rejada sotuv, foyda, aylanma kapital, kapital qo‘yilmalar va soliqlar hajmi o‘sishi kabi aksiyador boyligiga ta’sir qilishi mumkin bo‘lgan har bir omildan foydalanish bo‘yicha murakkab topshiriqlar belgilab berilgan”.

4-nazorat uchun savol

Samarali faoliyat yurituvchi mavjud fond bozori qanday qilib firmaga mulkka egalik huquqini uni boshqarishdan ajratishga yordam beradi?

4. Bozor intizomi: kompaniyalarning “yutib yuborilishi” va uning moliyaviy natija (oqibat)lari

Hech o‘ylab ko‘rganmisiz: qanday kuch menejerlarni aksiyadorlar man-faati yo‘lida ishlashga majbur qila oladi? Albatta, aksiyadorlar yig‘i-lishda oliy darajadagi menejerga qarshi ovoz berib, uni ishdan bo‘shatib yuborishlari mumkin. Ammo, mulkka egalik huquqi va boshqaruv bir-biridan ajratilganligining asosiy afzalligi egalari firma faoliyati masala-lariga aralashmasliklari bo‘lganligi sababli ular firma noto‘g‘ri boshqa-rilayotganini qanday qilib tushunish (bilib qolgan)larining o‘zi tushu-narsizdir.

Bundan tashqari, firmaga ko‘plab aksiyadorlar birgalikda egalik qilsa, ovoz berish huquqidan biror-bir ishni bajarishga majbur qilish vositasi sifatida foydalanish yana bir muammoni keltirib chiqaradi. Gap shundaki, bunday vaziyatda alohida aksiyadorning kapitalda ishtiroki ulushi shunchalik kam bo‘ladiki, u zarur ma’lumot olinishi va tarqatilishi haqini to‘lashdan manfaatdor emas. Shunday qilib, ovoz berish huquqi o‘z holicha bu dilemma²⁴ni hal etishga qodir emas.

Raqiblik qila oladigan (raqobatli) fond bozori mavjud bo‘lgan taqdirda ikkala taraf – aksiyadorlar va menejerlar – amal qiladigan stimul²⁵larni tartibga solish uchun yana bir juda muhim mexanizm bor. Bu kompaniyalarning “*yutilib ketilishi*” (“*yutib yuborilishi*”)dir (takeover).

Endi “yutilib ketilish” (“yutib yuborilish”) qanday qilib menejer-larni aksiyadorlar manfaatlarini ulkan matonat bilan himoya qilishga majbur qilishini ko‘rib chiqamiz. Faraz qilaylik, biror firma, biz uni “yutib yuboruvchi” firma deb

baho; narx”. Qarang: o‘sha manba. J.II. - B. 435.

²² “Kompensatsiya” lotincha “compensatio” – tenglashtirish; o‘rnini to‘ldirish. Biror narsa badaliga haq to‘lash, mukofot berish. Qarang: o‘sha manba. – B. 396.

²³ “Kompleks” lotincha “complexus” – aloqa, bog‘lanish; qo‘shib, qamrab olish. Bir butunni tashkil qiluvchi narsalar, hodisalar, belgi-xususiyatlar majmui, yig‘indisi. Qarang: o‘sha manba. - B. 435. – B.396.

²⁴ “Dilemma” - “ di.. + yunoncha “lemma” – asos, dalil bo‘la oladigan hukm. Bir-biriga zid bo‘lgan ikki nomaqbul imkoniyatdan birini tanlashga majbur bo‘lish. Qarang: o‘sha manba. J.I. - B. 614.

²⁵ “Stimul” lotincha “stimulus” – hayvonlarni haydash uchun belgilangan uchli tayoq. Biror ishga qiziqish tug‘diradigan, rag‘batlantiradigan, undaydigan narsa, omil. Qarang: o‘sha manba. J. III. – B. 571.

ataymiz, boshqaruvi noto‘g‘ri ketayotgani yaqqol ko‘zga tashlanayotgan boshqa bir firmani ko‘z ostiga olib qo‘ydi. Bu firmaning menejerlari shunday investitsion qaror qabul qildilarki, buning natijasida aksiyalarning bozor qiymati firma resurslaridan samarali foydalangan taqdirda erishiladigan eng yuqori ko‘rsatkichdan ancha past. Agar “yutib yuboruvchi” firma unga “yutib yuboriladigan” firma usti-dan nazorat o‘rnatish uchun yetarli miqdorda aksiyalarni sotib olishga muvaffaq bo‘lsa, u holda “yutib yuboruvchi” firma eski menejerlar o‘rniga firma ishini muvaffaqiyatli (samarali) yo‘lga qo‘yishga qodir menejer-larni ishga yollaydi.

Sotib olingan firmaning investitsion siyosati yo‘nalishi o‘zgartirilganini e‘lon qilgach, “yutib yuboruvchi” firma uning aksiyalarini yangi, bozor bahosidan ancha yuqori bahoda sotadi va darrov daromad oladi. E‘tibor bering, firma daromad olish uchun qo‘shimcha moddiy resurs ishla-tishiga to‘g‘ri kelmayotir. Demak, butun ish mobaynida uning barcha xara-jatlari boshqaruvi yomon yo‘lga qo‘yilgan firmani aniqlashga va uning aksiyalarini sotib olishga qilingan xarajatlardan iborat.

Muvaffaqiyatsiz (nosamarali) firmani topishga ketadigan xarajatlar hajmi turlicha bo‘lishi mumkin. Ammo “yutib yuboriluvchi” firma unga mol yetkazib beruvchi, mijoz yoki raqib bo‘lsa, bu xarajatlar nisbatan kam ham bo‘lishi mumkin. Chunki bunday holda zarur ma‘lumotlarning katta qismi oldindan to‘plangan bo‘ladi. Shunday qilib, muvaffaqiyatsiz (nosamarali) firmani topishga maxsus mablag‘ sarflanmagan taqdirda ham yutib yuborish mexanizmi ishlashi mumkin.

Boshqaruvi yomon yo‘lga qo‘yilgan firmalarni izlashga maxsus resurs-lar ajratish xuddi real investitsiyalarning yangi dasturlariga mablag‘ ajratishdek maqsadga muvofiqdir. Hatto, mana shunaqa dushmanona (boshqa-ruv xodimlariga nisbatan), g‘ayritabiiy ravishda “yutib yuborish”ga ixti-soslashgan firmalar ham mavjud. Oxir oqibat “yutilib ketish” xavfi ehtimoli shunaqangi ortadiki, ishdan bo‘shatilishi xavfi menejerlar uchun juda samarali turtki bo‘ladi. Va ular firma aksiyalarining bozor qiyma-tini maksimallashtirishga intilib, jon-jahdi bilan aksiyadorlar manfa-ati yo‘lida, shuningdek, o‘z manfaatlari yo‘lida ham, mehnat qilishni boshlaydilar.

Darhaqiqat, aksiyadorlar aniq ko‘rsatmalar bermasa-da va samarali boshqarish nazariyasini uncha chuqur bilmasalar-da, menejerlar “o‘zini o‘zi saqlash” hissiyoti tufayli ham firma bahosi (qiymati)ni imkon qadar (maksimal darajada) oshirishga intiladilar. Bundan tashqari, yana shuni ta’kidlash joizki, yuzaga kelgan vaziyatga sabab xoh menejerlar malakasining pastligi bo‘lsin, xoh ularning maqsadni noto‘g‘ri tanlagani bo‘lsin, baribir “yutib yuborish” mexanizmi bir xil samaradorlik bilan uni to‘g‘rilashga qodirdir.

“Yutib yuborish” mexanizmining samaradorligi ba’zida davlat siyosati tufayli pasayadi. Masalan, turli tovar bozorlarida mono-poliya²⁶lar yuzaga kelishini oldini olishga intilib, AQSh Adliya vazirligi raqobat kamayishiga olib kelishi

²⁶ “Monopoliya” mono.. + yunoncha “poleo” – sotaman. 1. Iqtisodiyotning biron-bir sohasida tanho hukmronlik; davlat, korxonalar yoki jismoniy shaxslarning ishlab chiqarish, savdo, hunarmandchilik sohasida faoliyat olib borishi uchun berilgan alohida huquq. Qarang: o‘sha manba. J.II. - B. 614.

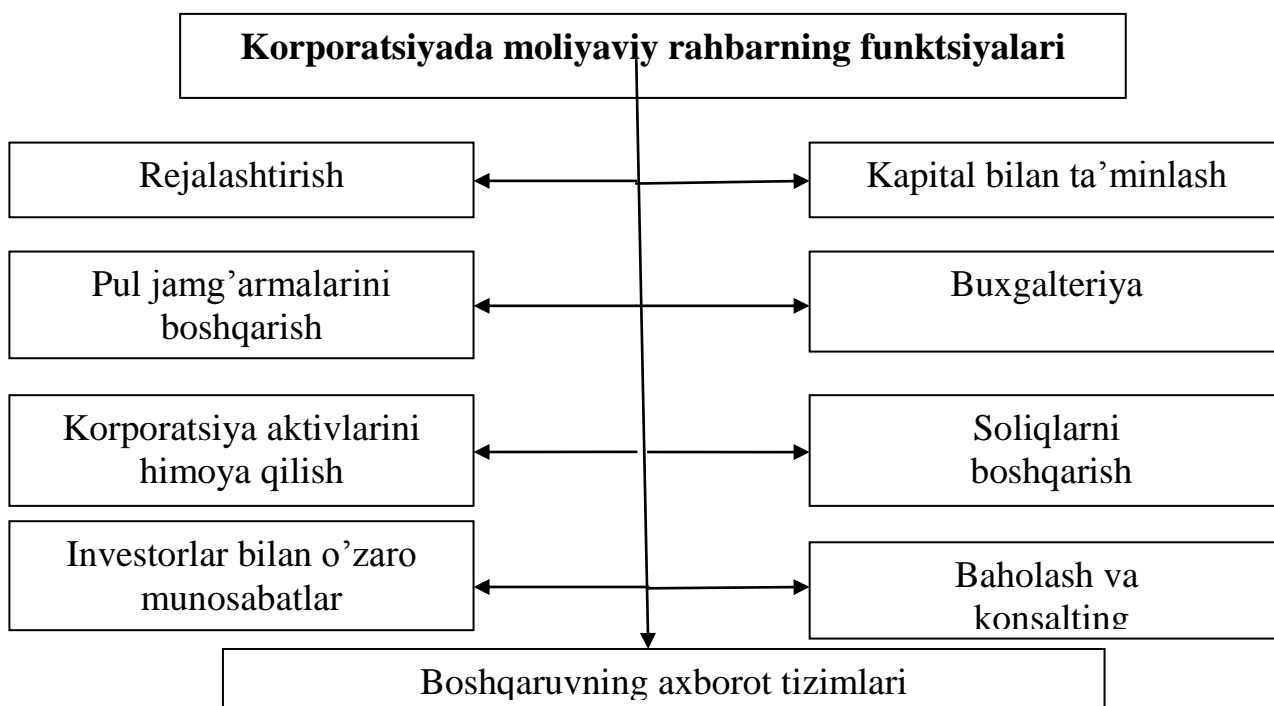
mumkin bo‘lgan kompaniyalar birlashishi va bir kompaniya ikkinchisini qo‘shib olishini cheklashga yo‘naltirilgan trestga qarshi qonunchilik doirasida qator tadbirlar amalga oshirmoqda. “Yutib yuboruvchi” o‘rnida ko‘pincha samarasiz korxonaga mahsulot yetkazib beruvchi, uning mijozlari yoki raqibi ish ko‘rar ekan, bunday davlat siyosati “yutib yuborish” xavfini kamaytirishga qodir.

5-nazorat uchun savol
Nima uchun firmaning “yutib yuborilishi” xavfi uning egalari manfaatlarini va menejerlar o‘rtasidagi ziddiyat hal etilishiga turtki bo‘ladi?

5. Korporatsiyada moliyachining tutgan o‘rni

Korporatsiyada qabul qilinadigan qarorlarning deyarli barchasi, u yoki bu darajada, moliyaviy qaror hisoblanadi. Chunki ular bo‘ljak daromad va xarajatlarning muqobil variantlarini baholash va tanlash bilan bog‘liq. Shunday qilib, yirik korporatsiyalarda direktorlik daraja (vazifa) sidan tortib, to alohida ishlab chiqarish bo‘limlari, marketing²⁷ bo‘limlari, tadqiqot laboratoriyalari va boshqa korporatsiya bo‘limlarining boshliq-larigacha boshqaruv uchun mas‘ul deyarli barcha xodimlar moliya bo‘yicha mutaxassislar xizmatidan foydalanadilar.

Korporatsiyalarning moliyaviy rahbarlarini birlashtiruvchi ko‘ngilli tashkilot bo‘lgan “Moliyaviy rahbarlar instituti” (Financial Executive Institute) bu kasbga juda keng ta‘rif beradi. Unga muvofiq quyida keltirilgan funktsiya (vazifa)lardan (3.3-rasm) hech bo‘lmasa bittasini bajarish vakolatini o‘z zimmasiga olgan kishi moliyaviy rahbar hisoblanadi:



3.3-rasm. Korporatsiyada moliyaviy rahbarning funktsiyalari

1. Rejalashtirish

²⁷ “Marketing” inglizcha “marketing”, “market” – bozor; sotish, pullash. Qarang: o‘sha manba. J.II. - B. 546.

Umumiy boshqaruvning ajralmas qismi hisoblangan moliyaviy operatsiya²⁸larni boshqarish rejasini ishlab chiqish, muvofiqlashtirish va amalga oshirish. Shu kabi rejani biznes ehtiyojlaridan kelib chiqqan holda ishlab chiqish quyidagi elementlarni o‘z ichiga oladi:

- a) uzoq va qisqa muddatli moliyaviy va korporativ rejalarni tuzish;
- b) kapital qo‘yilmalar va/yoki joriy operatsiyalar smetasini tuzish;
- v) sotuv hajmini bashorat qilish (prognozlash);
- g) firma faoliyati samaradorligini baholash;
- d) baholarni shakllantirish siyosatini ishlab chiqish;
- ye) firmaga iqtisodiy baho berish;
- j) boshqa firmalar qanday “yutib yuborilganini” tahlil qilish va o‘z bo‘linmalarini amalga oshirish (realizatsiya qilish).

2. Kapital bilan ta’minlash

Biznesni muvaffaqiyatli olib borish uchun zarur kapital bilan ta’minlash dasturini ishlab chiqish va amalga oshirish.

3. Pul fondlarini boshqarish

- a) pul mablag‘larini boshqarish;
- b) zarur bank xizmati bilan ta’minlash;
- v) kompaniyaning pul mablag‘lari va qimmatli qog‘ozlarini olish, saqlash va sarflash;
- g) kredit va inkassatsiyalarni boshqarish;
- d) pensiya fondlarini boshqarish;
- e) investitsiyalarni boshqarish;
- j) g‘aznachilik majburiyatlarini bajarish.

4. Buxgalteriya hisobi

- a) buxgalteriya hisobini olib borish (yuritish) siyosatini ishlab chiqish;
- b) firmaning buxgalteriya hisoboti uchun ma’lumotlar to‘plash va hisobot tuzish;
- v) resurslarni sarflash norma (me’yor)larini ishlab chiqish;
- g) ichki auditorlik tekshiruvlari o‘tkazish;
- d) buxgalteriya tizimlari va tartibini ishlab chiqish;
- e) davlat organlariga topshiriladigan hisobotlar;
- j) boshqaruv xodimlariga hisobot berish va moliyaviy operatsiyalar natijalarini tushuntirish;
- z) firma ishi samaradorligining real (haqiqiy) ko‘rsatkichlarini joriy moliyaviy rejalar va standartlar ko‘rsatkichlari bilan taqqoslash.

5. Korporatsiya aktivlarini himoya qilish

- a) zarur sug‘urta shartnomalarini tuzish;

²⁸ “Operatsiya” lotincha “operatio” – ish, harakat, faoliyat. Bu o‘rinda moliya bilan bog‘liq vazifalarni bajarishga qaratilgan faoliyat yoki xatti-harakat. Qarang: o‘sha manba. J.III. – B. 129.

- b) ichki nazorat va audit yordamida ishlab chiqarish aktivlarining himoyalashini ta'minlash va firmani zararlardan himoya qilish;
- v) ko'chmas mulkni boshqarish;

6. Soliqlarni boshqarish

- a) soliq siyosatini ishlab chiqish va amalga oshirish;
- b) soliq organlari bilan aloqalar;
- v) soliq hisobotlarini tayyorlash;
- g) soliqlarni rejalashtirish.

7. Investorlar bilan o'zaro munosabatlar

- a) investorlar bilan aloqa o'rnatish va ushlab turish;
- b) kompaniya aksiyadorlariga axborot yetkazish tizimini yo'lga qo'yish va ushlab turish;
- v) moliyaviy tahlilchilar tavsiyalarini va umumiy tusga ega moliyaviy axborotlarni olish;

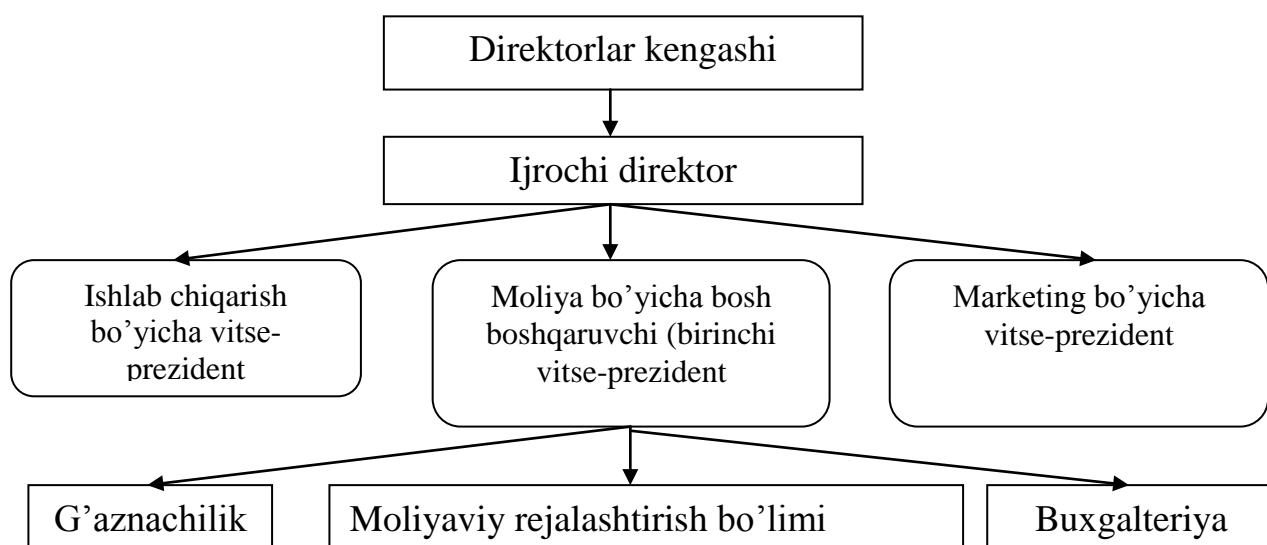
8. Baholash va konsalting

- a) moliyaviy siyosat, moliyaviy operatsiyalar masalalari hamda asosiy maqsadlar va ish qay darajada samaradorligini aniqlash bo'yicha korpo-ratsiyaning boshqa rahbarlari bilan maslahatlashish va ularning tavsiya-larini olish.

9. Boshqaruvning axborot tizimlari

- a) ma'lumotlarni elektron qayta ishlash vositalarini yaratish va ulardan foydalanish;
- b) boshqaruvning axborot tizimlarini yaratish va ulardan foydalanish;
- v) tegishli tizim va tartiblar yaratish va ulardan foydalanish.

Moliya bo'limining tashkiliy tuzilmasi va firmaning boshqa bo'lim-lari bilan o'zaro aloqalari turli firmalarda turlicha bo'lishi mumkin. 3.4-rasmda zamonaviy yirik korporatsiyaning namunaviy tashkiliy tuzilmasi ko'rsatilgan (keltirilgan).



3.4-rasm. Yirik korporatsiyaning tashkiliy tuzilmasi

Tuzilmaning eng yuqori darajasida korporatsiyaning ijrochi direktori (chief executive officer (CEO) turadi. U, ko'pincha, prezident deb ataladi. Moliya bo'yicha bosh boshqaruvchi (chief financial officer (SFO) katta (birinchi) vitse-prezident deyiladi. U firmaning butun moliyaviy faoliyati uchun mas'ul va bevosita prezidentga hisobot beradi. Shuningdek, ko'p hollarda, firmada yana ikkita vitse-prezident faoliyat yuritishi mumkin. Ular marketing va ishlab chiqarish operatsiyalari uchun mas'uldirlar. Ba'zida yirik firmalar shtat²⁹ga rahbar lavozimi kiritiladi. Rahbar kompaniya prezidenti strategiyasi amalga oshishi uchun mas'ul hisoblanadi.

Moliya bo'yicha birinchi vitse-prezidentga uchta bo'lim bo'ysunadi: a) moliyaviy rejalashtirish bo'limi; b) g'aznachilik; v) buxgalteriya. Ularning har biriga vitse-prezident boshchilik qiladi. Moliyaviy rejalashtirish bo'yicha vitse-prezident uzoq muddatli kapital qo'yilmalarning asosiy yo'nalishlarini tahlil qilish uchun mas'ul, ya'ni firma faoliyat sohasini o'zgartirishi lozimmi, yoki hozirgi biznesni davom ettirishi kerakmi, shularga baho beradi. Shuningdek, boshqa firmalarni qo'shib olish va sotib olish hamda bosh firmadan yangi firmalar ajralib chiqishi imkoniyatlarini tahlil qilish ham uning vakolat doirasiga kiradi.

G'aznachi (treasurer) joriy moliyaviy faoliyat va firmaning aylanma kapitalini boshqarish uchun mas'ul. Shuningdek, tashqi investorlar bilan munosabatlarni boshqarish, firmaga foiz va valyuta riskining ta'sirini baholash hamda soliq bo'limini boshqarish ham uning vakolat doirasiga kiradi.

Korporatsiyaning bosh hisobchisi (controller) firmada buxgalterlik hisobi va ichki audit, xususan rejadagi va aslidagi xarajatlarni, korporatsiyaning turli xo'jalik birliklari faoliyatidan olingan daromad va foydani taqqoslash uchun xizmat qiladigan ichki hisobotlar uchun mas'ul. Shuningdek, aksiyadorlar, kreditorlar va davlat boshqaruv (tartibga soluvchi) organlariga taqdim etish uchun moliyaviy hisobotlar tayyorlash ham uning vakolat doirasidadir.

4-mavzu. Moliyaviy tizim va moliyaviy oqimlar

Reja:

- 1. Moliyaviy tizim: ta'rifi, mazmun-mohiyati**
- 2. Moliyaviy tizimda moliyaviy oqimlarning tutgan o'rni**

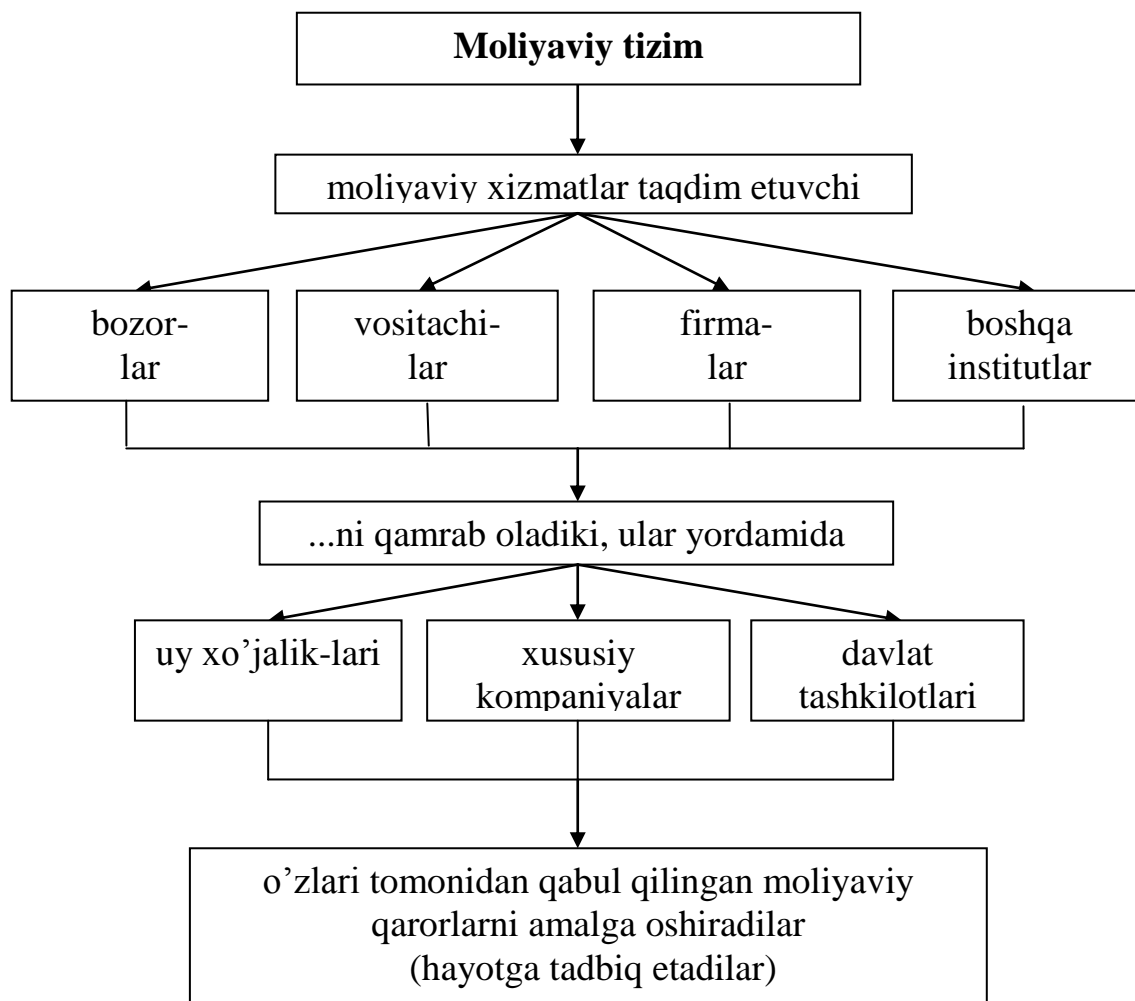
1. Moliyaviy tizim: ta'rifi, mazmun-mohiyati

Moliyaviy tizimga, yo'l-yo'lakay, "Moliyaviy bitimlar tuzish, aktivlar va riskni almashishda foydalaniladigan bozorlar va boshqa institutlar majmuiga **moliyaviy tizim** (financial system) deyiladi", - deb ta'rif berish mumkin. Moliyaviy tizim moliyaviy xizmatlar ko'rsatuvchi bozorlar, vosita-chilar va firmalar hamda uy xo'jaliklari, xususiy kompaniyalar va hukumat tashkilotlari o'zlari tomonidan qabul qilinayotgan moliyaviy qarorlarni ular yordamida amalga

²⁹ "Shtat" nemischa "Staat" so'zidan olingan bo'lib, korxonalar, muassasa, tashkilot xodimlarining doimiy, barqaror shaxsiy tarkibi, ularning lavozim va maoshlari ko'rsatilgan ro'yxati. Qarang: o'sha manba. J.IV. – B. 602.

o'shiradigan boshqa institutlarni o'z ichiga oladi. Ushbuni chizmalı tarzda quyidagicha tasavvur qilish mumkin (4.1-rasm).

Ayrim hollarda bozor aniq moliyaviy vositalar bilan ishlashi uchun ma'lum bir joyda joylashgan bo'ladi. Bu, masalan, Nyu-York fond bir-jasiga (New York Stock Exchange) yoki fyuchers³⁰ va opsionlarning Osaka birjasiga (Osaka Options and Futures Exchange), shuningdek, "Toshkent" fond birjasiga va boshqalarga tegishli. Bular, mos ravishchda, Nyu-York (AQShda),



4.1-rasm. **Moliyaviy tizimning eng oddiy tasavvuri**

Osaka (Yaponiya)da va Toshkent (O'zbekiston)da joylashgan. Lekin har doim ham bunday bo'lavermaydi. Masalan, aksiyalar, obligatsiyalar va valyutalarning **birjadan tashqari bozorlari** (over the counter markets) asosan butun dunyo qimmatli qog'ozlari bilan savdo qiluvchilarni va ularning mijozlarini

³⁰ Fyuchers (fyuchers shartnomasi) inglizcha "futures" so'zidan olingan bo'lib, hosila moliyaviy instrument sanaladi. U bazaviy aktivning oldi-sotdisi bo'yicha standart muddatli shartnoma bo'lib, unga ko'ra tomonlar (sotuvchi va xaridor) baholarning darajasi va mol yetkazib berish muddatlari xususida kelishib oladilar.. Manba: <http://ru.wikipedia.org/wiki/Fyuchers>.

yagona tarkibiy tuzilmaga birlashtiruvchi global kompyuter va telekommunikatsiya tarmoqlari bilan ifodalangan.

Asosiy ishi moliyaviy xizmatlar taqdim etish va moliyaviy mahsu-lotlar savdosidan iborat bo'lgan firmalar **moliyaviy vositachilar** deb ataladi. Ularning tarkibi, asosan, banklar, investitsion va sug'urta kompaniyalaridan iborat. Moliyaviy vositachilarning moliyaviy xizmatlari qatoriga hisobraqamlarni ochish, tijorat qarzlari va ipoteka³¹ kredit-larini berish, sug'urta shartnomalarining keng doirasiga hamda o'zaro jam-g'armalarda ishtirok etishga yo'l ochish kiradi.

Zamonaviy moliyaviy tizim global (dunyo miqyosidagi) xarakterga ega. Moliyaviy bozorlar va vositachilar bir-birlari bilan keng qamrovli xalqaro telekommunikatsiya tarmog'i orqali o'zaro bog'liq bo'lib, to'lovlarni o'tkazish va qimmatli qog'ozlar savdosi aslida shu tarmoq tufayli kecha-yu-kunduz amalga oshirilmoqda. Shunday qilib, aytaylik, agar Germaniyada joylashgan yirik uyushma (korporatsiya) yangi loyihani moliyalashtirishga qaror qilmoqchi bo'lsa, unda u sarmoyaga oid har qanday imkoniyatlarni, jumladan, aksiyalarni chiqarish va London yoki Nyu-York fond birjalarida sotish yoki biror-bir yapon pensiya fondidan qarz olish va hokazolarni ko'rib chiqadi. Buning ustiga so'ngi holatda qarz yevro, shu-ningdek, yapon iyenasi yoki AQSh dollarida ham taqdim etilishi mumkin.

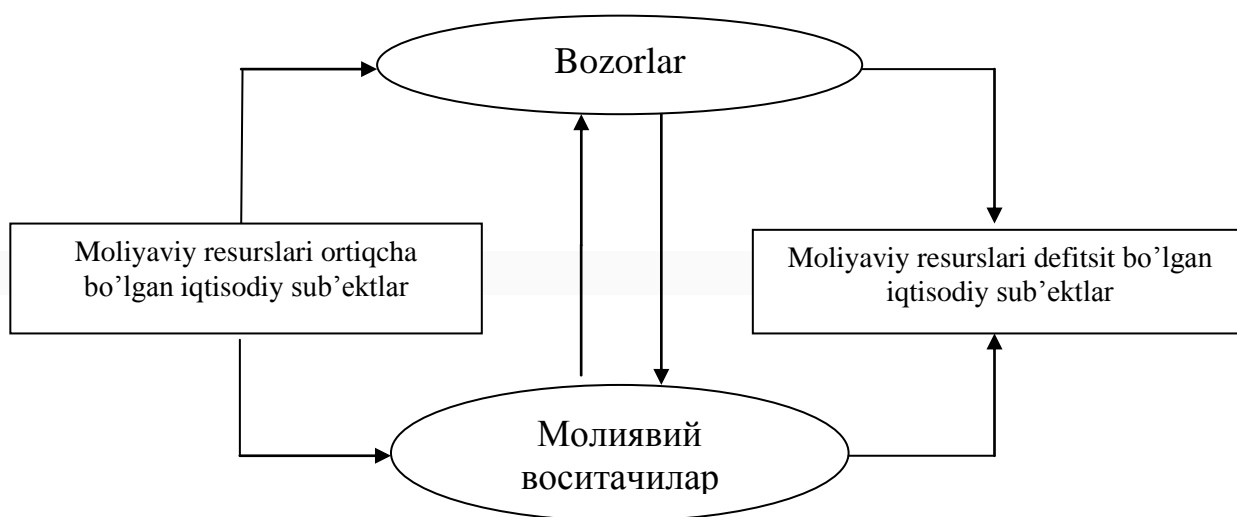
2. Moliyaviy tizimda moliyaviy oqimlarning tutgan o'rni

Resurslarning moliyaviy resurslari ortiqcha bo'lgan iqtisodiy sub'-ektlardan moliyaviy resurslari defitsit bo'lgan iqtisodiy sub'-ektlarga oqib o'tishiga **moliyaviy oqim** deyiladi. Moliyaviy oqimlarsiz moliyaviy tizimni tasavvur etib bo'lmaydi. Ularsiz moliyaviy tizim "bo'sh"ligicha qolaveradi. Moliyaviy oqimlar bo'lmasa, moliyaviy tizimga ham hojat yo'q. Bunday vaziyatda u "bir tiyinga qimmat" narsaga aylanadi-qoladi. Shu bois, 4.2-rasmda (navbatdagi betga qarang) moliyaviy tizimning asosiy ishtirokchilari o'rtasidagi o'zaro aloqa (oqim)lar ko'rsatilgan. Ular moliyaviy oqimlar harakatini, eng umumiy tarzda, aks ettiradi. Unga ko'ra moliyaviy mablag'lar moliyaviy tizim tuzilmalarining turli elementlari orqali moliyaviy mablag'lari ortiq bo'lgan kompaniyalardan (chizmada chap tomondagi to'g'ri to'rtburchak) mablag' defitsiti kuzatilayotgan kompaniyalarga oqib o'tadi (chizmada o'ng tomondagi to'g'ri to'rtburchak). Masalan, a'zolari o'z joriy daromadlarining bir qismini undan kelajakda pensiya ta'minoti sifatida foydalanish maqsadida to'plagan (jamg'argan) bir oila erkin moliyaviy mablag'larga egalik qiladi. Yangi uy sotib olmoqchi bo'lgan boshqa oila esa, shunday mablag'ga muhtojlik (ehtiyoj) sezadi³².

Investitsion loyihalarni amalga oshirish uchun zarur bo'lgan moliya-viy resurslarda ehtiyojlaridan daromadlari ko'proq firmalarni **ortiq mablag'ga ega bo'lgan sub'ektlar** deb ataydilar; kelgusidagi sarmoyalar uchun resursi yetishmaydigan firmalar **resurslari defitsit bo'lgan sub'ektlar** deb ataladi.

³¹ «Ipoteka» yunoncha «hypotheke» - garov. Ko'chmas mulkni garovga qo'yish asosida beriladigan uzoq muddatli qarz; ushbu qarzlarni ta'minlashga xizmat qiluvchi garov. Qarang: o'sha manba. J. II. – B. 233.

³² Yana shunga o'xshash qanday misollarni keltira olasiz?



4.2-rasm. **Moliyaviy oqimlar**

Ko‘rinib turibdiki, ayrim moliyaviy oqimlar bir iqtisodiy sub’ektlardan (ortiq mablag‘larga ega) boshqa (defitsit) sub’-ektlarga moliyaviy vositachilar orqali yo‘naltirilgan, masalan, banklar orqali (chizmadagi moliyaviy oqimlar harakatining pastki yo‘nalishi), bo‘ladi. Ayni paytda boshqa moliyaviy oqimlar ushbu vositachilar xizma-tidan foydalanmagan holda ham, ya’ni moliyaviy bozorlar orqali ko‘chib o‘tadilar (chizmadagi yuqori yo‘nalish).

Moliyaviy oqimlarning (flow of funds) yuqorigi yo‘nalish bo‘yicha joyini o‘zgartirishi prinsipini yaxshiroq tushunish uchun quyidagicha faraz qilaylik: qaysidir bir uy xo‘jaligi (erkin mablag‘ga ega bo‘lgan iqtisodiy sub’ekt) biror-bir firma (defitsit iqtisodiy sub’ekt) chiqargan aksiya-larni sotib olmoqda. Alohida hollarda, agar, masalan, firma dividendlarni reinvestitsiya qilish dasturiga ega bo‘lgan, uy xo‘jaligi esa oldindan mazkur firma aksiyalariga ega bo‘lgan holda, aksiyalarni sotib olish bevosita firmada amalga oshiriladi. Biroq, odatda moliyaviy oqimlar harakatida uy xo‘jaligidan pulni oluvchi va uni aksiyalarning emitent³³i bo‘lgan firmaning hisobraqamiga o‘tkazuvchi dilerlar yoki brokerlar (qim-matli qog‘ozlar savdosi bilan shug‘ullanuvchilar) qatnashadilar.

Moliyaviy tizimlar doira (chegara)sida ko‘chib yuruvchi (joylarini o‘zgartiruvchi) oqimlarning ko‘p qismi umuman moliyaviy bozorlar orqali o‘tmaydi va shunday qilib, 4.2-rasmda keltirilgan yuqorigi yo‘nalish izidan bormaydi. Buning o‘rniga, chizmaning pastki qismida ko‘rsatil-ganidek, ular moliyaviy vositachilarning yordami bilan bevosita erkin moliyaviy mablag‘larga ega bo‘lgan iqtisodiy sub’ektlardan resurslar defitsitligini boshidan kechirayotgan iqtisodiy sub’ektlarga o‘tadilar.

Moliyaviy oqimlar bir joydan boshqa joyga oqib o‘tishining ushbu usulini yaqqol tasavvur qilish uchun, quyidagicha faraz qilaylik: Siz o‘z omonatingizni bank hisobraqamiga qo‘ydingiz va bank biror-bir firmaga qarz sifatida berish uchun undan foydalandi. Mazkur holatda Siz qarz olgan firmadan o‘z pulingizni

³³ Emitent inglizcha “issuer”, nemischa “emittent” va lotincha “emittere” so‘zlaridan olingan bo‘lib, o‘z faoliyatini rivojlantirish va moliyalashtirish uchun qimmatli qog‘ozlarni chiqargan tashkilotni bildiradi. Qarang: <http://ru.wikipedia.org/wiki/>.

bevosita talab qila olmaysiz. Sizda pullik talabnoma faqat bankka nisbatan bor. Chunki Siz unda depozit ochgansiz. Bank esa, o'z navbatida, mazkur firmaga ma'lum pul talablarini qo'yadi. Bunda Sizning bank depozitingizning likvidlik va risk darajasi bank tomonidan firmaga berilgan qarzni o'xshash xarakteristikalaridan farqlanadi. Bu qarz, o'z navbatida, shu paytda bankning aktivlaridan biri sifatida qatnashadi. Bankning aktiviga kiruvchi qarzni qoplanmasligi riski ma'lum darajada mavjud bo'lgan bir paytda, Sizning depozitingiz (saqlash maqsadida bankka qo'yilgan pul) to'liq **ishonchli va likvidli bo'ladi** (ya'ni, Siz istalgan paytda hisobraqamingizdan bor pulingizni yechib olishingiz mumkin). Bundan tashqari, u aksincha, nolikvid bo'lishi ham mumkin. Shunday qilib, ushbu misoldan ko'rinib turibdiki, moliyaviy oqimning bank orqali erkin (bo'sh) moliyaviy mablag'ga ega bo'lgan iqtisodiy sub'ektdan shunday mablag'lar defitsit bo'lgan sub'ektga oqib o'tishida, yaratilayotgan moliyaviy vositalarning risklilik va likvidlik darajasi kuchli o'zgarishi mumkin. Ko'rinib turibdiki, bunda ushbu jarayon ishti-rokchilarining biri – bank egalari yoki mazkur bank qo'yilmalarini sug'urta qiluvchi davlat tashkiloti – o'ziga qarz bo'yicha riskni qabul qilishiga to'g'ri keladi.

2-rasmdagi “Moliyaviy vositachilar”dan yuqoriga, ya'ni “Bozor-lar”ga olib boruvchi chiziq-ko'rsatkich vositachilar ko'pincha moliyaviy oqimlarni moliyaviy bozorlarga yo'naltirishini ko'rsatmoqda. Masalan, o'rta yoshdagi er-xotin ma'lum bir summani kelgusidagi pensiya ta'minoti (erkin moliyaviy mablag'larga ega bo'lgan iqtisodiy birlik) uchun jamg'argan holda, uni sug'urta jamiyati (vositachi) hisobraqamiga qo'yishi mumkin. Bunda sug'urta jamiyati, o'z navbatida, uni (bozorda) biror-bir aksiya va obli-gatsiyaga investitsiya qiladi. Shunday qilib, bu er-xotinlar bilvosita, sug'urta kompaniyasi orqali, ushbu aksiya va obligatsiyalarni muomalaga chiqargan firma (moliyaviy resurslari defitsit bo'lgan iqtisodiy sub'ekt)ni moliyaviy resurs (mablag') bilan ta'minlaydi.

“Bozorlar”dan pastga - “Moliyaviy vositachilar”ga – yo'naltirilgan chiziq-ko'rsatkich moliyaviy mablag'lar moliyaviy bozorlarga yo'naltirilishi mumkinligini anglatibgina qolmay, balki ayrim vositachilar ularni moliyaviy bozorlardan olishlarini ham bildiradi. Masalan, uy xo'jaligiga qarz beruvchi moliyaviy kompaniya, qimmatli qog'ozlar bozorining tegishli segment³⁴larida sotish uchun aksiya va obligatsiyalarni chiqarib, zarur bo'lgan summani yig'ib olishi mumkin.

5-mavzu. Moliyaviy tizim funksiyalari va ularning evolyutsiyasi

Reja:

- 1. Moliyaviy tizim yordamida resurslarning vaqt (zamon) va makonda aylanib yurishi**
- 2. Moliyaviy tizim orqali risklarni boshqarish (riskiy boshqaruv)**
- 3. Moliyaviy tizim yordamida hisob-kitob-to'lovlarni amalga oshirish**

³⁴ “Segment” lotincha “segmentum” – bo'lak, laxtak; kesma. “Seco” – kesaman. Matematikada doiraning yoy va vatar bilan chegaralangan qismi; sharning kesuvchi tekislik bilan ajratilgan qismi. Qarang: o'sha manba. J.IV. - B.471.

4. **Moliyaviy tizim tufayli resurslarning birlashishi va kapitaldagi ishtirok ulushining bo‘linishi**
5. **Moliyaviy tizim tomonidan informatsion qo‘llab-quvvatlash (axborot ko‘magi)**
6. **Moliyaviy tizim yordamida stimullashtirishning psixologik muammolarini yechish**
 1. **Moliyaviy tizim yordamida resurslarning vaqt (zamon) va makonda aylanib yurishi**

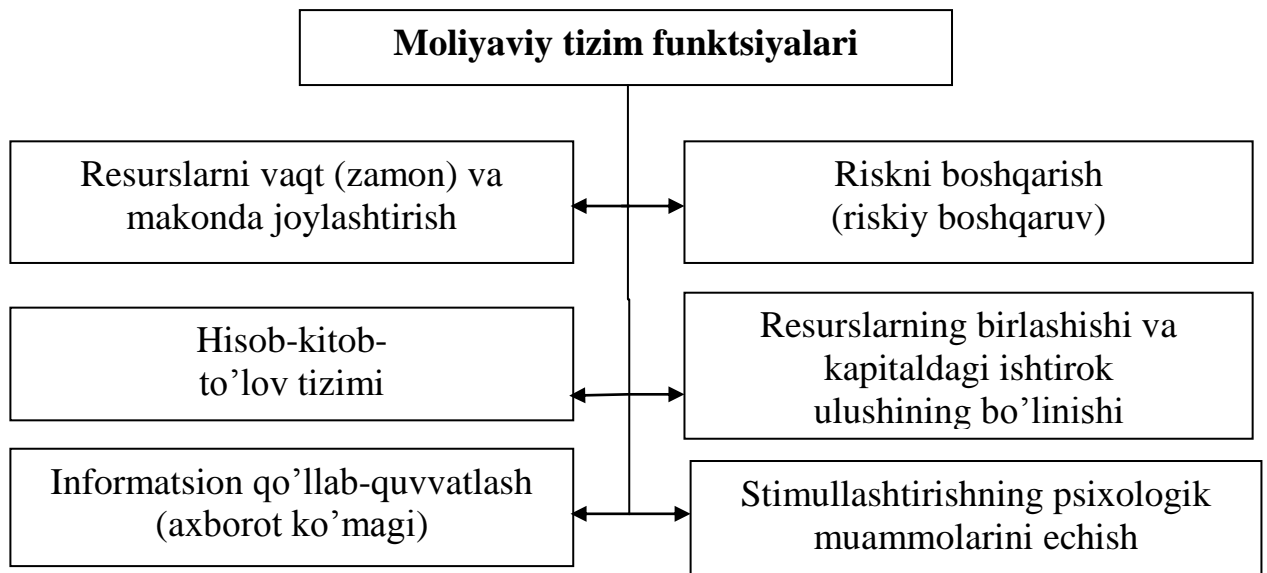
Turli mamlakatlar moliyaviy institut (muassasa)lari bir-biridan farqlanishining bir qator sabablari mavjud. Ular qatoriga har xil o‘lchamlar, texnologiyalarning murakkablik yoki oddiylik darajasi, shuningdek, davlatlarning siyosiy, madaniy va tarixiy rivojlanishidagi farqlar kiradi. Bundan tashqari, moliyaviy institut (muassasa)lar vaqtning o‘tishi bilan bir holatdan boshqa holatga o‘tib turadi. Ularning bajaradigan funksiyalari, muassasaning nomi o‘zgarishidan oldingiday qolishiga qara-masdan, juda kuchli o‘zgarishi mumkin. AQShdagi zamonaviy banklar ushbu mamlakatda 1928 yoki 1958 yillarda bo‘lgan banklardan katta farq qiladi va shuningdek, Germaniya yoki Buyuk Britaniyada banklar deb nomlanadigan institutlardan ham juda ko‘p farqlanadi. Sho‘rolar davrida O‘zbekistonda mavjud bo‘lgan banklar bilan undagi hozirgi banklar o‘rtasida ham juda katta farqlar mavjud. Mazkur bo‘limda biz turli mamlakatlarning moliyaviy institut (muassasa)lari nimaga va qanday bir-biridan farq qilishini hamda vaqt o‘tishi bilan o‘zgarishini Sizlarning yaxshiroq tushunishingizga imkon beradigan ko‘p narsani o‘z ichiga olgan konseptual tuzilma (yondoshuv)ni ishlab chiqishga harakat qilamiz.

Foydalanilayotgan yondoshuvning asosi shuki, mo‘ljal sifatida moliya-viy institut (muassasa)larning o‘z-o‘zlari emas, balki ularning *funksiya-lari* olingan. Tahlilning bunday uslubini biz funksional yondoshuv deb atadik (*functional perspective*). U quyidagi dastlabki ikki shartga asoslangan:

- moliyaviy tizim funksiyalari uning institut (muassasa)lariga qaraganda ko‘proq barqarorlik xarakteriga ega. Bu funksiyalar vaqtning oqimi (o‘tishi)ga bog‘liq ravishda kamroq darajada o‘zgaradi va mamlakatdan mamlakatga uncha katta farqlanmaydi.

- moliyaviy institut (muassasa)lar shakli mantiqan ularning funktsiya-laridan kelib chiqadi. Moliya sohasidagi innovatsiya va institutlar o‘rtasidagi raqobat oxir-oqibat moliyaviy tizim faoliyati samaradorligi-ning oshishiga olib keladi.

Moliyaviy resurslarning samarali taqsimlanishidan iborat moliyaviy tizim bosh funksiyasi tahliliga asosan, tahlilning ko‘proq umumiy dara-jasida bu tizimning quyidagi oltita bazaviy (tub) yoki muhim funksiyalari to‘g‘risida gapirish mumkin (5.1-rasm).



5.1-rasm. **Moliyaviy tizim funksiyalari**

Ularni yanada aniqroq tarzda quyidagicha ifodalasa bo'ladi:

- *iqtisodiy resurslarning* vaqt (davr) bo'ylab (bo'yicha), davlat chega-rasi orqali va iqtisodiyotning bir tarmog'idan *boshqasiga o'tish (joyini o'zgartirish)* usulini ta'minlash;
- *riskni boshqarish (riskiy boshqaruv)* usullarini ta'minlash;
- savdoga imkon yaratadigan *hisob-kitobni amalga oshirish va kliring* usullarini ta'minlash;
- *moliyaviy resurslarni birlashtirish* va turli korxonalarda *egalik-ning bo'linishi* mexanizmini ta'minlash;
- iqtisodiyotning turli tarmoqlarida qaror qabul qilishning markazlashtirilmagan jarayonini muvofiqlashtirish imkonini beradigan *narx-navo (baho) axboroti* bilan ta'minlash;
- *stimullashtirish muammolarini hal qilish* usullarini ta'minlash.

Bu muammolar bitim ishtirokchilaridan biri boshqasi bilmagan axborotga egalik qilganda yoki ishtirokchilardan biri ikkinchisi nomidan agent (komissioner) sifatida ish ko'radigan vaziyatlarda yuzaga keladi.

Ushbu bobning keyingi o'rinlarida yuqorida sanab o'tilgan moliyaviy tizim barcha funksiyalarining to'liqroq tushunchasini berishga va ularning xarakteri vaqt (davr, zamon) o'zgarishi bilan qay tartibda o'zgarib borishini ko'rsatishga harakat qilamiz.

Moliyaviy tizim iqtisodiy resurslarning vaqt (davr, zamon) bo'ylab (bo'yicha), geografik hududning biridan boshqasiga, shuningdek, iqtisodiyotning bir tarmog'idan boshqasiga (o'tish) joyini o'zgartirish usulini ta'minlaydi.

Ko'p hollarda moliyaviy oqimlar harakati jismoniy yoki yuridik shaxs bugungi kunda o'zining mablag'ini boshqa shaxsga kelgusida o'rniga o'rin boshqa mablag'ni olish uchun, va aksincha, berishiga asoslangan. Talabalarga qarzlari, uy sotib olish qarzlari, jamg'arilgan pensiya va ishlab chiqarish quvvatiga kapital qo'yilmalar – ushbu barcha operatsiyalar resurslarni vaqt (davr, zamon)ning bir nuqtasidan boshqasiga o'tishi (joylashuvi)ga olib keladi. Ushbu kabi *vaqt (davr,*

zamon)lararo resurslarning joylashuvi³⁵ uchun shart-sharoitlarning ta'minlanishi moliyaviy tizim funksiyalaridan biri hisoblanadi.

Masalan, agar talabalarga oid qarz mavjud bo'lmaganda edi, ko'pchilik yoshlar, ularning oilalarida keyingi ta'lim olishiga mablag' yo'q bo'lganligi bois, oliy ma'lumotli bo'lishdan bosh tortishlariga to'g'ri kelar edi. Xuddi shuningdek, ko'plab tadbirkorlar, agar aksionerlardan yangi, odatda riskning yuqori darajasi bilan xarakterlanadigan kompaniyalar tuzish uchun pul olish imkoniyatiga ega bo'lmaganlarida, o'zlarining biznes-lari bilan shug'ullana olmagan bo'lar edilar.

Moliyaviy tizim resurslarni vaqt (davr, zamon) bo'ylab joylashuviga yordam berishdan tashqari, resurslarning makonda joylashishida ham juda muhim rol o'ynaydi. Ba'zida u yoki bu biznes-loyihani amalga oshirish uchun zarur bo'lgan kapital undan yuqori samaradorlik bilan foydalanish mumkin bo'lgan joydan juda uzoqlikda joylashgan bo'ladi. Masalan, Germaniyada uy xo'jaliklari O'zbekistonning biron-bir joyida yuqori samara bilan ishlatish mumkin bo'lgan kapitalni pul mablag'larini jamg'arib borish yo'li bilan yig'a oladilar. Moliyaviy tizim ham pul resurslarini Germaniyadan O'zbekistonga ko'chib o'tishiga yordam beradigan bir qator mexanizmlarni taqdim etadi. Ulardan ikkitasini keltirsak yetarli: birinchidan, nemis fuqarolari O'zbekiston kompaniyalari chiqargan qimmatli qog'ozlarni sotib olishlari mumkin; ikkinchidan, Germaniya banklari O'zbekiston firmalariga qarz berishlari mumkin.

Amaliyotning ko'rsatishicha, iqtisodiyotning rivojlanib va murakkablashib borgan sari moliyaviy tizim uning sub'ektlarini pul resurslarini vaqt bo'ylab va makonda ko'chirib o'tkazish (o'tish, joyini o'zgartirish)ning samarali usullari bilan ta'minlashda tobora muhim rol o'ynamoqda. Bugungi kunda mavjud bo'lgan bozorlar va moliyaviy tizim vositachilarining o'ta murakkab tarmog'i yapon ishchisining pensiyaga oid jamg'ar-masini amerikalik yosh oilalarga uy sotib olishlarini moliyalashtirish uchun ishlatilishiga imkoniyat yaratmoqda. Shuningdek, turli xil innovatsiyalar ham iqtisodiyot samaradorligini oshirishga katta imkoniyatlarni vujudga keltirmoqda. Ular tufayli defitsitli pul resurslari vaqt (zamon) va makon bo'ylab ko'chirib o'tkaziladi. Pul resurslari yuqori daromad keltirmaydigan joydan oqib keladi va katta foyda keltiradigan joyda ishlatiladi. Masalan, faraz qilaylik, barcha oilalar o'z jamg'armalarini uydan tashqariga chiqmasdan investitsiya qilishga majburlar. Bunda "A" oila jamg'armasi bo'yicha yillik daromadlilik stavkasi bor-yo'g'i 2%ni tashkil etadi, "B" oila esa o'zining jamg'armasidan yiliga 20% daromad olish imkoniyatiga ega. "A" oilaning jamg'armasini jalb qilib, "B" oilaga qarzga beruvchi investitsion kompaniya tuzish yo'li bilan ikkala jamg'ar-maning samaradorligini oshirish mumkin.

1-nazorat uchun savol
Moliyaviy tizim orqali vaqt bo'yicha (bo'ylab, orasida) pul resurslarini ko'chirib o'tkazishga misollar keltiring. Ushbu resurslarni ko'chirishning samaraliroq usuli mavjudmi?

³⁵Bu o'rinda "intertemporal" so'zining so'zma-so'z tarjimasini "vaqtlar orasida" degan ma'noni bildiradi.

2. Moliyaviy tizim orqali risklarni boshqarish (riskiy boshqaruv).

Moliyaviy tizim risklarni boshqarish (riskiy boshqaruv) uchun imkoniyatlarni vujudga keltiradi. Pul resurslarini moliyaviy tizim yordamida ko'chirib o'tkazishga o'xshab, risk ham ko'chirib o'tkaziladi. Moliyaviy tizimda vositachilar, masalan, riskni ko'chirish bilan bog'liq faoliyatga ixtisos-lashtirilgan sug'urta kompaniyalari mavjud. Bu kompaniyalar o'zlarining risklilik darajasini kamaytirishni xoxlovchi mijozlardan maxsus sug'urta pullarini undiradilar va ularni ma'lum bir mukofot evaziga sug'urta talablarini to'lashga va riskni bo'yniga olishga rozilik beradigan investorlarga beradilar.

Ko'pincha kapital va risk birgalikda (o'zaro) bog'liq bo'lib, bir vaqtning o'zida moliyaviy tizim yordamida o'tkaziladi (ko'chiriladi). Buning natijasida moliyaviy oqim risk oqimini ham tavsiflaydi. Keling, buni korxonalar moliyasi va ularning riskni o'tka-zishi (ko'chirishi) misolida ko'rib chiqamiz.

Faraz qiling, Siz biznes bilan shug'ullanmoqchi bo'ldingiz va buning uchun Sizga 100,0 mln. so'mlik kapital kerak. Modomiki, Sizda shaxsiy jamg'armalar yo'q ekan, Siz **defitsit** iqtisodiy birlik hisoblanasiz. Endi faraz qilamiz, Siz biror-bir xususiy investorni (**erkin mablag'larga** ega bo'lgan iqtisodiy birlik) aksiyalaringizni sotib olish hisobiga Sizga 70,0 mln. so'mlik kapital ajratishiga ko'ndirishga muvaffaq bo'ldingiz. Buning uchun Siz unga korxonaga foydasining, aytaylik, 75%ini to'lash majbu-riyatini olasiz. Bundan tashqari, Siz bankdan yillik 6% ustama haq bilan 30,0 mln. so'mlik kredit olishga erishdingiz. 100,0 mln. so'm miqdoridagi umumiy oqim boshqa manbalardan Siz tomonga kelayotgan moliyaviy oqim sifatida tasvirlangan.

Lekin Sizning korxonangiz muvaffaqiyatsizlikka uchragan paytda riskni kim o'z zimmasi (bo'yni)ga oladi?. Axir, hayot – tasodiflarga boy. Uning bundan xoli bo'lishiga hech kim kafolat beraolmaydi. Shuningdek, "Korxonangiz o'z faoliyati davomida faqat muvaffaqiyatga erishadi. Uning peshonasiga muvaffaqiyatsizlik yozilmagan. Bunga men kafilman!", - deydi-gan "mard" hayotda uchramaydi. Unday "mard"ni kunduzi chiroq yoqib qidir-sangiz ham topaolmaysiz.

Shu sababli, ushbu misolda asosiy riskni Sizning aksiyadoringiz o'z bo'yniga oladi. Zero, korxonaga inqirozga yuz tutsa, u o'zining 70,0 mln. so'mini qaytarib ololmaydi. Biroq, bankning harakatlarida ham ma'lum bir risklilik darajasi (riskiy daraja) mavjud bo'lishi mumkin. Bu quyidagicha izohlanadi: Siz inqirozga yuz tutgan holda, bank ham qarzni asosiy summasi va uning foizini to'lig'icha ololmasligi mumkin. Masalan, faraz qilaylik, yilning oxirida biznesingizning jami bahosi 20,0 mln. so'mni tashkil etdi. Bu holatda investor o'zi investitsiya qilgan hamma summani yo'qotadi. Bank esa Sizga qarzga bergan 30,0 mln. so'mdan 10,0 mln. so'mini yo'qotadi. Shuning uchun, kreditorlar aksiyadorlar bilan bir qatorda xususiy firma faoliyati riskining ma'lum bir qismini o'z zimmasiga oladi.

Garchi kapital va risk ko'pincha birlashib ketsa-da, ular bo'linishi ham mumkin. Biznes qilish uchun 30,0 mln. so'm miqdoridagi qarzni olish misolida shunday vaziyatni ko'rib chiqamiz. Faraz qiling, bank Sizdan ushbu qarzni Siz tomondan qaytarilishiga kafolat bera oladigan yaqin qarindoshla-ringizdan birini

olib kelishingizni talab qilyapti. Ushbu talabni taklif etgan holda bank Siz tomondan kredit shartnomasi shartlarining baja-rilmay qolishi bilan bog'liq bo'lgan o'zining riskini oilangiz a'zosiga o'tkazadi. Bu holda bank Sizga 30,0 mln. so'm miqdoridagi kreditni o'zi uchun eng kam risk bilan taqdim etadi. Qarz bo'yicha asosiy risk esa Sizning qarindoshingizga o'tadi.

Tobora ishonch hosil qila borganimizdek, moliya olamidagi ko'plab moliyaviy shartnomalar pul resurslarini ko'chirmasdan turib riskni ko'chirishni nazarda tutadi. Bu, masalan, aksariyat sug'urta shartnomalari va kafolatlariga tegishlidir. Shuningdek, bularga fyuchers, opsiyon va svoplar kabi hosila instrumentlar ham kiradi.

2-nazorat uchun savol

Moliyaviy tizim yordamida riskni ko'chirishga misol keltiring.
--

3. Moliyaviy tizim yordamida hisob-kitob-to'lovlarni amalga oshirish.

Moliyaviy tizim kliring operatsiyalarini amalga oshirish hamda tovarlar, xizmatlar va aktivlar almashinuvini rag'batlantiruvchi usullar bilan to'lovlarni amalga oshirishga imkon (yordam) beradi.

Moliyaviy tizimning eng muhim funksiyalaridan biri odamlar va firmalarni tovar va xizmatlarni sotib olish jarayonida to'lovlarni amalga oshirishning samarali usuli bilan ta'minlanishini o'z ichiga oladi. Faraz qilaylik, Siz AQShda yashaysiz. Dunyo bo'ylab turistik sayohatni reja-lashtiryapsiz va bunda 5000 dollar barcha turistik xarajatlarni qoplash uchun yetarli bo'ladi, deb hisoblayapsiz. Pulni o'zingiz bilan qaysi shaklda olishingiz lozim? Siz boshqa mamlakatlarda tovarlar va xizmatlarga to'lovni qay tarzda amalga oshirasiz?

Ko'pgina xorijiy mehmonxonalar, yoshlar yotoqxonalar va restoranlar, lekin hammasi ham emas, to'lov vositasi sifatida AQSh dollarini qabul qiladilar. Bu o'rinda, albatta, kredit kartochkasidan foydalanish mumkin. Biroq, jahondagi Siz borib ko'rgingiz kelgan ayrim mamlakatlarda ularni qabul qilishmaydi. Sizga yo'l cheklarini sotib olish kerakmi? Agar kerak bo'lsa, unda qaysi valyutada? Ushbu barcha savollarga javob berishga uringan holda, Siz balki, barcha mamlakatlardagi hamma sotuvchilar bir xil to'lov vositalaridan foydalanganlarida juda qulay bo'lishini qayta-qayta o'ylashingiz (istashingiz), tabiiy.

Endi yuqorida tasvirlangan vaziyatning o'rniga quyidagilarni tasav-vur qiling: Siz hukumati o'zining fuqarolariga xorijiy valyuta operatsiya-larini cheklab qo'yuvchi davlatda yashovchi boy odamsiz va Siz ham dunyo bo'ylab sayohat qilishga qaror qildingiz. Bunda Siz o'z mamlakatingizda milliy valyutadan foydalangan holda xohlagan narsangizni sotib oli-shingiz mumkin. Biroq uning tashqarisida uni (Sizning milliy valyu-tangizni) to'lov vositasi sifatida hech kim qabul qilmaydi. Sizning davlatingizdagi xorijiy valyutaning defitsitli ekanligi hukumatni o'zining fuqarolariga xorijiy valyutani sotib olish yoki xorijdan qarz olishini ta'qiqlab qo'yishiga majbur qiladi. Bunday vaziyatda Siz nima qilgan bo'lardingiz?

Bunday vaziyatda qo'llanilishi lozim bo'lgan imkoniyatlardan biri, u qanchalik noqulay bo'lmasin, quyidagicha: vataningizda qimmatbaho va tashishga qulay bo'lgan tovarlar sotib oling. Ularni o'rab-chirmab, o'zingiz bilan olib chiqib keting va xorijda ovqat sotib olish va yashash uchun ishlatishga harakat qiling. Boshqacha qilib aytganda, *barter*, ya'ni pul mablag'laridan foydalanmagan holda tovar ayirboshlashdan foydalaning. Bu o'rinda dunyoni ko'rish uchun bu eng qulay usul emasligini aytishning hojati ham yo'q. Zero, Siz o'zingiz bilan katta bagaj olib yurishga hamda bor vaqtingiz va kuchingizni muzey va teatrlarni tomosha qilishga emas, balki mehmonxona yoki tushlik uchun to'lov sifatida Siz tomoningizdan taqdim etiladigan ayrim qimmatbaho narsalarni qabul qilishga rozi bo'ladigan restoran yoki mehmonxonani qidirishga sarflashingiz aniq.

Ushbu misoldan ko'rinib turibdiki, moliyaviy tizimning muhim funksiyalaridan biri uy xo'jaligi va firmalarga u yoki bu tovar va xizmatlarni sotib olishga ortiqcha ko'p vaqt sarflashga yo'l qo'ymaydigan samarali to'lov tizimi faoliyatini ta'minlash hisoblanadi. To'lov vositasi bo'lgan oltinni qog'oz pullarga almashtirish to'lov tizimi samaradorligini oshirish misollaridan biri bo'lib xizmat qilishi mumkin. Bizning davrda oltin tibbiyotda va zargarlik ishlarida foydalaniladigan defitsit resurs bo'lib, qog'oz pullar esa asosiy to'lov vositasi hisoblanadi. Oltin nisbatan qog'oz pulning haqiqiylikini tekshirish oson (ularni soxta-lashtirish qiyinroq) va ulardan turmushda foydalanish, masalan, cho'ntakda olib yurish ancha qulay. Bundan tashqari, pulni bosmadan chiqarish (nashr etish) – bu qazib olish, qayta eritish va oltin tangani zarb qilishdan anchagina arzon jarayon. To'lovlarni amalga oshirishning alternativ³⁶ vositalari: cheklar, kredit yoki plastik kartochkalari va elektron to'lov tizimlari paydo bo'lishi natijasida hisob-kitobni amalga oshirishning samaradorligi yanada oshdi.

3- nazorat uchun savol

Siz sotilgan tovar yoki ko'rsatilgan xizmat uchun to'lov sifatida «Men Sizga shuncha summa qarzman» (I owe you) shaklidagi eng oddiy qarz tilxatini qabul qilarmidingiz? Sizning javobingizga qanday omillar ta'sir ko'rsatadi?

4. Moliyaviy tizim tufayli resurslarning birlashishi va kapitaldagi ishtirok ulushining bo'linishi.

Moliyaviy tizim katta ko'lamdagi korxonani tashkil etish yoki yirik korxonalar kapitalini ko'p sonli mulkdorlar o'rtasida bo'lish uchun moliya-viy mablag'larning birlashish mexanizmini ta'minlaydi.

Zamonaviy iqtisodiyotda to'laqonli biznesni yurgizish uchun zarur bo'lgan investitsiyalarning minimal hajmi, ko'pincha, alohida odamning va hatto eng katta oilaning pul mablag'laridan oshiq bo'ladi³⁷. Moliyaviy tizim uy xo'jaliklari mablag'larini, keyinchalik unga muhtoj bo'lgan firmalar foydalanadigan yirik

³⁶ “Alternativ” – mumkin bo'lgan ikki yoki bir necha imkoniyatdan birini tanlashga asoslangan; muqobil. “Alternativa” fransuzcha “alternative”, lotincha “alter” – ikkitadan bittasi. 1. Bir-birini inkor etuvchi imkoniyatlardan birini tanlash; muqobillik. 2. Shu imkoniyatlardan biri. Qarang: o'sha manba. J.I. – B.75.

³⁷ Bunga misollar keltiringchi?!

kapitalga birlashtirish yoki yirik-lashtirish uchun imkoniyat yaratadi (masalan, fond bozorlari yoki banklar yordamida).

Moliyaviy tizim tufayli individual uy xo‘jaliklari katta miqdor-dagi pul talab qilinadigan investitsiyalarda resurslarning birlashishi va umumiy investitsiyalarda ulushlarning keyingi bo‘linishi yo‘li bilan qatnashish imkoniyatiga ega bo‘ladilar. Masalan, faraz qilaylik, Siz 10,0 mln. so‘mlik uloqchi otni sotib olish uchun mablag‘ kiritishga qaror qildingiz. Lekin Sizda hammasi bo‘lib 1,0 mln. so‘m bor. Agarda otni o‘nta qismga bo‘lishning jismoniy imkoniyati bo‘lganda, Siz uning o‘ndan birini sotib olishingiz mumkin edi. Biroq biz bu yerda hamma qismlarning summasidan ko‘ra butuni shubhasiz ancha-muncha qimmat bo‘ladigan vaziyatlardan birini ko‘ryapmiz. Shunday qilib, otni jismoniy bo‘lish muammoni hal qilmaydi. Va bu yerda hayvonni unga zarar keltirmasdan “bo‘lish” imkonini beradigan moliyaviy tizim yordamga keladi. Investitsion pul (moliyaviy resurslarning birlashishi)ni yaratib va investorlar o‘rtasidagi ulushni taqsimlab, 10,0 mln. so‘mlik investitsiyani, otni bo‘laklamagan holda, 1,0 mln. so‘mdan iqtisodiy «qism»larga bo‘lish mumkin. Bundan keyin, ko‘pkari (uloq)dan topilayotgan pul, otni mashq qildirishga va boqishga ketgan xarajatlarni chiqarib tashlab, barcha ulushi borlar o‘rtasida taqsimlanadi.

Yana bir misol sifatida pul bozorida amalda bo‘lgan investitsion fondlar operatsiyasini ko‘rib chiqamiz. Tasavvur qilaylik, Siz ko‘proq ishonchli va likvidli dollarlik aktiv – AQSh G‘aznachiligi veksel³⁸iga kapital qo‘yishga qaror qabul qildingiz. Taklif qilinayotgan veksellarning eng arzoni milliy valyutamizda 10,0 mln. so‘m turadi. Siz esa bor-yo‘g‘i 1,0 mln. so‘mlik investitsiya qilmoqchisiz. Ushbu holatda bu kabi veksellarga ham Sizning moliyaviy resurslaringizni boshqa investorlarning resurs-lari bilan birlashtirish yo‘li bilangina mablag‘ qo‘yish mumkin. O‘tgan asrning 70-yillarida shunday jarayonni rag‘batlantirish uchun investorlarga g‘aznachilik vekselarini qo‘lga kiritish imkonini beradigan o‘zaro jamg‘armalar tuzilgan.

O‘zaro jamg‘armada investorlarning mablag‘lari vaqtinchalik birlash-tiriladi va ularga mazkur jamg‘arma kapitalidagi ularning ulushi ko‘rsa-tilgan hisobraqamlar ochiladi. Jamg‘arma vaqti-vaqti bilan mijozlarga o‘zlarining aksiyalari kursi to‘g‘risidagi axborotni taqdim qiladi va ularga amalda istalgan vaqtda o‘zining hisobraqamiga istalgan qo‘shimcha summani kiritish yoki pulni qaytarib olish imkonini beradi. Shunday qilib, agar jamg‘arma aksiyasining joriy kursi 11 000 so‘mni tashkil etsa, Siz esa 1,0 mln. so‘m qo‘yayotgan bo‘lsangiz, unda Sizning jamg‘armadagi hisobingizda 90,91 aksiya bo‘ladi (1 000 000 : 11 000). Bu g‘aznachilik vekselariga investitsiya qiluvchi o‘zaro jamg‘armalar moliyaviy tizimning to‘rtinchi funksiyasi bajarilishiga yordamlashayotganidan dalolat beradi. Zero, ular tufayli katta qadr-qimmatga ega bo‘lgan vekselar amaliy jihatdan benihoya (cheksiz) bo‘linuvchi qimmatli qog‘ozlarga aylanadi.

4- nazorat uchun savol

Ko‘pchilik uy xo‘jaliklarining moliyaviy resurslarini birlashtirish usuli

³⁸ “Veksel” nemischa “Wechsel” – o‘zgarish; almashtirish. Qarang: o‘sha manba. J.I. – B.454.

mavjud bo'lmaganda amalga oshirish mumkin bo'lmagan investitsiyani misol qilib keltiring.

5. Moliyaviy tizim tomonidan informatsion qo'llab-quvvatlash (axborot ko'magi).

Moliyaviy tizim iqtisodiyotning turli jabha (sektor)larida qabul qilinuvchi mustaqil qarorlarni muvofiqlashtirishga yordam beradigan narx (baho) axborotini taqdim etadi.

Gazetalar, radio va televideniye qimmatli qog'ozlar kursi va foiz stavkalari to'g'risidagi axborotni har kuni xabar qiladilar. Ushbu ma'lumotlarni olayotgan millionlab odamlar ichidan, deyarli kam odam professional darajada qimmatli qog'ozlar savdosi bilan shug'ullanadi. Biroq, ko'pincha fond bozoridan ancha yiroq bo'lgan odamlar qimmatli qog'ozlar birjasiga asoslangan axborotni moliyaviy qarorlar qabul qilish uchun jalb qilishlari (foydalanishlari) lozim. Masalan, uy xo'jaliklari bu ma'lumotlardan joriy daromadning qancha qismini kelajakka saqlab qo'yishni va jamg'arilgan mablag'larni qaysi aktivlarga investitsiya qilish foydaliroqligini hal qilish uchun foydalanishlari kerak.

Bozor foiz stavkalarini bilish, hattoki, bir oila doirasida pul-larni ko'chirgan taqdirda qanday yordam berishi bo'yicha yaxshiroq tasavvurga ega bo'lish uchun quyidagi misolni ko'rib chiqamiz. Tasavvur qiling, Ciz 25 yoshdasiz. Endigina uylandingiz. Alohida va erkin yashashni istab, 100,0 mln. so'mga uy sotib olmoqchisiz. Mahalliy bank Sizga yillik 8% ustama haq bilan 80,0 mln. so'm (ya'ni, uy narxining 80%i) ipoteka krediti ajratishga rozi. Lekin Siz yana 20% (ya'ni, yana 20,0 mln. so'm) mablag' topishingiz lozim. Sizning 40 yoshli opangizning bankdagi hisobraqamida Sizga kerakli bo'lgan summa mavjud. U ushbu pullarni o'zining pensiya ta'minoti sifatida yillik 6% ustama haqi hisobiga ajratib qo'ymoqda. Biroq uning pensiya yoshiga yetishiga hali ancha vaqt bor. Shuning uchun Siz bu pullarni undan qarzga so'rab turishingiz mumkin. Agar opangiz o'zining pensiyasi uchun jamg'arib borayotgan pullarini Sizga uy sotib olishingiz uchun qarzga berib turishga rozi bo'lsa, unda Siz, ushbu summa bo'yicha qancha foiz stavkasi "adolatli" bo'lishini qanday qilib aniqlashingiz mumkin?

Ko'rinib turibdiki, buning uchun joriy bozor stavkalarini bilish foydadan holi bo'lmaydi. Faraz qilaylik, opangiz o'zining jamg'arma hisobraqami bo'yicha yillik 6% ustama haq olayotganligi Sizga aniq ma'lum va mahalliy bank Sizdan ipoteka krediti bo'yicha yillik 8% ustama haq olmoqchi. Bu ma'lumotlar Sizga qarorlar qabul qilishda yordam beradi.

Xuddi shuningdek, oila doirasida moliyaviy qarorlar qabul qilish jarayonida aktivlarning bozor narxi (bahosi)ni bilish ham kerak bo'lishi mumkin. Masalan, faraz qilaylik, Siz singlingiz bilan uyni yoki oilaviy biznesni meros qilib oldingiz va u ikkalangizning o'rtangizda teng, baravar bo'linishi kerak. Biroq, Siz uni sotgingiz kelmayapti. Boisi, qaysidir biringiz shu uyda yashamoqchi yoki oilaviy biznes bilan shug'ullanishni davom ettirmoqchisiz. Bunda oilaning boshqa a'zosi

qancha olishi kerak? Ko‘rinib turibdiki, merosni to‘g‘ri baholash uchun shunga o‘xshash aktivlarning bozor narxlarini bilish lozim.

Bundan tashqari, aktivlarning narx (baho)lari va foiz stavkalari menejerlar uchun ular tomonidan investitsion loyihalarni tanlashda va moliyaviy shartnomalarni tuzishda tayanch signal bo‘lib xizmat qiladi. Majburiyatlari bo‘yicha moliyaviy bozorlarda doimo bitimlar tuzish bilan shug‘ullanmaydigan menejerlar, odatda boshqa sohalarda to‘g‘ri qarorlar qabul qilish kerak bo‘lganda, zarur axborotlarni olish uchun har holda bu bozorlardan foydalanadilar.

Tasavvur qilaylik: masalan, qaysidir bir firma 100,0 mln. so‘m miqdorida foyda oldi va u olingan summani qanday sarflashni: uni biznesga qayta investitsiya qilish, aksionerlarga dividendlar to‘lash yoki pullarni o‘z aksiyalarini qaytarib olishga sarflash muammosini hal qilmoqchi. Ushbu masalani hal qilishda, shubhasiz, mazkur firma va boshqa kompaniyalarning aksiyalari kursini, shuningdek, bozor foiz stavkalarini bilishi juda asqotadi. Bunday sharoitda, ayrim hollarda bo‘lganidek, “Baxtash – tavakkal”, “Yo – ustidan, yo – ostidan”, “Shuni ham o‘ylab o‘tira-mizmi?” yoki “O‘ychi o‘yini o‘ylaguncha, tavakkalchi ishini bitiradi” tarzida ish tutib bo‘lmaydi. Shunday qilinsa, hatto “og‘zimizdagi tayyor oshimiz”dan ham ajralib qolishimiz hech gap emas.

Har bir yangi moliyaviy instrumentning paydo bo‘lishi bilan axborot olishning yangi imkoniyatlari yuzaga keladi. Masalan, 1973 yildan birja-larda opsiyalar standartlashtirilgan savdo shartnomalari qo‘llanilishi boshlangandan so‘ng, son jihatidan axborotning hajmi turli moliyaviy va iqtisodiy operatsiyalarning risklilik darajasiga nisbatan keskin oshib ketdi. Bunday ma‘lumotlar riskni boshqarish bilan bog‘liq bo‘lgan qarorlarni qabul qilishda juda muhim.

5-nazorat uchun savol

Operatsiyada ishtirok etmagan tomonlarni muhim axborot bilan ta‘minlaydigan moliyaviy bitimga misol keltiring.

6. Moliyaviy tizim yordamida stimullashtirishning psixologik muammolarini yechish.

Agar moliyaviy operatsiyaning bir tomoni bitim bo‘yicha boshqa hamkor bilmaydigan axborotga egalik qilganda, yoki bir tomon boshqasi uchun qaror qiluvchi agent hisoblanganda paydo bo‘ladigan stimullashtirishning psixologik muammolari moliyaviy tizim yordamida hal qilinadi.

Yuqorida ta‘kidlaganimizdek, moliyaviy bozorlar va vositachilar risk va pul resurslarining samarali taqsimlanishiga yordam beruvchi bir necha funksiyalarni bajaradilar. Biroq, stimullashtirish psixologiyasiga tegishli bo‘lgan, vositachilarning ko‘rsatilgan funksiyalarni bajarish layo-qatini cheklaydigan muammolar mavjud. Stimullashtirishning psixologik muammolari shartnoma tomonlari ko‘pincha bir-birini kuzatish va biri ikkinchisini nazorat qilish imkoniyatiga ega bo‘lmaganlari uchun yuzaga keladi.

Stimullar bilan bog‘liq bo‘lgan muammolar, odatda, uch turga bo‘linadi va ular xalqaro amaliyotda quyidagicha nom olgan:

1. “Ma’naviy risk” muammosi;
2. “Noqulay tanlov” muammosi;
3. “Komitent³⁹-komissioner⁴⁰” muammosi.

Ma’naviy risk yoki **mas’uliyatsizlik** (moral hazard) muammosi, masalan, qachonki sug‘urta polisiga egalik qilish sug‘urtalangan tomon katta riskka yo‘l qo‘yganda yoki yo‘qotishga yetaklovchi hodisaning oldini olishga kam harakat qilganda yuzaga keladi. Aynan mas’uliyatsizlik ko‘pincha sug‘urta kompaniyalari tomonidan riskning ayrim turlarini sug‘urta qilishni xoh-lamasliklarining sababiga aylanadi. Masalan, agar ulgurji ombor mulk-dori yong‘in hodisasiga sug‘urta polisini sotib olganda, uning uchun yong‘inga qarshi tadbirlarga pul sarflash stimuli kamayadi. Bu holat, uning omborida yong‘in bo‘lish ehtimoli, sug‘urta shartnomasi tuzilgunga qadar bo‘lgan holat-dagidan yuqori bo‘ladi. Agar sug‘urta summasi omborning bozor bahosidan yuqori bo‘lsa, unda ayrim ekstremal vaziyatlarda ombor egasi nafsga beri-lishi va pul olish uchun uni yoqib yuborishi ham mumkin. Potensial ma’naviy risk tufayli sug‘urta kompaniyalari sug‘urta summasini qisqarti-radilar, yoki ma’lum bir holatlarda ayrim turdagi sug‘urta polislarini sotishdan umuman bosh tortadilar⁴¹.

Mijoz ishga bo‘nak (avans) to‘lasa va odam (yoki firma) ish qanchalik yaxshi yoki yomon bajarilishiga qaramay, bir xil summani oladigan vaziyat shartnoma tuzish sohasidagi mas’uliyatsizlikka misol bo‘lib xizmat qilishi mumkin. Agar to‘lov faqat ish bajarilgandan so‘ng amalga oshirilganda edi, unda pudratchida, shubhasiz, to‘lovning avans shakliga qaraganda yaxshiroq harakat qilib ishlashiga stimuly ko‘proq bo‘lar edi⁴².

Biznesni moliyalashtirishda yuzaga keladigan muammo ma’naviy risk-ning nisbatan kamroq misoli bo‘lib hisoblanadi. Faraz qilaylik, Sizda yangi korxonani tuzish g‘oyasi tug‘ildi va Sizga ish boshlash uchun boshlang‘ich mablag‘ zarur. Siz uni qayerdan olishingiz mumkin? Olishingiz ehtimoli ko‘proq bo‘lgan manba bu – qarindoshlar va o‘rtoqlaringiz. Nima uchun? Negaki, Siz ularga ishonasiz. Ular esa Sizni bilishadi va Sizga ishoni-shadi. Bundan tashqari, ular Sizning tijoriy rejangizni, jumladan, tijoriy siringizni ham boshqa odamlarga ochmasliklari Sizga ma’lum. Qarindoshlar va o‘rtoqlar esa, o‘z navbatida, Sizning ularga yuz berishi mumkin bo‘lgan hech qanday muammo va asoratlarni berkitmasdan, bo‘lajak biznes to‘g‘risida to‘liq axborot taqdim qilishingizga ishonadilar. Bundan tashqari, hatto ish boshidan muvafaqqiyatli bo‘lmagan va Sizda qiyin-chiliklar tug‘ilgan holatda ham, Sizning yaqinlaringiz, Siz ularning manfaatlarini himoya qilish uchun bor imkoniyatingizni ishga solishingizni bilishadi.

³⁹ “Komitent” lotincha “committens”, “committentis” – topshiruvchi, topshiriq beruvchi Komissionerga o‘zining, ya’ni komitent hisobidan, lekin komissioner nomidan savdo bitimini tuzish haqida topshiriq beruvchi tomon (shaxs yoki tashkilot). Qarang: o‘sha manba. J.II. - B.394.

⁴⁰ «Komissioner» fransuzcha «commissionnaire», lotincha «commissio» - topshirish; topshiriq. Komitent hisobidan va uning foydasiga, lekin o‘z nomidan bitimlar tuzadigan shaxs yoki tashkilot – savdo-sotiq ishidagi vositachi. Qarang: o‘sha manba. J.II. - B.394.

⁴¹ “Stimul”ning faqat “rag‘bat”dan iborat emasligini tasdiqlovchi yana bir misol.

⁴² “Stimul”ning faqat “rag‘bat”dan iborat emasligini tasdiqlovchi navbatdagi misol.

Endi agar Siz bankdan qarz olishga qaror qilganingizda kelib chiqadigan vaziyatni ko'rib chiqamiz. Ehtimol, Sizga mutlaqo notanish bo'lgan bank xizmatchisi bilan biznes rejangizni batafsil muhokama qilishni xohlamassiz. Yoki xoxlaysizmi? Axir bu variantda Sizga raqib bo'ladigan boshqa mijozga bu to'g'rida aytib berishi mumkinligi istisno qilinmagan. Hattoki, Siz ushbu masalani hal etishga muvaffaq bo'lsangiz ham, yana yangisi yuzaga kelishi mumkin va buning vujudga kelmasligiga hech kim kafolat beraolmaydi.

Qarzlarni taqdim qilish qarorini qabul qiluvchi bank xizmatchilari esa, mijozlarda bo'lajak biznesning barcha mumkin bo'lgan qiyinchiliklari to'g'risida ochiqchasiga gapirib berish uchun asos mavjud emasligi bois, ko'pincha qarzni taqdim qilishga shunchaki rozi bo'lmaydilar⁴³. Shunisi ayonki, buni har qanday odam eng noiloj vaziyatdagina oshkora qilishi mumkin. Axir, buni "Hayot!" deyдилar!!!

Shunday qilib, axborot almashinishda, ish imkoniyatlariga nisbatan ma'lum bir tengsizliklar yoki nomutanosiblik yuzaga keladi: mijoz o'zining bo'lajak biznesi to'g'risida bank xizmatchisidan ko'ra ancha ko'p biladi. Buning ustiga, Siz bankka qarz uchun kelganingizda, bank xizmatchisiga o'zining Siz uchun mutlaqo notanish odamligi, bank esa – biror-bir mas'uliyatsiz muassasadan ortiq emasligi aniq ma'lum. Demak, ishingizning borishi yomonlashsa, Siz unga yaqinlaringiz mablag'lari sarflanganida qanday yo'l tutganingiz kabi harakat qilmas, ya'ni holatni to'g'rilash uchun barcha imkoniyatlarni ishga solmas edingiz. Hatto, buning ustiga, Siz bu biznesdan chiqish to'g'risida qaror qabul qilishingiz va qarzni to'la-masligingiz ham mumkin. Shunday qilib, butun kuch bilan ishlash motivatsiyasi (stimuli) korxonada riskining bir qism boyligi qarz oluvchini qiziqdirmaydigan tashkilotga (masalan, bank yoki sug'urta kompaniyasiga) ko'chirilishi natijasida pasayib ketadigan vaziyat ma'naviy risk yoki mas'uliyatsizlik bilan bog'liq bo'lgan muammolarga misol bo'lishi mumkin.

6- nazorat uchun savol

Ma'naviy risk muammosi Sizga rejalashtirilgan biznes-loyihangizni amalga oshirish uchun mablag' olishingizga halaqit berishi mumkin bo'lgan vaziyatni misol keltiring. Ushbu muammoni bartaraf etish usullari qanday?

Bitim tomonlarida axborotning bab-baravar bo'linmagan hajmi nati-jasida ham yuzaga keladigan yana bitta muammo mavjud. Bu **nomuvofiq (noqulay)** tanlov muammosidir (adverse selection). Bu shu bilan xarak-terlanadiki, unga ko'ra riskning u yoki bu shaklidan sug'urtani sotib oluvchi odamlar, odatda, ushbu riskga butun boshli aholiga qaraganda ancha kuchliroq duchor bo'ladilar.

Bu vaziyatni **umrbod renta** (life annuities) misolida ko'rib chiqamiz. Umrbod renta sug'urtalangan odamga uning pensiyaga chiqishidan boshlab umrining oxirigacha qayd qilingan summani oyma-oy to'lashni ko'zda tutgan shartnomani ifodalaydi. Bunday rentalarni sotuvchi firma, ularni sotib oluvchi

⁴³ "Bu misol ham "stimul"ning faqat "rag'bat"dan iborat emasligini yana bir karra tasdiqlaydi.

odamlar butun aholiday kutilayotgan uzoq umr ko‘rishlari taxmi-nidan kelib chiqq olmaydi.

Masalan, tasavvur qilaylik, qandaydir bir firma pensiyaga chiqayotgan (ya’ni, masalan, 55-60 yoshdagi) odamlarga umrbod rentalarni sotmoqda. Odatda, butun aholi o‘rtasida bunday odamlarni uchta guruhga bo‘lishadi (yana har bir guruhdagilarning soni taxminan bir xil): “A” guruh umrining davomiyligi 10 yilni, “B” guruhniki 15 yil, “V” guruhniki esa 20 yilni tashkil etadi. 60 yoshga to‘lgan odamlar o‘rtacha 15 yil yashaydilar. Biroq, agar firma, ushbu umr davomiyligining prognoz (bashorat) ko‘rsatkichlariga muvofiq polis narxini o‘zgartirsa, u rentani sotib olayotgan odamlar ko‘proq “A” yoki “V” shakliga tegishli ekanligiga ishonch hosil qiladi. Birinchi guruhga kiruvchi pensionerlar uchun bu kabi bitim foydasizdir va ular bunday polisni sotib olmaydilar.

Agar umrbod rentani sotuvchi firma u yoki bu mijoz qaysi guruhga (“A”, “B”, yoki “V”) tegishli ekanligini bilganda va har bir odam umrining kutilayotgan davomiyligidan kelib chiqib narxni o‘zgartira olganda edi, unda hech qanday nomuvofiq (noqulay) tanlov muammosi mavjud bo‘lmagan bo‘lar edi. Biroq, bu firmalar, o‘z mijozlari umrining kutilayotgan davomiyligi to‘g‘risida axborotlar sonini oxirgilari egalik qilganidek yig‘a olmaydilar.

Modomiki, sug‘urtachi har bir mijoz umrining kutilayotgan davomiyligini aniq aks ettiruvchi narxni belgilashga qodir emas ekan, unda ko‘p sonli rentalar nomutanosib ravishda hali ancha uzoq yashashni reja-lashtirayotgan sog‘lom odamlar tomonidan sotib olinadi. Bizning misolda, o‘rtacha bashorat qilinayotgan umrning davomiyligi 17,5 yilni tashkil etadi. Bu mazkur ko‘rsatkichning butun aholi uchun belgilanganidan 2,5 yilga ko‘proqdir.

Shunday qilib, agar renta sotuvchi firma, narxni butun aholi uchun umrning kutilayotgan davomiyligi ko‘rsatkichlari asosida belgilagan bo‘lsa va nomuvofiq (noqulay) tanlov muammolarini tartibga solish maqsadida narxni oshirmagan bo‘lsa, ziyonga uchraydi. Shu sababli firmalar umrbod rentalarga umrning kutilayotgan o‘rtacha davomiyligi bo‘lgan odamlarni o‘ziga jalb qilmaydigan narxlarni belgilaydilar. Bu shunga olib keladiki, ushbu moliyaviy mahsulot sotiladigan bozor, agar nomuvofiq (noqulay) tanlov muammosi mavjud bo‘lmaganda, mumkin bo‘ladigan holatdan ancha kamroq bo‘ladi⁴⁴.

7- nazorat uchun savol

Tasavvur qilaylik, qandaydir bir bank potensial mijozlarga ularning qarzni to‘lay olish layoqatini tekshirmasdan qarz berishni va’da qiladi. Ushbu tasavvur qilingan holatga qarz oluvchilarning qaysi toifalari jalb qilinadi? Bunday bankning qarz bo‘yicha foiz stavkasi qarz oluvchining kredit tarixini tekshiradigan bankning stavkasidan farqlanadimi?

Stimul bilan bog‘liq bo‘lgan muammoning yana bir turi ko‘proq riskka asoslangan topshiriqlarni bajarish bo‘yicha vakolatning boshqa shaxslarga berilishida yuzaga keladi. Masalan, korporatsiya aksiyadorlari firmaning ishini

⁴⁴ “Stimul” va “rag‘bat” hamda “stimullashtirish” va “rag‘batlantirish”ning turlicha ekanligini tasdiqlovchi misollardan yana biri.

yuritish uchun menejerlarga vakolatni beradilar. O‘zaro jamg‘armalar investorlari esa, mablag‘larini qimmatli qog‘ozlarga investitsiya qilish tuzilmasini ishlab chiqish bo‘yicha vakolatni jamg‘armalarning qimmatli qog‘ozlar portfellarini boshqarish bo‘yicha menejerlariga taqdim etadilar. Bu qaror qabul qilish bilan bog‘liq bo‘lgan risk uchun javobgarlik olib boradigan odam yoki tashkilot, ushbu qarorlarni qabul qilish bo‘yicha o‘z vakolatini boshqa bir tashkilot yoki shaxsga berishini bildiradi. Shunday risk uchun javobgarlikni topshiradigan shaxslar (yoki tashkilotlar) *komitentlar* deb ataladi. Ushbu vakolatni qabul qiluvchilar esa *komissionerlar* deb ataladi.

Komitentning komissioner bilan munosabati muammosi (principal-agent problem) shundaki, komissioner ko‘pincha komitent agar komissioner bilgan barcha bilimlarga egalik qilganida qabul qilgan qarorlaridan va o‘zi mustaqil qabul qilishi mumkin bo‘lgan qarorlaridan farqlanuvchi qaror-larni qabul qiladi. Buning natijasida komissionerlar va komitent-larning manfaatlari o‘rtasida ko‘pincha ziddiyatlar kelib chiqadi. Nostan-dart (noandozaviy) vaziyatlarda komissionerlar, hattoki, o‘zlarining komi-tentlari manfaatlariga qaramasdan harakat qilishlari mumkin. Bunday holat, masalan, fond brokeri «sutdan yog‘ olish» deb nomlanadigan ish bilan shug‘ullansa, ya’ni mijozga hech qanday foyda olib kelmaydigan, lekin brokerning komission summasini oshiradigan ko‘psonli bitimlarni mijozning hisobidan amalga oshirganida kelib chiqadi.

Buning yanada tushunarli bo‘lishi uchun e’tiboringizni quyidagi “qo‘lbola”, “jaydari” o‘zbekona misolga qaratmoqchimiz: ma’lumki, ko‘pka-riga (uloqqa) yaraydigan kuchli otga hamma chavandoz ham ega bo‘lavermaydi. Xuddi shuningdek, shunday kuchli otga ega bo‘lganlarning hammasi ham chavandoz bo‘lmasligi mumkin. Bunday sharoitda otning egasi o‘z otini kuchli chavandozga “chopish uchun” taqdim etishi, tabiiy. Shunga o‘xshash, chavan-dozning ham o‘zganing kuchli otidan ko‘pkari (uloq) davomida “chopishidan” o‘zga chorasi qolmaydi. Shu munosabat bilan, ko‘pkari (uloq)da qo‘lga kiritilgan yutuq (solim)lar chavandoz va otning egasi o‘rtasida, odatda, qanday taqsimlanishini bilasizmi? Hech joyda yozma ravishda qayd etilgan bo‘lishiga qaramasdan, azal-azaldan, bu narsa (yutuq)ni taqsimlashda quyi-dagiga rioya qilinadi: pulli yutuqlar – chavandozniki, natural ko‘rinishdagi yutuqlar (uloq, gilam, tuya, ho‘kiz, mashina va h.k.lar) esa – otning egasiniki. Bunday sharoitda chavandoz bilan otning egasi o‘rtasidagi munosabatlarning qanchalik uzoq vaqt davom etishi yoki uning doimiy xarakterga ega bo‘lishi, boshqa sharoitlar teng bo‘lgan taqdirda, chavandozning xolisona xatti-harakatiga bog‘liq. Agar chavandoz har safar ko‘pkari (uloq)da o‘zaro manfaatlar mushtarakligiga intilib harakat qilsa – nur ustiga, a’lo nur – o‘zaro munosabatlar davom etadi. Aksincha, ko‘pkari (uloq) davomida solim pulli e’lon qilinganda har safar o‘zini o‘tga ursa-yu, natural ko‘rinishdagi solim e’lon qilinganda esa – to‘dadan chetga chiqib, oddiy tamoshabinga aylanib, ayyorlik qilsa – o‘sha zahotiyuq yoki navbatdagi ko‘pkari (uloq)da kuchli otidan umid qilmasa ham bo‘laveradi. Chunki bu yerda otning egasi va chavandoz manfaatlari o‘rtasida ziddiyatning kelib chiqqanligi shuni taqozo etadi.

Agar moliyaviy tizim to'g'ri faoliyat ko'rsatsa, unda yuqorida qayd qilingan stimullashtirish muammolarini hal qilishga yordam beradi. Bu esa moliyaviy resurslarni birlashtirish imkoniyati, riskni taqsimlash va ixtisoslashtirish kabi ushbu tizimning afzalliklaridan yanada samara-liroq foydalanish imkoniyatini taqdim etadi. Jumladan, masalan, kredit faoliyati bilan bog'liq bo'lgan stimullashtirish muammolarini kamaytirish uchun, qarz oluvchi o'zining majburiyatlarini bajarmaganda, qarz beruvchiga uning ish aktivlarini xatga olish (arest) huquqi berilishini o'z ichiga oluvchi **qarzni ta'minlash** (collateralization) prinsipidan keng foydala-niladi. Shunday yondashuv tufayli, kreditorning qarz oluvchining faoliyati ustidan nazorat bo'yicha xarajatlari sezilarli darajada kamayadi. Bu holatda unga faqat, qarzni ta'minlash sifatida taqdim qilingan aktiv-larning bozor qiymati qarzning asosiy summasi va uning foizini to'lashga yetarli bo'lishining tashvishini qilish qoladi, xolos.

Texnologiyalar rivojlanib borgan sari qarzning ta'minlanishi uchun xizmat qiladigan turli xil ish aktivlari (masalan, qarz oluvchining tovar-moddiy zahirasiga kiruvchi tovarlar)ni baholashga, shuningdek, ular ustidan nazoratga ketadigan xarajatlar doimiy ravishda kamayib bormoqda. Buning natijasida bu kabi kelishuvlardan foydalanish sohasi kengay-moqda.

Yo'lga qo'yilgan moliyaviy tizim tufayli komitent va komissioner o'rtasidagi muammolarni ham yumshatish mumkin. Jumladan, agar perso-nal⁴⁵ni boshqarish ishi uchun mukofotlash firma aksiyalarining bozor bahosi ko'rsatkichiga bog'liq bo'lsa, menejerlar va aksionerlar manfa-atlarini aniqroq muvofiqlikka keltirish mumkin. Shuningdek, masalan, kredit shartnomasiga kreditorning huquqini qo'shimcha sug'urtalovchi ("equity kicker") alohida bandni kiritish imkoniyatini ham ko'rib chiqamiz. Bu esa korporatsiya aksiyadorlari va kreditorlari manfaatlari o'rtasida zid-diyatlar kelib chiqishi riskini kamaytirish imkonini beradi. Bu maqsadga erishishga kreditorga aksiyadorlar o'rtasida taqsimlash uchun hisob-lanadigan foydalarda ishtirok etishiga yo'l beradigan kredit keli-shuvining har qanday tartibi (alohida band) yordam beradi. Mazkur turdagi kengroq qo'llaniladigan uslublardan biri, qarz to'lanmagan holatda kreditorlar o'rtasida foydadan ma'lum bir foizning taqsimlanishini o'z ichiga oladi; boshqasi – kreditor o'zining qarz summasini korporatsiya aksiyalarining oldindan kelishib olingan soniga konvertatsiya qilish huquqiga egaligidir.

Boshqaruv personalni firmaning aksiyadorlari tomonidan saylani-shini hisobga olish kerak. Bu shunga olib keladiki, aksiyadorlar va kreditorlar manfaatlarning ziddiyatlari yuzaga kelgan holatda mene-gerlar odatda, aksiyadorlar manfaatlari qondirish uchun mumkin bo'lguncha harakat qiladilar, va ko'pincha buni firma kreditorlari hisobidan amalga oshiradilar. Bunday holatlarda yuzaga keladigan ma'naviy risk muammosi boshqa sharoitlarda ikki tomonlama foyda keltiradigan qarz kelishuvining tuzilishiga xalaqit berishi mumkin. Kelishuvga qo'shimcha qilib, "equity kicker" bandini kiritib, bu muammoni yumshatish yoki hatto butkul hal qilish mumkin. Buning natijasida firmaning aksiya-dorlari ham, uning

⁴⁵ "Personal" lotincha "personalis" – shaxsiy. Korxonalar, muassasa xodimlari yoki ularning ixtisosiga ko'ra bir guruhi. Qarang: o'sha manba. J.III. - B.247.

kreditorlari ham yutadilar, xolos. Axir o‘zbeklarda “Qars” ikki qo‘ldan chiqadi”, “Sizdan – ugina, bizdan – bugina”, “Six ham kuymasin, kabob ham”, deb bekordan-bekorga aytilmagan.

6-mavzu. Moliyaviy yangiliklar va moliyaviy bozorlar

Reja:

- 1. Moliyaviy yangiliklar va bozorning “ko‘rinmas qo‘li”**
- 2. Moliyaviy bozorlar**

1. Moliyaviy yangiliklar va bozorning “ko‘rinmas qo‘li”

Moliyaviy yangiliklar qaysidir markazlashtirilgan organlar tomo-nidan rejalashtirilmaydi, balki ayrim tadbirkorlar va firmalarning xarakatlari natijasida yuzaga keladi. Moliyaviy sohada innovatsiya-larning yuzaga kelishiga turtki bo‘ladigan asosiy iqtisodiy manfaatlar, to‘g‘risini aytganda, inson faoliyatining boshqa har qanday sohasida harakat qiluvchi manfaatlardan hech qanday farq qilmaydi. A.Smit qayd qilganidek, “Har bir individ o‘zining kapitalini eng ko‘p foyda keltirishi uchun ishlatishga harakat qiladi. Uning niyatiga, qoidaga ko‘ra, umumiy manfa-atlarga xizmat qilish kirmaydi, va u odatda ularni qondirishga qanchalik yordam berayotganini bilmaydi. Uni faqat o‘zining xavfsizligi va foyda tashvishga soladi. Biroq mutloq o‘zining foydasi uchun harakat qilayotgan individ, uning maqsadiga kirmaydigan natijaga **ko‘rinmas qo‘l** (invisible hand) tomonidan yo‘llanadi. O‘z manfaatlarini izidan borib, u ko‘pincha haqiqatda qilmoqchi bo‘lganidan ko‘ra ko‘proq jamiyatning rivojlanishiga samaraliroq yordam beradi”⁴⁶.

Bu holatni misollar bilan izohlash uchun, yosh yigit 1965 yilda xorijga sayohatga ketayotib tushib qolgan vaziyatidagi masalalarni hozirgi kunda zamonaviy yosh yigit qanday hal qilish kerakligi bilan solishtiring. Bir necha o‘n yilliklar oldin xorijdagi sayohatchiga hech kim uning tilida gapirmaydigan joyda pul tugab qolishi mumkinligi to‘g‘risida doimo xavotirga tushishiga to‘g‘ri kelgan. Bu holatda uyga telegramma yuborishga va o‘z mamlakatidagi bankdan mahalliy bankka telegraf orqali pul jo‘nat-masini tashkillashtirishga urinishiga to‘g‘ri kelgan. Bu jarayon qanchalik uzundan-uzoq va qimmat bo‘lganligini tushuntirishning zaruriyati yo‘q. Xorijiy banklar bilan kredit liniya⁴⁷larini ochish to‘g‘risida oldindan kelishuvlar faqatgina eng boy sayohatchilar uchun mumkin bo‘lgan.

Bizning davrda amalda xorijda xoxlagan xaridni kredit kartochkasi yordamida to‘lash mumkin. *VISA*, *MasterCard* i *American Express* kabi bunday kartochkalar yer sharining deyarli istalgan nuqtasida qabul qilinadi. Masalan, mehmonxona nomeriga haq to‘lash uchun Siz shunchaki o‘z kartoch-kangizni xizmatchiga berasiz va u telefon liniyasiga ulangan maxsus appa-ratga uni qo‘yadi. Sanoqli soniyalarda Sizning qarzni to‘lay olish qobili-yatingiz (ya’ni, Sizga ushbu

⁴⁶ Adam Smith, *The Wealth of Nations* (Chicago: University of Chicago Press, 1977), - B. 408.

⁴⁷ «Liniya» lotincha «linea» - kanop ipi; shoqul; yo‘l, chiziq. Biror narsani muayyan masofa (joy)ga uzatishga mo‘ljallangan qurilma (moslama)lar sistemasi. Qarang: o‘sha manba. J.II. - B.499.

kartochkani bergan bank to'lovni kafolatlashi holati) tekshiriladi. Shundan so'ng Sizga kvitansiyaga imzo qo'yish va yana sayohatni davom ettirish qoladi, xolos.

Bundan tashqari, bu tizimda pulni yo'qotish yoki uni o'g'irlatish to'g'risida xavotir olmasangiz ham bo'ladi. Agar Siz kredit kartochkangizni topolmayotgan bo'lsangiz, yo'qolgan kartochkani beruvchi bank bilan ulangan yaqinda joylashgan istalgan bankka yo'l olasiz. Bank uni bekor qiladi (undan boshqa odam foydalana olmasligi uchun) va yangisini beradi. Ko'p banklarda bu holatda hatto kredit olishingiz ham mumkin.

Xalqaro sayohatlar kredit kartochkalarining joriy qilinishi tufayli ancha qulay va arzon bo'lib qolganligiga hech kimda shubha yo'q. Ularni kashf qilish va tarqatish millionlab odamlarga foyda keltirdi va moliyani «demokratlashtirish»ga imkon tug'dirdi. Lekin bu qanday ro'y berdi? Quyida Sizlarga kredit kartochkalari misolida moliyaviy innovatsiya-larning rivojlanishiga ta'sir qiluvchi asosiy omillarni ko'rib chiqishni taklif etamiz.

Shuni alohida qayd etish joizki, bu jarayonda texnologiya⁴⁸ eng muhim omil hisoblanadi. Kredit kartochkalarining qo'llanilishi faqatgina tele-fon va kompyuter tarmoqlari, shuningdek, boshqa o'ta murakkab telekom-munikatsiya tizimlari, axborotga ishlov berish uchun dasturiy ta'minot yaratilishi natijasida amalga oshdi. Biroq, kredit kartochkalari zamonaviy moliyaviy tizimning muhim qismiga aylanishi uchun, foyda olish maqsadida yangi imkoniyatlarning doimiy qidiruvida bo'lgan va moliyaviy xizmatlarni taklif qiluvchi firmalar, ushbu ilgarilab ketgan texnologiyadan foydalanishga tayyor bo'lishlari lozim edi. Bu narsa, o'z navbatida, ikkinchi tomondan uy xo'jaligi va boshqa firmalarga ushbu kartochkalarni sotib olishga tayyor bo'lishlarini taqozo etar edi.

Innovatsiyalar tarixida (moliyaviy va boshqa istalgan sohalarda) biror-bir potensial iqtisodiy foydali g'oyani ishlab chiqishda ko'pincha birinchi bo'lgan firma bundan katta foyda olmasligi holati takrorlanib turadi. Bu kredit kartochkalariga nisbatan ham adolatli (tegishli)dir. Xalqaro sayohatlarga kredit kartochkasini ishlatishni taklif qilgan birinchi kompaniya Ikkinchi jahon urushi tugashidan so'ng darhol asos solingan *Diners Club* bo'lgan. Ushbu firmaning muvaffaqiyati boshqa ikki kompaniyani, bular *American Express* i *Carte Blanche* edi, kredit kartoch-kalaridan foydalanishning o'xshash dasturlarini taklif qilishga undadi.

Kredit kartochkalaridan foydalanish bo'yicha xizmatlarni taklif qiluvchi firmalar, kartochkalarni qo'llagan holda tovarlar sotishni amalda qo'llayotgan chakana savdogarlar to'layotgan komission shaklida (qoidaga ko'ra, xarid narxidan ma'lum bir foiz), shuningdek, bu kartochka egalari kreditdan foydalanganlik uchun to'lanadigan foiz shaklida foyda oladilar (hisobdagi qoldiq bo'yicha). Bunday firmalarning katta xarajatini operatsiyalarning o'tkazilishiga sarflangan xarajatlar, kartochkalarining o'g'irlanishi va ularning egalari o'z majburiyatlarini qoplash qobiliyatiga ega emasliklari natijasida ko'rilgan ziyonlar tashkil etadi.

O'tgan asrning 50-yillarida tijorat banklari birinchi bo'lib kredit kartochkalari bilan ishlashni sinab ko'rishgan. O'shanda ular o'zlarining juda

⁴⁸ «Texnologiya» yunoncha «techné» - mahorat, san'at + logos – ta'limot. o'sha manba. J.IV. - B.81.

yuqori ekspluatatsion xarajatlari sababli shu kabi xizmatlarni ko'rsatadigan firmalar bilan raqobatlasha olmasliklari aniqlandi. Biroq 60-yillar oxirida kompyuter texnologiyalarining rivojlanishi tufayli ushbu xarajatlar ancha kamaydi va banklar endi bunday firmalar bilan jiddiy raqobatlasha oladigan bo'ldi. Bizning kunlarda kredit kartoch-kalaridan foydalanish xizmat bozorida ikkita yirik bank tizimi: *VISA* va *Master Card* kompaniyalari yetakchilardan hisoblanadi: *Diners Club* va *Carte Blanche* firmalarining ulushi esa sezilarli darajada qisqardi. Shu o'rinda, Bank Americard banki qanday qilib o'zining monopoliyasini yo'qotganligini ham eslab o'tish foydadan xoli emas.

Tarixdan ma'lumki, 1958 yildan 1966 yilga qadar, ya'ni 8 yil davomida *Bank of America* Kaliforniya shtatining kredit kartochkalari bozorida yakka o'zi hukmronlik qilgan edi. 1961 yildan 1966 yilga qadar bu biznes unga juda katta foyda olib kelgan. Biroq, bu umrbod davom etishi mumkin emasdi⁴⁹. 1966 yil boshlarida *Bank of American*ing kredit kartochkalari bilan ishlash bo'yicha boshqaruv personal ularning raqobatchilari: Kaliforniyaning 4 ta yirik banki hamkorlikda bu biznesga kirish niyatida ekanliklari to'g'risida tez-tez eshitadigan bo'ldi. O'zlarining umumiy dasturini ular *Master Charge* deb nomlamoqchi bo'lishdi. Bungacha *Nyu-york banki: First National City Bank of New-York* (bizning kunlarda *Citibank* nomi bilan mashhur) transport xarajatlarini va ko'ngil ochish sohasidagi xarajatlarni to'lash uchun foydalaniladigan kartochkalarning savdosi bilan shug'ullanadigan *Carte Blanche* firmasini sotib olish to'g'risida so'zlashuv olib borayotganligi haqidagi keskin xabarlar ham tarqalgan edi. Bu bitim *First National Cityga* ko'p sonli savdogarlar va mijozlarni olib kelishi kerak edi. Buning natijasida esa bank umumdavlat miqyosida ishlashni boshlar edi (shu kungacha biror-bir bank bu bilan maqtana olmagan edi), va shunday qilib, *Bank of American*ing yana bir jiddiy raqobatchisiga aylanishi mumkin edi. Ayni paytda boshqa banklar *Bank of American*ing o'z dasturini Kaliforniyaning tashqarisiga ham kengaytirmoqchi ekanligi to'g'risida tez-tez eshitadigan bo'lishdi. Bir necha yillik nisbatan jim-jitlikdan so'ng bank sanoati bo'lish ehtimoli bo'lgan hujumlar va potensial ishtirokchilar, kredit kartochkalari to'g'risidagi turli xil shov-shuvlar bilan portladi. Buyuk Depressiyadan so'ng amalda birinchi bo'lib banklar bir-birlari bilan ochiqdan-ochiq raqobatlashish mumkinligi to'g'risida o'ylay boshlashdi.

Bu mish-mishlar, o'z navbatida, 60-yillar oxirida butun mamlakatni qamrab olgan kredit kartalarni jo'natishning buyuk to'lqiniga sabab bo'ldi. Sarosima va hasadga tushgan bankirlar, amalda u haqda hech narsa bilmasdan va mutlaqo tayyorlanmasdan turib biznesga «boshlari bilan sho'ng'ishdi». Iste'mol ssudalarini taqdim etadigan va taqdim etmaydigan barcha yirik va mayda banklar, bank konsorsium⁵⁰lari va ayrim banklar yagona shiddat bilan *Everything Cards, Town & Country Cards, Midwest Bank Cards, Interbank Cards* kabi va boshqa o'nlab unutilib ketgan nomlarni eslagan holda kredit kartochkalarini berishni boshladilar.

⁴⁹ Nega bunday xulosa chiqarilmoqda? Buning sabablari nimalardan iborat ekanligini bilasizmi?

⁵⁰ «Konsorsium» lotincha «concordium» - sheriklik, birga ishtirok etish. Bir necha banklar yoki sanoat korxonalarining qarzlarni birgalikda joylashtirish, yirik moliyaviy yoki tijoriy ishlarni, investitsion loyihalarni amalga oshirish uchun tuzilgan vaqtinchalik bitim. Qarang: o'sha manba. J.II. - B.401.

1966 yildan 1970 yilga qadar bo'lgan davrda bankirlar mamlakatni kredit kartochkalari bilan deyarli to'ldirib tashladilar. Shu davrga qadar AQSh bu kabi holatni ko'rmagan edi.

Ushbu harakat faxriylarining ko'pchiligi hozir o'tgan asr 60-yilla-rining oxiri haqida banklar katta miqdorda ziyon ko'rgan, jamiyatda sarosima va federal⁵¹ qonunchilikda chalkashliklar avjiga chiqqan ahmoqona bir davr bo'lganligini gapirishadi. Shu bilan birga ularning hammasi, bu aqldan ozishning zaruriyat bo'lganligi to'g'risida bir xilda fikrlashar edi. O'sha yillarning tartibsizligidan elektron kredit kartochkalarining zamonaviy tizimi vujudga keldi. Usiz bank kredit kartochkalari bugundagiday: pul sohasidagi inqilobning plastik ramzi sifatida hech qachon mavjud bo'lmasligi mumkin edi.

Shunday qilib, kredit kartochkalarining yirik firma-emitentlari o'rtasidagi raqobat tufayli, mijozlarga xizmat ko'rsatish bo'yicha xarajatlar deyarli katta emas. Hozirgi davrda sayohat qilishga jo'nayotgan ko'pchilik odamlar uchun kredit kartochkalaridan foydalanish nafaqat qulay, balki yo'l cheklariga qaraganda foydaliroqdir.

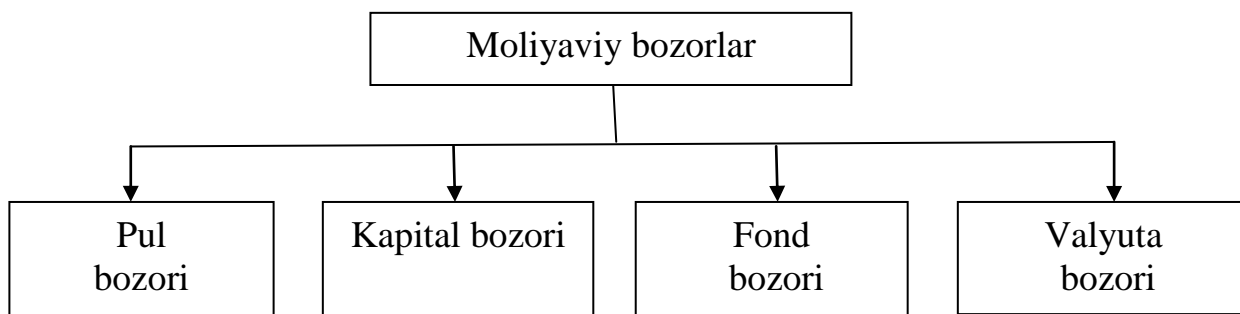
Oxirgi mulohaza bizni moliyaviy innovatsiyalarga nisbatan yana bir fikrga olib keladi. Odamlar ehtiyojining va moliyaviy xizmatlar ko'rsa-tadigan tashkilotlar o'rtasidagi ta'sirning tahlili, moliyaviy tizimda kelgusidagi o'zgarishlar to'g'risida bashorat qilishga imkon beradi. Masa-lan, to'lovning kredit kartochkalaridan foydalanish kabi usulining ulkan afzalliklarini hisobga olgan holda, yo'l cheklari kelajagi to'g'risida o'ylab ko'rish kerakmikan? Bu cheklarni ham, kalkulyator kashf qilingandan so'ng, logarifmik lineykaga kelgani kabi taqdir kutmayotganmikan?

Kredit kartochkalari – bu shunchaki oxirgi 40-50 yil ichida ishlab chiqilgan, iqtisod sohasida odamlarning faoliyat xarakterini tubdan o'zgartirgan ko'plab moliyaviy mahsulotlar misollaridan biridir, xolos. Barcha ushbu innovatsiyalar jami bo'lib, risk va daromadlilik o'rtasidagi samarali balans (muvozanat)ni topish, shaxsiy investitsiyalarni to'g'ri sarflash, shuningdek, mehnatga layoqatli davrda mablag'larni yig'ish va ularni pensiyaga chiqqanda ishlatishni qo'shgan holda, butun hayoti davomida o'zining individual ehtiyojlariga tuzatish kiritish imkoniyatlarini oshirdi(lar).

2. Moliyaviy bozorlar

Zamonaviy moliyaviy bozorning eng umumiy ko'rinishini quyidagi tarkibiy qismlar birligi sifatida tasavvur qilish mumkin (6.1-rasm).

⁵¹ «Federal» lotincha «federalis» - ittifoq, uyushmaga oid. Qarang: o'sha manba. J. IV. –B.338.



6.1-rasm. **Zamonaviy moliyaviy bozorning eng umumiy ko‘rinishi**

Eng soddada aytiladigan bo‘lsa, moliyaviy bozorda moliyaviy aktivlar sotiladi va sotib olinadi. O‘z navbatida, *qarz majburiyatlari (debt)*, *aksiyalar (equity)* va *hosila qimmatli qog‘ozlar (derivatives)* moliyaviy aktivlarning asosiy turlaridan bo‘lib hisoblanadi. Qarz instrumentlari pulni qarzga oluvchi hamma – firmalar, hukumatlar va uy xo‘jaliklari – tomonidan chiqariladi. Tegishli ravishda, qarz majburiyatlari bozorida korporativ va davlat obligatsiyalari, uy-joy va tijorat garovlari, shuningdek iste‘mol qarzlari kabi aktivlar bilan savdo qilinadi. Qarz instrumentlarini yana **qayd qilingan daromad instrumenti** (fixed-income instruments) deb ham atashadi. Zero, ular bo‘yicha kelgusida qayd qilingan summani to‘lash va‘da qilinadi. Ularni yana **qattiq foizli qimmatli qog‘ozlar** deb atash ham mumkin.

Qarz instrumentlari, shuningdek, *qarzni uzish muddati (maturity)* asosida ham klassifikatsiyalanadi. Qisqa muddatli (qarz uzish muddati bir yildan kam bo‘lgan) qarz majburiyatlari bozori **pul bozori** (money market) nomiga ega. Uzoq muddatli qarz majburiyatlari va aksiyalar bozori esa **kapital bozori** (capital market) deb nomlanadi.

Pul bozorida, asosan, yo xususiy sektorning ishonchli qarz oluvchilari tomonidan (veksellar va yirik korxonalarining boshqa tijorat qog‘ozlari) yoki davlat tomonidan (masalan, g‘aznachilik vekseli) chiqarilgan foizli qimmatli qog‘ozlar kabi instrumentlar aylanadi.

Zamonaviy pul bozorlari uchun global integratsiya⁵² va **likvidlik** (liquidity) o‘ziga xos xarakterga ega. Aktivning likvidlik darajasi uni pulga konvertatsiya qilinish jarayonining oddiyliigi, xarajatlari va tezligiga bog‘liq holda aniqlanadi.

Aksiya – bu firma *mulkdorlari* tomonidan uning aktivlari qismiga qo‘yiladigan talabdir. Korporatsiya kapitali ulushiga egalik qilishdan dalolat beradigan qimmatli qog‘ozlar AQShda *oddiy aksiyalar* (common stocks), Buyuk Britaniyada *aksiyalar* (shares) deb ataladi. Aksiyani sotib olish va sotish *fond bozorida* (stock market) amalga oshiriladi. Har bir oddiy aksiya boshqa aksiyadorlar bilan firmaning mulkidagi qismda (yoki ulushda) baravarligini bildiradi.

⁵² «Integratsiya» lotincha «integratio» - tiklash, qaytadan boshlash, to‘ldirish. 1. Ayrim qismlarning, elementlarning bog‘liqlik holatini, ularni qo‘shib birlashtirishni ifodalovchi tushuncha. 2. Yaqinlashish va o‘zaro bog‘lanish jarayoni. 3. Ikki yoki undan ortiq davlatlarning iqtisodiyotini o‘zaro muvofiqlashtirish va birlashtirish. Qarang: o‘sha manba. J.II. - B.216.

Oddiy vaziyatlarda har bir aksiyaga bir xil miqdordagi foyda va korporatsiyani boshqarish masalalari bo'yicha qaror qabul qilish uchun bitta ovoz berish huquqi to'g'ri keladi. Biroq, ayrim korporatsiyalar muomalaga oddiy aksiyalarning ikki toifasini chiqaradilar. Ulardan biri aksiyadorga ovoz berish huquqini beradi, boshqasi esa bermaydi.

Oddiy aksiyalar korporatsiya aktivlariga **qoldiq talablarni** (residual claim) ifodalaydi. Bunday aksiya egalari firmaning, u tomonidan barcha qolgan moliyaviy majburiyatlarni bajarganidan so'ng qolgan istalgan aktivlariga huquqi bor. Masalan, agar firma biznesni to'xtatishga qaror qilsa va o'zining barcha aktivlarini sotayotgan bo'lsa, u holda oddiy aksiya-larga egalik qiluvchi barcha aksiyadorlar, barcha kreditorlarga tegishli bo'lgan summalar to'lab bo'lingandan keyin nima qolsa (yoki nimadir qolsa) hammasini o'zaro bo'lishib oladilar.

Oddiy aksiyalar unga egalik qiluvchining **cheklangan mas'uliyati** (limited liability) bilan tavsiflanadi. Bu, agar firma yopilayotgan bo'lsa, va uning aktivlarini sotishdan tushgan daromad uning hamma qarzlarini yopishga yetmayotgan bo'lsa, unda kreditorlar aksionerlardan qarz majbu-riyatlarini bilan to'liq hisob-kitob qilish uchun qo'shimcha mablag' talab qilish huquqiga ega emasliklarini anglatadi. Bu yerda kreditorlarning korpo-ratsiyaga talablari uning aktivlariga bo'lgan talablari bilan cheklanib qoladi.

Hosilaviy qimmatli qog'ozlar deb, bahosi boshqa aktivlar, masalan, aksiyalar, qayd qilingan daromadga ega qimmatli qog'ozlar, xorijiy valyuta yoki qandaydir mahsulotlar bahosiga bog'liq bo'lgan moliyaviy vositalarga aytiladi. Ularning asosiy funksiyasi ular hosila hisoblangan aktivlarga qo'yilmalarning risk darajasini boshqarish uchun vosita sifatida xizmat qilishdan iborat.

Hosilaviy qimmatli qog'ozlarning kengroq tarqalgan turlari *opsi-onlar* va *forvard kontrakt*⁵³lari hisoblanadi. **Sotib olishga opsiyon**, yoki «**koll**» **opsion** (call option) – bu egasiga ma'lum bir miqdordagi aktivlarni belgilangan narxda opsiyon amal qilish muddatining o'tib ketishi yoki tugaguniga qadar istalgan paytda *sotib olish* huquqini beradigan vositadir. **Sotishga opsiyon**, yoki «**put**»**opsion** (put option) – bu, egasiga opsiyon amal qilish muddatining o'tib ketishi yoki tugaguniga qadar xohlagan paytda kontrakt bo'yicha o'rnatilgan narxda ma'lum bir miqdordagi aktivlarni sotish huquqini beradigan vositadir. Aktiv egasi ushbu aktivni sotish uchun opsiyon sotib olar ekan, o'zini uning narxi kontraktida ko'rsatilganidan kamayib ketish xavfidan samarali sug'urta qiladi.

Forvard kontraktlar (forward contracts) deb, kontraktida ko'rsatilgan narx va vaqt bo'yicha ma'lum bir aktivlarni bir tomon sotib olish majburiyatini, ikkinchi tomon esa sotish majburiyatini oluvchi vositalarga aytiladi. Bu xil kontraktlar sotuvchiga va xarid qiluvchiga ushbu aktivlarning kelgusida sotiladigan narxining noaniqligiga bog'lanib qolmaslik imkonini beradi.

⁵³ «Kontrakt» lotincha «contractus» - bay, bitim, kelishuv. Tomonlarning huquq va majburiyatlari ko'rsatilgan holda tuzilgan ikki yoki ko'p tomonlama shartnoma, bitim. Qarang: o'sha manba. J.II. - B.403.

1-nazorat uchun savol

Qarz majburiyatlari, aksiyalar va hosilaviy qimmatli qog'ozlarning asosiy xarakteristikalari qanday?

7-mavzu. Moliyaviy bozor stavkalari

Reja:

1. Foiz stavkalari
2. Riskli aktivlarning daromadlilik stavkasi
3. Bozor indeksleri va indekslash strategiyasi
4. Inflyatsiya va real foiz stavkalari
5. Foizli stavkalarni tenglashtirish
6. Daromadlilik stavkalari darajasiga ta'sir etuvchi asosiy omillar

1. Foiz stavkalari

Olin(ayot)gan mablag'lar bo'yicha va'da qilin(ayot)gan (promised) daromadlilik stavkasiga (yoki daromad stavkasi) foiz stavkasi deb ataladi. Olin(ayot)gan mablag'larning turiga qarab, turli xil foiz stavkalari mavjud. Masalan, uy sotib olish uchun qarz oluvchi kishi ushbu qarzni **garov bo'yicha foiz stavkasi** (mortgage rate) deb nomlanuvchi foiz stavkasi bo'yicha to'laydi. Bank tomonidan firmalardan undiriladigan stavka esa **tijorat krediti bo'yicha foiz stavkasi** (commercial loan rate) deb ataladi.

Kreditning har qanday turi yoki qayd qilingan daromadga ega vosita bo'yicha foiz stavkasi miqdori bir qator omillarga bog'liq. Bulardan eng muhimlari **hisob-kitob pul birligi** (unit of account), **to'lov muddati** (maturity) va **kredit kelishuvi shartlarining qarz oluvchi tomonidan bajarilmaslik riski**, yoki **defolt riskidir** (default risk). Ushbu omillarning har birini batafsilroq ko'rib chiqamiz.

- *Hisob-kitob pul birligi* to'lovlar amalga oshiriluvchi pul birligini o'z ichiga oladi. Hisob-kitob birligi bo'lib, qoidaga ko'ra, u yoki bu mamlakatning valyutasi hisoblanadi: dollar, yevro, frank, funt, rubl, so'm, peso va hokazolar. Ba'zida birlik sifatida qandaydir bir tovar qo'llaniladi, masalan, oltin, kumush yoki tovar va xizmatlarning standart «savati». Foiz stavkasi hisob-kitob pul birligiga bog'liq holda o'zgaradi.

- Qayd qilingan daromadga ega bo'lgan vosita bo'yicha *to'lov muddati* – bu davomiyligida jami olingan summani to'lash lozim bo'lgan vaqt. Qisqa muddatli instrument (vosita)lar bo'yicha foiz stavkasi, uzoq muddat-lilarining foiz stavkasidan yuqori, past yoki teng bo'lishi mumkin.

- *To'lanmaslik riski* qayd qilingan daromadga ega instrument (vosita) bo'yicha qarzning asosiy summasi yoki foizning qandaydir bir qismi qarz oluvchi tomonidan to'lanmaslik ehtimolini o'z ichiga oladi. Bu riskning darajasi qanchalik baland bo'lsa, qarz oluvchi o'z investorlariga uning qimmatli qog'ozlarini sotib olishga rozilik bildirishlari uchun shunchalik yuqori foiz stavkasini va'da qilishi lozim.

Endi, keling, ushbu uch omil amalda qanday qilib foiz stavkasi darajasi (o'Ichami)ga ta'sir etishini ko'rib chiqamiz.

Foiz stavkasiga hisob-kitob pul birligining ta'siri. Qayd qilingan daromadga ega bo'lgan instrument (vosita) faqatgina aniq hisob-kitob pul birligiga muvofiq risksiz, ishonchli hisoblanadi. Uning o'zgarishi bilan foiz stavkasi ham nihoyatda jiddiy ravishda o'zgarib ketishi mumkin. Keling, bu hodisani aniqroq tushuntirish uchun, nominallari turli xil valyutalarda ko'rsatilgan obligatsiyalarni ko'rib chiqamiz.

Faraz qilaylik, Britaniya Qo'shma Qirolliklarining davlat obliga-tsiyalari bo'yicha foiz stavkalari Yaponiyaning davlat obligatsiyalariga qaraganda ancha yuqori va ular taxminan bir xil qoplash muddatiga ega. Mazkur toifa obligatsiyalari to'lanmay qolish riskidan ozod ekanligi inobatga olingan holda, mazkur shartlar barcha investorlar Qo'shma Qirolliklarning obligatsiyalarini afzalroq ko'rishiga olib kelmaydimi?

Mazkur holatda javob salbiy bo'ladi. Chunki ushbu obligatsiyalarning nominallari turli valyutalarda: Qo'shma Qirollik obligatsiyalari – funt sterlingda, Yaponiyaniki esa – iyenda aks ettirilgan. *Ikki mamlakatning mazkur toifa (klass) obligatsiyalari ishonchli daromadlilik stavkasini ushbu mamlakatlar valyutasida taklif etishiga qaramasdan, daromadlilik stavkasi har qanday boshqa valyutada noaniq bo'ladi, chunki u kelajakda to'lovni olish paytida ushbu ikki valyutaning almashish kursiga bog'liqdir.*

Keling, bu fikrga aniq misol keltiramiz. Faraz qiling, Siz ma'lum bir mablag'ni bir yil muddatga investitsiya qilishga qaror qildingiz. Yaponiya davlat obligatsiyalari bo'yicha yillik foiz stavkasi 3%ni, Qo'shma Qirollik obligatsiyalari bo'yicha esa 9%ni tashkil etadi. Boshqa valyutaga nisbatan bir valyutaning bahosini o'z ichiga olgan **valyuta kursi** (exchange rate), 1 funt sterling 150 iyenaga teng.

Endi, tasavvur qiling, Siz o'z kapitalingizni iyenda qaysidir ishonchli aktivga investitsiya qilmoqchi bo'lgan yapon investori hisoblanasiz. Yapon obligatsiyalarini sotib olib, Siz o'zingizga 3%lik daromadni kafolat-laysiz. Agar Britaniyaning davlat obligatsiyalari sotib olinsa, iyenada daromadlilik stavkasi bir yil o'tgandan keyin iyena va funt sterlingning almashuv kursi qanday bo'lishiga bog'liq bo'ladi.

Faraz qilaylik, Siz 100 funt sterlingga Birlashgan Qirollikning obligatsiyalarini sotib olishga qaror qildingiz. Buni qilish uchun, Siz 15000 iyenni funt sterlingga konvertatsiya qilishingiz lozim bo'ladi, ya'ni Sizning dastlabki sarflaydigan mablag'ingiz 15 000 iyenni tashkil etadi. Birlashgan Qirollik obligatsiyalarining foiz stavkasi 9% teng bo'lganligi uchun bir yildan so'ng Siz 109 funt sterlingni olasiz. Biroq bu pul miqdorining iyenga o'girilgan narxini oldindan bilish imkoniyati yo'q. Sababi: kelajakda valyuta kursining qanday bo'lishini hech kim bilmaydi.

Shunday qilib, mazkur operatsiya natijasida olingan real daromad-lilik stavkasi quyidagicha bo'ladi:

$$D_{s(\text{iyen})} = (109 \text{ funt sterling } \times \text{ iyendagi kelajak funt sterling kursi} - 15\,000 \text{ iyen}) : 15\,000 \text{ iyen}$$

Bu yerda:

$$D_{s(\text{iyen})} - \text{daromadlilik stavkasi (iyen)}$$

Tasavvur qilaylik, bir yilda funt sterling kursi tushib ketdi va bir funt 140 iyenni tashkil etdi. Bunday holatda Birlashgan Qirollik obligatsiyalari bo'yicha iyendagi daromadlilik stavkasi qanday bo'ladi? Yangi ma'lumotlarni yuqoridagi tenglamaga qo'yib, quyidagilarni olamiz:

$$D_{s(\text{iyen})} = (109 \text{ funt sterling } \times 140 \text{ iyen/funt sterling} - 15\,000 \text{ iyen}) : 15\,000 \text{ iyen} = 0,017333.$$

Bu yerda:

$$D_{s(\text{iyen})} - \text{daromadlilik stavkasi (iyen)}$$

Shunday qilib, Sizning real daromad stavkangiz 1,73%ni tashkil etadi. Bu esa Siz aynan shunday qaytarish muddati bilan yapon obliga-tsiyalarini sotib olish orqali olishingiz mumkin bo'lgan 3%dan kamroqdir.

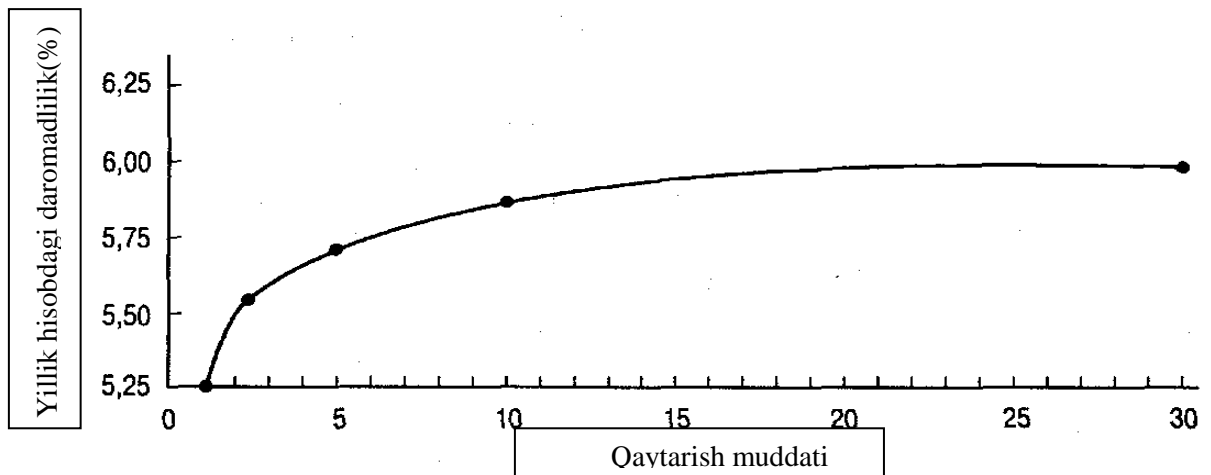
1-nazorat uchun savol

Yuqoridagi keltirilgan misol asosida, yaponiyalik investor Birlashgan Qirollik obligatsiyalariga iyenda kapital qo'yish orqali yillik 3% ishlashi uchun valyuta kursi bir yildan so'ng qanday o'zgarishi kerakligini tushun-tirib bering.

Foiz stavkasiga to'lov muddatining ta'siri. Foiz stavkasiga to'lov muddatining qanday ta'sirini yaqqol ko'rish uchun navbatdagi betdagi 1-rasmga qarang. Unda AQSh G'aznachilik veksellarining 20xx yil x iyun holatiga **daromadlilik egri chizig'i** (yield curve) tasvirlangan. Daromadlilik egri chizig'i AQSh G'aznachiligi tomonidan muomalaga chiqarilgan veksellarning belgilangan daromad bo'yicha foiz stavkalari miqdorlari (daromadlilik) va ularni qaytarish muddatlarining o'zaro nisbatini aks ettiradi.

7.1-rasm da biz bir yillik g'aznachilik majburiyatlarning daromadi hisobi yiliga 5,25%ni tashkil etganini, bu ko'rsatkich qaytarish muddati o'sgan sari ortib borishini va qaytarish muddati 30 yil bo'lganda 6%ni tashkil etganini ko'ramiz.

1-rasmda bu yaqqol ko'rinmasa ham, daromaddorlik egri chizig'ining *shakli va darajasi* vaqt o'tishi bilan juda o'zgaradi. O'tmishda, qisqa muddatli foizli stavkalar uzoq muddatlikidan yuqori bo'lgan, shuning



7.1-rasm. AQSh G‘aznachilik qimmatli qog‘ozlari daromadlilik egri chizig‘i

uchun daromaddorlik egri chizig‘i pastdan yuqoriga emas, balki yuqoridan pastga tushgan.

2-nazorat uchun savol

Oxirgi gazetalarning moliyaviy axborotlari bo‘lgan betlarini ko‘ring. Bugungi kunda AQSh G‘aznachiligi qimmatli qog‘ozlarining daromaddorlik egri chizig‘i qanday darajada va shaklda ekanligini tekshiring. Ularni Yaponiya G‘aznachiligi qimmatli qog‘ozlarining daromaddorlik egri chizig‘i bilan solishtiring.

Foiz stavkasiga to‘lanmaslik riskining ta‘siri. Belgilangan daromadli instrument (vosita)lar bo‘yicha to‘lanmaslik riski qanchalik yuqori bo‘lsa, hatto boshqa barcha ko‘rsatkichlar o‘zgarishsiz qolganda ham, ushbu instrument (vosita)larning foiz stavkasi shuncha yuqori bo‘ladi. 7.1-jadvalda qarz oluvchilar tomonidan chiqarilgan va o‘z qarzlari bo‘yicha noto‘lovlarning turli darajadagi risklari bilan xarakterlanuvchi dollar nominalidagi xilma-xil foiz stavkalari keltirilgan.

7.1-jadval

Qimmatli qog‘ozlar daromadliliqi solishtirmasi (%)

Qaytarish muddati 1 yildan dan 10 yilgacha bo‘lgan AQSh G‘aznachiligi obligatsiyalari	5,70
Qaytarish muddati 10 yildan yuqori bo‘lgan AQSh G‘aznachiligi obligatsiyalari	6,21
Qaytarish muddati 1 yildan 10 yilgacha bo‘lgan korporativ obligatsiyalar	
Yuqori sifatdagi	6,45
O‘rtacha sifatdagi	6,94
Qaytarish muddat10 yildan yuqori bo‘lgan korporativ obligatsiyalar	

Yuqori sifatdagi	7,09
O‘rtacha sifatdagi	7,56

Bu yerda AQSh G‘aznachiligi uzoq muddatli obligatsiyalari shunday riskning eng past ko‘rsatkichiga ega. Undan keyingi o‘rinlarni yuqori va o‘rta sifatli korporativ obligatsiyalar egallamoqda.

Ushbu berilgan holatdagi **turli xil qimmatli qog‘ozlar daromad-dorligi ko‘rsatkichlari farqiga** (yield spread) e‘tiboringizni qarating: qaytarish muddati 10 yildan yuqori bo‘lgan AQSh G‘aznachiligi obliga-tsiyalari, ularning yillik daromaddorligi 6,21%ni tashkil etadi va xuddi shunday qaytarish muddatidagi o‘rtacha sifatdagi korporativ obligatsiya-larning yillik daromaddorlik ko‘rsatkichi esa 7,56% ga teng. O‘rtadagi daromaddorlik farqi yiliga 1,35%ni tashkil etadi.

3-nazorat uchun savol

Oxirgi gazetalarning moliyaviy axborotlari bo‘lgan sahifalarini ko‘ring. Bugungi kundagi AQSh G‘aznachiligi obligatsiyalari va korporativ obligatsiyalar daromadlilik farqi qanday ekanligini tekshiring.

2. Riskli aktivlarning daromadlilik stavkasi

Foiz stavkalari qimmatli qog‘ozlar egasi oldida emitentning shartno-maviy javobgarligi hisoblanib, belgilangan daromadli instrument (vosi-ta)lar bo‘yicha *va‘da qilingan* daromadlilik stavkasini ifodalaydi. Biroq, hamma aktivlarga ham ma‘lum bir daromadlilik stavkasi xos emas. Misol uchun, agar Siz ko‘chmas mulkka, aksiyalar va san‘at asarlariga kapitalni investitsiya qilayotgan bo‘lsangiz, kelajakda Sizga hech qanday to‘lovlar kafolatlanmaydi. Endi, keling, shu turdagi riskli aktivlar bo‘yicha daro-madlilik stavkasi qanday o‘lchanishini ko‘rib chiqaylik.

Agar Siz qandaydir ulushbay qimmatli qog‘ozlarga, misol uchun oddiy aksiyalarga mablag‘ingizni investitsiya qilgan bo‘lsangiz, Sizning qo‘ygan kapitalingizga *daromad* (return) ikki manbadan tushadi. Birinchisi — mazkur qimmatli qog‘ozlar emitent-firmasi aksionerlarga pul ko‘rinishida to‘laydigan dividendlar. Mazkur dividend to‘lovlari shartnomada kelti-rilmaydi va shunga ko‘ra, ularni foizli to‘lovlar deb bo‘lmaydi. Divi-dendlar firma direktorlar kengashining ixtiyoriga ko‘ra to‘lanadi.

Aksiyador aksiyalarga egalik qilgan vaqt mobaynida aksiya bozor kur-sining o‘sishi aksiya egasi tomonidan kiritilgan kapitalning ikkinchi daromad manbai hisoblanadi. Mazkur turdagi daromadni **kapitalning o‘sishi** deb aytiladi (capital gain). Agar aksiya egasi kursning tushishi tufayli zarar ko‘rayotgan bo‘lsa, bu narsa **kapitalning yo‘qotilishi** (capital loss) deyiladi. Qo‘yilgan kapital daromadini aniqlash uchun aksiyalarga egalik qilish davomiyligi bir kundan bir necha o‘n yillikkacha bo‘lishi mumkin.

Investitsiya qilingan kapitalning daromadlilik darajasini hisoblab ko‘rish uchun, faraz qilaylik, Siz aksiyalarni (bir donasini 10,0 ming so‘mdan) sotib oldingiz. Bir kundan keyin mazkur aksiyalarning kursi 10,1 ming so‘mga o‘sdi va Siz ularni sotdingiz. Bir kunda Sizning qo‘yilgan kapital *daromadlilik stavkangiz*

1%ni tashkil etadi — bir dona aksiyaga kapitalning o‘shish ko‘rsatkichi (100 so‘m)ning sotib olingan aksiya narxiga (10,0 ming so‘m) nisbati.

Endi tasavvur qiling, Siz sotib olingan aksiyalarga bir yil davomida egalik qilmoqdasiz. Yil oxirida aksiyalar bo‘yicha bir aksiyaga 500 so‘m miqdoridagi dividend to‘landi va aksiyaning bahosi 10,5 ming so‘m bo‘ldi. Shunday qilib, bir yillik qo‘yilgan kapital daromadlilik (K_d), quyi-dagini tashkil etdi:

$$K_d = (AB_{do} - AB_b + PD) : AB_b$$

Bu yerda: K_d – bir yillik qo‘yilgan kapital daromadlilik;

AB_{do} – davr oxiridagi aksiya bahosi;

AB_b – aksiyaning boshlang‘ich narxi;

PD – pulli dividendlar.

Ushbu misolda biz quyidagi daromadlilikka ega bo‘lamiz:

$$K_d = (10,5 \text{ ming so‘m} - 10,0 \text{ ming so‘m} + 0,5 \text{ ming so‘m}) : 10,0 \text{ ming so‘m} = 0,10 = 10\%$$

E‘tibor bering, qo‘yilgan kapital umumiy daromadini quyidagi komponentlar yig‘indisi sifatida ko‘rish mumkin: dividend ko‘rinishidagi daromad va aksiyalar bahosining o‘zgarishi:

$$K_d = (PD : AB_b) + (AB_{do} - AB_b) : AB_b$$
$$K_d = DD_k + BO'_k$$

Bu yerda: DD_k - dividend daromadi komponenti;

BO'_k - baholar o‘zgarishi komponenti.

$$K_d = 5\% + 5\% = 10\%$$

Agar Siz o‘z aksiyalaringizni sotmaslikka qaror qilsangiz, qanday qilib daromad stavkasini baholashingiz mumkin?

Javobni quyidagicha berish mumkin: *qimmatli qog‘ozlarga qilingan investitsiyaning daromad stavkasi (yoki qimmatli qog‘oz daromadlilik stavkasi), ularni sotib yuborasizmi yoki yo‘qmi, bundan qat’iy nazar bir usul bilan aniqlanadi.* Aksiya kursining 500 so‘mga oshishi 500 so‘m dividend singari kiritgan kapitalingizning daromad qismi hisoblanadi. Sizning aksiyalarni sotmasdan o‘zingizda qoldirish to‘g‘risidagi qaroringiz, yil yakunlanganidan so‘ng ularni haqiqatdan 10,5 ming so‘mdan sotishingiz mumkinligi faktini hech qanday o‘zgartirmaydi. Shu bois, Siz qimmatli qog‘ozlarni sotish orqali o‘z daromadingizni kapitalingizni oshirish ko‘rinishida amalga oshirishga qaror qilishingiz yoki sotmasdan rein-vestitsiya qilishingizdan qat’iy nazar, daromadlilik stavkasi 10%ni tashkil etadi.

4-nazorat uchun savol

Siz 50 dollarga aksiya xarid qildingiz. Yil davomida unga 1 dollar miqdoridagi dividend puli hisoblanmoqda va Siz yil oxiriga mazkur qimmatli qog'ozlarning kursi 60 dollarni tashkil etishini rejalashtir-moqdasiz. Siz qanday daromadlilik stavkasini olishni mo'ljallayapsiz? Agar qimmatli qog'ozlarning kursi aslida 40 dollarni tashkil etsa, Sizning haqiqatdagi daromadlilik stavkangiz qanday bo'ladi?

3. Bozor indekslari va indekslash strategiyasi

Qimmatli qog'ozlar kursini umumlashtirib ko'rsatishga imkon beruvchi mezonning mavjudligi qo'l keladigan ko'plab holatlar mavjud. Misol uchun, aksiyadorlarga investitsiyalarining joriy narxini baholab beradigan indikator yoki o'z investitsiyalari rentabelligini baholash imkoniyatini beradigan qandaydir etaloniy kriteriy kerak bo'ladi. 7.2-jadvalda eng muhim milliy fond birjalarida muomalada bo'lgan, qimmatli qog'ozlar uchun foydalaniladigan, odatda moliyaviy nashrlarda birinchi navbatda e'lon qilinadigan asosiy fond indekslari ro'yxati keltirilgan.

7.2-jadval

Dunyodagi asosiy fond indekslari

Mamlakatlar	Indekslar
AQSh	Dow Jones Index, Standard & Poor's 500
Yaponiya	Nikkei, Topix
Buyuk Britaniya	FT-30, FT-100
Germaniya	DAX
Fransiya	CAC 40
Shveysariya	CreditSuisse
Yevropa, Avstraliya, Uzoq Sharq	MSCI, EAFE

Investitsiya qilingan kapital daromadlilik dinamikasini ma'lum bir birja (fond) indeksiga bog'lash maqsadiga asoslangan investitsiya strate-giyasiga *indeksatsiyalash* deyiladi. Uning asosida quyidagi oddiy haqiqat yotadi: birgalashib o'z kapitalini qimmatli qog'ozlarga qo'ygan barcha inve-storlar butun fond birjasi daromadliligidan ko'proq rentabellikka erisha olmaydilar.

Indeksatsiyalash strategiyasini qo'llagan holda, menejer o'z investitsiya fondida investitsiya tarkibiy tuzilmasini qayta tashkil etishga urinadi. Bu tarkibiy tuzilma asosida mo'ljal sifatida tanlangan indeks olinadi. U o'z fondning aksiyalari paket⁵⁴iga barcha qimmatli qog'ozlarni mazkur indeks hisoblanadigan narxlar asosida, mazkur indekslar bazasi juda yuqori bo'lganda esa, faqat reprezentativ tanlab olinganlarinigina qo'shadi. Bunday hollarda, pul mablag'larini "aktiv" boshqarish usulini ishlatishga yoxud indeks-mo'ljaldan "o'zib ketish"ga intilib, alohida qimmatli qog'ozlarga yoki iqtisodiyot sohalariga umid qilishga

⁵⁴ "Paket" fransuzcha "paguet" – tuguncha, bo'g'cha; xalta. Qarang: o'sha manba. J. III. – B.206.

urinishlar qilin-maydi. Shunga ko'ra, indeksatsiyalash – bu keng diversifikatsiyaga va qimmatli qog'ozlar portfelini sust savdo aktivligiga tayangan passiv⁵⁵ investitsiya strategiyasidir.

Albatta, indeksatsiyalash strategiyasi bilan boshqariladigan fondlar-nikiga qaraganda yuqoriroq ko'rsatkichlarga ega aktiv boshqariladigan fondlar har doim mavjud bo'ladi. Bu ehtimol, masalan, omad kelish natijasi bo'lishi ham mumkin. Ayrim investitsiya portfelini boshqa-ruvchilar shunchaki tasodif tufayli qo'yan kapitalidan faqat yuqori foydani va hattoki, davomli "omad kelishi" davrida investitsiyaning yuqori rentabelligini ta'minlashga erishadilar. Bundan tashqari, shunday menejerlar borki, ular mislsiz qobiliyat va ko'nikmalarga ega bo'lib, shu tufayli investitsiya qilingan kapitallar ma'lum vaqt mobaynida yuqori foyda keltiradi.

Investorning rahbarligi aktiv boshqarish strategiyasiga asoslangan fondlarni tanlashdagi muammo shundaki, ulardan qay biri uzoq vaqt davomida yetakchi bo'lib qolishini oldindan aniqlab bo'lmaydi.

Investorning xarajatlar darajasi nuqtai nazaridan indekslash-tirish strategiyasining ustunligi (afzalligi). 1926 yildan buyon AQSh fond bozori investorlar uchun investitsiya qilingan kapitalga yillik o'rtacha daromadlilikni 12% miqdorida ta'minlab kelmoqda. Biroq bu raqamlar quyidagi ko'rinishda namoyon bo'ladigan xarajatlarni hisobga olmaydi:

- fond xarajatlari (fond boshqaruvchisiga to'lov, fond to'g'risida axborot tarqatish uchun yig'imglar va joriy xarajatlar);
- qimmatli qog'ozlar portfelini bilan operatsiyalar bo'yicha xarajatlar (amalga oshirilgan bitim uchun broker xizmatlari to'lovi va boshqa tijoriy xarajatlar).

Keng tarqalgan aksiyalarga mablag'larni qo'yan fondga fond xarajatliligining o'rtacha yillik koeffitsenti (fond xarajatlarning investitsiyalar umumiy summasiga nisbati ko'rsatkichi) 1,4%ga teng. Shuningdek, mazkur an'anaviy birgalikdagi fondlarning menejerlari, odatda portfelni boshqarishda yuqori darajadagi aktivliklari bilan tavsiflanadilar. *Upper Analytical Services, Inc.* ma'lumotlariga ko'ra, aktivlarning o'rtacha aylanuvchanlik (aylanib turish) koeffitsiyenti yillik 76%ni tashkil etadi. Bunday aylanuvchanlik (aylanib turish)da savdo xarajatlari fond xarajatlari yillik 0,5%dan 1%gacha qo'shishi mumkin. Umumlashtirgan holda fond xarajatlari va savdo xarajatlari oddiy fondga investor daromadining sezilarli qismini oladi. Savdo operatsiyalaridan komission to'lovlarni oladigan fondlar ham foydani yanada kamaytiradi.

Aynan kam xarajatlar indekslashtirish strategiyasiga asoslangan fondlarning asosiy afzalliklaridan biri hisoblanadi. Bunday fondlarda boshqaruv uchun minimal komission to'lovlar olinadi. Joriy xarajatlar unchalik katta bo'lmay, portfel operatsiyalari bo'yicha xarajatlar minimal bo'lishi mumkin. Bundan tashqari, aktiv boshqaruvli fondlardagiga qara-ganda indekslashtirish strategiyali fond portfelida aksiyalar aylanishi ancha-muncha sustroq bo'lganligi bois, shunday kuchli

⁵⁵ "Passiv" lotincha "passivus" – harakatsiz. 1. Korxonalar va tashkilotlarning barcha qarzlari va majburiyatlari. Qarang: o'sha yerda. – B.233. Shunday bo'lsa-da, bu yerda "passiv" so'zi, asosan, "sust" ma'nosida ishlatilayotganligini qayd etib o'tish joiz.

tendensiya (ammo aslo kafolat emas) mavjudki, bunday fondlar kapital o‘shidan juda kam daromadni aksiyadorlar o‘rtasida taqsimlab o‘tkazadilar (agar umuman shunday qilsalar). Bu o‘tkazmalar soliqqa tortilishi sababli, shu kabi to‘lovlarni o‘tkazishning uzoq muddatga kechiktirilishi berilgan vaziyatda indekslashtirilgan fondlarning aniq ustunligi hisoblanadi.

Vaqt o‘tishi bilan ma’lum bir birja indeklari asosan keng tarqalgan aksiyalar bilan ishlaydigan fond ko‘rsatkichlarini quvib o‘tdilar. Quyida keltirilgan 7.3-jadvalda Wilshire 5000 indeksi yordamida o‘lchangan umumiy daromadlilik va asosan keng tarqalgan aksiyalar bilan ishlaydigan va aktiv investitsiya strategiyasiga asoslangan fondlarning ko‘rsatkichlari solishtirilgan.

7.3-jadval

Wilshire 5000 indeksi yordamida o‘lchangan umumiy daromadlilik va asosan keng tarqalgan aksiyalar bilan ishlaydigan hamda aktiv investitsiya strategiyasiga asoslangan fondlarning ko‘rsatkichlari

	Yakuniy ko‘rsatkich	O‘rtacha yillik ko‘rsatkich
Wilshire 5000 indeksi	+272,52%	+14,06%
Asosan keng tarqalgan aksiyalar bilan ishlaydigan o‘rtacha statistik fondlar	+237,63%	+12,94%

7.4-jadvalda esa dunyo bo‘yicha har xil daraja (toifa)dagi aktivlar bo‘yicha daromadlilik stavkalari keltirilgan. Bu yerda ko‘rsatkichlarning har biri tegishli davlatning valyutasida hisoblangan.

Misol uchun, 7.4-jadvalda 2015 yildan 2016 yilgacha AQSh aksiyalari kursi o‘rtacha 19,6%ga ko‘tarilgan, Yaponiyada esa 2,1%ga tushgan. Ushbu davlatlar ko‘rsatkichlarining samaradorligini solishtirish uchun ular bir pul birligiga o‘tkazilishi kerak.

7.4-jadval

Mamlakatlarda har xil daraja (toifa)dagi aktivlar bo‘yicha daromadlilik stavkalari⁵⁶

Mamlakatlar	Fond bozoriningbi r yilda o‘zgarishi, %	Foiz stavkalari		Valyuta kurslari		
		Qisqa mud-datli	Uzoq mud-datli	1 dollar uchun		Bir yilda o‘zgarishi, %da
				Oxirgi sana	Bir yil oldin	
Avstraliya	+7,5	4,80	5,38	1,59	1,50	+6,0
Buyuk Britaniya	+4,0	5,31	4,53	0,61	0,60	1,7
Kanada	-11,2	4,88	5,22	1,52	1,42	+7,0
Daniya	-21,3	3,32	4,29	6,75	6,96	-3,0

⁵⁶ Manba: *The Economist*, 2016 yil 17 mart, 111-bet ©2016 The Economist Newspaper Group, Inc.

Yaponiya	-2,1	0,07	1,81	118,00	130,00	-9,2
Shvetsiya	-3,3	3,17	4,39	8,16	7,95	+2,6
Shveysariya	+1,4	1,29	2,54	1,45	1,49	-2,7
AQSh	+19,6	4,81	5,10	-	-	
11 Yevropa mamlakatlari	+6,2	3,04	3,89	0,91	0,93	-2,2
Dunyo	+13,6					

Iyenda dollar kursi shu davr mobaynida 9,2%ga pasaygan. Shunga ko‘ra, aksiyaga hisoblanadigan pul ko‘rinishidagi dividendlarni hisobga olmas-dan, 2015 yil martda 1 mln. dollar bo‘lgan amerika aksiyalarining bahosi 2016 yil martda 1,196 mln. dollarga ko‘tarilgan. Qimmatli qog‘ozlar portfeli 2015 yil martda — 141,128 mln. iyen bo‘lgan (1,196 mln. dollar x 118 iyen/dollar). Shunga ko‘ra, AQSh fond bozorining iyendagi kapital-lashtirilishi atigi 8,56% o‘sgan. Shunday qilib, iyenga nisbatan dollar kursining pasayishi Yaponiya va Amerika fond bozorlarining turli samaradorligini qisman qoplaydi. Jadvalning oxirgi qatorida turli mamlakatlar aksiyalarining umumiy *dollardagi* bahosi (qiymati)ni aks ettiruvchi jahon fond indeksi o‘zgarishining foizi ko‘rsatilgan⁴.

4. Inflyatsiya va real foiz stavkalari

Umum qabul qilingan tartibga ko‘ra, turli davrdagi iqtisodiy ko‘rsat-kichlarni solishtirish uchun tovarlar, xizmatlar va aktivlar narx (baho)lari inflyatsiya darajasini hisobga olgan holda to‘g‘rilanishi yoki o‘zgartirilishi (korrektirovka qilinishi) lo‘zim. Shu bois, iqtisodchilar **nominal⁵⁷ narx (baho)** (nominal prices) nomini, ya’ni tovar va xizmatlarning Price listda ko‘rsatilgan narxi (bahosi)ni va pulning sotib olish qobiliyatini aks ettiruvchi **real narx (baho)** (real prices)larni alohida farqlashadi (ajratishadi).

Real va nominal narx (baho)lar farqlangani kabi, real va nominal foiz stavkalari ham farqlanadi. Obligatsiya bo‘yicha **nominal foiz stavkasi** (nominal interest rate) qarz oluvchi tomonidan va’da qilingan va Siz bergan pulingiz evaziga olinadigan summadir. **Real daromadlilik stavkasi** (real rate of return) – bu kreditor tomonidan ishlab topilgan hamda pulning sotib olish qobiliyati o‘zgarishi hisobga olingan holda to‘g‘rilangan yoki o‘zgar-tirilgan (korrektirovka qilingan) nominal foiz stavkasidir. Misol uchun, agar hisoblangan nominal foiz stavkasi yillik 8%ni tashkil etsa-yu, inflyatsiya darajasi ham 8%ga teng bo‘lsa, bu holda daromadlilikning real stavkasi nolga teng bo‘ladi.

Daromadlilikning real stavkasini hisoblash uchun mablag‘ sifatida ma’lum standart⁵⁸lashtirilgan iste’mol savati ishlatiladi. Shunga ko‘ra, daromadlilikning real stavkasi ushbu savatning tarkibiga bog‘liqdir. Milliy iste’mol narxlari indeksi

⁵⁷ “Nominal” lotincha “nominalis” – nomi yozilgan. 1. Qog‘oz va tanga pullar, qimmatbaho qog‘ozlar, mol va sh.k.ning belgilangan, ustiga yozilgan bahosi. 2. Belgilangan, yozib ko‘rsatilgan (narx, baho, o‘lcham va sh.k. haqida. Qarang: o‘sha manba. J.III. – B.55.

⁵⁸ “Standart” inglizcha “standard” – me’yor, namuna, o‘lcham. Qarang: o‘sha manba. J.III. -B.568.

(INI)ni (CPI — consumer price index) hisoblashda taqqoslanishi mumkin bo'lgan iste'mol tovarlari savati ishlatiladi.

Agar nominal foiz stavkasi yillik 8%ni tashkil etsa, iste'mol narx (baho)lari indeksi o'zgarishiga proporsional tarzda o'zgaruvchi inflyatsiya darajasi esa yillik 5% bo'lsa, daromadlilikning real stavkasi qanday bo'ladi? Ichki hissiyotga suyangan holda, daromadlilikning real stavkasi bu – nominal foiz stavkasi va inflyatsiya o'rtasidagi farq deb taxmin qilishimiz mumkin bo'lib, bizning misolimizda bu ko'rsatkich 3%ga teng bo'lar edi. Umuman olganda, bu ham to'g'ri bo'ladi. Lekin, shunday bo'lsa-da, bu yerda ayrim holatlarni inobatga olmoq lozim.

Keling, bunga amin bo'lish uchun daromadlilikning real stavkasini aniq hisoblab chiqamiz. Yuqoridagi misolga ko'ra, Siz tomondan kiritilgan har 100 so'mga bir yildan so'ng 108 so'm olasiz. Biroq bir yil avval 100 so'mni tashkil etgan iste'mol korzinasini bu davr mobaynida 105 so'm ga teng bo'ldi. Joriy davrda sotib olish mumkin bo'lgan iste'mol savati tovar-lariga qo'llagan holda Sizning 108 so'mingiz qanday real qiymatga ega bo'ladi? Bu savolga javob berish uchun, 108 so'mni kelgusidagi iste'mol savati narxiga bo'lish kerak bo'ladi, ya'ni $108 \text{ so'm} : 105 \text{ so'm} = 1,02857 \text{ so'm}$. Shunday qilib, xarid qilinmagan har bir iste'mol savati o'rniga o'zingiz investitsiya qilgan kapitalingiz uchun bir yildan so'ng 1,02857 ekvi-valentdagi savatni olasiz. Shunga ko'ra, daromadlilikning real stavkasi yillik 2,857% (bugungi bir savatga to'g'ri keluvchi kelgusidagi savatlar soni)ni tashkil etadi.

Daromadlilikning real stavkasi, nominal foiz stavkasi va inflyatsiya darajasining nisbati aks etgan umumiy formula quyidagi ko'rinishga ega:

$$1 + D_{rs} = (1 + N_{fs}) : (1 + I_d)$$

yoki, mos ravishda,

$$D_{rs} = (N_{fs} - I_d) : (1 + I_d)$$

Bu yerda: D_{rs} – daromadlilikning real stavkasi;

N_{fs} – nominal foiz stavkasi;

I_d - inflyatsiya darajasi.

Ikkinchi formulaga bizning misolimizdagi ko'rsatkichlarni qo'yib, yana bir marotaba yillik real stavka 2,857%ni tashkil etishini tasdiqlashimiz mumkin:

$$D_{rs} = (0,08 - 0,05) : 1,05 = 0,02857 = 2,857$$

E'tibor bering, nominal ko'rinishda ishonchli bo'lgan, belgilangan daromadi bo'lgan instrument (vosita) real ko'rinishda ma'lum darajada risk tashiydi. Misol uchun, faraz qilaylik, bank omonatchilarga risksiz dollarli yillik 8%li foiz

stavkasini taklif qilmoqda. Ayni vaqtda kelajakdagi inflyatsiya darajasi avvaldan noma'lumligi sababli, real ko'rinishda pulni ushbu bank hisob raqamiga qo'yish riskli bo'ladi.

Agar taxmin qilinayotgan inflyatsiya darajasi yillik 5%ni tashkil etsa, daromadlilikning kutilayotgan real stavkasi yillik 2,857% bo'ladi. Agarda inflyatsiya darajasi 5%dan yuqori bo'lsa, daromadlilikning real stavkasi yillik 2,857%dan kam bo'ladi.

5-nazorat uchun savol

Faraz qilaylik, risksiz yillik nominal foiz stavkasi g'aznachilik veksellari bo'yicha 6%ni, bashorat qilinayotgan inflyatsiya darajasi yillik 3%ni tashkil etadi. Bunday g'aznachilik veksellari bo'yicha kutilayotgan daromadlilikning real stavkasi qanday bo'ladi? Nima uchun real ko'rinishda ular riskli hisoblanadi?

Qo'yilgan (joylashtirilgan) mablag'larni qadrsizlanish riskidan himoya qilish uchun foiz stavkalarini real tovar va xizmatlar yordamida ko'rsatish mumkin. Masalan, belgilangan daromadli qaysidir bir vosita uchun hisoblanadigan birlik sifatida biror bir tovarni ko'rsatish mumkin. Buyuk Britaniya hukumati indeksatsiyalangan obligatsiyalarni (index-linked bonds) 1981 yildan, AQSh G'aznachiligi esa 1997 yil yanvar oyidan muomalaga chiqardi. Oxirgilari *TIPS* (Treasury Inflation Protected Securities — inflyatsiyadan himoyalangan g'aznachilik qimmatli qog'ozlari) deb nom olgan. Bu obligatsiyalar bo'yicha foiz stavkasi risksiz real stavkadir. 1998 yilning sentabr oyida esa AQSh G'aznachiligi tomonidan *Series I Saving Bond*, yoki *I Bond deb nomlangan* inflyatsiyadan himoyalangan yangi turdagi qo'shimcha jamg'arma obligatsiyalari emissiya⁵⁹ qilindi.

I Bond – yangi turdagi obligatsiyalar bo'lib, o'z investitsiyalarining real xarid qobiliyatini himoya qilishga va daromadlilikning kafolatli real stavkasini olishga harakat qiluvchi investorlar uchun ishlab chiqarilgan. *I Bond* – daromadlilik hisob-kitobi o'stirish prinsipiga asoslangan qimmatli qog'ozlardir. Bu – obligatsiyalar bo'yicha foizlar oyma-oy hisoblab boriladi, deganidir. I Bond obligatsiyalari nominal bahoda muomalaga chiqariladi – bu degani sotib oluvchi 50 dollarlik obligatsiyaga 50 dollar to'laydi va 30 yil davomida ularning bahosi foizlarni indeksatsiyalash hisobiga oshib boradi.

AQSh G'aznachiligi tomonidan I Bond obligatsiyalarini chiqarishning qanday sababi bor?

AQSh G'aznachiligi amerikaliklarning kelajak uchun omonat (jam-g'arma) qilishlarini rag'batlantirish uchun yangi turdagi obligatsiyalarni chiqardi. G'aznachilik investorlarga har yarim yilda narxlar o'sishini hisobga olgan holda to'g'rilanadigan belgilangan foiz stavkali obliga-tsiyalarni taklif qiladi. Bu esa qo'yilgan mablag'larning xarid qobiliyatini himoya qiladi.

I Bond obligatsiyalari bo'yicha daromadlilik stavkasi qanday belgi-lanadi?

⁵⁹ "Emissiya" lotincha "emissio" – chiqarish. Pul va qimmatli qog'ozlarni muomalaga chiqarish. Qarang: o'sha manba. J.V. - B.37.

I Bond obligatsiyalari bo'yicha daromadlilik stavkasi ikki alohida stavkalarining: belgilangan daromadlilik stavkasi va yarim yillik inflyatsiyaga teng o'zgaruvchi stavka kombinatsiyasidan iborat. Belgilangan stavka obligatsiyaning muomalada bo'lgan davrida o'zgarishsiz bo'ladi. Inflyatsiya darajasiga bog'langan o'zgaruvchan stavka esa har 6 oyda o'zgarishi mumkin. 6 oylik inflyatsiya darajasi hamda I Bond bo'yicha belgilangan stavkaning yig'indisi ushbu obligatsiyalar bo'yicha daromadlilik stavkasi keyingi 6 oy davomida qanday bo'lishini ko'rsatadi.

I Bond obligatsiyalarining boshqa o'ziga xos xususiyatlari qanday?

- *I Bond* obligatsiyalari omonat o'lchamining juda keng doirasiga ega; Siz ularga jami 50 dollar yoki yiliga 30 000 dollar investitsiya qili-shingiz mumkin;
- *I Bond* obligatsiyalari ishonchlidir, zero, ular G'aznachilikning qimmatli qog'ozlari hisoblanib, AQSh hukumati tomonidan qo'llab-quvvatlanadi va kafolatlanadi;
- *I Bond* obligatsiyalari soliq afzalliklariga ega. Siz o'z daromad-laringizdan soliq to'lash muhlatini 30 yilga uzaytirishingiz mum-kin, va bundan tashqari, bu obligatsiyalar ma'muriy hudud (shtat)lar va mahalliy daromad solig'ini to'lashdan ozod etilgan;
- *I Bond* obligatsiyalarining bahosi, to'g'risini aytganda, har oy oshib boradi, foizlari esa har yarim yillikda hisoblanadi;
- *I Bonds* obligatsiyalari likvidli hisoblanadi. Ularni sotib yuborish va olti oy o'tganidan so'ng xoxlagan paytda naqdgga aylantirish mumkin.

Endi inflyatsiya sur'atini hisobga olgan holda indekslangan (*TIPS*) obligatsiyalar qanday faoliyat ko'rsatayotganligini yaxshiroq tushunish uchun, keling, qoplash muddati 1 yillik bo'lgan qimmatli qog'ozlarni ko'rib chiqamiz.

Faraz qilaylik, ular bo'yicha real kafolatlangan yillik 3%lik foiz stavkasi taklif qilinmoqda. Daromadlilikning dollarli nominal stavka-sini, u inflyatsiya sur'atiga bog'liq bo'lganligi sababli, oldindan aniq aytib berishning iloji yo'q. Agar inflyatsiya darajasi atigi 2% bo'lsa, unda daromadlilikning yakuniy dollarli nominal stavkasi 5% atrofni tashkil etadi; 10%lik inflyatsiya darajasida esa daromadlilikning dollarli nomi-nal stavkasi 13%gacha oshadi.

Yuqorida aytilganlarni jamlagan holda, foiz stavkasi va'da qilingan daromadlilik stavkasi hisoblanishini eslatib o'tamiz. Ko'pchilik obliga-tsiyalar u yoki bu valyutada ifodalangan foiz stavkasini taklif qilishlari sababli, ularning iste'mol tovarlari narxlarining dinamikasini hisobga olgan holdagi real daromadlilik stavkasi – noaniq ko'rsatkich bo'ladi. Agar inflyatsiyani hisobga olgan holda indeksatsiyalanadigan obligatsiyalar haqida gapiradigan bo'lsak, mazkur holatda foiz stavkasi iste'mol savatiga kiruvchi aniq tovarlar narxini hisobga olgan holda hisoblab chiqariladi. Ushbu savatni hisobga olgan holda, foiz stavkasi risksiz, kafolatlangan real stavka hisoblanadi.

6-nazorat uchun savol

Faraz qilaylik, *TIPS* bo'yicha real yillik foiz stavkasi 3,5%ni, AQShdagi kutilayotgan inflyatsiya darajasi esa yiliga 4%ni tashkil etadi. Unda ushbu obligatsiyalar bo'yicha kutilayotgan daromadlilikning nominal stavkasi qanday bo'ladi?

5. Foizli stavkalarni tenglashtirish.

Moliyaviy bozordagi raqobat ekvivalent⁶⁰ aktivlarga kiritilgan mablag'lar bo'yicha *foiz stavkalari* bir xil bo'lishiga olib keladi. Faraz qilaylik, misol uchun bir yillik AQSh G'aznachilik veksellari bo'yicha bugungi kunda 4% to'lamoqdalar. Boshqa ilg'or moliya tashkilotlarining, misol uchun Jahon banki (World bank)ning dollarli qarz majburiyatlari bo'yicha yillik foiz stavkalari (ushbu holatda ham to'lolmaslik riski mutlaqo yo'qligini hisobga olgan holda) qanaqa bo'lishi mumkin?

Buning javobi quyidagicha bo'lishi kerak: taxminan yillik 4%.

Endi bunday javob qanday olinganini ko'rib chiqamiz. Faraz qilaylik, Jahon banki jalb qilinayotgan mablag'lar bo'yicha 4%dan pastroq stavkani taklif qilmoqda. Ma'lumotlardan boxabar investorlar bunday stavka evaziga uning qimmatli qog'ozlarini olmaydi, balki AQSh G'aznachiligining bir yillik veksellarini sotib oladi. Agar Jahon banki o'z obliga-tsiyalarini astoydil sotish niyatida bo'lsa, kamida AQSh G'aznachiligining stavkasini taklif qilishi kerak bo'ladi.

Jahon Banki 4%dan ancha yuqori bo'lgan stavkani taklif etarmikan? Agar moliya-kredit muassasasi qarzlar bo'yicha xarajatlarni imkon qadar kamaytirishni istasa (aslida moliya-kredit muassasalari barchasining maqsadi shu), u haqiqatda investorlarni jalb qilish uchun zarur bo'lgan narsani taklif etadi. Demak, to'lolmaslik riskidan holi bo'lgan, muddati bir yillik har qanday dollarli ssudalar va qarzlar ana o'sha 4%ga, ya'ni bir yillik g'aznachilik veksellari daromadliliigi stavkasiga yaqinlashish tendensiyasiga ega.

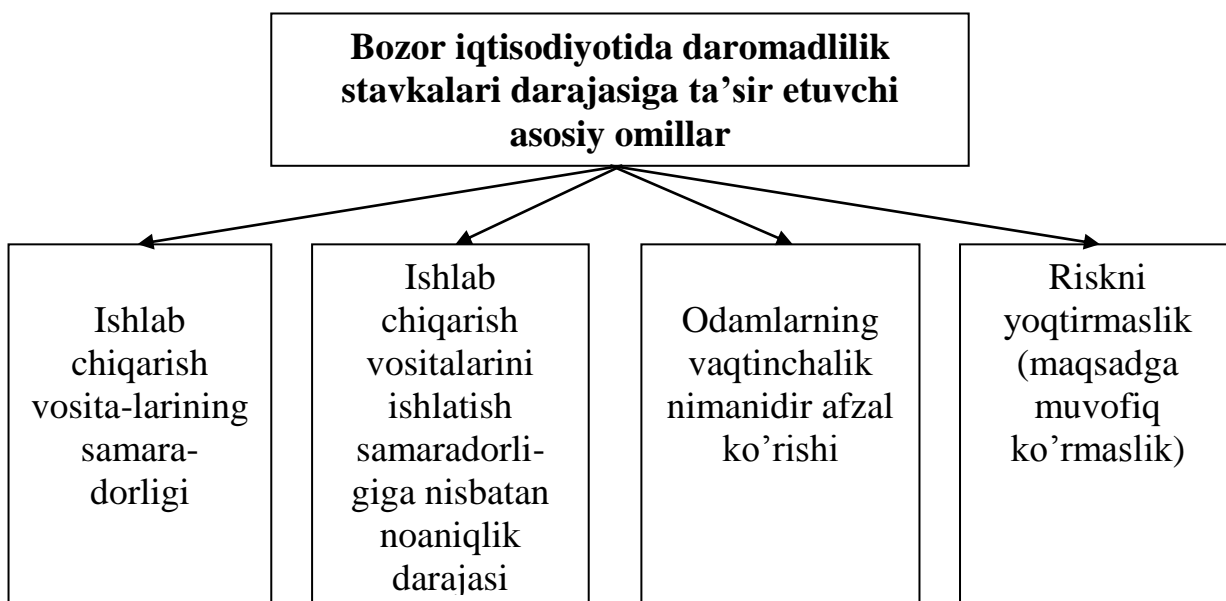
Agar tashkilotlar teng sharoitda har xil foizli stavkalarda pul olish yoki qarz berishga qodir bo'lsalar, unda ular foizli arbitraj⁶¹ (interest-rate arbitrage) bilan shug'ullanishlari ma'lum bo'ladi. Boshqacha aytganda, ular pulni pastroq foizli stavkada olib, yuqoriroq foizli stavkada qarzga beradilar. Tabiiyki, bunday harakatlar masshtabining kengayishi yana foizli stavkalarning tenglashishiga olib keladi.

⁶⁰ "Ekvivalent" lotincha "aequivalens" "aequivalentis" – teng kuchli, teng qiymatli. Biror narsaga teng yoki biror jihatdan mos keladigan va uning o'rmini bosa oladigan boshqa narsa. Teng, teng bo'lgan; mos keladigan, o'rmini bosa oladigan. Qarang: o'sha manba. J.V. - B.24.

⁶¹ "Arbitraj" fransuzcha "arbitrage" – hakamlilik sudi. 1. Nizoli masalalarni hal qilish uchun maxsus tashkil etilgan va doimo faoliyat ko'rsatuvchi sud organi, hakamlilik. 2. Foyda olish maqsadida bir valyuta bozoridan sotib olingan xorijiy valyutalarni kursdagi farqiga qarab ikkinchi valyuta bozorida sotish. Qarang: o'sha manba. J.I. – B. 94.

6. Daromadlilik stavkalari darajasiga ta'sir etuvchi asosiy omillar

Bozor iqtisodiyotida daromadlilik stavkalari darajasiga ta'sir etuvchi asosiy omillarni chizmalı tarzda quyidagicha ko'rsatish mumkin (7.2-rasm).



7.2-rasm. Bozor iqtisodiyotida daromadlilik stavkalari darajasiga ta'sir etuvchi asosiy omillar

Demak, rasmdan ko'rinib turibdiki, bozor iqtisodiyotida daromadlilik stavkalari darajasiga ta'sir etuvchi asosiy quyidagi to'rtta omil mavjud:

- *ishlab chiqarish vositalarining samaradorligi* - shaxta, to'g'on, yo'l, ko'pri, zavod, mashinalar va tovar-moddiy zahiralarga qo'yilgan mablag'lardan kutilayotgan daromadlilik stavkasi;

- *ishlab chiqarish vositalarini ishlatish samaradorligiga nisbatan noaniqlik darajasi*;

- *odamlarning vaqtinchalik afzal ko'rishi* – odamlar qanchalik darajada tovar va xizmatlarni iste'mol qilishni ertaga emas bugun xohlaydilar;

- *riskni yoqtirmaslik* – investitsiya bo'yicha riskni qisqartirish maqsadida yuqori daromadlilikdan voz kechishga rozi odamlar soni.

Quyida Sizning e'tiboringizga har bir omilning qisqacha tavsifi havola etiladi.

Ishlab chiqarish vositalaridan kutilayotgan samaradorlik. Investitor tomonidan kutilayotgan daromadlilik stavkasi miqdoriga ta'sir qiluvchi birinchi omil ishlab chiqarish vositalari samaradorligi (productivity of capital goods) hisoblanadi. Ma'lumki, boshqa narsalarni ishlab chiqarishda foydalaniladigan narsalar *ishlab chiqarish vositalari* hisoblanadi. Shaxtalar, yo'llar, kanallar, to'g'onlar, elektrostansiyalar, zavodlar, mashinalar va tovar-moddiy zaxiralarni ishlab chiqarish vositalariga misol sifatida keltirishimiz mumkin. Kapitalning ushbu fizik (moddiy) aspekt⁶²i (jihati)dan tashqari, "kapital" tushunchasiga

⁶² "Aspekt" lotincha "aspectus" – nuqtai nazar; ko'rinish. Narsa-hodisa, tushuncha va sh.k.ning o'rganilishiga asos bo'ladigan nuqtai nazar. Qarang: o'sha manba. J.I.– B.109.

unumdorlikni oshirishga yordam beruvchi patentlar, shartnomalar, formulalar, firma nomlari, shuningdek ishlab chiqarish va ta'minot strukturasi kiradi. Bunday ushlab bo'lmaz narsalar (nomoddiy kapitallar) ko'pincha ilmiy-tadqiqot va tajriba-konstruktor⁶³lik ishlanmalari va reklamaga ketgan xarajatlar natijasi hisoblanadi.

Bir yilda kapitaldan foydalanish samaradorligini kiritilgan kapi-talning daromadlilik stavkasi (rate of return on capital) deb nomlanuvchi foizli ko'rsatkich sifatida ta'riflash mumkin. Aynan shu daromad fir-malar tomonidan chiqarilgan aksiya, obligatsiya va boshqa moliyaviy instru-ment (vosita)lar egalariga dividend va foizlar to'lab berish manbai hisoblanadi. Ushbu hamma instrument (vosita)lar kapitaldan foydalanish orqali keladigan daromad qismiga talabni bildiradi. Qo'yilgan kapi-talning kutilayotgan daromadlilik stavkasi investitsiya vaqti va joyiga, iqtisodiyotning holatiga, boshqa ishlab chiqarish omillarining, ya'ni tabiiy resurslar va ishchi kuchining yetarlilik darajasiga, ushbu kapitaldan foydalanib ishlab chiqarilishi mumkin bo'lgan tovarlar va xizmatlarning talab darajasiga bog'liqdir. *Qo'yilgan (joylashtirilgan, kiritilgan) kapitalning kutilayotgan daromadlilik darajasi qanchalik yuqori bo'lsa, iqtisodiyotdagi foiz stavkalarining darajasi shunchalik baland bo'ladi.*

Ishlab chiqarish vositalaridan foydalanish samaradorligiga nisbatan noaniqlik darajasi. Qo'yilgan kapital bo'yicha daromadlilik stavkasining noaniqlik darajasi yuqoriligini ko'rsatuvchi juda ko'p sabablar mavjud. Masalan, hosilga oldindan bilib bo'lmaydigan ob-havo sharoiti ta'siri; shaxta va quduqlarning taxmin qilinganidek resurslarga boy bo'lmazligi; mashinalarning vaqt-vaqti bilan eskirishi va buzilishi; mahsulotga talabning iste'molchilar ta'bi yoki alternativ tovarlarning paydo bo'lishi tufayli kutilmaganda o'zgarishi; yana ustiga-ustak, yangi bilimlarning rivojlanishi oqibati sifatidagi texnik taraqqiyotni o'z tabiatiga ko'ra mutlaqo oldindan bilib bo'lmaydi. Hatto tovar-moddiy zaxiralardagi tovarlarni kelajakda ulardan foydalanish uchun saqlashning oddiy jarayonini ham ma'lum risk darajasidan xolis deb hisoblab bo'lmaydi. Sababi: vaqt o'tishi bilan qancha miqdordagi tovar eskirib yoki buzilib qolishini oldindan aniq aytish qiyin.

Aksiyalar – bu ishlab chiqarish vositalaridan foydalanishdan olingan daromadga nisbatan talabdir. *Ishlab chiqarish vositalaridan foydalanish samaradorligi borasida noaniqlik darajasi qanchalik yuqori bo'lsa, qo'yilgan aksiyalar bo'yicha risk uchun mukofot shuncha yuqori bo'ladi.*

Odamlarning vaqtinchalik nimanidir afzal ko'rishi (nimagadir ustuvorlik berishi). Daromadlilik stavkalari darajasiga ta'sir qiluvchi keyingi omil inson psixologiya⁶⁴sidir. Odamlar, odatda hayotning hamma ne'matlaridan ertaga emas, aynan bugun foydalanishni afzal ko'radilar. Iqtisodchilar ko'pincha mablag'larni kiritish mumkin bo'lgan ishlab chiqarish vositalari bo'lmagan

⁶³ "Konstruksiya" – lotincha "constructio" – to'plash, yig'ish; tuzilish, qurilish. Inshoot, mexanizm, asar va sh.k.ning tuzilishi, qismlarining o'zaro joylashuvi; murakkab tuzilishli inshoot, mexanizm va sh.k.ning o'zi. Konstruktor – mashina, mexanizm, inshoot va ularning ayrim qismlari konstruksiyasini, loyihasini tuzuvchi mutaxassis, injener. Qarang: o'sha manba. J.II. – B.401.

⁶⁴ "Psixologiya" psixo + yunoncha "logos" – fan, ta'limot. 1. Inson faoliyati va hayvonlar xatti-harakatida borliqning aks etishini, ruhiy jarayonlar, hodisalar va xislatlarni o'rganuvchi fan. 2. Biror faoliyat bilan bog'liq bo'lgan psixik jarayonlar majmui. 3. Kishining ichki dunyosi, kechinmalari, xarakter xususiyatlari, ruhiy holati. Qarang: o'sha manba. J.III.– B.318.

taqdirda ham foiz stavkasi ijobiy bo‘ladi, shuningdek, odamlarning pul berish va qarz olishlari uchun yagona sabab ularning umri davomida xohish-istaklarining doimo o‘zgarib turishidir, degan taxmindan kelib chiqib ish ko‘radilar. Umuman olganda, odamlar tovar va xizmatlarni ertaga qoldirmasdan bugun iste‘mol qilishni qanchalik ko‘p afzal ko‘rsa, iqtisodiyotda foiz stavkasi shuncha yuqori bo‘ladi.

Odamlar, odatda, hayotning hamma ne‘matlaridan ertaga emas, bugun foydalanishni afzal ko‘rishlarining sabablaridan biri ular qachon o‘lishining noma‘lumligidir. Inson hozir tirikligini biladi va u bugunning o‘zida imkoni boricha o‘zining barcha ehtiyojlarini qondirib, hayotning ne‘matlaridan rohat olmoqchi. Kelajakka kelsak, doimo bu ishni keyin ham qila olishi bo‘yicha qandaydir darajada mavhumlik mavjud bo‘ladi.

Riskni yoqtirmaslik (xush ko‘rmaslik, qabul qilmaslik, tan olmaslik). Yuqorida aytib o‘tganimizdek, tikilgan (joylashtirilgan, kiritilgan) kapitalning daromadlilik stavkasi doim risk bilan bog‘liq bo‘ladi. Shu munosabat bilan quyidagi savolning tug‘ilishi, tabiiy: bozor iqtisodiyoti sharoitida kafolatlangan foiz stavkasini olish imkoniyati bormi va uni nima belgilaydi?

Bu savolning javobi quyidagicha: moliya tizimi riskdan holi aktivlarga pul tikishni istagan kishilarga ma‘lum imkoniyatlar yaratib beradi. Buning uchun ular tikilgan (joylashtirilgan, kiritilgan) kapi-taldan kutilgan daromadning ma‘lum qismidan voz kechishlari zarur. Riskdan uncha qo‘rqmaydigan kishilar⁶⁵ riskka toqati yo‘q kishilar⁶⁶ga kafolatlangan foiz stavkasi olish imkoniyatini beradilar. Biroq, bu stavka risk darajasi yuqori bo‘lgan aktivlar bo‘yicha kutilgan o‘rtacha daromadlilik stavkasidan past bo‘ladi. Aholi orasida riskni tan olmaslik darajasi qanchalik yuqori bo‘lsa, risk uchun mukofot shunchalik yuqori va risksiz foiz stavkasi miqdori shuncha past bo‘ladi.

8-mavzu. Moliyaviy vositachilar

Reja:

- 1. Banklar va boshqa depozit-jamg‘arma muassasalari**
- 2. Sug‘urta kompaniyalari**
- 3. Pensiya fondlari**
- 4. O‘zaro fondlar**
- 5. Investitsion banklar**
- 6. Venchur kompaniyalariga kapital qo‘yuvchi firmalar va aktivlarni boshqaruvchi firmalar**
- 7. Axborot xizmatlarini ko‘rsatuvchi firmalar**

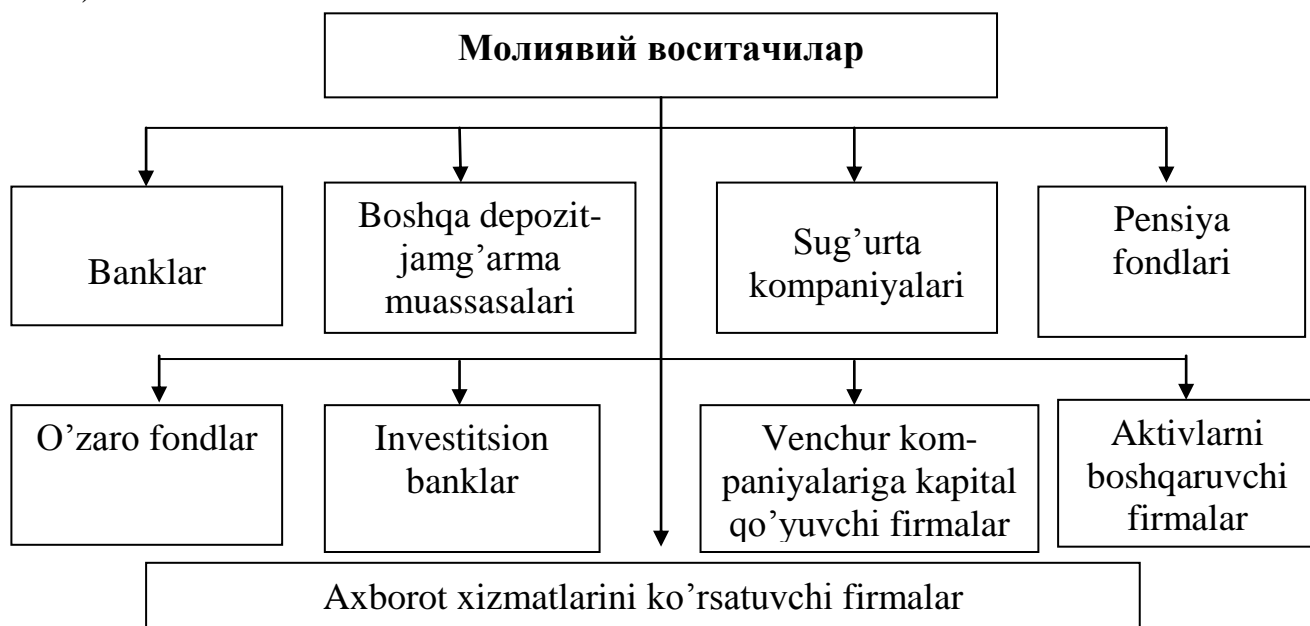
1. Banklar va boshqa depozit-jamg‘arma muassasalari

Moliyaviy vositachilar shunday firmalarki, ularning asosiy vazifasi moliya bozoridagi mijozlarni shaxsan ular ishtirokidagi operatsiyalaridan ko‘ra yuqoriroq

⁶⁵ Bunday kishilar toifasiga kimlarni kiritisa bo‘ladi? Ularning shu toifaga kiritilishiga nimalar asos bo‘lishi mumkin?

⁶⁶ “Riskka toqati yo‘q kishilar” – ular kimlardan iborat? Nega ular shunday deb nomlanadi? Ularning bunday nomni olishlariga nimalar sabab bo‘lgan?

samara beradigan moliyaviy mahsulot va xizmatlar bilan ta'minlashdan iborat. Eng umumiy ko'inishda ularning tarkibini quyidagicha tasavvur etish mumkin (8.1-rasm):



8.1-rasm. Moliyaviy vositachilarning eng umumiy tarkibi⁶⁷.

Moliyaviy vositachilarning asosiylari sifatida banklar, investitsiya va sug'urta kompaniyalarini ko'rsatish mumkin. Ularning moliyaviy mahsulotlariga, boshqalar qatorida, chek hisobvaraqlari, kreditlar, ipotekalar, o'zaro fondlarning qimmatli qog'ozlari va keng ko'lamlil sug'urta shartnomalari kiradi. Moliyaviy vositachiga eng oddiy misol sifatida o'zaro fondni olishimiz mumkin. U ko'pchilik mayda investorlarning moliyaviy resurslarini birlashtiradi va yig'ilgan mablag'larni qimmatli qog'ozlarga qo'yadi (joylashtiradi). Bunday fondlar o'z operatsiyalari masshtabining kengligi tufayli qimmatli qog'ozlar hisobi va savdosida sezilarli darajada tejamkorlikka erishadi va tabiiyki, mijozlarga mablag'larni qimmatli qog'ozlarga investitsiya qilishning bevosita fond bozorida qimmatli qog'ozlar oldi-sotdisidan ko'ra samaraliroq usullarini taklif qiladi.

Hozirgi kunda banklar eng yirik (aktivlari nuqtai nazaridan) va qadimiy moliyaviy vositachilar hisoblanadi. Birinchi banklar bundan yuzlab yillar avval Uyg'onish davrida Italiya shaharlarida paydo bo'lgan. Ularning asosiy funksiyasi hisob va kliring operatsiyalarini amalga oshirish uchun to'lov mexanizmlarini taklif qilish bo'lib, bu o'sha paytda keskin o'sish davrini boshdan kechirayotgan savdo-sotiqning tovar va xizmatlar bilan rivojlanishiga yordam bergan. Birinchi banklarni ayirboshlovchi (almash-tiruvchi)lar ochgan. Aytish joizki, "bank" so'zi "banca" (italyanchadan tarjima qilganda – suyanchiqli uzun kursi) so'zidan kelib chiqqan. Sababi, ayirboshlovchi (almashtiruvchi)lar pullarni suyanchiqli uzun kursida o'tirib almashtirganlar.

⁶⁷ Moliyaviy vositachilar eng umumiy tarkibiy qismlariga kiruvchi ayrim sub'ektlarning, ba'zi bir sabablarga ko'ra, mamlakatimiz amaliyotida mavjud emasligi ularning shunday tarkibiy qismlardan iborat ekanligiga rahna sola olmaydi.

Bizning kunlarda bank deb nomlanuvchi ko'pchilik firmalar kamida ikkita: omonatlarni qabul qilish va qarz berish funksiyalarini bajaradi. AQShda bu turdagi muassasalar **tijorat banklari** (commercial banks) deb nomlanadi.

Ayrim mamlakatlarda banklar deyarli har qanday moliyaviy funk-tsiyalarni bajaruvchi moliyaviy vositachilar hisoblanadi. Ular mijozlarga faqat pullarni o'tkazish va qarz berish bo'yicha turli operatsiyalarni bajarishga oid xizmatlarni taklif etibgina qolmay, balki o'zaro fondlar va sug'urta kompaniyalari funksiyalarini ham bajaradilar. Masalan, Germa-niyada *universal banklar* deb nomlanuvchi banklar ko'proq ixtisoslashgan moliyaviy vositachilarga xos bo'lgan deyarli barcha moliyaviy funksiyalarni bajaradilar.

Oxirgi vaqtlarda, har xil turdagi moliyaviy institutlar o'rtasida ular qaysi moliyaviy xizmat turlarini taklif qilayotganligi asosida chegara tortish borgan sari qiyinchilik tug'dirmoqda. Masalan, Deutsche Bank garchi klassifikatsiya⁶⁸ bo'yicha universal bank hisoblansa-da, uning funk-tsiyalari, odatda qimmatli qog'ozlar bilan broker-dilerlik operatsiyalariga ixtisoslashgan banklar sirasiga kiruvchi Merrill Lynch Bank funktsiya-laridan ozginaga farq qiladi, xolos.

Depozit-jamg'arma yoki *ssuda-jamg'arma muassasalari* (depository savings institutions, thrift institutions) terminlari jamg'arma banklari, ssuda-jamg'arma assotsiatsiyalari (S&Ls) va kredit uyushmalarini umumiy nomlash uchun qo'llaniladi. Dunyoning taraqqiy etgan mamlakatlarida, shu jumladan, AQShda ular tijorat banklari bilan omonat operatsiyalari sohasida ham, qarz berish sohasida ham raqobatdoshlik qiladi. AQShda shu turdagi tashkilotlar uy sotib olish uchun ipoteka zayomlari va iste'mol zayomlari bo'yicha ixtisoslashgan. Boshqa davlatlarda ham funksiyalari AQShdagi ssuda-jamg'arma tashkilotlari va kredit uyushmalari funksiyalariga o'xshaydigan ixtisoslashtirilgan turli xil jamg'arma institutlari mavjud.

2. Sug'urta kompaniyalari

Sug'urta kompaniyalari – bu moliyaviy vositachilar bo'lib, ularning asosiy funksiyasi uy xo'jaliklari va firmalarga alohida turdagi shartnomani sotib olish orqali risk darajasini kamaytirish imkoniyatini taqdim etishdir. Bunday shartnoma sug'urta polisi deb nomlanadi va unga muvofiq, unda keltirilgan konkret holatlar yuzaga kelganda mijozlarga ma'lum summa to'lanadi. Predmeti baxtsiz hodisadan, o'g'irlik yoki yong'indan sug'urtalash bo'lgan polislar *kutilmagan hodisalardan keladigan zararni sug'urtalash* va *mulkiy sug'urtalash* sohasiga kiradi. Sog'liq bilan bog'liq muammolar bo'yicha to'lovlarni nazarda tutuvchi polislar *kasallik bo'yicha va mehnatga layoqatsizlik sug'urtasiga*, mijoz vafot etgan taqdirda pul to'lanishi nazarda tutiladigan polislar *hayotni sug'urtalashga* kiradi.

Sug'urta polislarini ularni sotib oluvchi uy xo'jaliklari va firma-larning aktivi hisoblanadi. Bir vaqtning o'zida ular sug'urta kompaniya-larining qarzдорlik majburiyatlari sifatida amalda bo'ladi. Xizmat ko'rsatilgani uchun mijoz

⁶⁸ «Klassifikatsiya» lotincha «classis» - daraja, razryad + “facere” – qilmoq. Tasnif – tanlab olish; turlarga ajratish. Narsa va hodisalarni ularning o'ziga xos belgi, xususiyatlariga qarab, tur, turkum va sh.k.ga ajratish. Qarang: o'sha manba. J.II. – B.382. O'sha manba. J. IV. –B.11.

tomonidan to'lanadigan pullar *sug'urta mukofoti* deyiladi. Mijozlar sug'urta mukofotini xizmat ko'rsatilishdan avval to'laganlari sababli, sug'urta kompaniyalari ushbu pul mablag'larini ma'lum vaqt mobaynida ishlatadilar. Bu muddat bir yildan kam bo'lishi ham mumkin. Shuningdek, bir necha o'n yillarga cho'zilishi ham mumkin. Sug'urta kompaniyalari mijozlardan olgan sug'urta mukofotlarini turli xil moliyaviy aktivlarga: aksiyalar, obligatsiyalar va ko'chmas mulkka qo'yadilar.

3. Pensiya fondlari

Pensiyaning rejalashtirish dastur (pensiya reja)larida ishtirok etish fuqaroning shaxsiy jamg'armasi va mamlakatda ijtimoiy ta'minot dasturida ko'zda tutilgan pensiya imtiyozlari bilan bir qatorda pensiyaga chiqqan odamga pensiyaga chiqishdan oldingi daromadlarni o'rnini bosadigan yangi daromad manbai bo'lib xizmat qiladi. Pensiyaning rejalashtirish dasturlari ish beruvchi, kasaba uyushmasi yoki xodimning o'zi tomonidan moliyalashtiriladi.

Pensiya dasturlari ikki turga bo'linadi: belgilangan badallarga asoslangan pensiya dasturi, yoki jamg'arma (jamg'ariladigan, jamg'arish) pensiya dasturi (defined-contribution pension plan) va belgilangan imtiyozlarga asoslangan pensiya dasturlari, yoki rag'batlantirish pensiya dasturi (defined-benefit pension plan). Jamg'arma (jamg'ariladigan, jamg'arish) pensiya dasturi bo'yicha xodim hisob raqamiga ega bo'lib, shu hisob raqamiga xodimning ish beruvchisi va, odatda, xodimning o'zi muntazam ravishda badal to'lab boradilar. Pensiyaga chiqqandan keyin xodim o'z pensiya jamg'armasida to'plagan mablag'iga teng summaga ega bo'ladi.

Rag'batlantirish pensiya dasturi xodimning pensiya imtiyozlari muayyan formula asosida hamda ishlagan yillari sonini, shuningdek, ko'p hollarda uning ish haqi yoki maoshini inobatga olgan holda belgilanadi. Eng odatiy formulaga ko'ra xodim ishlagan har bir yil uchun u pensiyaga chiqqan davridagi o'rtacha ish haqidan 1% hisoblanishi ko'zda tutilgan.

Belgilangan imtiyozlar asosida pensiya dasturini moliyalashtiradigan tashkilot (pensiya dasturi xomiysi), yoki tashkilot yollagan sug'urta kompa-niyasi o'zini sug'urta qilgan kishiga bo'lajak to'lovlarni kafolatlaydi va shu tariqa investitsion riskni butunlay istisno qiladi. Ba'zi mamlakatlarda, masalan Germaniya, Yaponiya va AQShda homiylarning qarilik nafaqasi to'lanishi borasidagi kafolatlari ma'lum darajada davlat va yarim davlat tashkilotlari tomonidan qo'llab-quvvatlanadi.

4. O'zaro fondlar

Bir guruh investorlar tomonidan sotib olinadigan va professional investitsiya kompaniyasi yoki boshqa biror moliya muassasasi tomonidan boshqariladigan aksiyalar, obligatsiyalar va boshqa aktivlarning (birgalikda ular "investitsiya portfeli" deb ataladigan aktivni tashkil etadilar) tashkiliy shakllantirilgan to'plami o'zaro fond (mutual fund) deb ataladi. Bunda har bir mijoz fondagi har qanday daromad taqsimotida o'zidagi qimmatli qog'ozlar miqdoriga proporsional ravishda

ma'lum ulushga ega bo'lish huquqini qo'lga kiritadi va o'z ulushini istagan vaqtda bozor bahosida sotishi mumkin.

Bunday fondni boshqaradigan kompaniyahar bir investor ixtiyorida qancha miqdorda qimmatli qog'oz borligini va u fond qoidalariga muvofiq olingan daromadning qancha qismini qayta investitsiya qilishini nazorat qiladi. O'zaro fondlar kapital bo'linishini, hisob olib borilishini va daromad qayta investitsiya qilinishini, shuningdek mablag'lar va risklar diversifikatsiya qilinishi uchun samarali mablag'larni ta'minlaydi.

O'zaro fondlarning ikkita asosiy turi mavjud: ochiq va yopiq. Ochiq turdagi o'zaro fondlar o'zlari emissiya qilgan aksiyalarni bir aksiya hisobidan sof aktivlar bahosi (NAV – net asset value) bo'yicha sotish va sotib olish majburiyatini o'z zimmlariga oladilar. NAV ko'rsatkichini hisoblash chiqish uchun fond portfelidagi barcha qimmatli qog'ozlarning bozor qiymati ular muomalaga chiqargan barcha aksiyalar soniga bo'linadi. Oxirgi ko'rsatkich ochiq turdagi fondlarda uning ishtirokchilari fondning yangi aksiyalarini sotib olishlari va eskilarini sotishlari sayin har kuni o'zgarib turadi.

Yopiq turdagi fondlar bir aksiya hisobidan sof aktivlar bahosi bo'yicha o'z aksiyalarini sotmaydilar va emissiya qilmaydilar. Bunday fondlarning aksiyalari boshqa oddiy aksiyalar singari brokerlar orqali sotiladi va ularning bahosi bir aksiya hisobidan sof aktivlar bahosidan farq qiladi.

5. Investitsion banklar

Investitsion banklar (investment banks) – bu shunday firmalarki, ular-ning asosiy vazifasi xususiy kompaniyalar, hukumat va boshqa tashkilot-larga o'z faoliyatini moliyalashtirish uchun zarur mablag'larni jalb qilishda yordam berishdan iborat. Shu maqsadda investitsion banklar o'z mijoz-larining qimmatli qog'ozlari chiqarilishini tashkil etadilar. Bundan tashqari, ular ba'zida hatto firmalar qo'shilishiga yoki bitta firma boshqasi tomonidan “yutib yuborilishi”ga ta'sir ko'rsatadilar (imkoniyat yaratadilar).

Investitsion banklar ko'pincha *anderraying*, yoki o'zlari bozorda joylashtiradigan *qimmatli qog'ozlarga obuna* bilan shug'ullanadilar. *Anderraying* mohiyatan emitent uchun o'ziga xos sug'urta hisoblanadi, chunki investitsion bank emitentning chiqarilgan qimmatli qog'ozlarini kafolatli joylashtirish majburiyatini o'z zimmasiga oladi. Agar qimmatli qog'ozlar tashqi investor tomonidan sotib olinmasa, u holda investitsion bank shu qimmatli qog'ozlarni emitentdan oldindan belgilangan narxda, ya'ni kafo-latlangan narxda sotib oladi.

Ko'p mamlakatlarda universal banklar Amerika investitsion banklari vazifalarini bajaradilar, ammo AQShda 1933 yilda qabul qilingan Glass-Steagall (Glass Steagall Act) qonuniga muvofiq tijorat banklariga *ander-raytingga taalluqli* bo'lgan ko'pgina faoliyat turlari bilan shug'ullanish man etilgan. Biroq, so'nggi yillarda AQShning bu banklariga bu kabi xizmatlar ko'rsatishga ruxsat etildi.

6. Venchur kompaniyalariga kapital qo'yuvchi firmalar va aktivlarni boshqaruvchi firmalar

Venchur kompaniyalariga kapital qo'yuvchi firmalar (venturecapital firms) investitsiya banklariga o'xshash, lekin bitta farqi ularning mijozlari yirik korporatsiyalar emas, balki o'z faoliyatini endi boshlagan firma-lardir. Bunday yosh kompaniyalarning boshqaruvchilari tajribasiz bo'lib, ular nafaqat moliyaviy yordamga, balki biznesni olib borish borasida maslahatga ham muhtoj bo'ladilar. Mazkur bo'limda o'rganiladigan firmalar aynan shunday xizmatlar ko'rsatadilar.

“Venchur kapitalistlari” (ya'ni “venchurli” kapital qo'yilmalari bilan shug'ullanadigan kompaniya yoki bank) yangi biznesga pul tikadi (qo'yadi) va boshqaruv xodimlariga firmani “ommaga chiqishga tayyor” bo'ladigan holatga ko'tarishga, boshqacha qilib aytganda, o'z aksiyalarini keng doiradagi investorlarga sotishni boshlashga yordam beradi. Bu darajaga ko'tarilgach, “venchur kapitalisti”, odatda, kapitaldagi o'z ulushini sotadi va yangi venchur kompaniyasi bilan shug'ullanishni boshlaydi.

Bu kabi firmalar, ko'pincha, *investitsiyalarni ishonchli (ishonch bo'yicha) boshqaruvchi kompaniya* deb ataladi. Ular maslahat beradilar va ko'p hollarda o'zaro va pensiya fondlarini hamda boshqa aktivlar birlashmalarini alohida shaxs, firma va davlat tashkilotlari manfaatlarini yo'lida boshqaradilar. Ular mustaqil firma bo'lishi yoki boshqa kompaniya tarkibiga uning bo'limi sifatida kirishlari, masalan, trust kompaniyasi bankning, sug'urta kompaniyasining yoki brokerlik firmasining bir bo'lagi bo'lishi mumkin.

7. Axborot xizmatlarini ko'rsatuvchi firmalar

Moliyaviy xizmatlarni ko'rsatuvchi ko'pgina firmalar, qo'shimcha faoliyat sifatida xilma-xil moliyaviy axborotlarni yig'ish va tarqatish bilan shug'ullanishadi. Biroq, faoliyatning aynan ushbu sohasiga ixtisoslashgan kompaniyalar mavjud. Reyting⁶⁹ agentliklari axborot xizmatlarini ko'rsatuvchi eski kompaniyalardan hisoblanadi. Masalan, *Moody's* va *Standard & Poor's* reyting agentliklari qimmatbaho qog'oz emitentlarining kredit reytingini, *Best's* firmasi esa – sug'urta sohasidagi kredit reytingini aniqlashga ixtisoslashgan. So'nggi yillarda turli xizmatlar taklif etuvchi kompaniyalar doirasida moliyaviy ko'rsatkichlar tahlilini o'tkazish bo'yicha (masalan, *Bloomberg* va *Reuters*) yoki turli xil o'zaro fondlarning faoliyati natijalari to'g'risida statistik ma'lumotlar taqdim etish bo'yicha (masalan, *Upper*, *Momingstar* va *SEI*) firma va bo'limlar tobora ko'p paydo bo'lmoqda. O'zbekistonda, jumladan, ko'proq tijorat banklarining faoliyatini xarak-terlaydigan ma'lumotlarni taqdim etuvchi bunday firmalardan biri “Axborreyting”dir.

⁶⁹ «Reyting» inglizcha «rating» - baho, daraja. 1. Nazorat qilish va baholash usuli va tizimi. 2. Erishilgan yutuqlarning samaradorligi va nufuzini baholashda raqamlar bilan ifodalanadigan ko'rsatkich. 3. Jamoatchilik fikrini o'rganish yo'li bilan aniqlanadigan mashhurlik darajasi. Qarang: o'sha manba. J.III. –B.373.

9-mavzu. Moliyaviy infratuzilma va moliyaviy tizimni tartibga solish

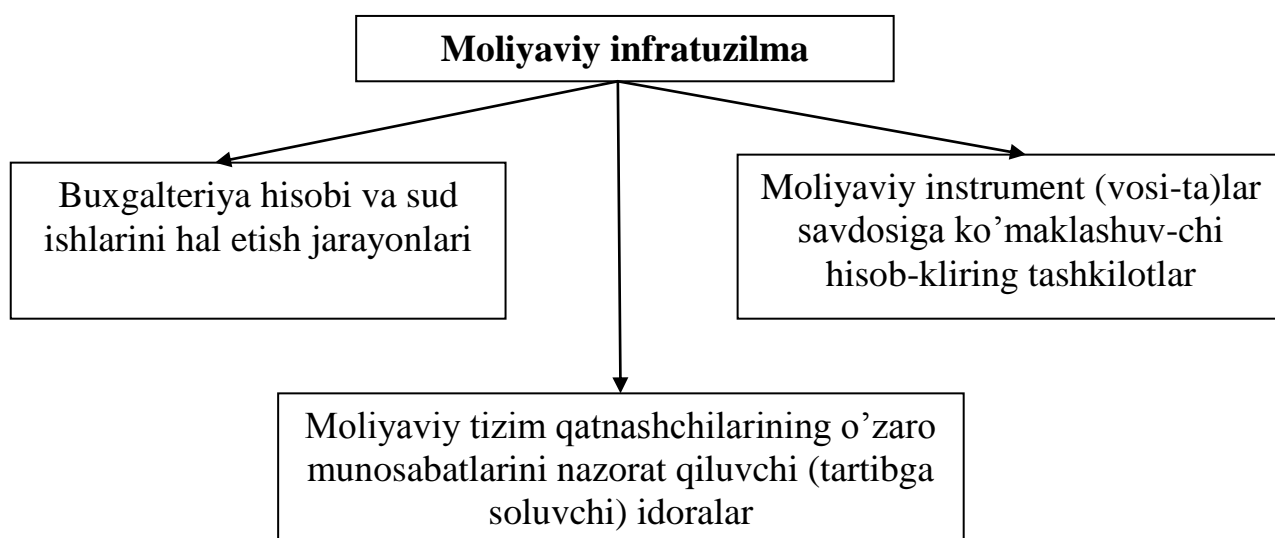
Reja:

1. Moliyaviy infratuzilma tarkibi
2. Qimmatbaho qog'ozlar savdosi qoidalari
3. Buxgalteriya hisobi tizimlari

1. Moliyaviy infratuzilma tarkibi

Har qanday ijtimoiy ahamiyatga molik faoliyat muayyan qoida va qo'llanmalar to'plamiga rioya qilish zaruriyati bilan cheklanadi. Qonun status⁷⁰i (maqomi)ga ega bo'lgan va iqtisodiy faoliyatning har qanday sohasida yuz bergani kabi moliyaviy tizim harakatlanishidagi ma'lum aspektlarni cheklash uchun xizmat qiluvchi qoidalar mavjud. Ular orasida eng muhimlari har qanday turdagi tovlamachilikdan yuridik hamda jismo-niy shaxslarni himoya qiluvchi va shartnoma majburiyatlariga rioya qili-nishini ta'minlovchi qonunlardir. Bu qonunlar nafaqat davlatdan davlatga farq qiladi, balki vaqt o'tishi bilan o'zgarishga ham moyildir. Ular jamiyat yuridik tizimining bir qismi hisoblanadi va odatda, garchi bu qonun-larning o'zgarishi ko'pincha insonlarning ushbu tizim funksiyalariga qo'yilgan talabining o'zgarishi natijasida ro'y bersa-da, moliyaviy tizim-ning chegarasidan chiquvchilardek izohlanadi.

Moliyaviy infratuzilma o'z ichiga buxgalterlik hisobi va sud ishlarini hal etish jarayonlarini; moliyaviy instrument (vosita)lar savdosiga ko'mak-lashuvchi hisob-kliring tashkilotlarini; moliyaviy tizim qatnashchilari-ning o'zaro munosabatlarini nazorat qiluvchi, tartibga soluvchi idoralarni oladi (9.1-rasm).



9.1-rasm. Moliyaviy infratuzilma tarkibi

⁷⁰ «Status» lotincha «status» - ahvol, hol, holat. Maqom – vaziyat, mavqe; o'rin, joy; daraja, martaba. Qarang: o'sha manba. J.III. – B.569.

Bir necha asrlar davomida jamiyatning tarixiy rivojlanish tadqiqoti bilan shug'ullanuvchi olimlarning aniqlashlariga ko'ra, moliyaviy tizim infratuzilmasining evolyutsiyasi mamlakatlarning iqtisodiy rivojlanish mexanizmini tushunish uchun asosiy mezon bo'lib hisoblanadi.

Moliyaviy tizimni tartibga soluvchi ba'zi funksiyalar xususiy kompaniyalarni birlashtiruvchi tashkilotlar tomonidan, boshqalari esa davlat tashkilotlari tomonidan amalga oshiriladi. Yuridik jihatdan davlat muassasalarining vakolatiga kiruvchi bu kabi alohida vazifalarni bajarish, ko'pincha, xususiy sektor⁷¹ tashkilotlariga topshiriladi. Bunday tartib AQShda va shu kabi dunyoning boshqa davlatlarida qabul qilingan. Ba'zan bunday xususiy sektor tashkilotlari sifatida professional tor ixtisoslashgan assotsiatsiyalar, masalan, AQShdagi Moliya hisobi standartlari bo'yicha kengash (FASB – Financial Accounting Standard Board); boshqa holatlarda – fond birjalari, uchinchi – Xalqaro svop sotuvchilari assotsiatsiyasi (ISDA – International Swap Dealers Association)ga o'xshagan savdo assotsiatsiyalari maydonga chiqadi.

Davlat, iqtisodiyotning har qanday boshqa sohasidagi kabi, moliyaviy sohada ham ijobiy rol o'ynashi va mamlakat iqtisodiy faoliyati samara-dorligining ortishiga imkon yaratishi mumkin. Biroq, muvaffaqiyatli davlat siyosati, asosan, davlatning moliyaviy masalalarga qay darajada aralashishi va uning qaysi chegaradan o'tmasligi zarurligini to'g'ri aniqlash bilan bog'liq.

2. Qimmatbaho qog'ozlar savdosi qoidalari

Qimmatbaho qog'ozlar savdosi qoidalari odatda uyushgan birjalar tomonidan o'rnatiladi. Shundan so'ng u tegishli qonun bilan tasdiqlanadi. Bu qoidalar savdo operatsiyalarini o'tkazishda xarajatlarni minimumgacha kamaytirish maqsadida savdo tartibi (protsedurasi)ni standartlashga mo'l-jallangan. Ideal holatda shu kabi qoidalar sinchkovlik bilan o'ylab chiqilishi hamda savdoni eng kam xarajatlari bilan rag'batlantirishi zarur edi. Lekin amalda ular ko'pincha yetarlicha erkin xarakterga ega. Shunga qaramasdan, tan olish kerakki, bu kabi qoidalarning butunlay yo'qligidan ko'ra mavjudligi afzalroqdir.

3. Buxgalteriya hisobi tizimlari

Moliyaviy ma'lumotdan samarali foydalanish uchun u ma'lum bir standart shaklida taqdim etilgan bo'lishi lozim. Moliyaviy hisobotlar tizimini o'rganuvchi predmet yoki fan *buxgalteriya hisobi* deyiladi. Buxgalteriya hisobi tizimlari umumiy moliyaviy tizim infratuzilma-sining eng muhim qismi hisoblanadi. Ma'lumki, dastlab buxgalteriya hisobi tizimlari moliyaviy bitimlar tuzish jarayonlari evolyutsiyasi bilan birga parallel ravishda rivojlangan. Arxeologlar eramizdan avvalgi 2000 yillarga tegishli qadimgi Vavilonda tuzilgan moliyaviy operatsiyalar bo'yicha murakkab va batafsil hisobotlarni topishgan. Hozirgi

⁷¹ “Sektor” lotincha “sektor” – qirquvchi, qirqib ajratuvchi. 1. Doiraning yoy va ikki radius bilan cheklangan qismi va shu shakldagi narsa. 2. Yaxlit bir hududning ma'lum radius va chegaralar bilan cheklangan qismi, alohida ajratilgan hudud. 3. Ba'zi idora va muassasalarning muayyan faoliyatga ixtisoslashgan bo'limi. 4. Xalq xo'jaligining muayyan iqtisodiy va ijtimoiy belgilar bilan ajralib turadigan qismi, sohasi. Qarang: o'sha manba. J.III. –B.475.

kungacha buxgalteriya hisobi tizimining rivojlanishida asosiy “sakrash” bo‘lgan ikki tomonlama yozish uslubidagi buxgalteriya hisobiga o‘tish – Italiyada – Uyg‘onish davrida sodir bo‘ldi. Mazkur uslubning yuzaga kelishida savdo va bank ishlari sohasidagi murakkab moliyaviy operatsiyalarni kuzatib borishga bo‘lgan talab rag‘batlantiruvchi omil bo‘lib xizmat qildi.

10-mavzu. Davlat va nodavlat moliyaviy tashkilotlari

Reja:

- 1. Markaziy banklar**
- 2. Ixtisoslashgan moliyaviy vositachilar**
- 3. Mintaqaviy va butundunyoviy moliyaviy tashkilotlar**

1. Markaziy banklar

Modomiki, davlat qonun yaratuvchi va ularning bajarilishini nazorat qiluvchi organ hisoblanar ekan, u moliyaviy tizimni tartibga solish bo‘yicha to‘liq javobgardir. Dunyoning eng taraqqiy etgan mamlakatlaridan biri bo‘lgan AQShda ham, boshqa davlatlarda ham moliyaviy tizimni tartibga solish bo‘yicha ba’zi masalalarni bajarish ma’lum bir moliyaviy sektor qatnashchilari assotsiatsiyasi yoki fond birjalariga o‘xshash xususiy sektor muassasalarining vakolatiga o‘tkaziladi.

Jumladan, AQShda qimmatli qog‘ozlar va birjalar bo‘yicha Komissiya (SEC – Securities Exchange Commission) tashkil etilgan. Xuddi shunday Komissiya, xususan, O‘zbekistonda ham mavjud. Uning asosiy vazifasi har bir yangi qimmatli qog‘ozlarni ommaviy chiqarishda firmalar tomonidan taqdim etilishi lozim bo‘lgan ular faoliyati to‘g‘risidagi ma’lumot hajmiga bo‘lgan aniq talablarni ishlab chiqishdan iborat. Boshqa davlatlarda ham shu kabi tartibga soluvchi organlar mavjud.

Biroq, davlat moliyaviy tizimni tartibga soluvchi organ rolini o‘ynagani bilan bir qatorda, u mazkur tizimdan o‘z siyosatining boshqa maqsadlariga erishish uchun foydalanadi. Misol tariqasida hukumatning pul-kredit siyosatini iqtisodiy o‘sish yoki bandlik sohasidagi turli umummilliy vazifalarning bajarilishi uchun foydalanishini keltirish mumkin. Keyingi o‘rinlarda biz u yoki bu moliyaviy tizim sohasini tartibga soluvchi yoxud boshqa iqtisodiy maqsadlarga yetishish uchun ushbu tizimni asosiy instrument (vosita) tariqasida ishlatadigan ba’zi davlat tashkilotlari to‘g‘risida so‘z yuritamiz.

Markaziy banklar – bu asosiy funksiyasi moliyaviy bozorning ma’lum parametrlariga, masalan, muomaladagi pul miqdoriga ta’sir etish orqali davlat siyosati vazifalarini amalga oshirishga ko‘maklashishdan iborat bo‘lgan moliyaviy vositachilardir. Markaziy banklar faoliyati ba’zi davlatlarda davlat ijroiya organlarining bevosita nazorati ostida bo‘lsa, boshqa davlatlarda ular ma’lum darajada avtonomlik (mustaqillik)ka egadirlar⁷².

⁷² AQSh Markaziy banki (*Federal Reserve System* – Federal zahira tizimi) davlatga nisbatan yuqori darajadagi mustaqillikka ega. Uning tarkibiga 7 a’zodan iborat bo‘lgan va Kolumbiya shtatidagi Vashington shahrida

Bank ma'lum bir davlatning markaziy banki ekanligini ko'pincha uning nomiga qarab bilib olish mumkin: *Bank of England*, *Bank of Japan*, *Bank Rossii* va hokazo. Biroq, masalan, markaziy bank AQShda *Federal Reserve System* (Federal zahira tizimi), Germaniyada esa *Bundesbank* deb ataladi.

Markaziy bank odatda davlat to'lov tizimining yuragi hisoblanadi. U davlatni milliy valyuta bilan ta'minlaydi va banklararo hisob-kitoblar tizimi uning boshqaruvida bo'ladi. To'lov tizimi samarali bo'lishi uchun inflyatsiya darajasi kamida o'rtacha bo'lishi⁷³ va buni markaziy banklar o'zlarining asosiy vazifasi deb ko'rishlari shart.

Biroq, ko'p davlatlarda ulardan aholining to'liq bandligini hamda davlat iqtisodiy o'sishini ta'minlash kabi maqsadlarga erishishga yo'naltirilgan harakatlarni kutishadi. Bunday davlatlarda markaziy banklarga ko'pincha bir-biri bilan nizoli maqsadlarni balans (muvozanat)ga keltirish: narxlar barqarorligini va aholining to'liq bandligini ta'minlash yuzasidan barcha choralarni ko'rishiga to'g'ri keladi.

2. Ixtisoslashgan moliyaviy vositachilar

Bu guruh tashkilotlar iqtisodiy faoliyatning o'ziga xos turlarini rag'batlantirish maqsadida tuzilgan kompaniyalarni o'z ichiga oladi. Ushbu kompaniyalar faoliyati moliyalashtirish jarayonini yengillashtiradi yoki ular muayyan guruhdagi mijozlarga har xil turdagi qarzga oid instrument (vosita)larni taqdim etadilar. Bunga misol tariqasida fermerlar, talabalar, kichik korxonalar, yangi uylarni sotib oluvchilar va boshqalarga qarz beruvchi yoki qarzni kafolatlovchi davlat agentliklarini ko'rsatish mumkin.

Davlat tashkilotlarining boshqa guruhi bank omonatlarining sug'urtasi uchun tashkil etilgan agentliklar sifatida namoyon bo'ladi. Ularning asosiy funksiyasi moliyaviy tizimning barcha qismida yoxud uning qaysidir bir qismida iqtisodiy inqirozlarning oldini olish orqali iqtisodiy barqarorlikka ko'maklashishdan iborat.

Bu rejada eng yomon ssenariy bank sarosimasi hisoblanadi. Omonat-chilar, agar pullarining ishonchli joyda turganligi va istagan paytda ularni qaytarib olishlariga ishonishsa, o'z omonatlarini banklarda saqlashga rozi bo'ladilar. Shu bilan birga, banklarda nolikvid va riskli aktivlar mavjudligi va bu aktivlar bankning omonatchilar oldidagi majburiyatlarini ta'minlash uchun xizmat qilishi ham ularga ma'lum. Agar omonatchilar qaysidir paytda o'z omonatlarini to'liq miqdorda qaytarib olishlariga ishonishmasa, ular sarosimaga tushib, bankka qarab yugurishadi va birinchi bo'lib navbatga turishga va imkon qadar tezroq o'z pullarini qaytarib olishga urinishadi.

Bu kabi holat bankni o'z riskli aktivlarining bir qismini pulga sotishga majbur qiladi. Agar omonatlarni ta'minlovchi aktivlar nolikvid bo'lsa, ularni tezroq sotish

joylashgan boshqaruvchilar kengashidan tarkib topgan 12ta mintaqaviy bank kiradi. Biroq, shuni ham qayd etish joizki, boshqaruvchilar kengashining barcha 7 a'zolari AQSh Prezidenti tomonidan tayinlanadi va mamlakatning Senati tomonidan tasdiqlanadi.

⁷³ "Inflyatsiya darajasi kamida o'rtacha bo'lishi shart" deganda nima nazarda tutilayapti? Ana shu so'zlar birikmasiga nisbatan mulohazalaringiz nimalardan iborat?

zaruriyati bankka bu aktivlarni o'z narxidan past narxlarda sotishga to'g'ri kelishini bildiradi. Agar qaysidir bankda omonatchilar bilan hisob-kitob qilish uchun mablag' yetishmasa, "yuqtirish riski" paydo bo'ladi va yuqorida keltirilgan holat boshqa muassasalarda ham takrorlanishi mumkin. Biroq "yuqtirish" muammosi "naqdga yopishish" deb ataladigan holatda, ya'ni odamlar hech bir bankda omonatlarini qoldirmasdan, ularni naqd pul ko'rinishida ushlab turishga harakat qilishgan taqdirda umumiy moliyaviy tizimga xavf solishi mumkin.

3. Mintaqaviy va butundunyoviy moliyaviy tashkilotlar

Bugungi kunda ko'plab xalqaro moliyaviy tashkilotlar mavjud. Ular-ning vakolati turli davlat hukumatlari moliyaviy siyosatini muvofiq-lashtirishdan iborat. Bunday xalqaro moliyaviy tashkilotlar ichida eng muhimi Bazelda (Shveysariya) joylashgan Xalqaro hisob-kitoblar banki (BIS – Bank for International Settlements) hisoblanadi. Uning vazifasi barcha mamlakatlardagi bank qoidalarining maksimal o'xshashligini ta'minlash-dan iborat. Undan tashqari, xalqaro moliya bozorida yana ikki xalqaro moliyaviy tashkilot faoliyat yuritadi. Ularning maqsadi – savdo va moliya faoliyatini rag'batlantirishdan iborat. Bular: Xalqaro valyuta fondi (XVF) (IMF – International Monetary Fund) va Xalqaro taraqqiyot va tiklanish banki, yoki Dunyo banki (International Bank for Reconstruction and Development, World bank). XVF unga a'zo bo'lgan davlatlar iqtisodiy va moliyaviy sharoitlarining o'zgarishini kuzatadi, texnik yordam ko'rsatadi, xalqaro savdo va moliya operatsiyalari qoidalarini ishlab chiqadi, xalqaro iqtisodiyotning turli masalalari bo'yicha maslahat beradi, ayrim a'zo davlatlar to'lov balansini to'g'rilab olishlari uchun resurslar taqdim qiladi va h.k.

Dunyo banki rivojlanayotgan davlatlarda turli investitsion loyiha-larni moliyalashtiradi. U rivojlangan davlatlarda obligatsiyalar sotuvi orqali kapitalni jalb etadi va shundan so'ng uni muayyan mezonlarga javob beruvchi va biror-bir davlatning iqtisodiyotini rivojlantirishga yo'nal-tirilgan loyihalarni amalga oshirish uchun qarzga beradi.

Moliyaviy tizim moliyaviy xizmatlar ko'rsatuvchi bozorlar, vosita-chilar, firmalar va boshqa institutlarni o'z ichiga oladi. Ular yordamida uy xo'jaliklari, xususiy kompaniya va hukumat tashkilotlari o'zlari qabul qilgan moliyaviy qarorlarini amalga oshiradilar. Moliyaviy tizim tarkibiga aksiyalar, obligatsiyalar va boshqa qimmatbaho qog'ozlar sotiluvchi bozorlar, shuningdek, banklar va sug'urta kompaniyalari kabi moliyaviy vositachilar kiradi.

Pul mablag'lari moliyaviy tizim tuzilmasining turli elementlari orqali ortiqcha moliyaviy mablag'larga ega bo'lgan kompaniyalardan mablag' yetishmaydigan kompaniyalarga oqib o'tadi. Ko'pgina hollarda moliyaviy oqim moliyaviy vositachilar orqali o'tadi.

Moliyaviy tizim olti asosiy funksiyani bajaradi:

- *iqtisodiy resurslarning vaqt oralig'ida, davlat chegaralari orqali va iqtisodiyotning bir sohasidan boshqasiga ko'chirish;*
- *riskni boshqarish;*
- *savdoga imkon beruvchi kliring va hisob-kitoblarni amalga oshirish;*

- turli korxonalaridagi *egaliklarni bo'lish va moliyaviy resurslarni qo'shish*;
- iqtisodiyotning turli sohalarida markazlashtirilmagan qaror qabul qilish jarayonini muvofiqlashtirishga imkon beruvchi *narx (baho) ma'lu-moti* bilan ta'minlash;

- *stimullashtirish muammolarini hal etish* usullarini ta'minlash.

Bu muammolar bitim ishtirokchilaridan biri ega bo'lgan ma'lumotga boshqasi ega bo'lmaganda yoki qatnashchilardan biri ikkinchisining nomidan agent sifatida harakat qilgan hollarda yuzaga keladi.

Yuqorida sanalgan moliyaviy funksiyalarni bajarish usullarining takomillashuviga olib keladigan raqobat moliya sohasida har qanday innovatsiyaning yuzaga kelishi uchun asosiy turtki beruvchi omil bo'lib xizmat qiladi.

Fond bozorlarida quyidagi moliyaviy aktivlarning asosiy turlari bilan savdo qilinadi: *qarz majburiyatlari, aksiyalar va hosilaviy qimmatli qog'ozlar*.

• Qarz vositalari pulni qarzga oluvchi barcha firmalar, hukumat va uy xo'jaliklari tomonidan chiqariladi. Aksiyalar – bu firma egalari uning aktivlarining bir qismiga egaligi to'g'risidagi talabidir.

• Hosilaviy qimmatli qog'ozlar – bu qiymati boshqa aktivlar narxlariga bilan bog'liq ravishda o'rnatiladigan opsiyonlar va fyuchers shartnomalari kabi moliyaviy instrumentlardir.

Foiz stavkasi deb qarzga olingan mablag'lar bo'yicha va'da qilingan daromadlilik stavkasiga aytiladi. Qarzlarning turi qancha bo'lsa, foiz stavkalarining turlari ham shuncha bo'ladi. Foiz stavkasining miqdori hisob-kitob pul birligi, to'lov qatori (navbati) va kredit instrumenti (defolt riski) bo'yicha bitim shartlarining bajarilmasligi ehtimoliga bog'liq. Nominal foiz stavkasi aniq pul birliklarida ifodalanadi; daromadlilikning real stavkasini aniqlash uchun vosita sifatida ma'lum bir standartlashtirilgan iste'mol savatidan foydalaniladi.

Muayyan (qayd qilingan) nominal foiz stavkalari bo'yicha taklif etiladigan obligatsiyalar daromadlilik real stavkasining noaniq ko'rsat-kichiga ega. Inflyatsiyani hisobga olgan holda indekslangan hamda muayyan real stavkalarini taklif etuvchi obligatsiyalar daromadlilik nominal stavkasining noaniq ko'rsatkichi bilan tavsiflanadi.

Bozor iqtisodiyotida daromadlilik stavkasi darajasiga to'rt asosiy omil ta'sir etadi:

• *ishlab chiqarish vositalari samaradorligi* – shaxta, to'g'on, yo'l, ko'prik, zavod, mashina va tovar-material zahiralari sarflangan mablag'-dan kutilayotgan daromadlilik stavkalari;

• *ishlab chiqarish vositalari samaradorligiga nisbatan noaniqlik darajasi*;

• *insonlarning vaqtinchalik afzal ko'rishlari* – insonlarning kelajakda emas, aynan bugun tovarlar va xizmatlarni iste'mol qilishni qanchalik afzal ko'rishlari;

• *riskni yoqtirmaslik* – investitsiya riskini qisqartirish maqsadida daromadlilikni oshirishdan voz kechishga rozi insonlar soni.

Indekslash deb investitsiya stretegiyasini atashadi, uning maqsadi investitsiya kapitalining daromadliligi o'zgarishini mo'ljal sifatida tanlangan birja indeksiga bog'lab qo'yishdir.

Asosiy funksiyasi mijozlarni ular moliya bozorida bevosita opera-tsiyalaridan olishlari mumkin bo'lgan moliyaviy mahsulotlar va xizmatlarga nisbatan yuqori samarali moliyaviy mahsulotlar va xizmatlar bilan ta'minlashdan iborat firmalarga moliyaviy vositachilar deyiladi. Moliyaviy vositachilarning asosiy turlari ichida banklar, investitsiya va sug'urta kompaniyalarini keltirish mumkin. Ularning moliyaviy mahsulotlari: chek hisobvaraqlari, kreditlar, ipotekalar, o'zaro jamg'armalarning qimmatli qog'ozlari va sug'urta shartnomalarining keng diapazoni kabi-larni o'z ichiga oladi.

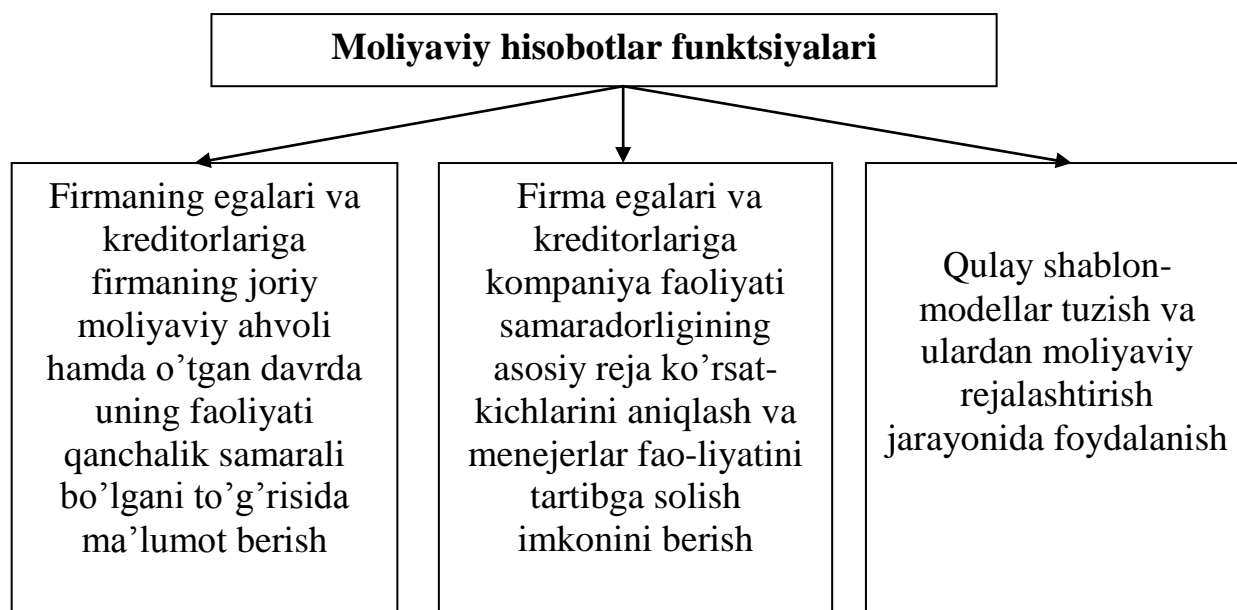
11-mavzu. Moliyaviy hisobot funksiyalari va ularning turlari

Reja:

1. Moliyaviy hisobot funksiyalari
2. Moliyaviy hisobot turlari

1. Moliyaviy hisobot funksiyalari

Moliyaviy hisobotlar tomonidan bajarilishi lozim bo'lgan funksiyalarni chizmada quyidagicha aks ettirish mumkin (11.1-rasm). Demak, ko'rinib turibdiki, eng umumiy tarzda qayd etiladigan bo'lsa, moliyaviy hisobotlar uchta muhim iqtisodiy funksiyani bajaradi. Ularning birinchisi shundan iboratki, unga ko'ra *moliyaviy hisobotlar firmaning egalari va kreditorlariga firmaning joriy moliyaviy ahvoli hamda o'tgan davrda uning faoliyati qanchalik samarali bo'lgani to'g'risida ma'lumot beradi.*



11.1-rasm. Moliyaviy hisobotlar funksiyalari

Shunday bo'lsa-da, bu o'rinda shuni qayd etish joizki, firmaning moliyaviy

hisobotlarida kamdan-kam hollarda uning faoliyati qanchalik samarali bo'lganini to'liq baholash uchun zarur ma'lumot mavjud. Ammo hisobotlar manfaatdor shaxslarni kompaniya faoliyatining qaysi jihatlarini, ayniqsa, o'ta sinchkovlik bilan tahlil qilish kerakligi to'g'risida muhim ma'lumot bilan ta'minlashi mumkin. Moliyaviy hisobotlarni batafsil o'rganib, firmani boshqarishda qo'lga kiritilgan yutuqlar va yo'l qo'yilgan xatolarni ko'rish, ba'zida esa firibgarliklarni aniqlash mumkin. Ularning naqadar muhim ekanligini anglash uchun Hisob Palatasi, Moliya vazirligi, Soliq qo'mitasi, tarmoq yoki soha vazirliklari qoshidagi Nazorat-taftish boshqarmalari, auditorlik xizmatlari va hokazolar tomonidan taqdim etiladigan materiallarga ko'z tashlashning o'zi yetarli. Xuddi shunday maqsad bilan OAV tomonidan e'lon qilinayotgan ma'lumotlarga e'tibor berishning o'zi ham juda ko'p narsani ko'rsatishi mumkin.

Rasmga ko'rsatilishicha, moliyaviy hisobotlarning ikkinchi funksiyasi *firma egalari va kreditorlariga kompaniya faoliyati samaradorligining asosiy reja ko'rsatkichlarini aniqlash va menejerlar faoliyatini tartibga solish imkonini berish hisoblanadi.*

Moliyaviy hisobotlardan direktorlar kengashi kompaniya samaradorligining rejadagi ko'rsatkichlari borasida muayyan maqsadni belgilash uchun foydalanadi. Masalan, ular balans daromadlilik yoki kapital daromadlilik koeffitsiyenti (ROE) uchun aniq o'sish sur'atini belgilagan holda, muayyan maqsad qo'yishi mumkin. Shuningdek, kreditorlar firma boshqaruv-chilari oldiga joriy aktivlar va joriy majburiyatlar nisbati koeffitsiyenti kabi kutilgan ko'rsatkichni maqsad qilib qo'ygan holda, ularning xatti-harakatlarini cheklab qo'yishlari ham mumkin.

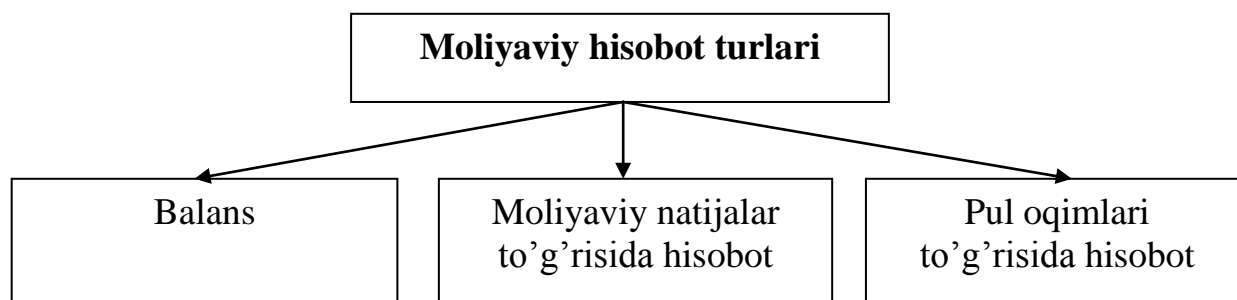
Moliyaviy hisobotlarning navbatdagi funksiyasi, *qulay shablon-modellar tuzish va ulardan moliyaviy rejalashtirish jarayonida foydalanishdir.*

O'z kompaniyalari uchun ma'lum davr bo'yicha moliyaviy natijalar to'g'risida dastlabki hisobotlar, balans va pul oqimlari to'g'risida hisobotlarni tayyorlar ekanlar, menejerlar alohida rejalar o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni nazorat qilishlari va firmaning moliyaviy mablag'larga bo'lgan umumiy ehtiyojini aniqlashlari kerak. Rejalashtirish jarayonida ushbu standart moliyaviy hisobotlar boshqa shablonlarga almashtirilishi mumkin. Ammo, standart hujjatlar – moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobot va balansning asosiy afzalligi shundaki, ular bilan ishlaydiganlar, odatda, professional tayyorgarligi va maxsus ma'lumotga ega bo'lganliklari tufayli mazkur hujjatlar bilan yaxshi tanish bo'ladilar.

1-nazorat uchun savol
Moliyaviy hisobotlarning uch asosiy funksiyalari nimalardan iborat?

2. Moliyaviy hisobot turlari

Moliyaviy hisobotlarning, asosan, quyidagi uchta turi bor (11.2-rasm):



11.2-rasm. Moliyaviy hisobot turlari

Moliyaviy hisobotlarning uchta turi nimadan iboratligini aniq tushuntirib berish uchun, misol tariqasida, “XYZ” kompaniyasiga tegishli bo‘lgan ma’lumotlardan foydalanamiz. Aytaylik, “XYZ” - bu 10 yil avval tashkil etilgan kompaniya. U kundalik ehtiyoj mollari ishlab chiqarish va ularni sotish bilan shug‘ullanadi.

Keyingi o‘rinlarida navbatma-navbat keltirilgan jadvallarda “XYZ” kompaniyasining balansi (balance), bu kompaniya faoliyatining moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisoboti (income statement) va uning pul oqimlari to‘g‘risidagi hisoboti (cash flow statement) keltirilgan. Ular dunyo taraqqiy etgan mamlakatlarning har qanday ishlab chiqarish kompaniyasi uchun xos. Quyida moliyaviy hisobotlarning har bir turi bilan batafsilroq tanishib chiqishni taklif etamiz.

Balans (balance sheet). Firma balansi uning muayyan vaqt oralig‘idagi aktivlarini (ya’ni, firma nimaga egalik qilsa, shularni) va majburiyatlarini (ya’ni, barcha qarzlarni) aks ettiradi. Aktivlar (assets) va majburiyatlar (liabilities) o‘rtasidagi farq kompaniyaning sof qiymatini (net worth) tashkil etadi. Uni, shuningdek, o‘z (xususiy) kapitali (owners’ equity) deb ham ataydilar. Korporatsiyalarda sof qiymat aksiyadorlik kapitali qiymati (yoki netto-qiymat) deb ataladi.

Mamlakatimizdagi Buxgalteriya hisobi milliy standartlari (BHMS), AQShda esa qabul qilingan va buxgalteriya hisobi bo‘yicha xalqaro standartlarni aks ettiradigan Buxgalteriya hisobi yuritishning umumiy prinsiplari va qoidalariga (GAAP – generally accepted accounting principles) muvofiq kompaniya balansida aks etilgan aktivlar, majburiyatlar va xususiy kapital qiymati o‘zining boshlang‘ich qiymatiga (historical value) ko‘ra baholanishi kerak (ya’ni, dastlab sotib olingan narxi bo‘yicha). Bu qoidalar Moliyaviy hisob Stanlartlari bo‘yicha Kengash (AQSh) (Financial Accounting Standard Board) tomonidan vaqti-vaqti bilan qayta ko‘rib chiqiladi va o‘zgartirishlar kiritiladi. Aksiyalari AQSh fond birjasida rasmiy sotuvga qo‘yilishini istagan har qanday xorijiy va Amerika kompaniyasi hisobotlarni mazkur buxgalteriya hisobi standartlari asosida olib borishi va Qimmatli qog‘ozlar va birjalar bo‘yicha komissiyaga (SEC) moliyaviy hisobot

taqdim etgan holda, o‘z faoliyati yuzasidan muntazam hisobot berishi kerak.

11.1-jadvalda (navbatdagi betga qarang) “XYZ” korporatsiyasining turli davrlar, misol uchun, 20x0 yil oxiriga va 20x1 yil oxiriga balansi keltirilgan. Keling, avval 20x0 yil 31 dekabr holatiga, ya’ni 20x1 yil boshiga tuzilgan balans (uning soddalashtirilgan shakli) ni ko‘rib chiqamiz.

Balansning birinchi qismida firma aktivlari, uning joriy aktivlaridan (aylanma mablag‘lar, aylanma aktivlar) boshlab balansning qolgan barcha moddalari, ya’ni kompaniyaning pul mablag‘lari va balansning yil davomida pulga aylantirish mo‘ljallangan boshqa moddalari summasi sanab o‘tilgan. Bizning misolda kompaniya pullari (kassa va bank hisob-kitob raqamidagi) va qisqa muddatli (ya’ni, oson sotiladigan) qimmatli qog‘ozlari 100,0 mln. so‘mga baholangan (qiymatiga ega). Boshqa aylanma aktivlar debitorlik qarzlari 50,0 mln. so‘mdan (ya’ni, “XYZ” mahsuloti xaridorlari korpora-tsiyaga to‘lashi kerak bo‘lgan mablag‘lar) hamda 150,0 mln. so‘mlik tovar-moddiy boyliklardan iborat mablag‘lardan tashkil topgan. Tovar-moddiy boyliklar zaxirasi ko‘rsatkichi, o‘z navbatida, xom ashyo, tugatilmagan ishlab chiqarish va tayyor mahsulotlar qiymati (bahosi)ni o‘z ichiga oladi.

11.1-jadval

Yillarning 31 dekabr holatiga “XYZ” korporatsiyasi balansi

(mln. so‘mda)

Aktivlar	20x0	20x1	O‘zgarish
Aylanma (joriy) aktivlar			
Pul mablag‘lari va bozor (qisqa muddatli) qimmatli qog‘ozlari	100,0	120,0	20,0
Debitorlik qarzlari	50,0	60,0	10,0
Tovar-moddiy zaxiralar	150,0	180,0	30,0
Jami aylanma aktivlar	300,0	360,0	60,0
Asosiy vositalar	400,0	490,0	90,0
Hisoblangan eskirish	100,0	130,0	30,0
Asosiy vositalarning qoldiq qiymati	300,0	360,0	60,0
Jami aktivlar	600,0	710,0	120,0
Majburiyatlar va xususiy kapital			
Qisqa muddatli majburiyatlar			
Kreditorlik qarzlari	60,0	72,0	12,0
Banklarning qisqa muddatli kreditlari	90,0	184,6	94,6
Jami qisqa muddatli majburiyatlar	150,0	256,6	106,6
Uzoq muddatli majburiyatlar (to‘lash muddati 20x7 yilga belgilangan 8%li obligatsiyalar)	150,0	150,0	0,0
Aksiyadorlik kapitali (muomaladagi 1 mln. aksiya)	300,0	313,4	13,4
Kapitalning to‘langan qismi	200,0	200,0	0,0
Taqsimlanmagan daromad	100,0	113,4	13,4
Ma’lumot uchun:			
Oddiy aksiyalarning bozor kursi, so‘mda	200,0	187,2	-12,8

Keyingi o'rinda aylanma bo'lmagan aktivlar, ya'ni kompaniyaning asosiy vositalari keladi. Bu guruhga, shuningdek, yer, zavod binolari va asbob-uskunalari kabi modda (qism)lar kiradi⁷⁴. Biz tahlil qilayotgan balansga ko'ra bino va asbob-uskunalarining amortizatsiyani chegirib tashlagandagi qiymati 300,0 mln. so'mni tashkil etadi. Shunday qilib, korporatsiyaning jami aktivlari 600,0 mln. so'mga teng.

Bundan keyin balansda "XYZ" korporatsiyasining majburiyatlari aks ettiriladi. To'lovini bir yil ichida amalga oshirishi kerak bo'lgan majburiyatlar qisqa muddatli majburiyatlar deb ataladi. Ba'zida ularni qisqa muddatli qarz deb atashadi. "XYZ" korporatsiyasi uchun bu ko'rsatkich to'lanishi kerak bo'lgan hisoblar (ya'ni, korporatsiya o'z mahsulot (mol) yetkazib beruvchilariga to'lashi kerak bo'lgan summa – 60,0 mln. so'm, shuningdek, ular kreditorlik qarzlari deb ataladi) va kompaniyaning qisqa muddatli kreditlar bo'yicha qarzi (90,0 mln. so'm) summasidan iborat.

Aylanma aktivlar va qisqa muddatli majburiyatlar o'rtasidagi farq sof aylanma kapital deb ataladi. Balansda bu ko'rsatkich alohida aks ettirilmaydi. Ammo uni hisoblash juda oson. Demak, sof aylanma kapital summasi 20x0 yil oxiriga 150,0 mln. so'mni tashkil etgan. Buning uchun biz joriy aktivlar ko'rsatkichidan (300,0 mln. so'm) joriy majburiyatlarni (150,0 mln. so'm) ayirdik.

So'ng "XYZ" korporatsiyasi balansining majburiyatlar guruhida uzoq muddatli qarzlari yoki uzoq muddatli majburiyatlar ko'rsatilgan. Bular nominal qiymati 150,0 mln. so'm va to'lash muddati 20x7 yil deb belgilangan obligatsiyalardir. Ushbu majburiyatlar bo'yicha korporatsiya belgilangan yillik 8% stavkasini to'laydi. Bu degani "XYZ" korporatsiyasining obligatsiyalarga doir foizlarni to'lash bo'yicha har yillik xarajat 12,0 mln. so'mni tashkil etadi, demakdir. Bu xarajatlari "XYZ" korporatsiyasi faoliyatining moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobotida aks ettiriladi.

Korporatsiya balansidagi aks ettirilishi lozim bo'lgan ma'lumot-larning eng oxirgi kategoriyasi uning xususiy (aksiyadorlik) kapitalidir. Unga ko'ra kapitalning to'langan qismi, ya'ni o'tmishda oddiy aksiyalarni muomalaga chiqarish natijasida olingan summa 200,0 mln. so'mni tashkil etgan. Kompaniya biznesini rivojlantirishga yo'naltirilgan taqsimlanmagan (ushlab qolingani) daromad, ya'ni olingan foydaning jami ko'rsatkichi esa – 100,0 mln. so'mga teng bo'lgan.

Endi 20x0 31 dekabrda 20x1 yil 31 dekabrgacha "XYZ" korporatsiyasi balansida yuz bergan o'zgarishlarni ko'rib chiqamiz. 11.2-jadvaldagi ma'lumotlardan ko'rinib turibdiki, mazkur davr oralig'ida jami aktivlar 20%ga oshgan. Shuningdek, to'lanishi kerak bo'lgan hisobvaraqlari bo'yicha qarzdorlik ham ortgan. Bir vaqtning o'zida, qisqa muddatli qarzlari bo'yicha qarzdorlik 94,6 mln. so'mga oshgan bo'lsa, uzoq muddatli qarzi majburiyatlari summasi oldingidek, ya'ni 150,0 mln. so'm miqdorida qolgan. Shu davr mobaynida aksiyadorlik kapitali ham 13,4 mln. so'mga, ya'ni kompaniya biznesni

⁷⁴ Mamlakatimizda qabul qilingan hisobot shakllarida dastlab uzoq muddatli, keyin esa joriy aktivlar keltiriladi.

rivojlantirish uchun qoldirgan taqsimlanmagan sof foyda summasiga teng miqdorda ortgan. Bu davrda yangi aksiyalar chiqarilmagan. Shuning uchun kapitalning to‘langan qismi ko‘rsatkichi o‘zgarishsiz qolgan.

2-nazorat uchun savol

Agar yil davomida “XYZ” korporatsiyasi qo‘shimcha 50,0 mln. so‘mlik uzoq muddatli obligatsiyalarni muomalaga chiqarib, olingan mablag‘ni o‘z aktivlarining tegishli qismiga – pullar va bozor qimmatli qog‘ozlariga – kiritganida, korporatsiyaning balansi yil oxiriga kelib qanday o‘zgargan bo‘lar edi?

Moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisobot. Moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisobotda ma‘lum vaqt oralig‘ida firma samaradorligiga umumiy baho beriladi. Biz o‘rganayotgan misolda bu davr 1 yilga teng. Buning uchun foyda (income, profit, earnings) deb ataladigan asosiy moliyaviy ko‘rsatkichdan foydalaniladi. Foyda – bu kompaniyaning daromadi va xarajatlari o‘rtasidagi farq. 11.3-jadvalda keltirilgan hisobotda 20x1 yilda “XYZ” korporatsiyasi tovarlarini sotishdan kelgan tushum (daromad) 200,0 mln. so‘mni, sof foyda – 23,4 mln. so‘mni tashkil etgani ko‘rsatilgan.

11.3-jadval

“XYZ” korporatsiyasi faoliyatining 20x1 yildagi moliyaviy natijalari to‘g‘risida hisoboti (soddalashtirilgan shakli)

(mln. so‘mda)

Sotishdan olingan daromad (tushgan tushum)	200,0
Sotilgan (realizatsiya qilingan) mahsulot tannarxi	(110,0)
Yalpi foyda	90,0
Umumiy xarajatlar, mahsulot sotish xarajatlari va ma‘muriy xarajatlar (GS&A) (davr xarajatlari)	(30,0)
Asosiy faoliyatdan olingan foyda	60,0
Obligatsiyalar bo‘yicha foizlarni to‘lash xarajatlari	(21,0)
Soliqqa tortiladigan foyda	39,0
Foyda solig‘i	(15,6)
Sof foyda	23,4
Bir aksiyaga hisoblaganda sof foyda (muomalada 1 mln. aksiya)	23,4
Sof foydaning taqsimlanishi:	
To‘langan dividendlar	10,0
Taqsimlanmagan foydaning o‘zgarishi	13,4

Jadvalda keltirilgan ma‘lumotlardan ko‘rinib turibdiki, “XYZ” kompaniyasining xarajat moddalari to‘rtta asosiy kategoriyaga bo‘lingan. Birinchi guruhga 110,0 mln so‘mni tashkil etgan sotilgan (realizatsiya qilingan) mahsulot tannarxi kiritilgan. Bu korporatsiyaning joriy yilda sotilgan tovarlarni ishlab chiqarish jarayonida ketgan xarajatlari bo‘lib, ular, asosan, materiallar sotib olishga ketgan xarajatlar, ishchi-xodimlarga to‘langan mehnat haqi va boshqa shunga

o'xshash xarajatlarni o'z ichiga oladi. Sotishdan olingan (ko'rilgan) daromad va sotilgan mahsulot tannarxi o'rtasidagi farq yalpi foyda deb ataladi. Yuqoridagi jadval ma'lumotlaridan ko'rinishicha, "XYZ" korporatsiya-sining bu ko'rsatkichi 20x1 yilda 90,0 mln. so'mni tashkil etgan.

Keyingi xarajatlar kategoriyasida umumiy, ma'muriy va mahsulot sotishga ketgan xarajatlar (GS&A) (davr xarajatlari) aks ettirilgan. Bu yerda firmaning boshqaruv xarajatlari (masalan, menejrlarning mehnat haqi), shuningdek marketing va hisobot yilida kompaniya ishlab chiqargan tovarlarni sotish bo'yicha xarajatlar inobatga olingan. Yalpi foyda va GS&A xarajatlari o'rtasidagi farq operatsion foyda yoki asosiy, ishlab chiqarish faoliyatidan olingan foyda deb yuritiladi. "XYZ" korpora-tsiyasining ma'muriy chiqimlari va mahsulot sotishga ketgan xarajatlari (GS&A) 20x1 yilda 30,0 mln. so'mni tashkil etgan ekan, uning ishlab chiqarish foydasi 60,0 mln. so'mga tengdir.

Uchinchi xarajatlar kategoriyasiga "XYZ" korporatsiyasining qarz majburiyatlari bo'yicha foizlarni to'lashga ketgan xarajatlari kiradi va bu xarajatlar o'rganilayotgan davr oxirida 21,0 mln. so'mni tashkil etgan. Ularni ishlab chiqarish foydasi summasidan ayirib, soliqqa tortiladigan foyda summasini olamiz. Bu 39,0 mln. so'mga tengdir.

Moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobotning to'rtinchi, oxirgi kategoriyasida korporatsiya tomonidan to'langan soliq summalari aks ettirilgan. 20x1 yilda "XYZ" korporatsiyasi soliqqa tortiladigan foyda summasidan o'rtacha 40% miqdorida soliq to'lagan. Shunga muvofiq ravishda korporatsiya foydasidan olingan soliqning summasi 15,6 mln. so'mga teng bo'lgan. Bundan ko'rinib turibdiki, "XYZ" korporatsiyasining soliqlar to'langanidan keyingi sof foydasi 23,4 mln. so'mni tashkil etgan. Demak, korporatsiyaning 1 mln. aksiyasi muomalada (ya'ni, aksiyadorlar qo'lida) bo'lgan ekan, uning bitta aksiyasiga hisoblangan sof foyda 23,40 so'mga tengdir.

Biz tahlil qilayotgan hisobotda, shuningdek, 20x1 yilda korporatsiya aksiyadorlariga dividend tariqasida pul shaklida umumiy miqdorda 10,0 mln. so'm to'langani ko'rsatilgan. Demak, bu to'lovlardan keyin sof foyda summasidan qolgan 13,4 mln. so'm firma tomonidan o'z biznesini rivojlantirishga yo'naltirilgan. E'tibor bering: bu summa, ya'ni 13,4 mln. so'm korporatsiya balansida 20x1 yilning oxirida aksiyadorlik kapitalining o'sgan ko'rsatkichi sifatida aks ettiriladi. Yana shunga alohida e'tibor berish kerakki, sof foyda va firma hisob varag'iga kelib tushayotgan pullar bu bitta narsa emas. Shuning uchun bu oxirgi raqam (13,4 mln so'm) firmaning pul balansiga qo'shilmaydi.

3-nazorat uchun savol

Agar korporatsiya 10,0 mln. so'm miqdorida dividend to'lamasdan, ushbu olingan sof foyda summasini biznesni rivojlantirishga yo'naltirgan bo'lganda "XYZ" korporatsiyasining yil oxiriga tuzilgan moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisoboti qanday o'zgargan bo'lar edi?

Pul oqimlari to'g'risida hisobot. Pul oqimlari to'g'risidagi hisobotda

ma'lum davr ichida firmaning pul oqimlari kirimi va chiqimi aks ettiriladi. Aynan shu bilan u kompaniyaning barcha daromadlari va xarajatlari aks ettiriladigan moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobotdan farq qiladi.

Pul oqimlari to'g'risidagi hisobot korxonada faoliyatining moliyaviy natijalari to'g'risidagi hisobotiga, o'ziga xos tarzda yoki ma'noda, juda foydali qo'shimcha ekaniga ikkita asosiy sabab bor. Avvalo, unda butun e'tibor ma'lum vaqt oralig'ida firmaning pul resurslari hajmi qanday o'zgarishiga qaratiladi. Hatto eng gullab-yashnayotgan kompaniya ham pul resurslar zaxirasi tugab, juda og'ir moliyaviy ahvolda qolishi mumkin. Agar kompaniya boshqaruvchilari va boshqa manfaatdor kishilar pul oqimlari to'g'risidagi hisobotga diqqat bilan qarasarlar, pul qanday qilib to'planishi va sarflanishi to'g'risida to'liq tasavvurga ega bo'lishlari va kechayotgan jarayonlarni to'g'ri baholashlari mumkin. Masalan, ko'pincha, tez o'sib kelayotgan va yuqori samarali firmalarga pul resurslari yetishmaydi. Demak, ularda o'zlarining moliyaviy majburiyatlarini bajarish bilan bog'liq muammolar kelib chiqishi mumkin.

Bundan tashqari, pul oqimlari to'g'risidagi hisobot daromad va xarajatlarni faqat moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobotga kiritilgan ko'rsatkichlar asosida baholashga yo'l qo'ymaydi. Moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobot "hisoblash usuli" deb ataladigan buxgalteriya prinsipi asosida tuziladiki, unga ko'ra har qanaqa daromadni pul mablag'lari tushumi deb bo'lmaydi va har qanday xarajat ham – pulni sarflash hisoblanmaydi. Moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobotda aks ettirilgan sof foyda summasi, ko'p jihatdan, kompaniyada shu ko'rsatkichni baholash uchun qabul qilingan yondashuvga, masalan, tovar-moddiy zaxiralarni baholash usullariga yoki firmaning moddiy va nomoddiy aktivlarga amortizatsiya hisoblashning normativ (me'yoriy) muddatlariga bog'liq.

Pul oqimlari to'g'risidagi hisobotda esa, unda ko'rsatilgan ma'lumotlar firmada qabul qilingan hisob siyosatiga bog'liq emas. Shunday qilib, ushbu ikki hisobot o'rtasidagi farqni o'rganar ekan, tahlilchi firmada qabul qilingan hisob siyosati firmaning moliyaviy ko'rsatkichlariga qay darajada ta'sir qilishini aniqlashi mumkin.

Keling, buni 11.4-jadvalda keltirilgan (navbatdagi betga qarang) "XYZ" korporatsiyasining 20x1 yilgi pul oqimlari to'g'risidagi hisoboti misolida ko'rib chiqamiz.

Jadval ma'lumotlarining ko'rsatishicha, hisobotda pul oqimlari uchta bo'limga ajratib ko'rsatilgan. Bu bo'limlar a) operatsion (ishlab chiqarish) faoliyat, b) investitsion faoliyat va v) moliyaviy faoliyatdan olinadigan pul mablag'lari kirimi va chiqimi ko'rsatadi. Keling, endi shu uchta bo'limning har birini batafsil o'rganib chiqishga harakat qilaylik.

Operatsion (asosiy) faoliyat pul oqimlari, eng avvalo, firma o'z mahsulotini sotishdan tushgan pul tushumini hamda materiallarga va mehnat haqini to'lashga ketgan xarajatlarni aks ettiradi. E'tibor bering, "XYZ" korporatsiyasining 20x1 yilda operatsion faoliyatdan olgan yakuniy pul tushumlari 25,4 mln. so'mni tashkil etgan. Bir vaqtning o'zida esa, sof foyda 23,4 mln. so'mga teng bo'lgan. Bu o'rinda quyidagi savolning tug'ilishi, tabiiy: bu farq qayerdan keldi?

Pul oqimlari to‘g‘risidagi hisobotda korporatsiyaning sof foyda ko‘rsatkichi va uning asosiy faoliyati natijasida kelib tushgan pul

11.4-jadval

**“XYZ” korporatsiyasining 20x1 yilgi pul oqimlari to‘g‘risidagi hisoboti
(soddalashtirilgan shakli)**

Xo‘jalik faoliyatidan pul mablag‘larining sof kirimi (chiqimi)	
Sof foyda	23,4
Amortizatsiya (+)	+30,0
Olinishi kerak bo‘lgan hisobvaraqlardagi summa (debitorlik qarzlari)ning o‘zgarishi (-)	-10,0
Tovar-moddiy zaxiralar qiymatining o‘zgarishi (-)	-30,0
To‘lanishi kerak bo‘lgan hisobvaraqlardagi summa (kreditorlik qarzlari)ning o‘zgarishi (+)	+12,0
Ishlab chiqarish faoliyatidan olingan pul mablag‘larining yakuniy harakati	25,4
Investitsion faoliyat natijasidagi sof pul oqimlarining kirimi (chiqimi)	
Asosiy vositalarga kapital qo‘yilmalar summasi o‘zgarishi (-)	-90,0
Moliyaviy faoliyatdan sof pul oqimlarining kirimi (chiqimi)	
To‘langan dividendlar (-)	-10,0
Qisqa muddatli qarz summalarining o‘zgarishi (+)	+94,6
Pul mablag‘lari va bozor qimmatli qog‘ozlari summasining o‘zgarishi	20,0

mablag‘lari o‘rtasida nima uchun farq borligini ko‘rsatib beradigan to‘rtta modda (bo‘lim) bor. Ular quyidagilardan iborat:

1. Amortizatsiya xarajat (ajratma)lari;
2. Olinishi kerak bo‘lgan (debitorlik) hisob-varaqlardagi summalar-ning o‘zgarishi;
3. To‘lanishi kerak bo‘lgan (kreditorlik) hisob-varaqlardagi summalar-ning o‘zgarishi;
4. Tovar-moddiy boyliklar qiymatining o‘zgarishi.

Endi “XYZ” korporatsiyasi hisobotining ushbu qismlarini batafsil-roq o‘rganib chiqamiz.

Birinchi, 20x1 bo‘yicha amortizatsiya ajratmalari summasi 30,0 mln. so‘mni tashkil etdi va 20x1 yil bo‘yicha sof foyda hisoblab chiqilayotganda bu xarajatlarning miqdori, garchi ular pul shaklida amalga oshirilmagan bo‘lsa-da, kompaniya daromadlari summasidan chiqarib tashlangan edi. Buning sababi shundaki, ekspluatatsiya jarayonida amortizatsiya ajratmalari hisoblanadigan asosiy vositalar (zavod binolari va asbob-uskunalar)ni sotib olishga ketgan pul mablag‘lari chiqimi ushbu aktivlar dastlab sotib olinganda hisobga olinadi. Ammo bunda amortizatsiya ajratmalari xarajat hisoblanadi va firma ushbu bino va asbob-uskunalarini ekspluatatsiya qiladigan keyingi yillarda shu xarajatlarni hisobga oladi. Demak, sof foyda ko‘rsatkichidan kelib chiqqan holda ishlab chiqarish faoliyatidan

olingan tushum ko'rsatkichini aniqlash (olish) uchun, avvalo, birinchi navbatda birinchi songa amortizatsiya ajratmalarini qo'shish kerak.

Keyin, biz tahlil qilayotgan hisobotda 10,0 mln. so'm miqdorida olinishi kerak bo'lgan debitorlik qarzlari summasining ortishi aks ettirilgan. Bu ko'rsatkich yil davomida firma ko'rgan foyda summasi va firma amalda xaridorlardan olgan pul miqdori o'rtasidagi farqni ko'rsatadi. Moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobotdan olingan ma'lumot-larga ko'ra "XYZ" korporatsiyasi 20x1 yilda jami 200,0 mln so'm miqdorida tovar ishlab chiqarib, jo'natgan va xizmat ko'rsatgan hamda bu to'lovlarni talab qilgan. Ammo amalda firma xaridorlardan faqat 190,0 mln so'm. olgan. Demak, sof foyda ko'rsatkichi asosida ishlab chiqarish faoliyatidan olingan tushum ko'rsatkichiga ega bo'lish uchun birinchi ko'rsatkichdan 10,0 mln. so'm (debitorlik qarzining ortishi)ni ayirib tashlash kerak.

Bundan tashqari, hisobotda tovar-moddiy zaxiralar qiymatining 30,0 mln. so'm miqdorida ortgani qayd etilgan. Bu tovar-moddiy zaxiralarning yil oxiridagi qiymati shu davrning yil boshidagi qiymatidan 30,0 mln. so'mga ko'p, deganidir. Demak, xom ashyo sotib olish va (yoki) tovar-moddiy zaxiralarga kiritilgan tovar ishlab chiqarishga 30,0 mln. so'm sarflangan va bu xarajatlar sof foyda hisoblanayotganda inobatga olinmagan. Shunday qilib, sof foyda ko'rsatkichi asosida operatsion faoliyatdan olingan tushum ko'rsatkichiga ega bo'lish uchun birinchi ko'rsatkichdan 30,0 mln. so'm (ya'ni, 20x1 yilda tovar-moddiy boyliklar qiymati oshishi)ni ayirib tashlash kerak.

Hisobotning to'rtinchi moddasi (bo'limi)da to'lanishi kerak bo'lgan summa (kreditorlik qarzi)ning 12,0 mln. so'mga oshgani aks ettirilgan. Bu son "XYZ" korporatsiyasining hisobot yilida sotilgan tovarlari tannarxi (110,0 mln. so'm) va unga mahsulot (mol) yetkazib beruvchilar va xodimlarga to'langan pul miqdori (hajmi) o'rtasidagi farqni o'zida mujassam etadi. Sof foyda hisoblanayotganda 110,0 mln. so'm to'liqligicha chiqarib tashla-nadi. O'z navbatida, operatsion faoliyatdan kelgan pul oqimlari hisobla-nayotganda esa firma haqiqatda to'lagan faqat 98,0 mln. so'm chiqarib tashlanadi. Shunday qilib, sof foyda ko'rsatkichi asosida ishlab chiqarish faoliyatidan olingan tushum ko'rsatkichiga ega bo'lish uchun sof foyda summasiga 12,0 mln. so'mni qo'shish kerak.

Shunday qilib, amin bo'ldikki, ishlab chiqarish faoliyatidan olinadigan pul tushumlari ko'rsatkichi bilan kompaniyaning sof foydasi mos keladi, deb ta'kidlash uchun bizda hech bir asos yo'q. Ularni bir-biriga moslashtirish uchun sof foydani, biz yuqorida muhokama etgan, hisobotning to'rtta moddasi (qismi)ni hisobga olgan holda to'g'rilash kerak.

Pul oqimlari to'g'risidagi hisobot "hisoblash metodi" asosida turli hisob yuritish standartlari qo'llaniladigan turli mamlakatlarda o'z sof foydasi yuzasidan hisobot beradigan kompaniyalarning iqtisodiy ko'rsatkichlarini taqqoslash uchun juda muhim.

Investitsion faoliyat munosabati bilan pul oqimlari aks ettirilgan jadvalning ikkinchi bo'limida ko'ramizki, 20x1 yil davomida "XYZ" kompaniyasi yangi zavod binolari va asbob-uskunalar sotib olishga 90,0 mln. so'm sarflagan. Hisobotning uchinchi bo'limida – moliyaviy faoliyat natijasida pul oqimlari

harakatida – korporatsiya o‘z aksiyadorlariga dividend tariqasida pul shaklida 10,0 mln. so‘m to‘lagan va 94,6 mln. so‘m miqdorida qarz olgan va o‘zining qisqa muddatli qarzini ko‘paytirgan.

Yuqorida bayon etilganlarga yakun yasab, aytish mumkinki, “XYZ” kompaniyasining ishlab chiqarish, investitsion va moliyaviy faoliyati uning ixtiyoridagi pul mablag‘lariga (pullar va bozor qimmatli qog‘ozlari) ta’sir ko‘rsatishi natijasida ularning hajmi 20x1 yil oxiriga kelib, 20,0 mln. so‘mga oshgan. Bu summaga quyidagi tarzda erishilgan: ishlab chiqarish operatsiyalari natijasida “XYZ” kompaniyasi 25,4 mln. so‘m miqdorida daromad olgan va bundan tashqari, 94,6 mln so‘m miqdorida qo‘shimcha qarz (zayom) olgan. Jami bu 120,0 mln. so‘m miqdorida tushumni hosil qiladi. Bu summadan 90,0 mln. so‘m yangi asosiy vositalar sotib olishga, 10,0 mln. so‘m esa aksiyadorlarga dividend to‘lashga sarflangan.

4-nazorat uchun savol

Agar “XYZ” kompaniyasi aksiyadorlarga 10,0 mln. so‘m miqdorida dividend to‘lamasdan, shu sof foyda summasini biznesni yanada rivojlantirishga yo‘naltirganda pul oqimlari to‘g‘risidagi hisobot qanday o‘zgargan bo‘lar edi?

Quyida keltirilgan 11.5-jadvalda biz yuqorida ko‘rib chiqqan moliyaviy hisobotning uchta asosiy turi o‘zlarining qanday jihatlari bilan bir-birlaridan ajralib turishi ko‘rsatilgan.

11.5-jadval

Moliyaviy hisobotlar qisqacha tavsifi

Balans	
Aktivlar = Majburiyatlar + aksiyadorlik Xususiy kapitali	Aniq vaqtga firmaning aktivlari va majburiyat-lari qiymatini aks ettiradi.
	Uzoq muddatli aktivlar boshlang‘ich qiymati (sotib olish qiymati) bo‘yicha o‘tgan davr uchun amortiza-tsiyani hisobga olgan holda aks ettiriladi.
Moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisobot.	
Sof foyda = Jami daromadlar – Jami xarajatlar	Ma’lum davr uchun tushumlarni va ular bilan bog‘liq xarajatlarni qayd etadi.
	Hisob prinsiplaridan foydalanilgan holda yig‘ib (to‘plab) borish prinsipi bo‘yicha sof foyda, odatda, sof pul mablag‘lari oqimi bilan bir xil bo‘lmaydi.
Pul oqimlari to‘g‘risidagi hisobot	
Pul oqimlari summasi = Xo‘jalik faoliyatidan pul mablag‘larining sof kirimi (chiqimi) + Investi-tsiya faoliyatidagi sof pul oqimla-rining kirimi (chiqimi) + Moliya-viy faoliyatdan sof pul oqimlari-ning kirimi (chiqimi)	Pul oqimlari to‘g‘risidagi hisobotda ma’lum bir davr uchun firmaning pul mablag‘lari kirimi va chiqimi qayd etiladi.
	Pul mablag‘larining har bir kirim va chiqimi hisobotning uch bo‘limidan birida aks ettiriladi.

Moliyaviy hisobotga tushuntirish (hisobotni izohlash). Biror bir korporatsiya o'z moliyaviy hisobotini chop etar ekan, unga albatta tushun-tirish xatini ilova qiladi. Bu tushuntirish xatida u qo'llagan usullar va o'zining moliyaviy ahvoli to'g'risida qo'shimcha ma'lumotlar o'z ifodasini topadi. Ba'zida esa, bu tushuntirish xatida kompaniyaning haqiqiy moliya-viy ahvoli to'g'risida ma'lumotlar hisobotdagiga nisbatan ko'proq va kengroq bo'ladi. Ularda, odatda, quyidagi ma'lumotlar keltiriladi:

1. *Kompaniyaning qanday hisob usullaridan foydalangani ko'rsatiladi.* Modomiki, firmalarga ba'zi xarajat turlari⁷⁵ bo'yicha hisobotlarni tuzishda ma'lum erkinlik berilgan ekan, u holda hisobotlarga ilova qili-nadigan tushuntirishda ushbu usullardan qaysi biridan foydalanilgani ko'rsatiladi. Bundan tashqari, hisob standartlari doimo o'zgarib turishga moyil ekan, kompaniya tushuntirish xatlarida hisobot yilidan oldingi yilning asosiy natijalari bo'yicha yangi standartlarga rioya qilgan holda hisob beradi.

2. *Ba'zi aktivlar va majburiyatlarga batafsil tavsif beriladi.* Tushuntirish xatida uzoq muddatli va qisqa muddatli qarzdorliklar, ijara haqi va shu kabi to'lovlarni to'lash shartlari va muddatlari batafsil bayon etiladi.

3. *Firma aksiyadorlik kapitali tuzilmasi to'g'risida ma'lumot.* Tushuntirish xatida aksiyalarga egalik qilish shartlari bayon etiladi. Mazkur firma boshqa kompaniya tomonidan "yutib yuborilishi" xavfini baholashda mazkur ma'lumot ayniqsa foydali hisoblanadi.

4. *Asosiy operatsiyalar to'g'risida ma'lumotlar.* Agar kompaniya boshqa kompaniyani sotib oladigan bo'lsa (yoki sotib olinsa), yoki unga oldin qo'shilgan firmani ajratib chiqarsa (yoki o'zi ajratilsa), uning moliyaviy ahvoli keskin o'zgaradi. Moliyaviy hisobotga tushuntirish xatida bunday operatsiya oqibatlari batafsil bayon etiladi.

5. *Balansdan tashqari hisob-varaqlar.* Tushuntirish xatida ko'pincha firma imzolagan, lekin balansda aks ettirilmagan, ammo kompaniyaning moliyaviy holatiga katta ta'sir ko'rsatadigan moliyaviy shartnomalar bayon etiladi. Masalan, hosilaviy instrumentlar bo'yicha shartnomalar, xususan forvard shartnomalar, svoplar va opsiyonlar ana shular jumlasidandir. Ular, odatda, turli moliyaviy shartnomalar bo'yicha risk darajasini kamay-tirishga xizmat qiladi.

5-nazorat uchun savol

Kompaniyaning moliyaviy hisobotlariga ilova qilinadigan tushun-tirish xatlari va eslatmalardan kompaniya to'g'risidagi qanday foydali ma'lumotlarni olish mumkin?

⁷⁵ Masalan, ular eskirish hisoblashda chiziqli yoki tezlashtirilgan tartibda hisoblash usulidan yoki tovar-moddiy boyliklarni baholash uchun chuyidagi usullardan foydalanishlari mumkin: LIFO, FIFO va b.

12-mavzu. Moliyaviy hisobotlardagi farqlanuvchi holatlar

Reja:

1. Bozor va balans bahosi (qiymati) o'rtasidagi farq
2. Foydaning buxgalteriya va iqtisodiy mezonlari
3. Aksiyadorlik daromadliligi va aksiyadorlik kapitali daromadligi o'rtasidagi farq

1. Bozor va balans bahosi (qiymati) o'rtasidagi farq

Buxgalteriya hisobi qoidalariga muvofiq ko'rsatilgan kompaniya aktivlari va aksiyadorlik kapitali qiymati **balans (bahosi) qiymati** (book value) deb ataladi. Kompaniya bitta aksiyasining balans qiymati – bu firmaning rasmiy balansida aks ettirilgan aksiyadorlik kapitali umumiy summasini (so'mda) muomaladagi oddiy aksiyalar soniga bo'lish natijasida olingan qiymatdir.

Ma'lumotlardan ko'rinib turibdiki, "XYZ" korporatsiyasi aksiyalarining 20x1 yil oxiri holatiga balans qiymati (bahosi) 313,40 so'mni tashkil etgan. Ammo xuddi shu vaqtga ularning bozor qiymati (bahosi) atigi 187,20 so'mga teng bo'lgan. Investorlar "XYZ" korporatsiyasining bitta aksiyasi uchun to'lashga tayyor bo'lgan summa aynan shu summa hisoblanadi. Ammo bu qiymat kompaniyaning rasmiy balansida aks ettirilmaydi.

Bu yerda quyidagi savollarning tug'ilishi, tabiiy: nima sababdan aksiyalarning bozor va balans qiymati (bahosi) ko'rsatkichlari bir-biridan farq qiladi? Va mas'uliyatli moliyaviy qaror qabul qilishi lozim bo'lgan shaxs uchun bu qiymat (baho)lardan qaysi biri muhimroq?

Ushbu masalalar juda muhim bo'lganligi uchun ularni batafsil o'rganamiz.

Dastlab shuni qayd etish lozimki, aksiyalarning bozor qiymati (bahosi) doim ham ularning balans qiymati (bahosi)ga mos kelmasligiga quyidagi ikkita asosiy sabab bor:

- Balans qiymati firmaning barcha aktivlari va majburiyatlarini o'z ichiga olmaydi;
- Firmaning rasmiy balansiga kiritilgan aktivlar va majburiyatlar ko'p hollarda joriy bozor qiymati bo'yicha emas, balki dastlabki qiymati bilan baholanib, ulardan amortizatsiya chiqarib tashlanadi.

Endi asosiy e'tiborimizni ana shu ikkala sababni batafsil ko'rib chiqishga qaratamiz.

Birinchi, buxgalteriya balanslarida, ko'pincha, muhim iqtisodiy ahamiyatga ega bo'lgan aktivlar qayd etilmaydi. Xususan, kompaniya ishlab chiqaradigan tovarlar sifati va ishonchliligi orqasida kompaniya orttirgan obro' ularda aks ettirilmaydi. Shuningdek, agar firma ilmiy-texnik taraqqiyotga katta mablag' sarflab, ma'lum ilmiy baza yaratishga erishgan bo'lsa, bu ham balansda o'z ifodasini topmaydi. Yuqorida tilga olingan aktivlar **nomoddiy aktivlar** (intangible assets) deb ataladi va ayonki, ular firmaning bozor qiymati (bahosi)

o'shishiga ko'p jihatdan ta'sir qiladi va ular moliyaviy qaror qabul qilishda e'tiborga olinishi kerak.

Buxgalterlar o'z firmasi balansiga ba'zi nomoddiy aktivlarni kiritadilar. Ammo bu narsa ularning bozor qiymati (bahosi) bo'yicha amalga oshirilmaydi. Masalan, firma boshqa firmadan patent sotib olsa, patent qiymati (bahosi) balans aktivining tegishli qismida aks ettiriladi va unga amortizatsiya ajratmalari (chegirmalari) hisoblanadi. Bundan tashqari, kompaniya boshqa kompaniyani uning balans qiymati (bahosi)dan qimmat (yuqori) bahoda sotib olsa, buxgalter sotib oluvchi firma balansiga nomoddiy aktivni qo'shadi. Bu aktiv **gudvil** yoki **firmaning ishbilarmon sifatida obro'si** (goodwill) deb ataladi. Firmaning ishbilarmon sifatida obro'si – bu u sotib olingan bozor qiymati (bahosi) va uning balans qiymati (bahosi) o'rtasidagi farqdan iboratdir. Ammo, yuqorida tilga olingan, buxgalteriya balansida aks ettiriladigan nomoddiy aktivlardan farqli o'laroq, ko'plab boshqa aktivlar borki, ular buxgalteriya balansida qayd etilmaydi.

Bundan tashqari, buxgalteriya balanslarida firma uchun iqtisodiy ahamiyatga ega bo'lgan uning ko'plab majburiyatlari aks ettirilmaydi. Masalan, balansda firma sud jarayonida javobgar sifatida qatnashayotgani o'z ifodasini topmaydi. Bunday shartli majburiyatlarning mavjudligi va ularning hajmi, nari borsa, moliyaviy hisobotga ilovada ko'rsatiladi.

Keling, endi moliyaviy qarorlar qabul qilish jarayonida baho (qiymat)larning qaysi biri inobatga olinishi kerakligini ko'rib chiqamiz – bozor bahosi (qiymati)mi yoki balans bahosi (qiymati)? Deyarli barcha hollarda bozor bahosi (qiymati) hisobga olinadi. Masalan, faraz qilaylik, "Alfa" kompaniyasi bundan uch yil avval 39,0 mln. so'mga kompyuterlar uchun sistema bloki korpuslari ishlab chiqaradigan uskuna sotib oldi va bugungi kunga kelib, ushbu uskunaning balansi qiymati (bahosi) uch yillik amortizatsiyani inobatga olganda 26,0 mln so'mga teng. Ammo, zamonaviy ishlab chiqarish jarayonida yuz berayotgan kompyuter korpuslari ishlab chiqarish texnologiyasidagi o'zgarishlar sababli ushbu uskunaning bozor qiymati (bahosi) 12,0 mln so'mdan oshmaydi.

Endi faraz qiling, Siz eski uskunani zamonaviy uskunaga almashtirish to'g'risida qaror qabul qilishingiz kerak. Xo'sh, bunda taqqoslash uchun qaysi qiymat (baho)ni inobatga olish kerak? Agar soliq to'lash masalasini hisobga olmasak, bizga iqtisodiy nazariyaning asosiy prinsiplaridan ma'lumki, aktivlarning haqiqiy qiymati (bahosi)ni hammadan aniq ulardan foydalanishning eng yaxshi muqobil varianti ko'rsatib beradi. Ayonki, ushbu muqobil qiymat (baho) balansda ko'rsatilgan qiymat (baho)ga nisbatan uskunaning bozor qiymati (bahosi)ga (12,0 mln so'm.) eng yaqin qiymat (baho)dir.

Boshqa bir misol. Bu safar pech ishlab chiqarish uchun mis tovar-moddiy zaxiralari bilan bog'liq vaziyatni ko'rib chiqamiz. Aytaylik, yil boshda Siz mis uchun 29,0 mln.so'm to'ladingiz. Ammo bugungi kunga kelib, uning bozor qiymati (bahosi) 60,0 mln. so'mgacha ko'tarildi. Navbatdagi ishlab chiqarish qarorini qabul qilishda ushbu ko'rsatkichlarning qaysi biriga asoslanish to'g'ri bo'ladi? Bu holda ham dastlabki narx (29,0 mln. so'm) e'tiborga olinmaydi. Bu paytga kelib Siz misni sotib yuborgan bo'lishingiz mumkin. Yangi partiyani esa

faqat 60,0 mln. so‘mga sotib olsangiz bo‘ladi. Shunday qilib, sotib olingan metalni ishlatar ekansiz, aslida Siz ishlab chiqa-rishda haqiqiy bahosi 60,0 mln.so‘m bo‘lgan resursni sarflaysiz.

Vaziyatga qarab, bozor qiymati (bahosi) va balans qiymati (bahosi) o‘rtasidagi farq juda katta bo‘lishi mumkin. Masalan, agar so‘z pul mablag‘lari to‘g‘risida ketsa, farq deyarli bo‘lmaydi. Asosiy vositalar, ya‘ni zavod inshootlari va uskunalari to‘g‘risida ketganda esa, farq juda katta bo‘lishi mumkin. Aslida shunday bo‘ladi ham. Demak, aktivlarning bozor va balans qiymati (bahosi) o‘rtasidagi farq to‘g‘ridan-to‘g‘ri aktivlar turiga bog‘liq va moliyaviy qaror qabul qilish jarayonida, mumkin bo‘lsa, ularning aynan bozor qiymati (bahosi)ni inobatga olish kerak.

Shuni alohida qayd etish kerakki, so‘nggi yillarda buxgalterlar hisobotlarni ko‘proq aktivlar va majburiyatlarning bozor qiymati (bahosi) asosida olib bormoqdalar. Bu esa buxgalteriya ma‘lumotlaridan moliyaviy qaror qabul qilishda foydalanish mumkinligidan dalolat beradi. Shu nuqtai-nazardan, korporatsiyalarning pensiya fondlariga kirgan aktivlari bugungi kunda balanslarda dastlabki sotib olingan qiymati (bahosi) bo‘yicha emas, balki o‘zining bozor qiymati (bahosi) bo‘yicha aks ettirilishini aytishning o‘zi kifoya. Amaliyotda bozor narxlarining joriy o‘zgarishini qayd qilish va ular asosida hisobot tuzish uchun firmaning aktivlari va majburiyatlarini har kuni qayta baholash jarayoni **joriy narxlar asosida qayta baholash** deb nom olgan (*marking to market*).

1-nazorat uchun savol

Kompaniya aksiyalarining bozor bahosi, odatda, ularning balans qiymati (bahosi)dan farq qilishining sabablari nimada?

2. Foydaning buxgalteriya va iqtisodiy mezonlari

Bozor va balans bahosi (qiymati) o‘rtasidagi farq foyda to‘g‘risidagi tasavvurga ham o‘z ta‘sirini ko‘rsatadi. Umumqabul qilingan ma‘noda foyda – bu Siz ma‘lum vaqt oralig‘ida sarflashingiz mumkin bo‘lgan summa bo‘lib, shu bilan birga, mazkur vaqt boshidagi boyligingiz darajasi saqlab qolinadi. Boshqacha qilib aytganda, foyda – bu kelib tushgan va Siz sarflashingiz mumkin bo‘lgan pul mablag‘i hajmi bo‘lib, natijada muayyan davr oxiriga kelib, shu davr boshida qancha pulingiz bo‘lgan bo‘lsa, ixtiyoringizda shuncha pul qoladi. Keng ma‘noda iqtisodiyot bo‘yicha Nobel mukofoti laureati, taniqli ingiz iqtisodchisi *Jon R. Xiks (John R. Hicks)* o‘zining mazkur muammoga bag‘ishlangan klassik asari “Qiymat va kapital”da (*Value and Capital*) aynan shu ta‘rifdan foydalangan va zamonaviy iqtisodchilar ham aynan shu ta‘rifdan foydalanib kelmoq-dalar⁷⁶. Bu o‘rinda shuni ham qayd etish lozimki, yuqoridagi tarzda buxgalteriya hisobida qabul qilingan foydaga berilgan ta‘rif (*income, earnings, profits*) aksiyalarning bozor kursi oshishi yoki pasayishi yoki ma‘lum vaqt (davr)da mulk bahosi o‘zgarishi sababli olinmagan foyda yoki ko‘rilgan zararlarni e‘tiborga olmaydi.

⁷⁶ J. R. Hicks, *Value and Capital*, 2-nashr (New York: Oxford University Press, 1946), 172-b.

Misol tariqasida quyidagi vaziyatni ko'rib chiqishni taklif etamiz. Faraz qilaylik, Sizning yil mobaynida olgan sof mehnat haqingizning umumiy summasi 10,0 mln. so'mni tashkil etadi va Siz bu summani oilan-gizni boqishga sarfladingiz. Ammo, shu bilan birga, aktivlaringizning umumiy qiymati 6,0 mln. so'mga pasayib ketdi, deylik. Umuman olganda, hech bir buxgalter bu pasayishni e'tiborga olmagan bo'lar edi. Chunki bu zarar potensial xarakterga ega. Sababi, Sizning aktivlaringiz sotilmagan edi. Bir vaqtning o'zida, har qanday iqtisodchi Sizga qiymat kamayishini foy-dangiz hisoblanayotganida inobatga olinishi kerakligi aytgan bo'lur edi. Chunki u oilangizning iste'mol imkoniyatlariga ta'sir qiladi. Axir endi bu imkoniyat yil boshidagiga nisbatan 6,0 mln. so'mga qisqardi-ku! Demak, iqtisodchining nuqtai nazaridan qaraganda Sizning sof foydangiz hammasi bo'lib 4,0 mln. so'mni tashkil etgan.

Bundan tashqari, buxgalteriyada foyda hisoblanayotganda garchi soliqqa tortish maqsadida foydadan chegirib qolish sifatida qarz olingan kapital bo'yicha foizlarni to'lash bilan bog'liq xarajatlarni hisobga olish mumkin bo'lsa-da, shu bilan birga, xususiyatiga ko'ra xuddi shunday xarajat - sarflangan o'z kapitalini hisobga olish mumkin emas. Masalan, firma 20,0 mln. so'm miqdorida foyda oldi, ammo shu bilan birga u o'z faoliyatini moliyalashtirish maqsadida 500,0 mln. so'mlik aksiyadorlik kapitalidan foydalanganligi uchun 10% ga teng daromadlilik stavkasidan kelib chiqqan holda xarajat qildi, deylik. Bu holda iqtisodiy nuqtai nazardan u 30,0 mln. so'm miqdorida zarar ko'rgan (ya'ni 20,0 mln. so'm – 500,0 mln. so'm x 0,10 = - 30,0 mln. so'm). Bu buxgalteriya nuqtai nazaridan foyda ijobiy bo'lgan holda, firma o'zining asosiy xarajatlarini, shu jumladan, o'z aksiyadorlik kapitalidan foydalanish bo'yicha xarajatlarni qoplashga qodir bo'lmagan vaziyatga yaqqol misol bo'la oladi⁷⁷.

3. Aksiyadorlik daromadlilik va aksiyadorlik kapitali daromadligi o'rtasidagi farq

Muayyan vaqt (chorak, yil, bir necha yil) oralig'ida aksiyadorlarni, eng umumiy tarzda yoki eng avvalo, nima qiziqtiradi, deb o'ylaysiz? Ha, balli, to'g'ri topdingiz: ularni, eng avvalo, shu davr oralig'ida kompaniya faoliyati qanchalik muvaffaqiyatli bo'lganligi qiziqtiradi. Shu bilan birga, bu jarayonda ular nimani istaydilar, degan navbatdagi savolga nima deb javob bergan bo'lur edingiz? Qoyil, bu savolning javobini ham to'g'ri topa oldingiz: haqiqatdan ham ular, eng avvalo, bitta narsani, ya'ni shaxsiy boyliklari shu davrda qancha ko'payganini bilishni istaydilar. Bu savolga, o'z navbatida, endi qanday javob beramiz? Ya'ni, muayyan davrda aksiyadorlar boyliklarining qanchaga ko'payganligini qanday qilib aniqlash mumkin? Bu savol oldingi savollarimizga nisbatan, biroz bo'lsa-da, murakkabroq savol-a? Shu bois, Sizni hadeb qiynayvermasdan, unga o'zimiz javob berib qo'ya qolaylik. Mana uning javobi: buning uchun ma'lum vaqt oralig'ida ular investitsiya

⁷⁷ Nisbatan yaqinda AQShning bir necha korporatsiyalari tomonidan kompaniya faoliyati samaradorligini baholash uchun yangi mezon qabul qilindi. U *iqtisodiy qo'shilgan qiymat* (EVA – economic value added) deb nomlandi. Ushbu mezon Stern Stewart & Co kompaniyasi tomonidan ishlab chiqilgan. Uning asosiy afzalligi shundaki, mazkur ko'rsatkich aniqlanayotganda kompaniyaning o'z kapitalidan foydalanishdagi vaqt xarajatlari hisobga olinadi.

qilgan kapital bo'yicha daromadlilik stavkasini hisoblab chiqish (topish) kerak. Bu maqsadga erishish uchun biz quyidagi tenglamadan foydalanishimiz mumkin:

$$r = \frac{\text{Davri oxiriga aksiyaning narxi} - \text{Davri boshiga aksiyaning narxi} + \text{Pul ko'rinishida to'langan dividendlar}}{\text{Davri boshiga aksiyaning narxi}}$$

Bu ko'rsatkich **umumiy (jami) aksiyadorlik daromadliliği** deb ataladi (*total shareholder returns*).

Endi, biz e'tiborimizni yana o'zimiz tahlil qilayotgan "XYZ" korporatsiyasiga qarataylik. Fond bozori bo'yicha ma'lumotlarni tekshirib, ko'ramizki, 20x1 yil boshida korporatsiya aksiyalarining bozor kursi bitta aksiyaga 20,0 ming so'mni tashkil etgan, yil oxirida dividendlar to'lan-gandan keyin esa 18 720 so'mgacha pasaygan. Bu davrda pul shaklida to'langan dividendlar summasi 1,0 ming so'mni tashkil etgan. Demak, "XYZ" korporatsiyasiga tikilgan (qo'yilgan, joylashtirilgan) kapitalga daromad-lilik stavkasi 11,4%ni tashkil etgan. Bu ko'rsatkich (qiymat) quyidagi hisob-kitoblar asosida olingan:

$$\begin{aligned} \text{Umumiy (jami)} \\ \text{aksiyadorlik} \\ \text{daromadliliği} \end{aligned} = \frac{18720 \text{ so'm} - 20000 \text{ so'm} + 1000 \text{ so'm}}{20000 \text{ so'm}} = \begin{aligned} -0,114 \text{ yoki} - \\ 11,4\% \end{aligned}$$

Ammo, odatda, korporatsiyalar faoliyati samaradorligi yana bir ko'rsatkichdan foydalangan holda hisoblab chiqariladi. Bu *aksiyadorlik kapitali daromadliliği normasi* yoki *koeffitsiyenti* (ROE — return on equity)dir. ROYe kompaniya sof foydasi summasi (qiymati)ni aksiyadorlik kapita-lining balans qiymatiga bo'lish orqali aniqlanadi:

$$ROE = \frac{\text{Sof foyda}}{\text{Aksiyadorlik kapitali}} = \frac{23,4 \text{ mln. so'm}}{300 \text{ mln. so'm}} = \begin{aligned} 0,078 \text{ yoki} \\ 7,8\% \end{aligned}$$

Shunday qilib, ko'rib turibmizki, ROE yillik koeffitsiyenti aksiya-dorlar o'z mablag'ini kompaniyaning qimmatli qog'ozlariga investitsiya qilishlari oqibatida olgan umumiy daromadlilik stavkasiga mos kelishi shart emas.

3-nazorat uchun savol

"Z" Corporation korporatsiyasining 20xx yil uchun taqdim etilgan hisobotiga muvofiq sof foyda ko'rsatkichi bitta aksiyaga 5 000,0 so'mni tashkil etgan va u aksiyadorlarga har bir aksiya uchun 3 000,0 so'm miqdorida dividend to'lagan. Yil boshida aksiyaning balans qiymati 30 000,0 so'm, bozor qiymati esa 40 000,0 so'm bo'lgan. Yil oxiriga kelib, bu ko'rsatkichlar, mos ravishda, 32 000,0 va 35 000,0 so'mga teng bo'ldi. ROE koeffitsiyenti hamda umumiy (jami) aksiyadorlik daromadliliği ko'rsatkichini *TSR* (*total shareholder returns*) solishtiring.

2-MODUL. MOLIYAVIY HISOBOTLAR, RISKLAR VA INVESTITSIYALAR

Tayanch soʻz va iboralar: murakkab foiz (compound interest), kelgusi qiymat (future value), kelgusi qiymat omili (future value factor), oddiy foiz stavka (simple interest), joriy qiymat omili (present value factor), joriy qiymat (present value), annuitet (annuity), oddiy annuitet (ordinary annuity), murakkab annuitet (compound annuity), annuitetning kelgusi qiymati omili (annuity future value factor), annuitet badallari (annuity due), risk (risk), standard chetlanish (standard deviation), tizimli risk (systematic risk), bozor riski yoki diversifikatsiyalanmaydigan risk (market risk or nondiversifiable risk), tizimsiz risk (unsystematic risk), aktivlarni joylashtirish (asset allocation), risksiz qaytim stavkasi (risk-free rate of return), Passiv portfel (passive portfolio), qimmatli qogʻozlar portfeli (portfolio of securities), oddiy portfel (common portfolio), toʻliq portfel (full portfolio), tizimli risk (bozor riski yoki diversifikatsiyalanmaydigan risk) (systematic risk (market risk or nondiversifiable risk), tizimsiz risk (alohida kompaniya riski yoki diversifikatsiyalanadigan risk) (unsystematic risk (company unique risk or diversifiable risk), risksiz qaytim stavkasi (risk-free rate of return), risk mukofoti (risk premium)

13-mavzu. Moliyaviy hisobotlarda moliyaviy koeffitsiyentlardan foydalanish

Reja:

- 1. Moliyaviy koeffitsiyentlar klassifikatsiyasi**
- 2. Moliyaviy koeffitsiyentlar oʻrtasidagi oʻzaro bogʻliqliklar**
- 3. Moliyaviy “dastak” samarasi**

1. Moliyaviy koeffitsiyentlar klassifikatsiyasi

Moliyaviy hisob va buxgalteriya hisobining asosiy prinsiplari va amaliy normalari oʻrtasidagi mavjud farqqa qaramay, firmaning moliyaviy hisobotlarida uning moliyaviy ahvoli, oʻtmishdagi xoʻjalik faoliyati samaradorligi toʻgʻrisida maʼlumotlar boʻladi va ular rahbarlarga kompaniyaning boʻlajak ishini tahlil qilish va istiqbollari belgilashda, albatta, asqotadi. Kompaniyaning moliyaviy hisobotlari asosida kompaniya faoliyatining moliyaviy natijalarini tahlil qilishda bir qator maxsus koeffitsiyentlardan foydalaniladi va bu koeffitsiyentlar yordamida turli kompaniyalar koʻrsatkichlarini yoki bitta kompaniyaning turli yillardagi koʻrsatkichlarini taqqoslash mumkin.

Mazkur koeffitsiyentlardan foydalanib, firma faoliyati samaradorligining quyidagi beshta asosiy jihatlarini tahlil qilish mumkin:

1. Rentabellik (profitability);
2. Aktivlarning aylanuvchanligi (asset turnover);
3. Oʻz mablagʻi yoki qarz olingan mablagʻlardan moliyalashtirish yoki moliyaviy “dastak” (moliyaviy leverij) (financial leverage);

4. Likvidlik (liquidity);
5. Bozor qiymati (bahosi) (market value).

1-jadvalda (navbatdagi betga qarang) ushbu koeffitsiyentlarning barchasi va “XYZ” korporatsiyasi uchun ularni hisoblab chiqarish misollari ko‘rsatilgan.

Jadvalda birinchi bo‘lib, *rentabellik* (yoki *daromadlilik*) koeffi-tsiyenti keltirilgan. Tahlil davomida firma sotish rentabelligi koeffi-tsiyentini (return on sales), uning aktivlari rentabelligi (return on assets) yoki kapital daromadlilikini (return on equity) aniqlash mumkin. Birinchi va ikkinchi holatda foyda ko‘rsatkichi sifatida foizlar va soliqnlarni to‘lashdan oldingi korporatsiya foydasi olinadi (EBIT — earnings before interest and taxes), oxirgi holatda esa – sof foyda olinadi. Bundan tashqari, agar moliyaviy koeffitsiyentni hisoblab chiqish uchun asos bo‘ladigan bitta ko‘rsatkich kompaniya faoliyatining moliyaviy natijalari to‘g‘risidagi hisobotdan olingan bo‘lsa, demak ma‘lum davrni ifodalaydi. Ikkinchi komponent esa balansdan olinadi va kompaniyaning ma‘lum vaqtdagi moliyaviy ahvolini aks ettirsa, u holda, odatda, yil oxiri va yil boshidagi balans ko‘rsatkichlarining o‘rtacha arifmetik soni (qiymati) hisoblab chiqariladi va bu son maxraj sifatida ishlatiladi.

Bundan keyin jadvalda *aktivlar aylanuvchanligi* koeffitsiyenti keladi. Ular yordamida firma daromad olish maqsadida o‘z aktivlaridan qanchalik samarali foydalanayotganini aniqlash mumkin. Aktivlar aylanuvchanligi – bu umumiy mezon. Debitorlik qarzi aylanuvchanligi va tovar-moddiy zaxiralar aylanuvchanligi esa tegishli toifadagi aktivlarni baholash uchun qo‘llaniladigan maxsus mezonlardir.

Keyin jadvalda *moliyaviy “dastak”* koeffitsiyentlari sanab o‘tilgan bo‘lib, ular firma kapitali tuzilmasini va firmaning kreditorlar oldida qarzdorligi darajasini aks ettiradi. Qarzdorlik koeffitsiyenti kapital tuzilmasini o‘lchashga xizmat qiladi. Foizlarni qoplash koeffitsiyenti yordamida esa firmaning foiz to‘lovlari bo‘yicha xarajatlarni ko‘tara olish qobiliyatini o‘lchash mumkin.

13.1-jadvaldagi to‘rtinchi guruh koeffitsiyentlari *likvidlik* koeffi-tsiyentlaridan tashkil topgan. Bu koeffitsiyentlar firma o‘zining qisqa muddatli majburiyatlari bilan bog‘liq xarajatlarni qoplashga, yoki o‘z hisob varaqlari bo‘yicha to‘lashga va shundan keyin to‘lovga qodir bo‘lib qolishini baholash uchun ishlatiladi. Likvidlik darajasini baholashga xizmat qiladigan asosiy koeffitsiyentlar – bu joriy likvidlik koeffitsiyenti va ancha aniqroq hisoblanadigan kritik baholash koeffitsiyentlari (yoki lakmus qog‘oz koeffitsiyenti) bo‘lib, ular yordamida eng yuqori likvidlikka ega aylanma aktivlar: pul mablag‘lari va bozor qimmatli qog‘ozlari baholanadi.

Moliyaviy koeffitsiyentlar klassifikatsiyasi (koeffitsiyentlar nomlanishini qayta ko'rib chiqishimiz lozim)

Koeffitsiyentlar	Formula	Inglizcha ekvivalent	“XYZ” uchun hisob-kitoblar
Rentabellik (daromadlilik, samaradorlik) ko'rsatkichlari			
Sotuvlar daromadlilik koeffitsiyenti (ROS)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Sotish hajmi}}$	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Sales}}$	$\frac{60 \text{ mln. so'm}}{200 \text{ mln. so'm}} = 30\%$
Aktivlar daromadlilik koeffitsiyenti (ROA)	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Jami aktivlar o'rtacha qiymati}}$	$\frac{\text{EBIT}}{\text{Total Average Assets}}$	$\frac{60 \text{ mln. so'm}}{(600 \text{ mln. so'm} + 720 \text{ mln. so'm}) / 2} = 9,1\%$
Aksiyadorlik kapitali (xususiy kapital) daromadlilik koeffitsiyenti (ROYe)	$\frac{\text{Sof foyda}}{\text{Aksiyadorlik kapitali}}$	$\frac{\text{Net Income}}{\text{Stockholders' Equity}}$	$\frac{23,4 \text{ mln. so'm}}{(300 \text{ mln. so'm} + 313,4 \text{ mln. so'm}) / 2} = 7,6\%$
Aktivlar aylanuvchanligi ko'rsatkichlari			
Debitorlik qarzlarning aylanuvchanligi koeffitsiyenti	$\frac{\text{Sotish hajmi}}{\text{Debitorlik qarzlarning o'rtacha qiymati}}$	$\frac{\text{Sales}}{\text{Average Receivables}}$	$\frac{200 \text{ mln. so'm}}{(50 \text{ mln. so'm} + 60 \text{ mln. so'm}) / 2} = 3,6 \text{ marta}$
Tovar-moddiy zaxiralarning aylanuvchanligi koeffitsiyenti	$\frac{\text{Sotilgan mahsulot qiymati}}{\text{Tovar-moddiy zaxiralarning o'rtacha qiymati}}$	$\frac{\text{Cost of Goods Sold}}{\text{Average Inventory}}$	$\frac{110 \text{ mln. so'm}}{(150 \text{ mln. so'm} + 180 \text{ mln. so'm}) / 2} = 0,7$
Aktivlarning aylanuvchanligi koeffitsiyenti	$\frac{\text{Sotish hajmi}}{\text{Jami aktivlar o'rtacha qiymati}}$	$\frac{\text{Sales}}{\text{Average Total Assets}}$	$\frac{200 \text{ mln. so'm}}{(600 \text{ mln. so'm} + 720 \text{ mln. so'm}) / 2} = 0,3$
Moliyaviy leverij ko'rsatkichlari			
Qarzlarning koeffitsiyenti	$\frac{\text{Jami qarzlarning}}{\text{Jami aktivlar}}$	$\frac{\text{Total Debt}}{\text{Total Assets}}$	$\frac{406 \text{ mln. so'm}}{720 \text{ mln. so'm}} = 57\%$
Foizlarni qoplash koeffitsiyenti	EBIT	EBIT	$60 \text{ mln. so'm} = 2,9$

	Foiz to'lovlari xarajatlari	Interest Expense	21 mln. so'm
Likvidlik ko'rsatkichlari			
Joriy likvidlik koeffitsiyenti	$\frac{\text{Aylanma aktivlar}}{\text{Qisqa muddatli majburiyatlar}}$	$\frac{\text{Current Assets}}{\text{Current Liabilities}}$	$\frac{360 \text{ mln. so'm}}{256,6 \text{ mln. so'm}} = 1,4$
Kritik baholash (lakmus qog'ozi) koeffitsiyenti	$\frac{\text{Pul mablag'lari + Debitorlik qarzlari}}{\text{Qisqa muddatli majburiyatlar}}$	$\frac{\text{Cash + Receivables}}{\text{Current Liabilities}}$	$\frac{180 \text{ mln. so'm}}{256,6 \text{ mln. so'm}} = 0,7$
Bozor qiymati (bahosi) ko'rsatkichlari			
Aksiya bahosi (narxi) va uning foydasi nisbati koeffitsiyenti	$\frac{\text{Bitta aksiya bahosi}}{\text{Bitta aksiyaga to'g'ri keladigan sof foyda summasi}}$	$\frac{\text{Price per Share}}{\text{Earnings per Share}}$	$\frac{187,2 \text{ mln. so'm}}{23,4 \text{ mln. so'm}} = 8,0\%$
Aksiyaning bozor va balans qiymati nisbati koeffitsiyenti	$\frac{\text{Bitta aksiya bahosi}}{\text{Bitta aksiyaning balans bahosi}}$	$\frac{\text{Price per Share}}{\text{Book Value per Share}}$	$\frac{187,2 \text{ mln. so'm}}{313,4 \text{ mln. so'm}} = 0,6$

Jadvalning so‘nggi bo‘limida bozor qiymati koeffitsiyentlari sanab o‘tilgan bo‘lib, ular yordamida firmaning buxgalteriya hisobidagi ma’lu-motlar uning bozor qiymatiga qanchalik to‘g‘ri kelishi baholanadi. Bu guruhdan eng ko‘p qo‘llaniladigani – bu aksiya bahosi va sof foyda nisbati koeffitsiyenti (R/Ye – price to earnings) va aksiyalarning bozor va balans qiymati nisbati koeffitsiyentidir (M/V – market to book).

Firmaning moliyaviy koeffitsiyentlarini tahlil qilishda, avvalambor, quyidagi ikki jihatni inobatga olish zarur:

- vaziyat kimning nuqtai nazaridan baholanadi: aksiyadorlarning nuqtai nazaridanmi yoki kreditorlarningmi?
- ko‘rsatkichlarni taqqoslash uchun mezon sifatida nimadan foydalaniladi?

Mezoniy etalonlar quyidagilar bo‘lishi mumkin:

- xuddi shu davr bo‘yicha boshqa kompaniyalarning moliyaviy koeffitsiyentlari;
- o‘rganilayotgan kompaniyaning turli davr bo‘yicha moliyaviy koeffitsiyentlari;
- moliyaviy bozorlardan olish mumkin bo‘lgan ma’lumotlar, masalan, aktivlar bahosi yoki foiz stavkalari.

Hozirgi paytda turli (jumladan, sanoat) sohalar(i) bo‘yicha moliyaviy koeffitsiyentlar to‘g‘risidagi ma’lumotlarni olish mumkin bo‘lgan ko‘plab manbalar mavjud. *Dan & Bradstreet*, (2) Robert Morris byurosining yillik hisobotlar bo‘yicha tadqiqotlari (*Annual Statement Studies by Robert Morris Associates*), (3) Savdo palatasining har chorakdagi moliyaviy hisobotlari (the Commerce Department's Quarterly Financial Report) va (4) turli tijorat assotsiatsiyalari ana shular jumlasidandir. Bundan tashqari, bu ma’lumotlar endilikda kompakt-disklarda va Internet orqali tarqatilmogda.

1-nazorat uchun savol

Kompaniya faoliyati tahlili uchun qanday asosiy moliyaviy koeffitsiyentlardan foydalaniladi?

2. Moliyaviy koeffitsiyentlar o‘rtasidagi o‘zaro bog‘liqliklar

Tahlil chog‘ida ko‘pincha aktivlar daromadliligi normasi (me‘yori)ni (ROA) boshqa ikki koeffitsiyentlar ifodasi sifatida tasavvur qilish foydali hisoblanadi:

$$\begin{aligned}
 \text{ROA} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{Sotish hajmi}} \times \frac{\text{Sotish hajmi}}{\text{Aktivlar bahosi (qiymati)}} = \\
 &= \text{Sotish rentabelligi} \times \text{Aktivlar aylanuvchanligi} = \\
 &= \text{ROS} \times \text{ATO}
 \end{aligned}$$

ROA koeffitsiyentining ROS va ATO koeffitsiyentlari orqali ifodalanishi mumkinligi quyidagi dalil bilan tasdiqlanadi: turli sohada faoliyat yuritadigan firmalarning sotuvlar rentabelligi va aktivlar aylanuvchanligi koeffitsiyentlari

mutlaqo har xil bo‘lishi va, shu bilan birga, aktivlar daromadliligi ko‘rsatkichlari bir xil bo‘lishi mumkin. Masalan, odatda, supermarketlarning sotuvdan rentabellik ko‘rsatkichlari past, aktivlar aylanuvchanligi ko‘rsatkichlari yuqori bo‘ladi. Qimmat zargarlik buyumlari qimmat do‘koniga esa buning aksi xos. Ammo ikkala do‘konning aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti bir xil bo‘lishi mumkin.

Aytilganlarni misolda ko‘rish uchun, keling, aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti bir xil, ya’ni 10,0%ga teng ikkita firmani ko‘rib chiqamiz. Birinchi firma – bu supermarketlar tarmog‘i, ikkinchisi esa – kommunal xizmatlar ko‘rsatishga ixtisoslashgan firma bo‘lsin. 13.2-jadvaldan (navbatdagi betga qarang) ko‘rinib turganidek, supermarketlar tarmog‘ining sotuvdan daromadlilik koeffitsiyenti “past” (2,0%) va u o‘z aktivlarini yiliga besh marta aylantiribgina aktivlar daromadliligi ko‘rsatkichini 10,0% li ko‘rsatkichga olib chiqadi. Ko‘p kapital talab qiladigan kommunal xizmatlar sohasiga kelsak, bu sohada ishlaydigan firmaning aktivlar aylanuvchanligi koeffitsiyenti (ATO) yiliga atigi 0,5 martaga teng bo‘lsa-da, sotish rentabelligi yuqori, ya’ni 20,0% bo‘lgani uchun u ham 10,0%lik aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti (ROA)ga ega.

13.2-jadval

Moliyaviy koeffitsiyentlar o‘rtasidagi o‘zaro bog‘liqliklar

Korxonalar turlari	ROS ×	ATO =	ROA
Supermarketlar tarmog‘i	0,02	5,0	0,10
Kommunal xizmatlar korxonasi	0,20	0,5	0,10

Yuqorida bayon etilganlardan asosiy ma’no (xulosa) shuki, sotuvlar daromadliligi yoki aktivlar aylanib turishi koeffitsiyentining pastligi, albatta, firmaning moliyaviy muammolari bor degani emas. Bu koeffitsiyentlarning ikkalasini kompaniyaning faoliyat sohasini inobatga olgan holda o‘rganish kerak. Bundan tashqari, bir faoliyat sohasi doirasida ham doimiy farqlar bor. Masalan, *Rolls Royce* dilerlik tarmog‘i va Chevrolet tarmog‘ining aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti (ROA) ko‘pincha bir xil bo‘lsa-da, *Rolls Royce* dilerlik tarmog‘ining joriy rentabellik ko‘rsatkichlari yuqoriroqligi va aktivlar aylanib turishi koeffitsiyenti pastroqligi bilan ajralib turadi.

2-nazorat uchun savol

Agar “A” firmaning aktivlar daromadliligi (ROA) “B” firmanikiga nisbatan yuqoriroq bo‘lsa va ikkala kompaniyaning aktivlar aylanib turishi ko‘rsatkichi (ATO) bir xil bo‘lsa, “A” firmaning sotuvlar rentabelligi koeffitsiyenti (ROS) qanday bo‘lishi kerak?

3. Moliyaviy “dastak” samarasi

Moliyaviy “dastak” yoki 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. Atamani (“dastak”) tanlash fizika qonun-lari, ya’ni biron dastak yordamida sarflanayotgan kuchni ko‘paytirish mumkinligi qonuni bilan bog‘liq. Moliyaviy “dastak” samarasi yordamida kompaniya aksiyadorlari o‘z kapitalidan foydalanish daromadliligi koeffitsiyentini (ROYe) oshiradilar. Biroq bunda mazkur koeffitsiyentning firmaning ishlab chiqarish faoliyatidagi samaradorlik tebranishiga sezuvchanligi oshadi. 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 (ROYe) 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. Shu tufayli ortiqcha mablag‘ hosil bo‘ladi va bu mablag‘ firma aksiyadorlari o‘rtasida taqsimlanadi. Demak, kapital daromadliligi koeffitsiyenti ortadi. 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.

Masalan, faraz qilaylik, “A” kompaniyasi moliyaviy “dastak”dan foydalanadi. Aksincha, “B” kompaniyasi esa undan foydalanmaydi. Keling, kompaniyalar kapitalining daromadlilik koeffitsiyentini (ROE) ikki xil vaziyatda, ya’ni foiz stavkasi (1) 10,0% va (2) 15,0% bo‘lganda solishtiramiz. Natijalar quyidagi 13.3-jadvalda aks ettirilgan.

13.3-jadval

Foiz stavkasining ROEga ta’siri

Ko‘rsatkichlar	Kompaniyalar	
	“A”	“B”
Jami aktivlar	1000000	1000000
Aksiyadorlik kapitali (Xususiy kapital)	1000000	500000
Qarzlar (Qarz majburiyatlari)	0	500000
Foizlar va soliqlar to‘lashdan oldingi foyda (EBIT)	120000	120000
Aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti (ROA) (EBIT/Aktivlar)	12,0%	12,0%
1-vaziyat: yiliga 10% stavkali qarz		
Foizlar va soliqlar to‘lashdan oldingi foyda (EBIT)	120000	120000
Foiz to‘lovlari (shaklidagi) xarajatlar(i)	0	50000
Soliqqa tortiladigan foyda	120000	70000
Soliqlar (40%)	48000	28000
Sof foyda	72000	42000
Aksiyadorlik kapitali (Xususiy kapital)	1000000	500000
Kapital daromadliligi koeffitsiyenti (ROE)	7,2%	8,4%
2-vaziyat: yiliga 15% stavkali qarz		
Foizlar va soliqlar to‘lashdan oldingi foyda (EBIT)	120000	120000
Foiz to‘lovlari (shaklidagi) xarajatlar(i)	0	75000

Soliqqa tortiladigan foyda	120000	45000
Soliqlar (40%)	48000	18000
Sof foyda	72000	27000
Aksiyadorlik kapitali (Xususiy kapital)	1000000	500000
Kapital daromadliligi koeffitsiyenti (ROE)	7,2%	5,4%

Moliyaviy leverij ortganda ish sikli davomidagi ROE o'zgaruvchanligi darajasi, shuningdek, kompaniyaning bankrot bo'lishi ehtimoli ortadi. 13.4-jadvalda (navbatdagi betga qarang) uchta turli ssenariyda aktivlar daromadliligi koeffitsiyentlari va kapital daromadliligi koeffitsiyentlari qanday o'zgarishi ko'rsatilgan bo'lib, ssenariylarning har biri ish

13.4-jadval

Faoliyat siklining ROEga ta'siri

ROE			
Iqtisodiy sharoit (vaziyat)lar	ROA	"A"	"B"
Omadsiz yil	1,0%	0,6%	- 4,8%
Normal (Odatiy) yil	12,0	7,2	8,4
Omadi yil	30,0	18,0	30,0

siklining turli fazasini ifodalaydi. Biz keltirgan misolda "A" kompaniyasining qarz olingan kapital bo'yicha foiz stavkasi yiliga 10,0%ni tashkil etadi, degan taxmindan kelib chiqqanmiz.

Kapital daromadliligi, aktivlar daromadliligi koeffitsiyentlari va moliyaviy leverij orasidagi bog'liqlik quyidagi tenglama orqali ifodalanishi mumkin:

$$ROE = 1 - \text{Soliq stavkasi} \times ROA \times \frac{\text{Qarzarlar (Qarz majburiyatlari)}}{\text{Kapital} \times (\text{ROA} - \text{Foiz stavkasi})}$$

Bu tenglamaning mazmuni quyidagidan iborat. Agar firmaning aktivlari daromadliligi koeffitsiyenti mazkur firma kreditorlarga to'laydigan foiz stavkasidan yuqori bo'lsa, uning kapitali daromadliligi koeffitsiyenti (ROE) aktivlar daromadliligi koeffitsiyentidan (ROA) (1 – soliq stavkasi) marta ko'p bo'ladi, hamda firmaning qarzlari va o'z kapitali nisbati koeffitsiyenti qanchalik yuqori bo'lsa, bu farq ham shunchalik katta bo'ladi.

Kreditor nuqtai nazaridan qaraganda firma qarzdorligi koeffitsiyentining oshishi, odatda, salbiy hodisa hisoblanadi. Agar kompaniyaning mazkur ko'rsatkichi keskin oshib ketsa, u holda *Moody's* va *Standard & Poors Corporation* kabi obligatsiyalar reytingini baholash bo'yicha maxsus agentliklar, odatda, bunday firmaning qimmatli qog'ozlarini eng quyi kategoriyaga tushiradi. Ammo, aksiyadorlar nuqtai nazaridan qaraganda, firma qarzdorligi koeffitsiyentining oshishi ijobiy hodisa ham bo'lishi mumkin.

3-nazorat uchun savol

Agar kompaniya obligatsiyalarining foiz daromadliligi aktivlar daromadliligi koeffitsiyenti (ROA)ga teng bo'lsa, uning moliyaviy leveriji o'zgarishi kapital daromadliligi (ROYe)ga qanday ta'sir etadi?

Va, nihoyat, moliyaviy faoliyat samaradorligini tahlil qilish uchun moliyaviy koeffitsiyentlardan foydalanganda qator cheklashlarni inobatga olish zarur. Asosiy muammo shundaki, koeffitsiyent juda yuqori yoki juda pastligini baholash uchun absolyut standart yo‘q. Bundan tashqari, koeffitsiyentlar sonli ko‘rsatkichlarni o‘z ichiga oladilar va ular ko‘pincha ixtiyoriy tarzda hisoblab chiqiladi. Undan keyin, taqqoslash mumkin bo‘lgan firmalar guruhini aniqlash juda qiyin, chunki hatto bitta sohada ishlaydigan kompaniyalar ham juda ko‘p hollarda o‘zlarining iqtisodiy ko‘rsatkichlari bilan bir-biridan jiddiy farq qiladilar. Masalan, ularning diversifikatsiyasi darajasi, hajmi, faoliyat yuritish muddati, xorijiy bozorni egallaganlik darajasi, tovar-moddiy zaxiralarni va amortizatsiyani hisoblash usullari farq qilishi mumkin. Shunday qilib, koeffitsiyentlardan foydalangan holda tahlil qilish faqat umumiy ko‘rsatma bo‘lib xizmat qilishi mumkin va moliyaviy qarorlar qabul qilish jarayonida ularga to‘liq suyanib bo‘lmaydi.

14-mavzu. Moliyaviy hisobotlar va moliyaviy rejalashtirish

Reja:

- 1. Moliyaviy rejalashtirish**
- 2. Moliyaviy rejalashtirish modelini yaratish**
- 3. O‘sib kelayotgan biznes: tashqi moliyalashtirishga bo‘lgan ehtiyoj**
- 4. Firmaning barqaror o‘sishi koeffitsiyenti**
- 5. Aylanma kapitalni boshqarish**
- 6. Likvidlik va kassa rejasini bajarish**

1. Moliyaviy rejalashtirish

Moliyaviy rejalashtirish quyidagi bosqichlarni o‘z ichiga oladi: reja tuzish, uni amalga oshirish va erishilgan natijalarni inobatga olgan holda tuzatish kiritish. Moliyaviy rejani ishlab chiqishda firmaning strategik rejasi asosiy tayanch hisoblanadi. Aynan shu reja moliyaviy rejalashtirishning asosiy yo‘nalishini, biznesni rivojlantirish bo‘yicha umumiy vazifalarni va kompaniya o‘sishi ko‘rsatkichlarini belgilaydi. Boshqacha qilib aytganda, firma o‘z biznesining qaysi yo‘nalishini kengaytirishni, qaysilarini qisqartirishni istashi strategik rejaga muvofiq hal etiladi va tegishli chora-tadbirlarni amalga oshirish muddatlari tayinlanadi.

Moliyaviy rejalashtirishning yana bir muhim elementi *rejalashtirish davrining* davomiyligidir. Odatda, bu davr qanchalik uzoq bo‘lsa, moliyaviy reja shunchalik batafsil bo‘lmaydi. Besh yillik moliyaviy rejalar, odatda, faqat asosiy bashorat qilinadigan aktivlar va majburiyatlar, tafsilot-larni o‘z ichiga olmagan moliyaviy natija to‘g‘risida hisobotlar va balans shakllarini o‘z ichiga oladi. Boshqa tarafdin, bir oyga tuzilgan moliyaviy rejaga, odatda, muayyan mahsulot liniyalari bo‘yicha daromadlar va xarajat-lar bashorati va bo‘lajak pul tushumlari hamda to‘lovlarning batafsil istiqbolli baholanishi kiritiladi. Aksariyat hollarda, ko‘p yillik rejalar har yili, bir yilga tuzilgan reja esa har chorakda qayta ko‘rib chiqiladi.

Moliyaviy rejalashtirish sikli (jarayoni) bir necha bosqichdan iborat bo‘lib, u quyidagilarni o‘z ichiga oladi:

1. Boshqaruv xodimlari firma mahsulotiga talab darajasini va uning bo‘lajak ishlab chiqarish xarajatlari darajasini belgilovchi asosiy tashqi omillar dinamikasi prognozini tuzadi. Tashqi iqtisodiy omillarga kompaniya o‘z mahsulotlarini sotadigan bozorlardagi ishbilarmonlik faolligi darajasi, inflyatsiya darajasi, valyuta kurslari, foiz stavkalari darajasi, shuningdek asosiy raqib firmalarning ishlab chiqarish hajmlari va tovarlarining bahosi kiradi.

2. Ushbu tashqi omillar va bo‘lajak investitsiya xarajatlari, ishlab chiqarish hajmi, marketing va ilmiy tadqiqotlar hamda dividend to‘lash bo‘yicha xarajatlar borasidagi o‘zlarining dastlabki qarorlari asosida menejerlar firmaning daromadlari va xarajatlari hamda pul mablag‘lari oqimlari bo‘yicha prognozini tuzadilar. Shuningdek, ular kompaniyaning tashqi moliyalashtirish manbalaridan mablag‘ olishga bo‘lgan ehtimoldagi ehtiyojini ham belgilaydilar. Ular firma faoliyatining bo‘lajak moliyaviy ko‘rsatkichlari aksiyadorlar daromad olishini nazarda tutib tuzilgan dastlabki strategik rejaga nechog‘lik mosligini, firmada ushbu rejani amalga oshirish uchun moliyaviy mablag‘ olish imkoniyatini bor yoki yo‘qligini tekshiradilar. Agar shu ish jarayonida biror bir nomutanosiblik aniqlansa, menejerlar qabul qilingan qarorni u haqiqiy amalga oshiri-layotgan rejaga mos kelmaguncha qayta ko‘rib chiqadilar va shu oxirgi reja yil davomida firmaning joriy qarorlari uchun dasturga aylanadi. Bundan tashqari, amaliyotda biror prognoz noto‘g‘ri bo‘lib chiqishi mumkinligini oldindan o‘ylab, qo‘shimcha rejalar tuzib qo‘yish tartibi ham keng tarqalgan.

3. Tuzilgan umumiy reja asosida oliy bo‘g‘in rahbarlari o‘zlari va o‘z qo‘l ostidagilari uchun kelajakda firma samaradorligining muayyan ko‘rsat-kichlarini belgilab qo‘yadilar.

4. Amalda erishilgan firma samaradorligi darajasi muntazam baholab boriladi (har oyda yoki har chorakda), rejada belgilab qo‘yilgan maqsadlar bilan solishtiriladi va zarur bo‘lsa to‘g‘rilash choralari ko‘riladi. Yil davomida amaldagi ko‘rsatkichlar rejalashtirilgan ko‘rsatkichlardan ancha og‘ishsa (farq qilsa), boshqaruv xodimlari rejaning o‘zini ham butunlay o‘zgartirish (to‘g‘rilash)lari mumkin.

5. Yil oxirida xodimlar rag‘batlantiriladi (mukofot yoki ish haqi oshirilishi) va rejalashtirish sikli (jarayoni) boshidan qayta boshlanadi.

2. Moliyaviy rejalashtirish modelini yaratish

Moliyaviy rejalar, odatda, miqdoriy modellarda aks ettiriladi. Bu modellar qisman yoki to‘liqligicha firmaning moliyaviy hisobotlaridagi ma‘lumotlar asosida yaratiladi. Misolda ko‘rsatish uchun bundan oldin biz moliyaviy rejalarini tahlil qilgan xuddi o‘sha gipotetik kompaniya, ya’ni “XYZ” korporatsiyasi uchun yillik moliyaviy reja tuzishni taklif etamiz. Aytaylik, “XYZ” bu 10 yil avval tashkil etilgan kompaniya bo‘lib, u iste‘mol mollari ishlab chiqarish va sotish bilan shug‘ullanadi. Endi faraz qilaylik, moliyaviy hisobot – bu kompaniya to‘g‘risida

Sizning ixtiyoringizda bo‘lgan yagona ma’lumot manbai. Shunday qilib, keyingi yilga reja ishlab chiqish kerak. Eng oson usul quyidagilardan iborat: keyingi yilga sotuv hajmi bo‘yicha prognoz tuzish va moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisobot va balansdagi qismlarning ko‘pchiligidagi qiymatlar o‘tgan yil darajasida qolishini taxmin qilish kerak. Bunday usul **sotuvdan foizlar usuli** (percent-of-sales-method) deb ataladi. Keling, bu usuldan qanday foydalanishni “XYZ” korporatsiyasi misolida ko‘rsatib beramiz.

Dastlab o‘tgan yillar ma’lumotlarni sinchkovlik bilan tahlil qilib, sotuvlar hajmi (yalpi tushum)ga nisbatan o‘zgarishsiz qolgan moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisobot va balansning elementlarini aniqlab olishimiz zarur. Bu bizga qaysi moddalarni oldindan ko‘zlangan kelgusi sotuvlar hajmi (yalpi tushum) asosida maksimal darajadagi aniqlik bilan prognozlashtirish, qaysilarini esa boshqa ko‘rsatkich asosida bashorat qilish mumkinligini bilib olish imkoniyatini yaratadi. Ko‘rib chiqilayotgan kompaniyaning hisobotlaridan ko‘rinib turibdiki, quyidagi moddalar sotuvlar hajmi (yalpi tushum)ga nisbatan o‘zgarishsiz qolgan: sotilgan mahsulot tannarxi, foizlar va soliqlar to‘lashdan oldingi foyda (EBIT) (asosiy faoliyatdan olingan daromad) va aktivlar. Foiz to‘lovlari (shaklidagi) xarajatlari, soliqlar, sof foyda va majburiyatlarning asosiy qismi (to‘lovlar uchun hisob varaqlardan tashqari) nisbati esa o‘zgargan. Buni 14.1-jadvaldan ko‘rishimiz mumkin (navbatdagi betga qarang).

14.1-jadval

“XYZ” kompaniyasining 20x1–20x3 yillardagi moliyaviy hisoboti

(mln. so‘mda)

Moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisobot	20x1 y.	20x2 y.	20x3 y.	
Sotuvlar hajmi (yalpi tushum)	200,00	240,00	288,00	
Sotilgan mahsulot tannarxi	110,00	132,00	158,00	
Yalpi daromad	90,00	108,00	129,00	
Umumiy xarajatlar, mahsulot sotish xarajatlari va ma‘muriy xarajatlar (davr xarajatlari)	30,00	36,00	43,00	
Foizlar va soliqlar to‘lashdan oldingi foyda (EBIT) (asosiy faoliyatdan olingan foyda)	60,00	72,00	86,40	
Foiz to‘lovlari (shaklidagi) xarajatlari	30,00	45,21	64,04	
Soliqlar	12,00	10,72	8,94	
Sof foyda	18,00	16,07	13,41	
Dividendlar	5,40	4,82	4,02	
Aksiyadorlik kapitali (xususiy kapital) o‘zgarishi	12,60	11,25	9,39	
Balans	20x0 y.	20x1 y.	20x2 y.	20x3 y.
Aktivlar	600,00	720,00	864,00	1036,80
sh.j., Pul va pul ekvivalentlari	10,00	12,00	14,40	17,28
Olinadigan schyotlar (debitorlik qarzlari)	40,00	48,00	57,60	69,12
Tovar-moddiy zaxiralar	50,00	60,00	72,00	86,40

Asosiy vositalar	500,00	600,00	720,00	864,00
Majburiyatlar	300,00	407,40	540,15	703,56
sh.j., to'lovlar uchun schyotlar (kreditorlik qarzlari)	30,00	36,00	43,20	51,84
Qisqa muddatli majburiyatlar	120,00	221,40	346,95	501,72
Uzoq muddatli majburiyatlar	150,00	150,00	150,00	150,00
Aksiyadorlik kapitali (xususiy kapital)	300,00	312,00	323,85	333,24

Navbatdagi ikkinchi bosqich bo'lajak sotuv hajmlarini prognoz qilishdan iborat. Prognozni iloji boricha aniq tuzish juda muhim. Chunki ushbu ko'rsatkich bilan juda ko'p qismlar bog'liq. So'ng tuzilgan rejaning kelajakda sotuv hajmi o'zgarishiga nisbatan sezuvchanligini aniqlash kerak. Faraz qilamiz, "XYZ" korporatsiyasining sotuvlari hajmi kelajakda o'sish da davom etadi va keyingi yilda 20%ga ortadi. Demak, bizning prognozga muvofiq 20x4 yilda sotuv hajmi 345,6 mln. so'mni tashkil etadi.

14.2-jadval

"XYZ" kompaniyasining 20x1–20x3 yillarda moliyaviy hisobot moddolari
(sotuvlar hajmi (yalpi tushum)ga nisbatan)

Moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobot	20x1y.	20x2y.	20x3y.
Sotuvlar hajmi (yalpi tushum)	100%	100%	100%
Sotilgan mahsulot tannarxi	55,0	55,0	55,0
Yalpi foyda	45,0	45,0	45,0
Umumiy xarajatlar, mahsulot sotish xarajatlari, va ma'muriy xarajatlar (davr xarajatlari)	15,0	15,0	15,0
Foizlar va soliqlar to'lashdan oldingi foyda (EBIT) (asosiy faoliyatdan olingan foyda)	30,0	30,0	43,0
Foiz to'lovlari (shaklidagi) xarajatlar(i)	15,0	18,8	22,2
Soliqlar	6,0	4,5	3,1
Sof foyda	9,0	6,7	4,7
Dividendlar	2,7	2,0	1,4
Aksiyadorlik kapitali (xususiy kapital) o'zgarishi	6,3	4,7	3,3
Balans	20x1y.	20x2y.	20x3y.
Aktivlar	360%	360%	360%
sh.j., pul va pul ekvivalentlari	6,0	6,0	6,0
Olinadigan hisob varaqlari (debitorlik qarzlari)	24,0	24,0	24,0
Tovar-moddiy zahiralalar	30,0	30,0	30,0
Asosiy vositalar	300,0	300,0	300,0
Majburiyatlar	203,7	225,1	244,3
sh.j., to'lovlar uchun hisob varaqlari (kreditorlik qarzlari)	18,0	18,0	18,0
Qisqa muddatli majburiyatlar	110,7	144,6	174,2
Uzoq muddatli majburiyatlar	75,0	62,5	52,1
Aksiyadorlik kapitali (xususiy kapital)	156,3	134,9	115,7

Keyingi uchinchi bosqichda moliyaviy hisobotlar va balansning sotuv hajmiga nisbatni foiz hisobida o'zgaraydigan qismlari bo'yicha prognoz tuzamiz. So'nggi bir necha yil davomida tayyor mahsulot tannarxi sotuv hajmining 55,0% ini tashkil etgan. Shunday ekan, dastlabki hisob-kitoblarga ko'ra 20x4 yilda tayyor mahsulot tannarxi 190,8 mln. so'mni ($0,55 \times 345$ mln. so'm) tashkil etadi. Yil oxiriga jami aktivlar so'nggi uch yil mobaynida o'rtacha yillik sotuv hajmi ko'rsatkichlaridan uch barobar yuqori bo'lgan. Shunday ekan, 20x4 yil oxiriga prognoz qilingan jami aktivlar qiymati 1224,16 mln. so'mni tashkil etadi.

Nihoyat, moliyaviy rejalashtirishning so'nggi bosqichida qolgan ko'rsatkichlarni (ya'ni, moliyaviy hisobotning sotuv hajmiga nisbatan foiz hisobida o'zgaradigan qismlari bo'yicha ma'lumotlar) aniqlaymiz. Uzoq muddatli majburiyatlar bo'yicha yillik foiz stavkasi 8,0%ni, qisqa muddatli majburiyatlar bo'yicha 15,0%ni tashkil etadi, deb faraz qilaylik. Demak, foiz to'lovlari bo'yicha xarajatlarning dastlabki umumiy summasi uzoq muddatli majburiyatlar summasining 8,0% ini va, shunga qo'shimcha, yil boshiga (ya'ni 20x3 yil oxiriga) to'lanmagan qisqa muddatli majburiyatlar summasining 15,0%ini tashkil etadi. 20x4 yilda prognoz qilingan foizlarni to'lash bo'yicha umumiy xarajat 87,26 mln. so'mni tashkil etadi. Shuningdek, taxmin qilamizki, soliq summasi foizlar to'langandan keyingi daromadning 40,0%ini, yoki 6,57 mln. so'mni tashkil etadi. Shunday qilib, soliqlar to'langandan keyingi sof foyda 9,85 mln. so'mga teng bo'ladi. Ushbu hisob-kitoblar natijasida biz 20x4 yilga moliyaviy natijalar bo'yicha prognozga ega bo'lamiz. Ushbu prognoz 14.3-jadvalning oxirgi ustunida aks ettirilgan.

14.3-jadval

20x4 yil uchun "XYZ" korporatsiyasi balansi va xo'jalik faoliyati moliyaviy natijalari to'g'risidagi hisoboti prognozi

(mln. so'mda)

Moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobot	20x1 y.	20x2 y.	20x3 y.	20x4 y.	
Sotuvlar hajmi (yalpi tushum)	200,0	240,0	288,0	345,6	
Sotilgan mahsulot tannarxi	110,0	132,0	158,0	190,1	
Yalpi foyda	90,0	108,0	129,0	155,5	
Umumiy xarajatlar, mahsulot sotish xarajatlari, va ma'muriy xarajatlar (davr xarajatlari)	30,0	36,0	43,0	51,8	
Foizlar va soliqlar to'lashdan oldingi foyda (EBIT) (asosiy faoliyatdan olingan daromad)	60,0	72,0	86,4	103,7	
Foiz to'lovlari (shaklidagi) xarajatlar(i)	30,0	45,2	64,0	87,3	
Soliqlar	12,0	10,7	8,9	6,6	
Sof foyda	18,0	16,1	13,4	9,9	
Dividendlar	5,4	4,8	4,0	3,0	
Aksiyadorlik kapitali (xususiy kapital) o'zgarishi	12,6	11,3	9,4	6,9	
Balans	20x0 y.	20x1 y.	20x2 y.	20x3 y.	20x4 y.
Aktivlar	600,0	720,0	864,0	1036,8	1244,2
sh.j., - pul va pul ekvivalentlari	10,0	12,0	14,4	17,3	20,7

- olinadigan hisob varaqlari (debitorlik qarzlari)	40,0	48,0	57,6	69,1	82,9
- tovar-moddiy zahiralar	50,0	60,0	72,0	86,4	103,7
- asosiy vositalar	500,0	600,0	720,0	864,0	1036,8
Majburiyatlar	300,0	407,4	540,2	703,6	904,0
sh.j., to'lovlar uchun hisob varaqlar (kreditorlik qarzlari)	30,0	36,0	43,2	51,8	62,2
- qisqa muddatli majburiyatlar	120,0	221,4	346,9	501,7	691,8
- uzoq muddatli majburiyatlar	150,0	150,0	150,0	150,0	150,0
Aksiyadorlik kapitali (xususiy kapital)	300,0	312,0	323,9	333,2	340,1

Endi kompaniyaning 20x4 yil oxiridagi balansini tahlil qilamiz. Aytaylik, "XYZ" o'z sof foydasining 30,0%ini dividendlar sifatida to'lashni rejalashtirmoqda. Shunday ekan, aksiyadorlik kapitali 6,9 mln. so'mga oshadi (333,2 dan 340,1 mln. so'mga). Jami aktivlar 207,0 mln. so'mni, to'lanishi kerak bo'lgan mablag'lar esa 10,4 mln. so'mni tashkil etishi kerak. Keyingi davrda kompaniyaga moliyalashtirish uchun qancha mablag' kerak bo'lishini aniqlab olish uchun (ushbu mablag'larni aksiyalar emissiyasi yoki qarzlarni hajmini ko'paytirish orqali jamlash mumkin) aktivlar o'sish hajmidan taqsimlanmagan foyda o'sishi summasi va kreditorlik qarzi o'sishi summasini ayirib tashlash kerak, ya'ni:

Kerakli qo'shimcha moliyalashtirish summasi =

$$\begin{array}{rclclcl}
 & \text{Aktivlar} & & \text{Taqsimlanganman} & & \text{Kreditorlik} \\
 = & \text{ortishi} & - & \text{foydaning} & - & \text{qarzlari} \\
 & & & \text{ortishi} & & \text{summasi} \\
 & & & & & \text{ortishi} \\
 = & 207,36 & - & 6,98 & - & 10,37 & = & 190,09
 \end{array}$$

Shunday qilib, aniqlab oldikki, prognoz qilinayotgan yilda kompaniyaga qo'shimcha 190,1 mln. so'm kerak bo'ladi va bu summani kompaniya biror tashqi moliyalashtirish manbaidan olishi mumkin. 14.1.3-jadvalda keltirilgan ma'lumotlarga ko'ra bu summa to'liqligicha firmaning qisqa muddatli qarzini oshirish orqali olinadi. Natijada qisqa muddatli qarz jami miqdori 501,7 mln. so'mdan 691,8 mln. so'mgacha oshadi.

3. O'sib kelayotgan biznes: tashqi moliyalashtirishga bo'lgan ehtiyoj

Endi bizga ma'lumki, agar 20x4 yilda "XYZ" korporatsiyasining sotuvlari hajmi 20%ga oshsa, kompaniya biror tashqi manbalardan yana 190,1 mln. so'm miqdorida qo'shimcha mablag' qidirishiga to'g'ri keladi. Amalda bu muammoni hal etishning quyidagi uchta yo'li bor:

1. Firmaning qisqa muddatli qarzlarini oshirish (14.3-jadvaldagi ma'lumotlarga asoslangan vaziyat);

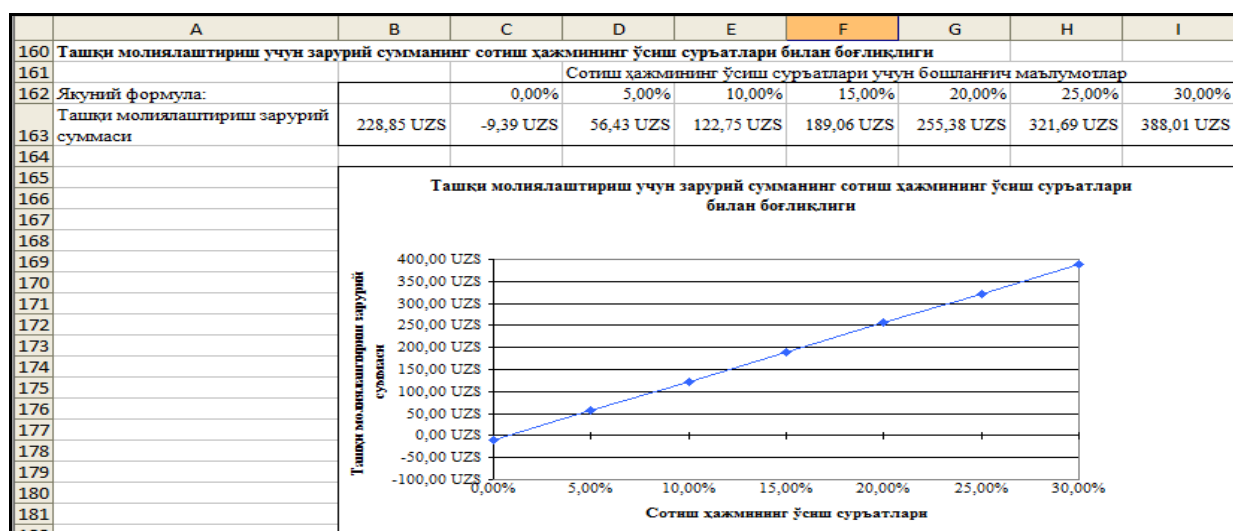
2. Firmaning uzoq muddatli qarzlarini oshirish;
3. Yangi aksiyalar emissiyasi orqali.

Endi tashqi manbalardan qo‘shimcha moliyalashtirish summasi sotuvlar hajmi oshishi sur‘atiga qanchalik bog‘liq ekanligini ko‘rib chiqamiz.

Bunday bog‘liq (sezuvchan, ta‘sirchan)likni tahlil qilish usullaridan biri oldingi bo‘limda bayon etilgan tartib (jarayon) sotuv hajmlari o‘sishi sur‘atlarining turli ko‘rsatkichlaridan foydalangan holda takrorlani-shidir. Bu vazifani bajarish juda oson. Buning uchun maxsus kompyuter dasturida elektron jadval modeli tuziladi. Namunani “Prentice-Hall”⁷⁸ nashriyotining ma‘lumotlar Web-saytida topish mumkin. Bog‘liq (sezuvchan, ta‘sirchan)likning tahlil qilish natijalarini 1-rasmda ko‘rish mumkin.

4. Firmaning barqaror o‘sishi koeffitsiyenti

14.1-rasm mo‘ljallangan sotish hajmiga erishish uchun tashqi moliyalashtirish summasi qanchalik ko‘payishi kerakligini yaqqol ifoda etadi. Biroq bizda qarama-qarshi savol ham vujudga kelishi mumkin: tashqi manbalardan faqatgina chegaralangan summani olishi mumkin bo‘lgan sharoitda firmaning sotish hajmi qanchalik tez o‘sishi mumkin?



14.1-rasm. Tashqi moliyalashtirishning sotish hajmining o‘sish sur‘atlari bilan bog‘liqligi

Ushbu savolga javob berish uchun kompaniyaning tashqi moliyalashtirish imkoniyatlari quyidagilar bilan cheklanadi, deb faraz qilamiz:

- Firma yangi aksiyalarni muomalaga chiqarishni rejalashtirmayapti. Demak, firmaning aksiyadorlik kapitali taqsimlanmagan daromadni ko‘paytirish natijasidagina oshishi mumkin;
- Firma o‘z kapitali va qarz olingan kapital nisbati koeffitsiyentini oshirishni istamaydi. Demak, taqsimlanmagan daromad o‘sishi natijasida kompaniyaning o‘z kapitali qanday sur‘atda oshsa, tashqi qarz summasi ham xuddi shu sur‘atda oshadi.

Bunday sharoitda firmaning o‘z kapitali qancha tez ko‘paysa, firmaning o‘zi

⁷⁸ Qarang: www.prenhall.com/bodie

ham shuncha tezlikda rivojlanadi. Firmaning rivojlanishi undan-da tezroq bo'laolmaydi. O'z kapitali o'sishi koeffitsiyenti **barqaror o'sish koeffitsiyenti** deb ataladi (sustainable growth rate). Barqaror o'sish koeffitsiyenti quyidagi formula bo'yicha hisoblanadi:

$$\text{Barqaror o'sish koeffitsiyenti} = \text{Foydani ushlab turish koeffitsiyenti} \times \text{Kapital daromadligi koeffitsiyenti (ROE)}$$

Barqaror o'sish tenglamasini keltirib chiqarish

$$\text{Barqaror o'sish koeffitsiyenti} = \text{Aksiyadorlik kapitali o'sishi sur'atlari}$$

Agar firma yangi aksiyalar chiqarmasa, uning aksiyadorlik kapitali o'sishi sur'atlari yil boshidagi aksiyadorlik kapitali miqdoriga bo'lingan taqsimlanmagan daromad o'sishi sur'atlariga teng bo'ladi:

$$\text{Aksiyadorlik kapitali o'sishi sur'atlari} = \frac{\text{Taqsimlanmagan foydaning o'sishi}}{\text{Yil boshidagi aksiyadorlik kapitali}}$$

Lekin:

$$\text{Taqsimlanmagan foydaning o'sishi} = \text{Foydani ushlab turish koeffitsiyenti} \times \text{Sof foyda}$$

Foydani ushlab turish koeffitsiyenti – bu firma sof foydasining aksiyadorlarga dividend sifatida to'lanmagan yoki kompaniyaning muomaladagi aksiyalarini sotib olishga sarflangan qismi. Ta'rifga ko'ra bu ko'rsatkich quyidagicha aniqlanadi:

$$\text{Daromadni ushlab turish koeffitsiyenti} = 1 - \frac{\text{Dividendlarni to'lash koeffitsiyenti}}{\text{Aksiyalarni qayta sotib olish koeffitsiyenti}}$$

Binobarin, o'rniga qo'yish usulidan foydalanib quyidagini olamiz:

$$\text{Aksiyadorlik kapitalining o'sishi sur'ati} = \frac{\text{Foydani ushlab turish koeffitsiyenti} \times \text{Sof foyda}}{\text{Aksiyadorlik kapitali}}$$

yoki boshqacha qilib aytganda:

$$\text{Aksiyadorlik kapitalining o'sishi sur'ati} = \text{Foydani ushlab turish koeffitsiyenti} \times \text{ROE}$$

Va, shu tariqa, biz yana barqaror o'sish koeffitsiyentiga ega bo'lamiz:

$$\text{Barqaror o'sish ko'effitsiyenti} = \text{Foydani ushlab turish ko'effitsiyenti} \times \text{ROE}$$

Barqaror o'sish tenglamasi qiymati ahamiyati

Firmaning barqaror o'sish maksimal ko'effitsiyenti uning kapitali daromadliligi ko'effitsiyentiga (ROE) teng, va faqat dividendlar to'lash ko'effitsiyenti "0"ga teng bo'lganda, ya'ni kompaniyaning sof foydasi to'liqligicha ushlab qolinib, biznesga reinvestitsiya qilingandagina bunday ko'rsatkichga erishish mumkin. Agar firma o'z o'sish sur'ati o'zining barqaror o'sish ko'effitsiyentidan yuqori bo'lishini istasa, yangi aksiyalarni emissiya qilishi yoki kreditorlar oldidagi qarz ko'effitsiyentini oshirishi kerak bo'ladi.

Barqaror o'sishga misol:

"A" kompaniyasi quyidagi belgilangan ko'effitsiyentlarga ega deylik:

Aktivlar aylanuvchanligi ko'effitsiyenti = bir yilda 0,5 marta;

Qarz olingan kapitalning o'z kapitaliga nisbati ko'effitsiyenti = 1,0;

Dividendlar to'lash ko'effitsiyenti = 0,4;

Kapital daromadliligi ko'effitsiyenti (ROE) = 20%.

So'nggi yilda kompaniyaning sotuvlari hajmi 1,0 mln. so'mni tashkil etdi. Demak, aktivlar summasi 2,0 mln. so'mga, qarz olingan va aksiyadorlik kapitali qiymatlarining har biri esa 1,0 mln. so'mga teng. Kapital daromadliligi (ROE) 20,0%ni tashkil etgan, shunga muvofiq ravishda sof foyda 200 000 so'm bo'lishi kerak. Shundan 80 000 so'm dividend sifatida to'langan, 120 000 so'm esa yangi aksiyadorlik kapitali sifatida reinvestitsiya qilingan. Kompaniya qarz kapitalining o'z kapitaliga nisbati ko'effitsiyenti 1,0 ga teng bo'lganligi uchun "A" o'z aktivlarini 240 000 so'mga va sotuv hajmini esa 120 000 so'mga oshirish imkoniyatiga ega bo'ladi.

Shunday qilib, sotuvlar hajmi barqaror o'sishi ko'effitsiyenti quyidagicha bo'ladi:

$$g = \frac{120000}{1000000} = 0,12 = 12\%$$

Agar hisob-kitob uchun quyidagi formuladan foydalansak, xuddi shu natijani olamiz:

$$\begin{aligned} g &= \text{ROE} \times (1 - \text{Dividendlarni to'lash ko'effitsiyenti}) = \\ &= 20\% \times (1 - 0,4) = 12\% \end{aligned}$$

"A" kompaniyasining uch yillik barqaror o'sish davridagi moliyaviy hisobotlari 14.4-jadvalda aks ettirilgan:

“A” kompaniyasining 20x1–20x3 yillardagi moliyaviy hisoboti
(mln. so‘mda)

Moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisobot		20x1 y.	20x2 y.	20x3 y.
Sotuvlar hajmi		1000000	1120000	1254400
Sof foyda		200000	224000	250880
Dividendlar		80000	89600	100352
Taqsimlanmagan foydaning o‘sishi		120000	134400	150528
Balans	20x0 y.	20x1 y.	20x2 y.	20x3 y.
Aktivlar	2000000	2240000	2508800	2809856
Majburiyatlar	1000000	1120000	1254400	1404928
Kapital	1000000	1120000	1254400	1404928

1-nazorat uchun savol

Firma o‘sishi sur‘ati uning barqaror o‘sishi koeffitsiyentidan past bo‘lgandagi vaziyat tashqi moliyalashtirish summasiga qanday ta‘sir qiladi?

5.Aylanma kapitalni boshqarish

Aksariyat kompaniyalarning ishlab chiqarilgan mahsulot yoki tovarlarni sotishdan biror-bir daromad (foyda) olishridan oldin amalga oshirilgan xarajatlarni qoplash uchun ma‘lum miqdorda pul mablag‘lari sarflashlariga to‘g‘ri keladi. Buning natijasida firma aktivlarining ma‘lum qismlari, masalan, tovar-moddiy zahiralari va olinishi kerak bo‘lgan hisoblar (debitorlik qarzlari), odatda, uning majburiyatlaridan, ya‘ni to‘lanishi kerak bo‘lgan hisoblar (kreditorlik qarzlari) va to‘planib qolgan qarzlardan oshadi. Kompaniyaning aylanma aktivlari bilan joriy majburiyatlari o‘rtasidagi farq **aylanma kapital** (working capital) deb ataladi. Agar kompaniyaning aylanma kapitalga ehtiyoji mavsumiy emas, balki doimiy xususiyatga ega bo‘lsa, odatda, kompaniya uzoq muddatli moliyalashtirishni olishga harakat qiladi. Mavsumiy ehtiyojlar qisqa muddatli qarzlardan, masalan, bank kreditlari hisobiga moliyalashtiriladi.

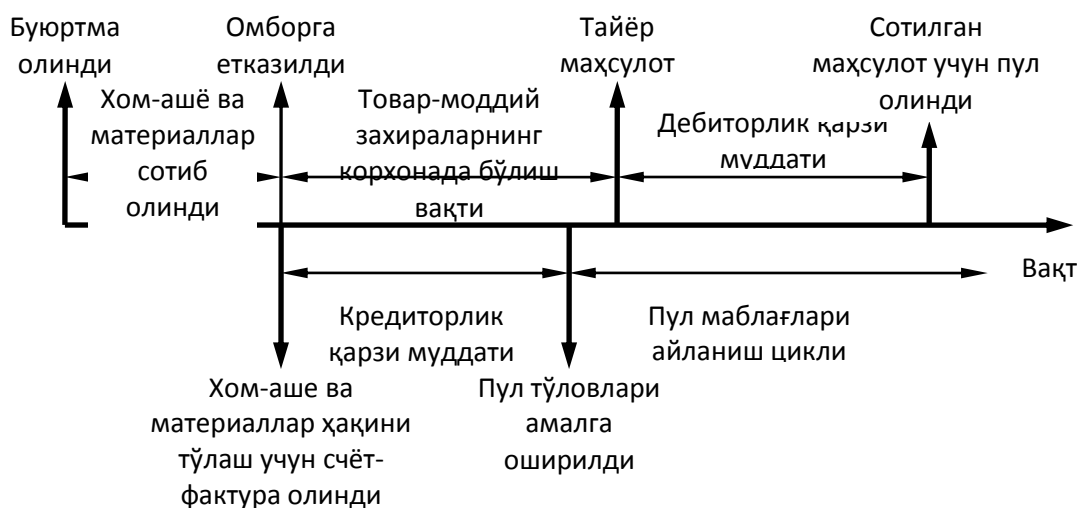
Firma aylanma kapitalini boshqarishning asosiy prinsipi daromadsiz aktivlar, masalan debitorlik qarzlari va tovar-moddiy zahiralari sarflangan mablag‘larni imkon qadar kamaytirishdan, va “foizsiz” kreditlardan, ya‘ni a) mijozlar oldindan to‘lagan mablag‘, b) hisoblangan, ammo to‘lanmagan mehnat haqi va v) kreditorlik qarzlardan maksimal darajada foydalanishdan iborat. Pul mablag‘larining bu uchta manbai firma uchun bepul hisoblanadi. Chunki, odatda, ularga aniq (ochiq) foiz stavkasi hisoblanmaydi⁷⁹.

Ma‘lum chora-tadbirlar va tartiblar kompaniya o‘z mahsulotini sotgan payt

⁷⁹ Agarda firma to‘lovlarni bo‘nak (avans) tarzida amalga oshiruvchi xaridorlarga chegirmalarni taklif etsa, u holda bunday chegirmalar miqdori noaniq foizli to‘lov hisoblanadi. Agar firma mahsulot (mol) yetkazib beruvchi tomonidan taklif etilgan chegirmaning voz kechib, bu orqali hisoblar bo‘yicha to‘lovlari muddatini uzaytirsam, bunday chegirma ham noaniq foizni namoyon etadi.

bilan pul hisob raqamiga kelib tushgan payt oralig'idagi vaqtni qisqartirish imkonini beradi. Aynan shu tadbirlarni amalga oshirish orqali firmaning aylanma kapitalga bo'lgan ehtiyojini kamaytirish mumkin. Ideal holatda, har bir firma yetkazib beriladigan tovar uchun mijozlardan avans olishga intilishi kerak. Bundan tashqari, o'ziga zarur resursni sotib olish va haqini to'lash o'rtasidagi vaqtni uzaytirish orqali aylanma kapitalga bo'lgan ehtiyojini qisqartirishi mumkin.

To'lov vaqti va amalga oshirilayotgan xo'jalik operatsiyalari o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni yaxshilab tushunish uchun 2-rasmni diqqat bilan o'rganing.



14.2-rasm. **Pul mablag'lari aylanishi sikli**

Pul mablag'lari aylanishi siklining davomiyligi (cash cycle life) – bu firma o'z mahsulot yetkazib beruvchilariga to'lashni boshlashi kerak bo'lgan sana va o'z iste'molchilaridan pul olishni boshlaydigan kun oralig'idagi vaqt. 14.2-rasmda ko'rinib turibdiki, pul mablag'lari aylanishi siklining davomiyligi tovar-moddiy zaxiralarining korxonada daligi vaqti bilan debitorlik qarzlari muddatidan iborat bo'lib, bu muddatdan kreditorlik qarzi muddati olib tashlanadi, ya'ni :

$$\text{Pul mablag'lari aylanishi sikli davomiyligi} = \text{Tovar-moddiy zaxiralarning korxonada bo'lish vaqti} + \text{Debitorlik qarzi muddati} - \text{Kreditorlik qarzi muddati}$$

Zaruriy aylanma kapital hajmi pul mablag'lari aylanishi sikli davomiyligiga to'g'ridan-to'g'ri bog'liq. Agar kreditorlik qarzi muddati yetarlicha davomli bo'lib, tovar-moddiy zaxiralarining korxonadaligi vaqti bilan debitorlik qarzlari muddatini o'z ichiga olsa, firmaga aylanma kapitalning umuman keragi yo'q bo'ladi.

Qanday amal (harakat)lar kompaniyalarning aylanma kapitaliga bo'lgan ehtiyojini qisqartirish imkonini beradi? Pul mablag'lari aylanishi sikli davomiyligini hisoblash tenglamasidan ko'ramizki, firma o'zining aylanma kapitalga bo'lgan ehtiyoji darajasini quyidagi tarzda kamaytirishi mumkin:

- *Zahiralalar omborda saqlanadigan vaqtni qisqartirish.* Bunga erishish uchun tovar-moddiy boyliklar harakatini boshqarish jarayonini takomillashtirish yoki mahsulotni faqat ishlab chiqarish jarayonida unga ehtiyoj tug'ilgan

vaqtda aniq yetkaza bera oladigan mahsulot yetkazib beruvchilar bilan shartnoma tuzish kerak;

- *Debitorlik qarzlarni tezroq pulga aylantirish.* Bunga bir necha yo‘l bilan erishish mumkin. Masalan, qarzlarni undirish jarayoni samaradorligini oshirish, tezroq to‘laydigan mijozlarga chegirmalar taklif etish, shuningdek to‘lash muddati kechiktirilgan hisoblarga foiz yozish orqali.
- *O‘z kreditorlik qarzlarni to‘lash muddatini cho‘zish orqali.*

2-nazorat uchun savol

Firmaning aylanma kapitalga bo‘lgan ehtiyojini qanday usullar bilan qisqartirish mumkin?
--

6. Likvidlik va kassa rejasini bajarish

Milliarder Xovard Xyuzning (Howard Hughes) naqd pul va kredit kartochkalarisiz uni hech kim tanimaydigan shaharda qolib ketgani to‘g‘risida afsona bor. Ovqat, boshpana va yo‘lkoraga puli bo‘lmaganligidan uning sovuq va ochlikdan o‘lishiga biroz fursat qolgan, xolos. Har qanday korporatsiya xuddi shunday ahvolda tushib qolishi mumkin. Iqtisodiy ko‘rsatkichlari va obro‘si baland firmalar ham jiddiy moliyaviy muammolarga duch kelishi va hatto bir kun kelib to‘satdan puli tugab qolsa yoki kreditni qaytaraolmasa, bankrotlikka (kasodga) uchrashi mumkin. Kamdan kam hollarda faqat qisqa muddatli daromad va xarajatlarni samarali boshqarish evazigagina katta muvaffaqiyatga erishish mumkin. Ammo ular noto‘g‘ri boshqarilsa, firma bankrotlikka yuz tutishi aniq.

Xovard Xyuzning muammosi shunda ediki, u nolikvidlik vaziyatiga tushib qolgan edi. Jismoniy yoki yuridik shaxs ma‘lum xarid uchun zudlik bilan to‘lash yoki o‘z qarzini belgilangan muddatda to‘lash uchun zarur mablag‘ga egaligi holati **likvidlik** (liquidity) deyiladi. Aks vaziyat nolikvidlikni anglatadi, ya‘ni inson yoki firma ma‘lum xarid uchun zudlik bilan to‘lash yoki o‘z qarzini belgilangan muddatda to‘lash uchun zarur mablag‘ga ega, ammo buni zudlik bilan amalga oshirolmaydi⁸⁰.

Aktivlarining nolikvidligi oqibatida biror-bir muammo kelib chiqishiga yo‘l qo‘ymaslik uchun firma bo‘lajak daromad va xarajatlar bo‘yicha prognozlarni imkon qadar aniq tuzishi kerak. Ushbu barcha prognozlar aks ettiriladigan reja kassa rejasini (cash budget) deb ataladi.

3-nazorat uchun savol

Nima uchun har qanday firma o‘z aktivlari likvidligiga rioya qilishi kerak?

⁸⁰ Aktivlar likvidligi ularni qanchalik tez va bezarar pulga aylantirish mumkinligi bilan belgilanadi. Likvidlik darajasining samarali mezonini bu ular sotib olingan narx va ularni zudlik bilan qayta sotish narxi o‘rtasidagi farqdir. Shunday qilib, Siz sotib olingan yangi avtomobil likvidligi uning uchun to‘langan narx va shu zahoti boshqa odamga sotishingiz mumkin bo‘lgan narx o‘rtasidagi farq bilan belgilanadi. Birja bozorida savdoga qo‘yiladigan aktivlar likvidligi talab va taklif o‘rtasidagi farq bilan belgilanadi. Pul mablag‘lari aslida “0” spredli aktiv hisoblanadi.

15-mavzu. Pulning davriy qiymati va pul oqimlarining diskontli tahlili

Reja:

1. Birlashtirish va pulning qiymatini joriy davrga keltirish mexanizmi
2. Annuitetlar. Teng bo'lmagan pul oqimlari va doimiy annuitetlar
3. Yillik bo'lmagan qo'shma davrlar uchun joriy va kelgusi qiymatni aniqlash
4. Bir xil bo'lmagan pul oqimlarining joriy qiymatini aniqlash

1. Birlashtirish va pulning qiymatini joriy davrga keltirish mexanizmi

Pul oqimlarini tavsiflashda birinchi qadam, vaqt oralig'ini tuzish bo'lib, pul oqimlarining vaqtlarini ko'rsatuvchi to'g'ri chiziqdan iborat bo'ladi. Vaqt oralig'i chizmasi vaqt va pul oqimlarini aks ettiradi: qabul qilingan va ishlatilgan summalar birgalikda, shuningdek, ishlab topilgan foiz stavkalar ham. Vaqt oralig'i chiziqlari moliyaviy tahlilchilar tomonidan moliyaviy muammolarni yechishda dastlabki qadam hisoblanadi. Biz bunga mavzu davomida tez-tez murojaat qilib turamiz.

Vaqt chizig'ini qanday tasvirlash uchun, quyidagi misolga ko'ra, 4 yillik davr uchun olingan yillik pul oqimlarini joylashtiramiz. Bu vaqt chizig'iga ko'ra bizning pul kirimi va chiqimi 0 davrdan (joriy davr) 4 yilning so'ngigacha joylashtirilgan:

Yillar	0	1	2	3	4
Pul oqimi	-100	30	20	-10	50

Bizda vaqt davrlari chiziqning yuqorisida tasvirlangan va bu misolda, vaqt davrlari yillarda hisoblangan bo'lib, vaqt chizig'ining chap tomonida joylashgan. Shunday ekan, 0 davr bugun va birinchi yilning boshlanishi bo'ladi. Dollar pul kirimi va chiqimi har bir davr uchun vaqt chizig'ining pastida tasvirlangan. Ijobiy qiymatlar pul kirimlarini bildiradi. Salbiy qiymatlar esa pul chiqimini bildiradi. Masalan, vaqt chizig'iga ko'ra 100 dollar pul chiqimi bugun yoki 0 davrda sodir bo'ladi, 30\$ va 20\$ pul kirimlari birinchi va ikkinchi davr ohirida shakllanadi, salbiy pul oqimi (pul chiqimi) 3-yil so'nggida 10\$ va so'ngida 4-yil ohirida 50\$ pul kirimi bo'ladi.

Vaqt chizig'ida o'lchov birligi vaqt davrlari bo'ladi odatda yillarda o'lchanadi yoki oy, kun yoki boshqa vaqt birligida ham o'lchanishi mumkin. Ammo hozirgi misol uchun pul oqimlari yillik bo'ladi deb faraz qilamiz. 0 va 1 oralig'idagi masofa birinchi yil so'ngini bildiradi. Shunday qilib, 0 davri hozirni bildiradi, 1 davr esa birinchi yil ohirini anglatadi yoki yoki ikkinchi yil boshlanishini ko'rsatadi. (Siz buni oddiygina birinchi yilning ohirida yoki ikkinchi yilning

boshida bo'lishingizni tasavvur qilishingiz mumkin.) Bizning misolda 10% ga teng bo'lgan foiz stavka vaqt chizig'idan yuqorida tasvirlangan.

Ko'pchilik biznes investitsiyalari pulni bugun investitsiyalashga qaratiladi. So'ng kelgusi yillarda investitsiya biznesga pul oqimlarini qaytaradi. Investitsiyani baholash uchun hozir talab etilgan summa va kelgusi davrda qaytadigan summani bugungi dollar kelgusi dollardan qadrliroq ekanligini hisobga olgan holda taqqoslash talab etiladi. Vaqt chiziqlari pulning vaqt qiymatini hisoblashni soddalashtiradi, faqatgina boshlang'ich foydalanuvchilar emas, tajribali moliyaviy tahlilchilar ham uning foydalanuvchilari hisoblanadi. Haqiqatda, siz ishlayotgan muammo qanchalik murakkab bo'lmasin, vaqt chizig'i uni tasvirlash va aynan nima qilinishi kerakligini tushunishga imkon yaratadi.

Ko'pchiligimiz yoshligimizdanoq murakkab foiz tushunchasiga duch kelamiz. Jamg'arma hisobraqami yoki hukumat jamg'arma obligatsiyalariga ega bo'lganlar murakkab foiz oladilar. Murakkab foizda *birinchi yil davomida to'langan foizlar asosiy summaga qo'shiladi va ikkinchi yilda foiz yangi summadan hisoblanadi.*

Masalan, biz 100\$ni yillik 6% to'laydigan jamg'arma hisobraqamiga qo'ydik. Bizning jamg'arma qanday o'sadi? Birinchi yilning so'ngida biz 6% ishladik, yoki 6\$ bizning dastlabki 100\$ jamg'armamizga qo'shib 106\$ bo'ldi, shunday qilib, 1-davr so'ngidagi qiymat = joriy qiymat x (1 + foiz stavka)

$$\begin{aligned} &= \$100(1 + 0.06) \\ &= \$100(1.06) \\ &= \$106 \end{aligned}$$

Bir davr uchun hisob-kitoblarni davom ettirib, asosiy summa \$106 ga 6% ni qo'llab, ikkinchi yilda biz 6.36% ishlab topamiz. Biz nima sababdan ikkinchi yil birinchi yil ishlab topganimizga nisbatan ko'proq topamiz? Chunki biz hozir orginal asosiy summadan foiz va qo'shimcha foiz to'lovini olamiz. Natijada biz foizdan foiz ishlab topamiz; bu murakkab foizning tushunchasi. Ikkinchi yil uchun foiz daromadini ko'rsatadigan matematik formulani tahlil qilamiz:

2- davr so'ngidagi qiymat = 1-davr so'ngidagi qiymat x (1 + foiz stavka)

Bu yerda r = yillik foiz stavka (yoki diskont stavka) bizning misol uchun,

$$\begin{aligned} \text{2-davr so'ngidagi qiymat} &= \$106 \times (1.06) \\ &= \$112.36 \end{aligned}$$

1-yilning ohiriga kelib kelgusi qiymat, yoki 106\$ joriy qiymatning (1 + r) yoki $\$100(1 + r)$ ga teng. 2 yil oldinga o'tib biz,

$$\begin{aligned} \text{2- davr so'ngidagi qiymat} &= \text{joriy qiymat} \times (1 + r) \times (1 + r) \\ &= \text{joriy qiymat} \times (1 + r)^2 \end{aligned}$$

3 yilga o'tib, biz unga 112.36\$ bilan kirishimiz va 6% yoki 6.74\$ foizdan ishlab topish orqali jami 119.10\$ jamg'armaga ega bo'lamiz. Bu quyidagicha bo'ladi:

$$\begin{aligned} \text{3- davr so'ngidagi qiymat} &= \text{joriy qiymat} \times (1 + r) \times (1 + r) \times (1 + r) \\ &= \text{joriy qiymat} \times (1 + r)^3 \end{aligned}$$

Endi qonuniyatni ko'rishimiz mumkin. Biz bu formulani investitsiyaning kelgusi qiymatini agar ular n yillik r stavka bilan murakkab foizda aniqlasak, bunda

$$\text{Kelgusi qiymat} = \text{joriy qiymat} \times (1 + r)^n$$

Endi FV_n ni n davrdan so'nggi kelgusi qiymat va PV ni joriy qiymat deb belgilasak, bu tenglamani quyidagicha yozishimiz mumkin bo'ladi:

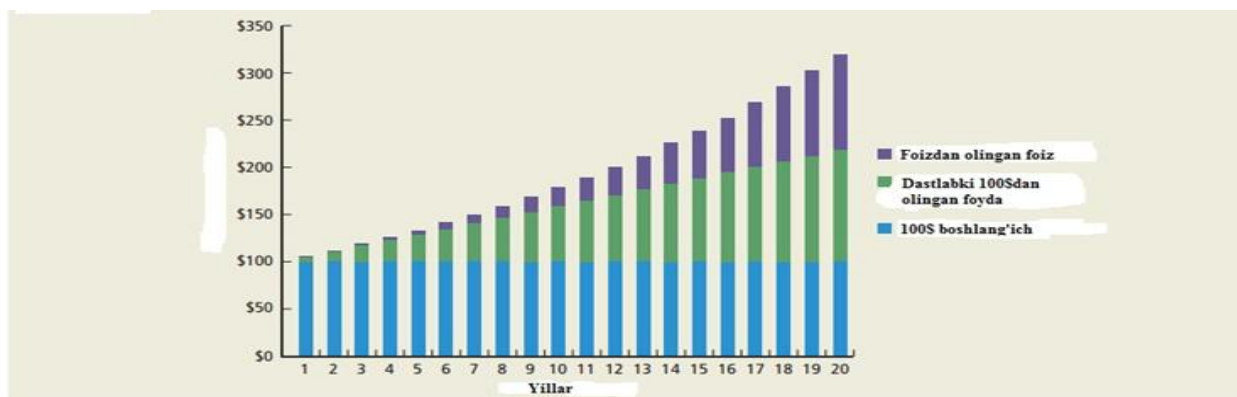
$$FV_n = PV(1 + r)^n$$

(1)

Biz $(1 + r)^n$ kelgusi qiymat omili deb olamiz. Shunday ekan, dollarning kelgusi qiymati, ma'lum dollar qiymatini kelgusi qiymatiga ko'paytirish ko'paytirish orqali aniqlanadi.

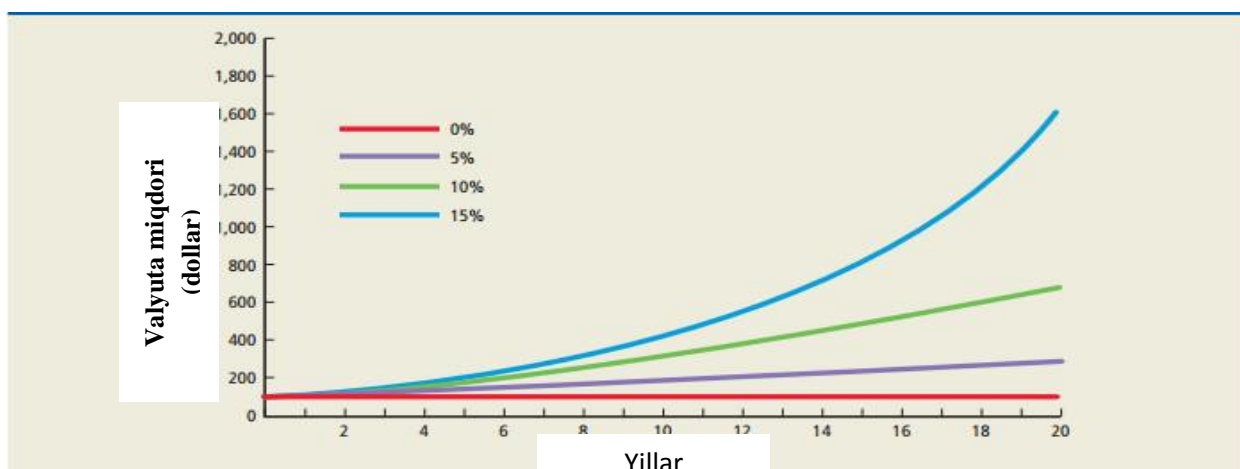
Kelgusi qiymat = joriy qiymat x (kelgusi davr omili)

Kelgusi qiymat omili = $(1 + r)^n$.



15.1-rasm. 100\$ 6% foiz stavka bilan 20 yilga investitsiyalangan

1- formulada 100\$ investitsiya dastlabki 20 yilda 6% murakkab foiz stavkasida qancha bo'lishini ko'rsatadi. Hisobga olingki, foiz har yili yillik o'sib boradi. Buning sababi, har yili foiz dastlabki investitsiya va o'tgan davrda olingan foiz daromadlari hisobi ga olinadi. Foizdan foiz olishga qaratilgan holatda murakkab foiz hisoblash debataladi. *Agar siz dastlabki investitsiyadan faqat foiz ishlab topsak*, bu oddiy foiz stavka deb ataladi.



15.2- rasm. Dastlabki investitsiya qilingan \$100 kelgusi qiymati va 0, 5, 10 va 15 foizlarda diskontlanishi

Dastlabki investitsiya murakkab foiz stavkasida hisoblangan qiymat va kelgusi qiymat o'rtasidagi aloqadorlikni 15.2-rasmdagidek tahlil qilsak, investitsiyaning kelgusi qiymati oshishi hisoblanayotgan yillarning oshirilishi yoki yuqori foiz stavkasi orqali amalga oshirilishi mumkin. Buni (1) tenglamada ham ko'rishimiz mumkin, chunki joriy qiymat o'zgartirilmaganda r yoki n dagi o'sish kelgusi qiymatning oshishiga sabab bo'ladi.

Pulni vaqt bo'yicha surish usullari. Pulning vaqt bo'yicha qiymati muammosini yechishda 3 xil turli yondashuvdan foydalanishimiz mumkin. Birinchisi shunchaki matematik hisob kitoblardan foydalanamiz. Moliyaviy kalkulyatorlar ikkinchi usul; usullarning ko'pchiligi pulning vaqt bo'yicha qiymatini aniqlashda yaxshi natija beradi. Ko'p yillik tajribaga asoslanib, Texas Instruments BA II Plus yoki Hewlett-Packard 10BII kalkulyatorlari yaxshi tanlov bo'lishi mumkin. So'nggida jadvallar ham pulni vaqt bo'yicha qiymatini aniqlashi mumkin, real hayotda, ular savolsiz qabul qilinadigan tanlovlardir.

Matematik hisob kitoblar. Pul qiymatining kelgusi qiymatini aniqlamoqchi bo'lsak, matematik hisob kitoblar keng qo'llaniladi. Ammo, biz pulning vaqt bo'yicha qiymatini moliyaviy kalkulyator yoki jadvallardan foydalangan holda hisoblash osonroq. Ular dunyo bo'yicha tanlangan usullar.

Moliyaviy kalkulyatordan foydalanish. Moliyaviy kalkulyatordan foydalanishni ko'rishdan avval, moliyaviy kalkulyatorda "pulning vaqt bo'yicha qiymati" tugmalari bilan tanishsak. Pulning vaqt bo'yicha qiymati hisob kitoblarida aniq tugmalardan foydalanilsa ham turli kompaniyalarda ishlab chiqarilganda qisman farqlanishi mumkin, belgilar lekin odatda bir xil. Quyidagi belgilar Texas Instruments BA II Plus kalkulyatori tugmalari hisoblanadi:

Menu tugmalari	Tavsifi
Bu bobda foydalaniladigan Menu tugmalari quyidagilar	
N	Diskontlanayotgan davrlar va to'lovlarning umumiy sonini saqlaydi (hisoblaydi)
I/Y	Har bir davr uchun foizning (diskont yoki o'sish) stavkalarini saqlaydi (yoki hisoblaydi)
PV	Pul oqimining joriy qiymati (bir qancha pul oqimlari)ni saqlaydi (yoki hisoblaydi)
FV	Kelgusi qiymat, so'nggi pul oqimining dollar qiymati (yagona pul oqimi yoki bir qancha pul oqimlarining)ni saqlaydi (yoki hisoblaydi)
PMT	Har bir depozitga qo'yilgan yoki olingan annuitet (yoki tenglik) to'lovlarning dollar qiymatini saqlaydi (yoki hisoblaydi)

Bu yerda tasvirlangan tugmalar TI BA II Plus kalkulyatorga to'g'ri keladi. Boshqa moliyaviy kalkulyatorlarda ham deyarli bir xil tugmalar mavjud. Ular qisman farq bilan belgilanadi. Biz moliyaviy kalkulyatorlar tugmalari hozirgacha

foydalanib kelgan matematik mormulalardan turliligidan foydalanib to'xtab belgilarni aniqlashimiz zarur. masalan, biz pastda belgilangan n tugmaidan diskontlanayotgan davrni ifodalash uchun foydalansak, shunday qilib u TI BA II Plus kalkulyatorining yuqori qismida N harfi bilan belgilangan. shuningdek, I/Y tugmasi har bir davr uchun foiz stavkasini bildiradi u biz ishlatgan r ga to'g'ri keladi.

Ba'zi moliyaviy kalkulyatorlar CPT tugmasiga ega bo'lib hisoblash ma'nosini bildiradi. Bu juda sodda tugma chunki kalkulyatorning hisob kitobni boshlashini bildirish uchun foydali. So'ngida PMT tugmasi har bir davrda olingan bir xil to'lovlarni bildirishda ishlatiladi.

Bu tomondan nima sababdan biz kitobda kalkulyatordan farqli belgilardan foydalanayotganimizga hayron bo'lishingiz mumkin. Javobi shuki, baxtga qarshi, moliyaviy kalkulyatorlarning belgilarini aniq qilmaydi. Microsoft Excelning tugmalari ham farq qiladi.

Yodda saqlash uchun muhim nuqta moliyaviy kalkulyatordan foydalanishda pul chiqimlari (investitsiya kiritishdagi sarflar) manfiy belgilar bilan kiritiladi. Natijada moliyaviy kalkulyator buni pulni "qo'ldan chiqarish" sifatida tushunadi va investitsiya jarayonida uni ayirib tashlaydi. Kalkulyator pulni "qo'lga qaytish" deb qabul qilsa, qabul qilinganidan so'ng musbat sonni kiritadi. Har bir kalkulyator o'zgaruvchilarni kiritilishiga qarab turlicha boshqariladi. Sizni aniq bir kalkulyatorning ishlashiga o'rgatish yaxshi fikr deb hisoblash o'rinsiz⁸¹.

O'zingiz biladigan barcha o'zgarishlarni kiritib bo'lganingizdan so'ng, nol qiymatga ega o'zgaruvchilarni kiritganda kalkulyator sizning o'ringizga hisob kitoblarni bajaradi. Agar sizda Texas Instruments BA II Plus kalkulyatori bo'lsa, o'zingiz topishga harakat qiyotgan o'zgaruvchini bildiruvchi tugmadan so'ng (CPT) hisoblash tugmasini bosing. Hewlett-Packyard 1 0BII kalkulyatorida esa, ma'lum o'zgaruvchilarni kiritgandan so'ng, hisoblash uchun so'nggi o'zgaruvchining tugmasini bosish kifoya.

Eng yaxshi boshlashda, muammoning barcha o'zgaruvchilarini kiritish zarur. so'ng muammoda qatnashmagan barcha o'zgaruvchilarga nol qiymatni belgilash zarur. Siz belgilagan turi o'zgaruvchilar pul oqimi yo'nalishida aks etganini tekshirish zarur.

Kalkulyator ishoralari-uni to'g'ri tushunish. Kalkulyatorlar biroz foydalanishga qulay. Ammo bu jarayonda tez tez kuzatiladigan xatolar ham mavjud. Moliyaviy kalkulyatordan foydalanishda muammoni yechish uchun quyidagi qadamlarni amalga oshirish zarur.

1. *Kalkulyatoringizni yiliga bir marta to'lovlarga to'g'irlang.* Ba'zi moliyaviy kalkulyatorlar oylik to'lovlari asosida to'g'irlangan bo'ladi. Uni yillik to'lovlarga o'zgartiring. N davrlar soni va r ni har bir davr uchun foiz stavkasi sifatida oling.

2. *Kalkulyatoringizni eng kamida to'rt xonali yoki o'zgaruvchan o'nli o'ringa o'tkazing (to'qqiz o'nlik son).* Ko'pchilik kalkulyatorlar faqat 2 xonali sonlarni

⁸¹ www.pearsonhighered.com/keow dagi A ilova Texas Instruments BA II Plus va Hewlett-Packyard 1 0BII kalkulyatorlari uchun qo'llanmani taqdim etadi.

ko'rsatadi. Chunki foiz stavkalar juda kichik bo'ladi eng kami 4 xonali yaxlitlashdan foydalaning.

3. *Kalkulyatoringizni "tugallash" holatiga qo'ying.* Sizning kalkulyatoringiz pul oqimlari har davrning ohirida bo'ladi deb tushunishi mumkin.

Eng mashhur moliyaviy kalkulyatorlar Texas Instruments BA II Plus (TI BA II Plus) va Hewlett-Packyard 1 0BII (HP 1 0BII) hisoblanadi. Agar ushbu kalkulyatorlardan birortasidan foydalanayotgan paytingizda muammolar vujudga kelsa www.pearsonhighered.com/keow dagi A ilovani ko'ring. U ikki kalkulyator uchun ham qo'llanma taklif etgan.

Jadvallar. Amaliyotdan olsak, ko'pchilik pul kalkulyatorlari kompyuterlarda mahsus jadvallar dasturlari yordamida amalga oshiriladi. Hisob kitob qiluvchi jadval dasturlari bo'lsa ham ularning orasida eng mashhuri Microsoft korporatsiyasi Excel dasturi. U ham moliyaviy kalkulyatorlarga o'xshab ketadi, Excelda kelgusi qiymatlarni aniqlash uchun mahsus tayyor funksiyalari mavjud.

Excel ishoralari-uni to'g'ri tushunish. 1. Excel taklif etayotgan formuladan foydalan. Barcha Excel funksiyalari bir xil tuzilgan: birinchi "=" belgisi, ikkinchisi (masalan, FV yoki PV) va uchinchisi funksiyalar kichik qavslar ichida joylashgan. Masalan, kelgusi qiymat funksiyasi quyidagicha bo'ladi.

= FV(rate, nper, pmt, pv)

Excel yacheykasida (ma'lumot kiritiladigan jadval bo'lagi) funksiyani terishni boshlasangiz, kiritilgan o'zgaruvchilar jadvalning yuqori qismida ma'lum ketma ketlikda joylashadi va shunga muvofiq qaysi o'zgaruvchini kiritishingizni bilishingiz mumkin. Masalan, = FV(rate, nper, pmt, pv, type) paydo bo'ladi, rate so'zi belgilangan shaklda bo'lishi shu ma'lumotni kiritish zarur ekanligini bildiradi. Bunga ko'ra, o'zgaruvchilarni kiritishingizda butun funksiyalarni eslab qolishingizga xojat qolmaydi.

2. *Agar xato qilsangiz "Help" piktogrammasini bosing.* Excel jadvalining yuqori qismida *Help* so'zini ko'rishingiz mumkin-boshqa bir yo'li F1 tugmasini bosish orqali ham amalga oshirilishi mumkin. Agar xato qilsangiz yordam beruvchi bu help belgisidir. Uni bosib "PV" yoki "FV" ni qidirish joyiga bosing va natijada dastur buni qanday amalga oshirishni tushuntirib beradi. Qolgan boshqa barcha moliyaviy hisob kitoblar ham huddi shu yo'sinda amalga oshirilishi mumkin.

3. *r o'zgaruvchisini yaxlitlashda ehtiyotkor bo'ling.* Masalan, har oyda hisoblanadigan 6.99 ga teng bo'lgan foiz stavkasini hisoblayapsiz. Bu foiz stavkasini har biro y uchun hisobga olishni anglatadi, ya'ni =6.99%/12, va siz bo'lish amalini bajarayotgan ekansiz, bo'lish amalga oshirilgunga qadar "=" belgisini kiritishingiz zarur bo'ladi. 0.0699/12 ni 0.58 ga yaxlitlamang va *r* uchun 0.58ni kiriting. Uning o'rniga =6.99/12 yoki o'nli kasrda 0.0699/12 ni *r* o'rniga kiriting.

Anglagan bo'lsangiz kerak, Excel jadvallarida foydalaniladigan usullar moliyaviy kalkulyatornikiga o'xshab ketadi, Excelda foiz stavka (0.06) o'nli kasr yoki % belgisi bilan (6%) orqali belgilanadi, (moliyaviy kalkulyatordan foydalanishda esa) 6 ni kiritamiz.

4. *Excel shartli belgilari sizni chalg'itishiga yo'l qo'ymang.* Excel r yoki I/Y belgisini foiz stavkasi sifatida tushunmaydi. Uning o'rniga u termin nisbatidan foydalanadi. Bu sizni bezovta qilishiga yo'l bermang. Shuningdek, Excel n belgisidan yillar sonini bildirish uchun foydalanmaydi. Buning o'rniga $nper$ belgisidan foydalanadi. Yana bir marta bu sizni bezovta qilishiga yo'l bermang. n ham $nper$ ham davrlarni bildiradi.

5. "Type" o'zgaruvchini kiritishda chalg'imang. Siz Excel biz hali gaplashmagan o'zgaruvchini "type" kiritishingizni talab qilishi mumkin. Agar siz "=FV" ni teradigan bo'lsangiz, yacheyka pastida "=FV (rate, nper, pmt, pv, type)" paydo bo'ladi. Bu yangi o'zgaruvchi sizni chalg'itishiga yo'l qo'ymang. "type" o'zgaruvchisi to'lovlar, pmt har bir yilning ohirida amalga oshirilishini (ya'ni type = 0) yoki har bir davrning boshini (ya'ni type = 1) bildiradi. Lekin jadvalda belgilangan "type" nolga teng deb olinadi.

Shunday ekan agar siz "type" qiymat belgilamasangiz dastur to'lovlar har yilning ohirida amalga oshiriladi deb hisoblaydi. Biz buni davr ohirida amalga oshiriladi deb hisoblaymiz, agar unday bo'lmasa, bular bilan bobning keying qismlarida tanishamiz. Sezgan bo'lsangiz barcha to'lovlar davr ohirida amalga oshiriladi deb hisoblasak, "type" o'zgaruvchisidan foydalanmasak ham bo'ladi.

Pulning vaqt bo'yicha qiymati muammosining ikki qo'shimcha turlari. Ba'zida pulning vaqt bo'yicha qiymati qiymatning joriy yoki kelgusi qiymatlarini aniqlashga qaratilmaydi, ammo buning o'rniga kelgusi davrdalar n , yoki foiz stavkasi, r bilan ham shug'ullanadi. Masalan, bu savolning javobida biz n qiymatini aniqlashimiz ham mumkin.

- Pul investitsiya qilganimdan qancha vaqt o'tib ikkinchi uy sotib olishga yetarli mablag'im bo'ladi?

Shuningdek, bu savol r uchun berilganda quyidagicha javob topishimiz mumkin bo'ladi.

- Yangi tug'ilgan farzandim kollej ta'limini olishi uchun qanday stavkada investitsiya kiritishim kerak bo'ladi?

- Mening investitsiyam qancha foiz daromadi oldi?

Moliyaviy kalkulyator yoki excel jadvallari orqali yuqoridagi holatlarda r yoki n ning qiymatini osonlikcha topib olishimiz mumkin. Bu matematik formulalar orqali ham amalga oshirilishi mumkin, lekin bu jadvallar yoki kalkulyatorlar yordamida amalga oshirilganda nisbatan osonroq bo'ladi, keling bularga to'xtalib o'taylik.

Davrlar sonini aniqlash. Faraz qilamiz siz 9330 dollar investitsiya 10% foiz stavkasida 20 000 dollarga aylanishi uchun qancha vaqt talab qiladi? Endi buni moliyaviy kalkulyator va Excel jadvallari orqali aniqlashga harakat qilib ko'raylik. *Excel jadvallaridan foydalanish.* Excel dasturida buni hisoblash ham oson. Biz = NPER funksiyasidan foydalanib rate, pmt, pv va fv qiymatlarini kiritamiz

	A	B
1	Foiz stavkasi (rate)=	10.00%
2	To'lov (pmt)=	0
3	Joriy qiymat (pv)=	(\$9,330)
4	Kelgusidagi qiymat (fv)=	\$20,000
5		
6	Davlar miqdori (n per) =	8
7	Exeldagi formula=nper(rate, pmt,pv, ft)	
8	Kiritilgan yacheyka:b6 =nper(b1,b2,b3,b4)	

Foiz stavkasini aniqlash. Siz meros sifatida 34 946 dollar mablag' oldingiz va uni 30 yidan so'ng foydalanish uchun pensiya fondiga investitsiya qilmoqchisiz. Agar sizga nafaqangizni ta'minlash uchun 800 000 dollar zarur bo'lishini hisoblasangiz, 34 946 dollar mablag'ingizni qanday foiz stavka bilan investitsiya qilardingiz. Endi foiz stavkasini moliyaviy kalkulyator va Excel jadvallari orqali aniqlashga harakat qilib ko'raylik.

Excel jadvallaridan foydalanish. Excel dasturida buni hisoblash ham oson. Biz = RATE funksiyasidan foydalanib nper, pmt, pv va fv qiymatlarini kiritamiz.

	A	B
1	Davlar miqdori (n per)=	30
2	To'lov (pmt)=	0
3	Joriy qiymat (pv)=	(\$34, 946)
4	Kelgusidagi qiymat (fv)=	\$800,000
5		
6	Foiz stavkasi (rate)=	11,00%
7		
8	Exeldagi formula= rate (nper, pmt, pv, fv)	
9	Kiritilgan yacheyka b6: = rate (b1,b2,b3,b4)	

Murakkab foizni puldan boshqa aktivlarga qo'llash. Pul qiymatini ma'lum foiz stavkasida vaqt bo'yicha surar ekan, uning asosida yotgan tushuncha o'sishi mumkin bo'lgan har qanday holatlarda qo'llanilishi mumkin. Masalan, faraz qilamiz, siz 5 yil muddat ichida simsiz printerlar bozori qanday bo'lishiga qiziqyapsiz va bunday tovarlar uchun talab kelgusi 5 yil ichida 25 foizdan o'sib boradi. Pul qiymatini hisoblashda foydalangan formulamizdan kelgusi davrda printerlar bozorining kelgusi qiymatini topib olishimiz mumkin. Agar bozorda har yiliga 25 000 printerlar bo'lsa, u joriy qiymat bo'ladi, n esa 5 va r esa 25% ga teng bo'ladi; (1) tenglamadan foydalanib Fvni topib olishimiz mumkin bo'ladi.

$$\begin{aligned}
 \text{Kelgusi qiymat} &= \text{joriy qiymat} \times (1 + r)^n & (1) \\
 &= 25000(1 + 0.20)^5 = 76293
 \end{aligned}$$

Natijada, foiz stavkasi r ni, murakkab o'sish darajasi deb olib va uni davrlar soni uchun yechsak biror darajadagi o'sishni aniqlaymiz-kelgusida o'sadigan

qiymatlar uchun. Yoki r uchun ishlashimiz ma'lum muddatda qandaydir o'sish darajasiga yetishi uchun zarur bo'ladigan darajani bildiradi.

Joriy qiymat. Shu paytga qadar biz pulni vaqt bo'yicha qiymatini aniqlayotgan edik; biz qancha qiymat bilan boshlashimiz, qancha davrda va qancha foiz stavka bilan o'sishini aniqlashga harakat qilayotgan edik. Endi biz aksincha savolga e'tiborimizni qaratamiz: kelgusi davrda olinadigan pulning joriy qiymati qanchaga teng bo'ladi? Bu holatda kelgusi pulni joriy qiymatga keltiramiz. Summaning joriy qiymatini aniqlaymiz, yoki oddiy jumla bilan *kelgusi to'lovning hozirgi qiymatini* aniqlaymiz. Haqiqatda, biz murakkab foizni teskari qo'llashdan boshqa ish qilmaymiz. Bu usullardagi farq investorning qarashlaridan kelib chiqadi. Murakkab foizni qo'llashda biz kelgusi qiymatlarning joriy qiymati, diskont stavka va joriy qiymatni aniqlashda qo'llaniladigan murakkab foiz stavkasi va boshlang'ich investitsiya haqida gaplashdik.

Teng riskli investitsiya uchun mavjud bo'lgan va qaysi birida diskontlanayotgan qaytim darajasi sifatida tavsfilanishi mumkin. Boshqa tomondan usul va atama bir xilligicha qoladi va matematika shunchaki o'zgaradi. (1) tenglamada dastlabki investitsiyaning kelgusi qiymatini aniqlashga harakat qildik. Endi biz dastlabki investitsiya yoki joriy qiymatni aniqlaymiz. (5-1) tenglamaning ikki tomonini ham $(1 + r)^n$ ga bo'lib yuboramiz va natijada:

$$\text{Joriy qiymat} = n \text{ yil ohiridagi kelgusi qiymat} \times \left[\frac{1}{(1+r)^n} \right]$$

$$\text{yoki } PV = FV \times \left[\frac{1}{(1+r)^n} \right] \quad (2)$$

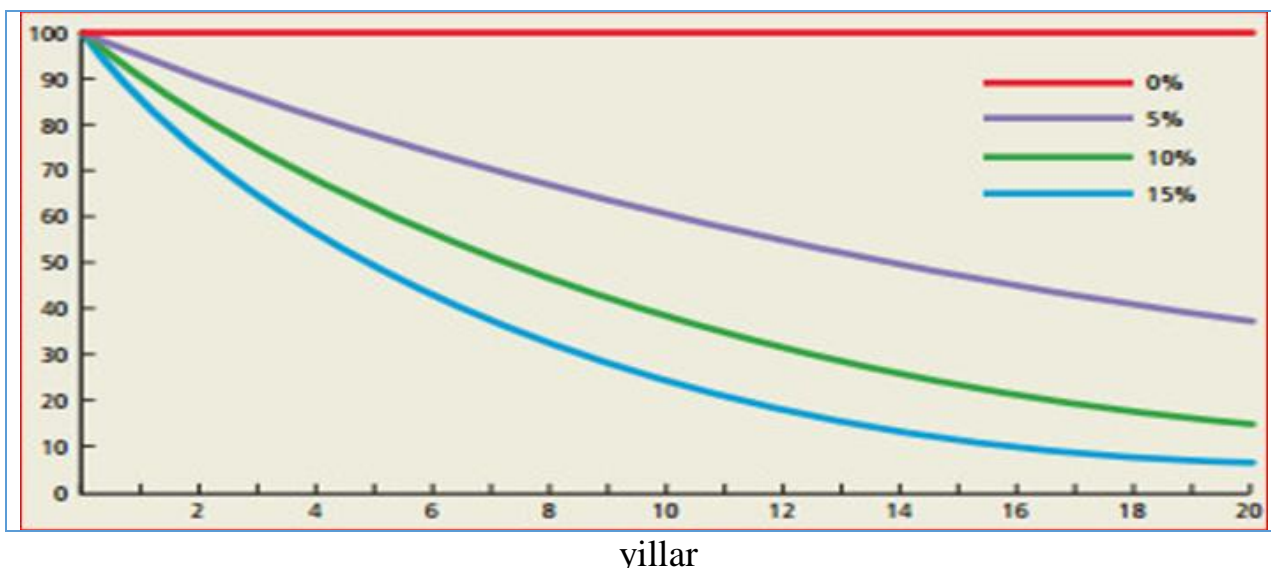
(5-2) tenglamada qavs ichida belgilangan ifoda joriy qiymat omili deb ataladi. Shunday qilib, kelgusi dollarni joriy qiymatini aniqlash uchun, bizga zarur bo'ladigan narsa kelgusi dollar qiymatini joriy qiymat omiliga ko'paytirish kifoya;

$$\text{Joriy qiymat} = \text{kelgusi qiymat} \times (\text{kelgusi qiymat omili})$$

Bu yerda

$$\text{Joriy qiymat omili} = \left[\frac{1}{(1+r)^n} \right]$$

Joriy qiymatni matematik jihatdan aniqlash kelgusi qiymatni aniqlashning aksi ekan, biz r , n va joriy qiyma o'rtasidagi munosabatni topishda huddi kelgusi qiymatni topishda bajargan hisob kitoblarning aksini qilamiz. Kelgusi pul qiymating joriy qiymati to'lovlar olinishi mumkin bo'lgan davrlar soni va diskont stavkaga teskari bog'langan. Bu bog'liqlik 15.3-rasmda keltirilgan. Joriy qiymat tenglamasi [(2) tenglama] yangi investitsion takliflarni baholashda ko'p qo'llanilsa ham u kelgusi davrda tenglamasi, murakkab foiz stavkasi tenglamasi (1) bilan bir xil u kelgusi qiymat o'rniga joriy qiymatni aniqlashda qo'llaniladi.



15.3- rasm. Dastlabki investitsiya qilingan \$100 joriy qiymati va 0, 5, 10 va 15 foizlarda diskontlanishi

Bizda faqat bitta joriy-qiymat-kelgusi-qiymat tenglamasi bor; (1) va (2) tenglamalar bir tenglamaning turli ko'rinishlari. Biz ularni hisob kitoblarni soddalashtirish maqsadida alohida tenglamalarda ko'rsatdik; birida dollarning kelgusi qiymatini va boshqasida esa bugungi dollarning qiymatini aniqlayapmiz. Ikki holatda ham sabab bir xil: muqobil investitsiyalar qiymatlarini taqqoslash va bugun olingan dollar kelgusida olinadigan dollar bilan bir xil qiymatga ega bo'ladi. Boshqacha qilib aytganda, dollar qiymatini vaqt davrida o'lchashimiz mumkin. Masalan, agar bir quyidagi loyihalarni o'rgansak-biri 1 yilda 1000 va'da qilyapti ikkinchisi esa 5 yilda 1500 dollar va'da qilyapti va so'nggisi 10 yilda 2500 dollar va'da qilyapti-joriy qiymat tushunchasi ularni joriy qiymatga keltirib taqqoslash mumkin qilishga imkon beradi. Shuningdek, barcha joriy qiymatlar taqqoslab bo'ladigan ekan (ular barchasi bir vaqtdagi dollarda o'lchandi) biz kirim va chiqimlarini joriy qiymatga o'tkazib qo'shib ayirishimiz mumkin bo'ladi. Turli davrlarda amalga oshiriladigan ikki xil pul oqimiga ega investitsion loyihani ko'raylik va bu investitsiyaning joriy qiymatini aniqlaylik.

2. Annuitetlar. Teng bo'lmagan pul oqimlari va doimiy annuitetlar⁸²

Annuitetlar. Annuitet ma'lum davrlar mobaynida teng qiymatli to'lovlarni bildiradi. Annuitetlar haqida gapirganimizda oddiy annuitetni nazarda tutamiz. Oddiy annuitetda to'lovlar har bir davrning ohirida amalga oshiriladi. Annuitetlar moliyada tez tez foydalanilib kelinadi-masalan, obligatsiya foiz to'lovlar-biz ularda ko'p foydalanamiz. Annuitetlarning murakkab foizlar orqali joriy qiymatini topish yuqorida tasvirlaganimiz kabi bir xil bo'lishi mumkin ammo bu jarayonlar-ayniqsa katta annuitetlar bilan amalga oshirilsa ko'p vaqtni talab etadi. Shunday qilib biz, annuitetlarda yaxshilangan yagona pul oqimlari formulasidan foydalanamiz.

Murakkab foizda annuitetlarni ifodalash. Murakkab foizli annuitet ma'lum bir davr davomida davr ohirlariga kelib, bir xil summadagi mablag'larni depozitga

⁸² Athur J. Keovn, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 9/E, Pearson 2016, 151-160p.

qo'yish yoki investitsiyalashni bildiradi. Biz balki ta'lim, yangi mashina yoki hordiq chiqaradigan uy sotib olish uchun mablag' jamg'arishimiz mumkin. har qanday holatda ham, ma'lum bir miqdordagi pulning kelajakda qanday qiymatga o'sishini aniqlashni xohlaymiz.

Haqiqatda, (1) tenglamadan foydalanib javobni osonlikcha topamiz, bizning murakkab foiz formulasi har bir depozitlarning kelgusi qiymatini aniqlashni bildiradi. Masalan, kollej ta'limiga ega bo'lish maqsadida kelgusi 5 yilda yilning ohirida 500 dollarni depozitga qo'ymoqchimiz va bank unga 6% foiz to'lab beradi, beshinchi yilning ohiriga kelib u qanchaga teng bo'ladi? (5-1) tenglamadan foydalanib biz 5 yilda 2818.50 dollarga ega bo'lamiz.

$$\begin{aligned}
 FV_n &= \$500(1 + 0.06)^4 + \$500(1 + 0.06)^3 + \$500(1 + 0.06)^2 + \$500(1 + 0.06)^1 \\
 &\quad + \$500 \\
 &= \$500(1.262) + \$500(1.191) + \$500(1.124) + \$500(1.060) + \$500 \\
 &= \$631.0 + \$595.50 + \$562.00 + \$530.00 + \$500.00 \\
 &= \$2818.50
 \end{aligned}$$

Jarayondagi hisob kitoblar va jadvalda berilgan pulning vaqt bo'yicha qiymatini tahlil qilish orqali turli vaqt oralig'ida amalga oshirilgan pul oqimlarining kelgusi qiymatlarni qo'shib chiqish asosiy ishimiz ekanligini aniqlashimiz mumkin. Shunday qilib, annuitetning kelgusi qiymatini aniqlashga mo'ljallangan tenglama ham mavjud:

$$\begin{aligned}
 \text{Annuitetning kelgusi qiymati} &= PMT \left(\frac{\text{kelgusi qiymat omili} - 1}{r} \right) \\
 &= PMT \left(\frac{(1+r)^n - 1}{r} \right) \quad (3)
 \end{aligned}$$

Muhokamani soddalashtirish maqsadida biz (5-3) tenglama qavs ichidagi ifodani annuitetning kelgusi qiymati omili deb ataymiz. U quyidagicha shaklga ega $\left(\frac{(1+r)^n - 1}{r} \right)$.

Yangi belgidan foydalanib (5-3) tenglamani qayta yozamiz:

$$FV_n = PMT \left(\frac{\text{kelgusi qiymat omili} - 1}{r} \right) = PMT (\text{annuitetning kelgusi qiymati omili})$$

Agar har yili biz teng summadagi pul miqdorini depozitga qo'yish uchun qancha shakllantirishimiz kerak, degan savolga emas balki ma'lum miqdordagi qiymatga ega bo'lish uchun qanchadan depozitga qo'yishimiz kerak degan savolga javob topishimiz kerak. Bu muammo katta xarajat uchun ko'p miqdorda jamg'arish holatlarida namoyon bo'ladi.

Masalan, agar 8 yilda kollej uchun 10000 dollar zarur bo'lsa, biz har bir yilning ohirida 6 foiz stavkada bankka qancha depozitga qo'yishimiz kerak? Bu holatda (5-3) tenglamada n , r va FV_n lar ma'lum, bizga faqat PMT qiymat zarur bo'ladi. Qiymatlarni (5-3) tenglamaga qo'yish orqali:

$$\begin{aligned}
 \$10000 &= PMT \times \left(\frac{(1+0.06)^8 - 1}{0.06} \right) \\
 \$10000 &= PMT (9.8975) \\
 \frac{\$10000}{9.8975} &= PMT \quad \quad \quad \$1010.36 = PMT
 \end{aligned}$$

Shunday qilib, 8 yilda 6 foizdan 10000 dollarni shakllantirish uchun hozir \$1010.36 depozitga qo'yishimiz kerak.

Annuitetning joriy qiymati. Pensiya to'lovlari, sug'urta majburiyatlari va obligatsiya foiz to'lovlari barchasi annuitet to'lovlaridir. Bu uch turni farqlash uchun ularning har birining joriy qiymatlarini aniqlashimiz zarur. Masalan, 5 yilning so'ngida olingan 500 dollarning 6% diskont stavkada joriy qiymati qancha bo'lishini aniqlamoqchimiz, biz barcha mavjud qiymatlarni (5-2) tenglamaga qo'yamiz:

$$\begin{aligned}
 PV &= \$500 \times \left[\frac{1}{(1+0.06)^1} \right] + \$500 \times \left[\frac{1}{(1+0.06)^2} \right] + \$500 \times \left[\frac{1}{(1+0.06)^3} \right] + \$500 \times \left[\frac{1}{(1+0.06)^4} \right] + \$500 \times \left[\frac{1}{(1+0.06)^5} \right] \\
 &= \$500(0.943) + \$500(0.890) + \$500(0.840) + \$500(0.792) + \$500(0.747) \\
 &= \$2106
 \end{aligned}$$

Shunday qilib, bu annuitetning joriy qiymati 2106.00 dollarga teng. Jarayondagi hisob kitoblar va jadvalda berilgan pulning vaqt bo'yicha qiymatini tahlil qilish orqali turli vaqt oralig'ida amalga oshirilgan pul oqimlarining joriy qiymatlarni qo'shib chiqish asosiy ishimiz ekanligini aniqlashimiz mumkin. Annuitetning joriy qiymatini aniqlashga qaratilgan tenglama mavjud:

$$\begin{aligned}
 \text{Annuitetning joriy qiymati} &= \text{PMT} \left[\frac{1 - \text{joriy qiymat omili}}{r} \right] \\
 &= \text{PMT} \left[\frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \right] \quad (5-4)
 \end{aligned}$$

YEAR	0	1	2	3	4	5
Yil oxiridagi dollar		500	500	500	500	500
	471.50					
	445.00					
	420.00					
	396.00					
	373.50					
Aynitetning hozirgi qiymati						<u>\$2,106.00</u>

15.4- rasm. 5 yillik \$500 annuitet 6 foizda joriy qiymatga keltirilgan

Muhokamani soddalashtirish maqsadida biz (5-4) tenglama qavs ichidagi ifodani annuitetning joriy qiymati omili deb ataymiz. U quyidagicha shaklga ega $\left[\frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \right]$.

Misolni PMT uchun ishlaydigan bo'lsak, bu holatning moliyaviy ma'nosi: pensiya yoki qarz to'lovlarini amalga oshirish uchun, kelgusi n yil davomida yillik murakkab foizda r foizli daromad keltiruvchi hisobraqamda n yildan so'ng mablag' qoldirmaslik uchun qancha hisobdan yechib olish mumkin? Masalan, agar bizning hisobraqamda 5000 dollar mavjud bo'lsa va u 8% daromad keltirib tursa, 5-yil ohiriga kelib hisobraqamda mablag' qoldirishni xohlamasak, yillik qanchadan mablag' yechib olishimiz mumkin? Bu holatda annuitetning joriy qiymat 5000

dollar $n = 5$ yil, $r = 8$ foiz va PMT aniq emas. Ma'lumotlarni (5-4) tenglamaga joylashtirsak u quyidagicha bo'ladi:

$$\$5000 = PMT \left[\frac{1 - (1 + 0.08)^{-5}}{0.08} \right] = PMT (3.993)$$

$$\$1252 = PMT$$

Shunday qilib 5 yilning ohiriga kelib har yil ohirida \$1252 yechib olsak, hisobraqam nolga tushadi.

Annuitet badallari. Annuitet badallari *oddiy annuitet bo'lib unda annuitet to'lovlari 1 yil oldinga suriladi*. Ularni murakkab foizga qo'yish va joriy va kelgusi ularning qiymatlarini aniqlash oson. Annuitet badallarida har bir annuitet to'lovlari har bir davr ohirida emas boshida amalga oshiriladi. Buning ta'sirini murakkab fozi hisob kitoblariga qo'yaylik. Annuitet badallarida yil ohiridagi to'lovlar yil boshiga o'tadi va biz yana qo'shimcha davr uchun murakkab foizni qo'llaymiz. Natijada annuitet badallarining murakkab summasi quyidagicha:

Annuitet badalining kelgusi qiymati = annuitetning kelgusi qiymati $\times (1 + r)$

$$FV_n(\text{annuitet badali}) = PMT \left(\frac{(1+r)^n - 1}{r} \right) (1 + r)$$

(5)

Yuqoridagi kolletjga jamg'arish misolida 5-yildagi \$500 oddiy annuitet bankka 6 foiz depozitga qo'yilganda u \$2818.50 ga teng bo'lar edi. Endi faraz qilamiz bu 5 yillik annuitet kelgusida \$2818.50 dan \$2987.66 ga oshadi.

$$\begin{aligned} FV_5 &= \$500 \left(\frac{(1+0.06)^5 - 1}{0.06} \right) (1 + 0.06) \\ &= \$500(5.637093)(1.06) \\ &= \$2987.66 \end{aligned}$$

Annuitet badalining joriy qiymatida biz pul oqimini 1 yil avval olamiz-biz har yilning hoirida emas har yilining boshida olamiz. Natijada pul oqimi 1 yil avval olinar ekan, bir davr quyiga diskontlb tushiriladi. Annuitet badalining joriy qiymatini aniqlash uchun bizga oddiy annuitet qiymatini topib $(1 + r)$ ni qo'shishimiz kifoya, u 1 yillik diskontlashni to'xtatadi.

Annuitet badalining joriy qiymati = annuitetning joriy qiymati $\times (1 + r)$

$$PV(\text{annuitet badali}) = PMT \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \right] (1 + r) \quad (6)$$

Yuqoridagi kollej misolida 5 yillik \$500 oddiy annuitetni 6% diskont stavkada tahlil qildik, endi biz uni oddiy annuitet uchun emas annuitet badali uchun hisoblaymiz, joriy qiymat \$2106 dan \$2232.55 ga oshadi.

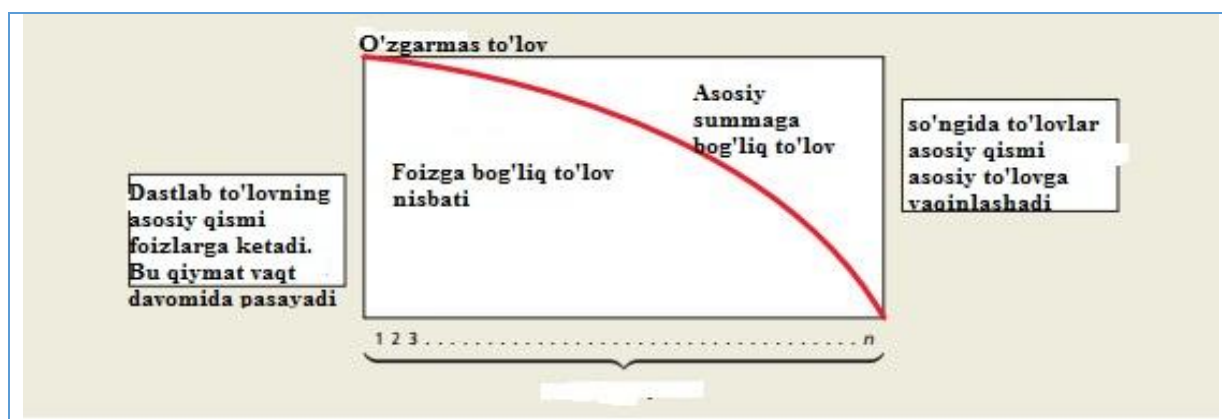
$$\begin{aligned} PV &= \$500 \left[\frac{1 - (1+0.06)^{-5}}{0.06} \right] (1 + 0.06) \\ &= \$500(4.21236) (1.06) \\ &= \$2232.55 \end{aligned}$$

Moliyaviy kalkulyatordan foydalanganda, biz uni oddiy annuitet kabi joriy yoki kelgusi qiymatlarini topamiz. Joriy qiymatni $(1 + r)$ yoki bu holatda 1.06 ga ko'paytiramiz.

Yuqoridagi annuitet badallarining joriy va kelgusi qiymatlari oddiy annuitetlar qiymatlaridan yuqori chunki to'lovlar oldinroq olinadi. Shunday qilib,

murakkab foizda annuitet badali1 qo'shimcha yilga diskontlanadi va annuitet 1 yil kam muddatga kam diskontlanadi. Annuitet badallari buxgalteriya hisobida keng qo'llanilsa ham moliyada uning qo'llanilishi cheklangan. Shunday ekan matnda annuitet iborasi qo'llanilsa u oddiy annuitetga qaratiladi.

Amortizatsiyalashgan qarzlilar. PMTni ishlash jarayonida annuitet to'lovlari r , n va PV aniq bo'ladi, u shuningdek, vaqt davomida teng miqdordagi qarzlarni to'lash jarayonida ham qo'llanilishi mumkin. Shu usulda *teng davriy to'lovlar shaklida to'lab beriladigan qarzlilar* amortizatsiyalashgan qarzlilar deb ataladi. Haqiqatda amortizatsiya atamasi lotincha "o'lim arafasida" so'zidan kelib chiqqan. Agar siz qarzni doimiy bir xil qiymatlarda to'lab borsangiz qarz amortizatsiyalashgan bo'ladi.



15.5- rasm. Amortizatsiyalash jarajoni

To'lovlar o'zgarmas bo'lsa ham to'lovlarning turli qiymatlari asosiy summa va foizlar tomon boradi. Har bir to'lov orqali asosiy to'lovga yaqinlashib boriladi. Natijada foiz to'lovlari to'lovlar hisobiga kamayib, o'sib boruvchi asosiy summani kamaytirib boradi. 15-4 rasm amortizatsiyalash jarayonini ifodalaydi.

Masalan, firma texnika sotib olmoqchi. Buni amalga oshirish uchun 4 yil davomida yil ohirida teng miqdordagi to'lovlar orqali to'lanib boriladigan \$6000 qarz oldi va 15% foiz stavka qarz beruvchiga qolgan qarz summasidan to'lab boriladi. Yillik to'lovlarning qancha miqdori qarzning to'loviga bog'liq ekanligini aniqlash uchun biz (4) tenglamadan foydalanamiz va PMT, yillik annuitetni hisoblaymiz. Bu holatda bizga PV, r va n lar ma'lum. PV annuitetning joriy qiymati bo'lib, \$6000 ga teng, r yillik foiz stavka 15% ga teng va n , davrlar soni eng kamida 4 yil. PMT olinadigan annuitet (firma tomonidan to'lanib qarz beruvchi oladigan summa) har yil ohirida amalga oshiriladi, noma'lum. Ma'lumotlarni (5-4) tenglamaga qo'yish orqali biz quyidagiga ega bo'lamiz:

$$\begin{aligned}
 \$6000 &= PMT \left[\frac{1-(1+0.15)^{-4}}{0.15} \right] \\
 &= PMT (2.85498)
 \end{aligned}$$

$$\$2101.59 = PMT$$

4 yilda asosiy summa va foiz to'lovlarini to'lab berish uchun yillik to'lovlar 2101.59 dollarga teng bo'lishi kerak. 15.1- jadvalda eng kam xatoliklar bilan foiz va asosiy summaning kamayib borishi qarzning amortizatsiya jadvali

deyiladiko'rishingiz mumkinki, asosiy to'lovga nisbatan foiz to'lovlari qarz kamayishi bilan kamayib boradi.

15.1- jadval.

4 yilda to'lanadigan 15% li \$6000 amortizatsiyalangan qarzning to'lanishi

Yil	Annuitet	Annuitetga nisbatan foiz nisbati*	Annuitetning asosiy summani to'lashdagi nisbati*	Annuitet to'lovlaridan so'ng qarz balansi
0	\$2101.59	0	0	\$6000
1	2101.59	\$900.00	\$1201.59	4798.41
2	2101.59	719.6	1381.83	3416.58
3	2101.59	512.49	1589.10	1827.48
4	2101.59	274.12	1827.48	

*annuitetning foiz nisbati yil boshidagi 15% stavkada qarz balansiga ko'paytirish orqali aniqlanadi. 1 yil uchun $\$6000 \times 0.15 = \900.00 2 yil uchun $\$4798.41 \times 0.15 = \719.76 va hokazo.

*annuitetning asosiy summaning to'lanishi annuitetning foiz qismini (2-ustun) ni annuitet (1-ustun) dan ayirish orqali aniqlanadi.

Endi amortizatsiyalashgan qarz uchun jadvaldan foydalanib oylik ipoteka to'lovlarini hisoblaylik va foiz hamda asosiy to'lovga ularning qancha qismi ketishini aniqlaylik.

Yangi uy sotib olish uchun 25 yilga \$100000 ipoteka olamiz. Agar ipoteka uchun foiz stavkasi qancha bo'lganda oylik to'lovlar qanday bo'ladi. Buni hisoblash uchun 8%ni 12 ga bo'lish orqali oylik foiz stavkani aniqlaymiz. Ikkinchidan, davrlarni oylik davrga o'tkazib olishimiz ya'ni 25 yilni 12 oyga ko'paytiramiz. Bu bo'limda natijani topamiz:

	A	B
1	Foiz stavkasi (rate)=	0,6667%
2	Davlar miqdori (n per)=	300
3	Joriy qiymat (pv)=	\$100,000
4	Kelgusidagi qiymat (ft)=	\$0
5		
6	To'lov (pmt)=	(\$771,82)
7		
8	Exeldagi formula= pmt(rate, nper, pv, fv)	
9	Kiritilgan yacheyka b6:= pmt ((8/12)% ,b2,b3,b4)	

Exceldan shuningdek, amortizatsiyalashgan qarzning foiz va asosiy to'lovlarni hisoblashda ham foydalanishimiz mumkin. Buni amalga oshirish uchun Excel funksiyalar:

Hisoblash	Funksiya
-----------	----------

To'lovning foiz nisbati	= IPMY(rate, per, nper, pv, fv)
To'lovning asosiy summa nisbati	= PPMT(rate, per, nper, pv, fv)
Individual davriy to'lovlar soniga qaraladi	

Bu misolda 48 oylik to'lovlar foiz va asosiy summa tomon borishini aniqlaymiz:

	A	B
1	Foiz stavkasi (rate)=	0,6667%
2	To'lov soni (per)=	48
3	Davlar miqdori (n per)=	300
4	Joriy qiymat (pv)=	\$100,000
5	Kelgusidagi qiymat (fv)=	0\$
6		
7	48-chi to'lovning foiz qismi	(\$628.12)
8	48-chi qarzi to'lov asosiy qismi	(\$143.69)
9		
10	Kiritilgan yacheyka b7:=IPMT((8/12)% ,b2, b3, b4, b5)	
11	Kiritilgan yacheyka b8:=PPMT((8/12)% ,b2,b3,b4,b5)	

3. Yillik bo'lmagan qo'shma davrlar uchun joriy va kelgusi qiymatni aniqlash

Foiz stavkalarini taqqoslab bo'ladigan qilish. Qayerga investitsiyalash yoki qarz olish bo'yicha to'g'ri qarorlar qabul qilish uchun foiz stavkalarini taqqoslab bo'ladigan qilish maqsadga muvofiq. Baxtga qarshi ba'zi stavkalar yillik qolganlari esa, choraklik yoki kunlik hisoblanishi mumkin. Turli davrga tegishli bo'lgan foiz stavkalarini taqqoslash to'g'ri emas. Ularni taqqoslashning yagona yo'li ularni bir davrga keltirib olib taqqoslash hisoblanadi.

Turli foiz stavkalarini taqqoslash mumkin qilish jarayonini tushunish uchun, dastlab, nominal yoki belgilangan foiz stavkasini tavsiflash zarur. Masalan, siz qarz olish maqsadida stavkalarni o'rganyapsiz va biri 8% yillik to'lanadi va yana biri 7.85% choraklik to'lab beriladi, 8% ham 7.85% ham nominal foiz stavkalar. Baxtga qarshi, stavkalardan biri yillik hisoblanadi, ikkinchisi esa oylik hisoblanadi, ya'ni ikki stavka ham taqqoslab bo'lmaydigan. Haqiqatda, nominal stavkalarni ularni bir davrda hisoblanadigan qilmaguncha taqqoslab bo'lmaydi. Ularni taqqoslab bo'ladigan qilish uchun umumiy davr uchun ekvivalent stavkani topamiz. Biz buni samarali yillik stavka (EAR) ni hisoblash orqali amalga oshiramiz. Bu nominal foiz stavka bo'lib, nominal yoki belgilangan stavka kabi bir xil qaytimga ega bo'ladi.

Faraz qilamiz, siz bankdan 12% oylik foiz stavkada qarz olmoqchisiz. Agar siz 12 oy davomida 1%dan olsangiz 1\$ dan qarz olgan bo'lasiz.

$$\$1.00 (1.01)^{12} = \$1.126825$$

Natijada, siz 12% ning o'rniga 12.6825% da qarz olyapsiz. Unga ko'ra yillik stavka nominal stavka kabi qarz to'lovlarini hosil qilishi mumkin. Boshqacha qilib

aytganda, agar siz 1.6825% yillik hisoblanadigan va 12% oylik hisoblanadigan qarz olsangiz ikkisi ham bir xil natija beradi. Shunday qilib, 12% oylik to'lanadigan foiz stavka uchun 12.6825% samarali foiz stavka (EAR) hisoblanadi.

Jarayonni umumiyashtirsak,

EARni quyidagi tenglama orqali hisoblashimiz mumkin:

$$EAR = \left(1 + \frac{\text{nominal stavka}}{m}\right)^m - 1 \quad (7)$$

Bu yerda EAR samarali yillik foiz stavka va m yildagi hisoblanayotgan davrlar miqdori. Banklar va bizneslar taklif etayotgan foiz stavkalarini taqqoslash mumkin qilish orqali mantiqiy qarorlar qabul qilinishi mumkin. EARni yarim yillik, choraklik yoki boshqa yillik bo'lmagan muddatda joriy va kelgusi qiymatlarga qo'llaganda ham bir xil mantiq yotadi. Yuqorida pulni vaqt bo'yicha qiymatini aniqlaganda pul oqimlari yillik amalga oshirilishi yoki diskontlash davri birga teng deb oldik. Shunga qaramay, ko'pchilik obligatsiyalarda foizlar yarim yillik to'lanadi va ko'pchilik ipotekalar oylik to'lovlarni talab qiladi.

Masalan, agar biz pulimizni 5 yilga 8% dan to'lovlar yarim yilda amalga oshirilsa, biz pulimizni o'nta 6 oylik davrlarda har birida 4% dan daromad oladigan qilib investitsiyalayotgan bo'lamiz. Agar 8% 5 yil chorakda to'lanadigan bo'lsa 20ta uch oylik davr uchun 2%dan foiz daromadi olamiz. Bu jarayon osonlikcha umumlashtirilishi mumkin, quyida kelgusi qiymatni investitsiya yillik bo'lmagan davrlar uchun formula aks etgan:

$$FV_n = PV \left[1 + \frac{r}{m}\right]^{mn}$$

(8)

Bu yerda $FV = n$ yil so'ngiga kelib investitsiyaning kelgusi qiymati

n = diskontlash amalga oshiriladigan davrlar soni

r = yillik foiz (diskont) stavka

PV = joriy qiymat yoki birinchi yil boshidagi investitsiyalangan qiymat

m = yil davomida hisoblash qancha marta amalga oshirilishini bildiradi

Haqiqatda, barcha pul oqimini vaqt bo'yicha surishga asoslangan formulalar yillik bo'lmagan miqdorlarni ham osonlikcha qabul qila oladi. Har bir holatda ham, bu bobda tanishtirgan formulalarimizdan 2 holat hosil qilamiz-birinchi n , yillar soni va keyingisi r , yillik foiz stavka. Bu hisoblashlar ikki qadamda o'z ifodasini topadi:

• n davrlar soni bo'ladi yoki n (davrlar soni) m (yilda amalga oshiriladigan diskontlashlar soni). Shunday qilib, 10 yilga oylik diskontlansa n 10 yilda $10 \times 12 = 120$ oyga teng bo'ladi va agar u kunlik diskontlansa, 10 yilda $10 \times 365 = 3650$ kunga teng bo'ladi.

100\$ ning turli intervallardagi diskontlangan qiymati

<i>r</i> FOIZDA 1 YIL UCHUN				
<i>r</i> =	2%	5%	10%	15%
Yillik diskontlanadi	\$102.0	\$105.00	\$110.00	\$115.00
Yarim yillik diskontlanadi	102.01	105.06	110.25	115.56
Choraklik diskontlanadi	102.02	105.09	110.38	115.87
Oylik diskontlanadi	102.02	105.12	110.47	116.08
Haftalik diskontlanadi (52)	102.02	105.12	110.51	116.16
Kunlik diskontlanadi (365)	102.02	105.13	110.52	116.18
<i>r</i> FOIZDA 10 YIL UCHUN				
<i>r</i> =	2%	5%	10%	15%
Yillik diskontlanadi	\$121.90	\$162.89	\$259.37	\$404.56
Yarim yillik diskontlanadi	122.02	163.86	265.33	424.79
Choraklik diskontlanadi	122.08	164.36	268.51	436.04
Oylik diskontlanadi	122.10	164.70	270.70	444.02
Haftalik diskontlanadi (52)	122.14	164.83	271.57	447.20
Kunlik diskontlanadi (365)	122.14	164.87	271.79	448.03

(6% ÷ 365) har kuniga to'g'ri keladi. Biz 5-4 jadvaldan foydalanib yillararo diskontlashni ko'rishimiz mumkin. Chunki "foizdan foiz olinadi" diskontlash davrining uzoqligini bildiradi, diskontlanayotgan davr uzunligi va samarali foiz stavka o'rtasida teskari aloqa mavjud. Diskontlash davri qancha kam bo'lsa samarali foiz stavka shuncha yuqori bo'ladi. Va aksincha diskontlash davri qamchalik uzoq bo'lsa, samarali foiz stavkasi past bo'ladi.

4. Bir xil bo'lmagan pul oqimlarining joriy qiymatini aniqlash⁸³

Teng bo'lmagan pul oqimlari va doimiy annuitetlar. Ba'zi loyihalar yagona pul oqimi va ba'zilar annuitetlardan iborat bo'lsa ham, ko'pchilik loyihalar bir qancha yillar davomida teng bo'lmagan pul oqimlariga ega bo'ladi. 10-bob ko'chmas mulkka investitsiya qilish masalasini tahlil qiladi va bu holatga tez tez

⁸³ Athur J. Keovn, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 9/E, Pearson 2016, 161-164p.

duch keladi. Biz bunda turli pul oqimlariga ega loyihalarning joriy qiymatlariga emas balki, shu loyihadan shakllangan kirim va chiqimlarni o'rganib, loyihaning joriy qiymatini aniqlaymiz. Shunga qaramay, bu yetarli bo'lmaydi chunki har qanday pul oqimining joriy qiymati bugungi dollarda o'lchanadi va uni solishtirish mumkin bo'ladi, shuningdek, pul kirimlaridan pul chiqimlari ayirib tashlanadi, barcha pul oqimlari bugungi dollarda hisoblanadi. Masalan, biz quyidagi pul oqimlarining joriy qiymatlarini aniqlamoqchi bo'lsak:

Yil	Pul oqimi	Yil	Pul oqimi
1	\$0	6	500
2	200	7	500
3	-400	8	500
4	500	9	500
5	500	10	500

Diskont stavka 6% belgilansa, diskontlangan pul oqimlarini joriy davrga keltirishimiz mumkin va umumiy qiymatini musbat pul oqimlarini qo'shish va manfiy pul oqimlarini ayirish orqali hisoblaymiz. Shuningdek, masalaga 4-yildan 10-yilga qadar \$500 annuitetni qo'shsak, u yanada qiyinlashadi. Buni moslashtirish uchun annuitetni 4 yil boshiga diskontlaymiz (yoki ohiriga) va o'sha davr joriy qiymatini aniqlaymiz. So'ngra yagona pul oqimini (7-yillik annuitetning joriy qiymati) joriy davrga keltirib olamiz. Natijada u ikki marta diskontlanadi, birinchisi 3 davr ohiriga keltiriladi, so'ng joriy davrga ketiriladi. Bu 5 jadvalda grafik jihatdan ko'rsatilgan va 6 jadvalda raqamlarda ifodalangan. Shunday qilib, teng bo'lmagan pul oqimlarining joriy qiymati 2185.69 dollarga teng.

15.3-jadval

Teng bo'lmagan 6% da diskontlanadigan 1 annuitetli joriy qiymatga keltiriladigan pul oqimlarining qiymatini aniqlash

1. 6% da 2-yil so'ngida olingan \$200ning joriy qiymati	\$178.00
2. 6% da 3-yildan so'ng chiqim qilinadigan \$400 joriy qiymati	-335.85
3. (a) \$500 annuitetning 3-yil ohirida, 6%dan 4-10yillardan diskontlangan qiymati (b) 3-yilning ohirida 6%dan \$2791.19 ning joriy qiymati	2343.54
4. jami joriy qiymat	\$21853.65

Yodda tuting, investitsiyadan pul oqimlari joriy qiymatga qaytarilayotganida ular loyihaning jami joriy qiymatlarini qo'shish yoki ayirish orqali hisoblanadi.

Doimiy annuitet doimiy davom etadigan annuitet hisoblanib, har yili investitsiya uchun bir xil summa to'lab boriladi. Masalan, doimiy annuitet imtiyozli aksiya hisoblanib noma'lum muddatga qadar bir xil dividendlar to'lab boriladi. Doimiy annuitetning joriy qiymatini aniqlash juda ham oson; biz o'zgarmas pul oqimlarini diskont stavkaga bo'lamiz. Masalan, \$100 doimiy

annuiteti joriy davrga 5 foiz bilan diskontlansa, $\$100/0.05 = \2000 . Shunday qilib, doimiy annuitetning joriy qiymati

$$PV = \frac{PP}{r} \quad (9)$$

Bu yerda PV = doimiy annuitetning joriy qiymati

PP = annuitet ta'minlaydigan o'zgarmas dollar qiymati r = yillik foiz (diskont) stavka.

15.4-jadval

Pulning vaqt bo'yicha qiymati tenglamalari jami

Hisoblanishi	Tenglama
Yagona to'lovning kelgusi qiymati	$FV_n = PV(1 + r)^n$
Yagona to'lovning joriy qiymati	$PV = FV \times \left[\frac{1}{(1+r)^n} \right]$
Annuitetning kelgusi qiymati	$FV = PMT \left(\frac{(1+r)^n - 1}{r} \right)$
Annuitetning joriy qiymati	$PV = PMT \left[\frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \right]$
Annuitet badalining kelgusi qiymati	$PV = PMT \left(\frac{(1+r)^n - 1}{r} \right) (1 + r)$
Annuitet badalining joriy qiymati	$PV = PMT \left[\frac{1 - \frac{1}{(1+r)^n}}{r} \right] (1 + r)$
Samarali yillik stavka	$EAR = \left(1 + \frac{\text{nominal stavka}}{m} \right)^m - 1$
Yillik bo'lmagan yagona to'lovning kelgusi qiymati	$FV_n = PV \left[1 + \frac{r}{m} \right]^{mn}$
Doimiy annuitetning joriy qiymati	$PV = \frac{PP}{r}$
Qaydlar:	<p>FV_n = n yilda tugaydigan investitsiyaning kelgusi qiymati n = to'lovlar amalga oshadigan va diskontlanadigan yillar soni r = yillik foiz stavka yoki diskont stavka PV = kelgusi pulning joriy qiymati m = yilda diskontlashlar soni PMT = har yil ohirida depozitga qo'yiladigan yoki olinadigan annuitet to'lovlar PP = doimiy annuitet ta'minlaydigan dollar qiymati</p>

16-mavzu. Inson hayotida moliyaviy rejalashtirish

Reja:

1. **Moliyaviy prognoz**
2. **Rentabellikning va dividend siyosatining IMEga ko'rsatadigan ta'siri tahlili**
3. **Naqd pul byudjetini tuzish va undan foydalanish**

1. Moliyaviy prognoz.

Moliyaviy prognoz korxonaning kelajakdagi moliyaviy talablarini baholashga harakat qilish jarayonidir. Ushbu moliyaviy talablarni baholashdagi asosiy bosqichlar quyidagilar:

1-qadam. Rejalashtirilgan muddatda korxonaning foyda va chiqimlarini tasvirlash;

2-qadam. Joriy va asosiy aktivlarda, prognoz qilinayotgan sotuv darajasini qo'llab turish uchun kerak bo'ladigan investitsiya darajasini baholash;

3-qadam. O'z aktivlarini moliyalashtirish uchun kerak bo'lgan, butun rejalashtirilgan muddatdagi korxonaning moliyaviy talablarini aniqlash;

Sotuvlar prognozi.

Sotuvlar prognozi korxonaning rejalashtirish jarayonidagi asosiy ko'rsatkich hisoblanadi. Ushbu ko'rsatkich odatda bir necha manbalardan olingan ma'lumotlardan kelib chiqadi. Kelgusi yil uchun sotuvlar darajasi prognozi eng kamida kelayotgan yilda ro'y berishi kutilayotgan o'tmishdagi har qanday trend va ushbu tendensiyaga sezilarli darajada ta'sir ko'rsata olishi mumkin bo'lgan har qanday hodisalarning ta'sirini o'z ichiga oladi. Reklama kompaniyasining tashabbusi yoki narxlash siyosatini o'zgartirilishi ikkinchisi uchun misol bo'la oladi.

Moliyaviy o'zgaruvchilarni prognoz qilish.

Odatiy moliyaviy prognoz sotuvlar prognozi, berilgan hisobotlarni hisobga olgan xolda, uni ta'sirini korxonaning turli xil chiqimlari, aktivlari va majburiyatlarida aks ettiradi. Ushbu aks ettirishni amalga oshirish uchun ishlatiladigan eng keng tarqalgan metod bu sotuvlar darajasi foizi metodi.

Moliyaviy prognozlarning sotuvlar darajasi foizi metodi

Sotuvlar foizi metodi *kelajakdagi davr uchun xarajatni, aktiv yoki majburiyatni sotuvlarning bir qismi sifatida baholashni prognoz qilishni o'z ichiga oladi.*

Ishlatiladigan foiz miqdori eng oxirgi moliyaviy hisobotga asosan joriy sotuvlar foizidan, bir necha yillar uchun hisoblangan o'rtacha miqdordan, tahlilchining fikridan, yoki ushbu manbalarning jamlanmasidan kelib chiqadi.

16.1-jadvalda Drew Inc. kompaniyasi uchun moliyaviy prognozda sotuvlar darajasi foizi metodi qo'llanilgan to'liq misol keltirilgan. Ushbu misolda korxonaning buxgalterlik hisobidagi har bir o'zgarib turuvchi ko'rsatkich 2013-

yilgi sotuvlarning (\$10 million) foizi sifatida keltirilgan. 2014-yilda aks ettirilishi rejalashtirilayotgan muddat uchun balansdagi har bir element foizni \$12 million ga ko'paytirish orqali hisoblanadi. Ushbu metod korxonaning kelajakdagi moliyaviy talablarini baholashda nisbatan arzon va ishlatishda oson bo'lgan yo'l taklif qiladi.

Eslatib o'tish kerakki, 1-jadvaldagi misolda joriy va asosiy aktivlar sotuv darajasiga qarab o'zgarib turadi. Buning ma'nosi, korxonaga prognoz qilinayotgan sotuv hajmini oshiraoladigan ishlab chiqarish quvvatiga ega emas. Ya'ni, agar sotuvlar \$1 ga oshsa, asosiy aktivlar \$0.40 ga yoki aks ettirilgan sotuv darajasi o'sishining 40% iga oshadi. Agar hozirda korxonaga aks ettirilgan sotuv darajasini ushlab tura oladigan darajada asosiy aktivlarga ega bo'lganda edi, aktivlar sotuvlar darajasi foizi o'zgarmas edi va prognoz etilayotgan muddatda o'zgarmay turishi aks ettiriladi.

Bundan tashqari, e'tiborga olish kerak bo'lgan jihat: kreditorlik qarzlari va hisoblangan chiqimlar sotuvlar darajasiga qarab o'zgarishi mumkin bo'lgan yagona majburiyatlardir. Ushbu ikkita majburiyatlarning haqli ravishda, korxonaning sotuv ko'rsatkichlariga qarab oshishi yoki kamayishini kutish mumkin. Chunki ushbu ikki joriy majburiyatlar kategoriyasi odatda to'g'ridan to'g'ri sotuv darajasiga bog'liq ravishda o'zgaradi, ko'pincha ular **o'z-o'zidan (spontan) moliyalashtirish** manbalari bilan bog'lanadi. O'z o'zidan moliyalashtirishga korxonaning kunlik faoliyati tufayli o'z o'zidan yuzaga keladigan savdo kreditlari va boshqa kreditorlik qarzlari kiradi. Ishchi kapitalni boshqarishni o'rganadigan 15-bobda, moliyalashtirishning ushbu shakli haqida ko'proq ma'lumot berilgan. To'lanadigan vekselar, uzoq muddatli qarzlilar, oddiy aksiyalar, va to'langan kapital kabilar korxonaning sotuvlari darajasi o'zgarishiga to'g'ridan to'g'ri bog'liq emas. Ushbu moliyalashtirish manbalari, **diskret moliyalashtirish** deb ataladi, va ular har gal mablag' jalb etilganda korxonaga boshqaruvchilari tomonidan aniq qaror talab qiladi. Misol uchun banknota, muzokaralar olib borilishini va moliyalashtirish sharoitlari bayon etilgan kelishuv imzolashini talab qiladi. Nihoyat, taqsimlanmagan foyda ko'rsatkichi rejalashtirilgan sotuv hajmiga bog'liq ravishda o'zgaradi. Taqsimlanmagan foyda ko'rsatkichining kutilayotgan o'zgarishi soliqlar to'langandan keyingi taxminiy foyda (aks ettirilgan sof foyda) ya'ni sotuv hajmining 5%idan (\$ 600,000) oddiy aksiyalarning dividendlarini (\$ 300,000) ayirmasiga teng.

16.1-jadvalda keltirilgan Drew Inc. misolida, korxonaning sotuv hajmi \$10milliondan \$12milliongacha o'zgarishini taxmin qildik, va bu o'z navbatida korxonaning umumiy aktivlarga ehtiyojini \$7.2 milliongacha oshishiga sabab bo'ldi. Ushbu aktivlar \$4,9 million miqdorida mavjud majburiyatlar va tabiiy majburiyatlar orqali; \$1.8 million miqdorida tasischilar mablag'lari orqali, qo'shimcha \$300,000 miqdoridagi kelgusi yildagi sotuvlarning taqsimlanmagan foydasini o'z ichiga oladi; va nihoyat, \$500,000 miqdoridagi diskret moliyalashtirish orqali moliyalashtiriladi; ushbu mablag'lar to'lanadigan vekselar nashr qilish, obligatsiyalarni sotish, aksiyalar emissiyasini taklif qilishlar orqali, yoki ushbu manbalarning kombinatsiyasi orqali olinishi mumkin.

Drew Inc.ning 2014 yil uchun moliyaviy ehtiyojlarini prognoz qilishda savdolar foizi metodidan foydalanish

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	
1	Drew Inc.					Drew Inc.				
2	Income Statement for 2013					Pro forma Income Statement for 2014				
3										
4								% of 2013 Sales	Calculation	
5	Sales		\$ 10,000,000				Sales growth rate =	20%		
6	Net Income		\$ 600,000		\$600,000/\$10,000,000 =	5.0%	Sales	\$10 million x (1+.20) =	\$ 12,000,000	
7							Net Income	\$12 million x .05 =	\$ 600,000	
8										
9										
10	Drew Inc.					Drew Inc.				
11	Balance Sheet for 2013					Pro forma Balance Sheet for 2014				
12										
13								% of 2013 Sales	Calculation	
14	Current assets		\$ 2,000,000		[\$2m / \$10m] =	20.0%	Current assets	20 x \$12m =	\$ 2,400,000	
15	Net fixed assets		4,000,000		[\$4m / \$10m] =	40.0%	Net fixed assets	40 x \$12m =	\$ 4,800,000	
16	Total		\$ 6,000,000				Total		\$ 7,200,000	
17										
18	Accounts payable		\$ 1,000,000		[\$1m / \$10m] =	10.0%	Accounts payable	10 x \$12m =	\$ 1,200,000	
19	Accrued expenses		1,000,000		[\$1m / \$10m] =	10.0%	Accrued expenses	10 x \$12m =	1,200,000	
20	Notes payable		500,000			NA*	Notes payable	No change	500,000	
21	Current Liabilities		\$ 2,500,000				Current Liabilities		\$ 2,900,000	
22	Long-term debt		2,000,000			NA*	Long-term debt	No change	\$ 2,000,000	
23	Total Liabilities		\$ 4,500,000				Total Liabilities		\$ 4,900,000	
24	Common stock (par)		100,000			NA*	Common stock (par)	No change	100,000	
25	Paid-in capital		200,000			NA*	Paid-in capital	No change	200,000	
26	Retained earnings		1,200,000				Retained earnings	Calculation ^b	1,500,000	
27	Common Equity		\$ 1,500,000				Common Equity		1,800,000	
28	Total		\$ 6,000,000				Total Financing Provided		\$ 6,700,000	
29							Discretionary Financing Needed (Plug) ^c		\$ 500,000	
30							Total Financing Needed = Total Assets		\$ 7,200,000	
31										
32	*Not applicable. These account balances do not vary with sales.									
33	^b Projected retained earnings for 2014 equals \$1,500,000 which is equal to the 2013 level of retained earnings of \$1,200,000 plus net income of \$600,000 less common dividends									
34	equal to 50% of projected net income or \$300,000.									
35	^c Discretionary financing needed (DFN) for 2014 is a "plug figure" that equals the difference in the firm's projected total financing requirements or total assets equal to \$7,200,000									
36	and total financing provided which is \$6,700,000. In this scenario DFN is \$500,000.									
37										

Yakunida, biz korxonaning ixtiyoriy moliyalashtirish ehtiyojlarini (IME) moliyaviy prognozda sotuvlar hajmi foizi metodini ishlatgan holda baholab, ushbu to'rt qismga bo'lamiz:

1-qism: Korxonaning sotuv darajasiga to'g'ridan to'g'ri bog'liq bo'lgan har bir aktiv va passiv hisoblarning ko'rinishini joriy yildagi sotuv hajmining foizi ko'rinishiga o'zgartirish.

$$\frac{\text{Joriyaktivlar}}{\text{sotuvlarhajmi}} = \frac{\$2M}{\$10M} = 0.2 \text{ yoki } 20\%$$

2-qism: Buxgalterlik hisobotidagi har bir aktiv va passiv hisob ko'rsatkichlarini uning sotuv hajmidagi foizini aks ettirilgan sotuvga ko'paytirish orqali tasvirlash, yoki hisob sotuv darajasiga bog'liq bo'lmagan hollarda hisob balansini o'zgarishlarsiz qoldirish.

$$\text{Aks ettirilgan joriyaktivlar} = \text{aks ettirilgan sotuvlar} \times \frac{\text{joriyaktivlar}}{\text{sotuvlar}}$$

$$= \$12M \times 0.2 = \$2.4M$$

3-qism: Korxonaning operatsiyalarini moliyalashtirishda yordam berish uchun taqsimlanmagan foydaga qo'shimchalarni aks ettirish. Ushbu ko'rsatkich berilgan muddatdagi aks ettirilgan sof foydadan rejalashtirilgan umumiy aksiyalarning dividendini ayirishdan kelib chiqadi.

Taqsimlanmagan foydaga aks ettirilgan qo'shimcha = aks ettirilgan sotuvhajmi

$$= \times \frac{\text{soffoyda}}{\text{sotuvhajmi}} \times \left(1 - \frac{\text{dividendlar}}{\text{soffoyda}}\right) =$$

$$= \$12M \times 0.05 \times (1 - 0.5) = \$300,000$$

4-qism: Korxonaning IME aks ettirilgan umumiy aktivlar ayrilgan aks ettirilgan majburiyatlar va ustav fondi.

DME = aks ettirilgan umumiy aktivlar

– aks ettirilgan umumiy majburiyatlar

– aks ettirilgan ustav fondi = \$7.2M – \$4.9M – \$1.8M

= \$500,000

2. Rentabellikning va dividend siyosatining IMEga ko'rsatadigan ta'siri tahlili

Ixtiyoriy moliyalashtirish ehtiyoji (IME)ni tasvirlab, biz aks ettirilgan moliyaviy talablarimizni asosiy o'zgaruvchilarga qanchalik bog'liqligini tezgina bilib olamiz. Masalan, oldingi misolda keltirilgan ma'lumotlarga asosan, sof foyda marjasi (SFM) 1%ga, 5%ga, va 10%ga tengbo'lgan holatlarni dividend to'lovlari ko'rsatkichi 30%, 50% hamda 70% bo'lgan holatlar bilan birga birikmasi orqali ta'siri quyidagicha bo'lishini ko'ramiz:

Turli sof foyda marjalari va dividend to'lovlari uchun kerak bo'lgan ixtiyoriy moliyalashtirish.

Sof foyda marjasi	DIVIDEND DIVIDENDLAR + SOF FOYDA	TO'LOVLARI 50%	KO'RSATKICHI 70%	=
1%	\$716,000	\$740,000	\$764,000	
5%	380,000	500,000	620,000	
10%	(40,000)	200,000	440,000	

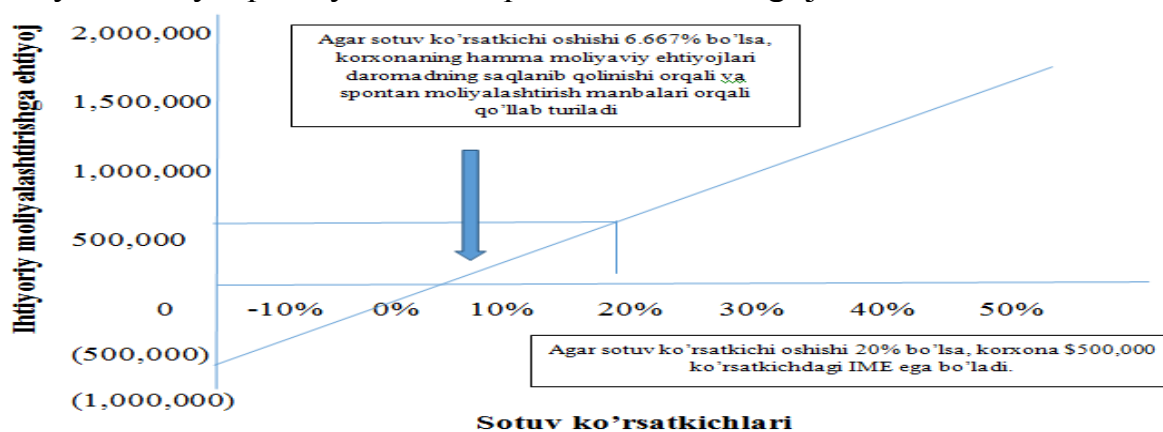
Agar ushbu SFM korxonaning boshidan o'tkazishi mumkin bo'lgan qiymatlar diapazonining oqilona baholanishi bo'lsa, va korxonada dividend to'lovlarini 30%dan 70%gacha o'zgarishini qabul qilsa, unda biz korxonaning moliyaviy talablarini \$40,000 dan \$764,000 gacha baholay olamiz. SFM qancha kichik bo'lsa, shuncha ko'proq moliyalashtirish talab qiladi. Shuningdek, boshqa ko'rsatkichlar o'zgarmagan holda, dividend to'lovlari foizi qancha ko'p bo'lsa, shuncha ko'p ixtiyoriy moliyalashtirishga talabni oshiradi. Ushbu holat, katta dividend to'laydigan korxonada kamroq daromadga ega bo'lishidan kelib chiqadi.

Sotuv ko'rsatkichlari oshirilishining korxonada IMEga ta'siri tahlili.

16.1-jadvalda biz kelgusi yilda sotuv hajmi \$10milliondan \$12millionga ko'tarilishi kutilayotgan Drew Inc. uchun IMEni tahlil qildik. Eslatib o'tamiz, sotuv hajmining 20% ga ko'tarilishini ehtimoli, korxonaning moliyalashtirishga bo'lgan ehtiyojini \$500,000 ga oshirdi. Biz korxonaning qo'shimcha moliyaviy ehtiyojini IME deb takidladik, chunki ushbu barcha mablag'lar bank kreditlari yoki yangi

aksiya emissiyalari kabi manbalardan olinishi kerak, va ular o'z navbatida manba tanlashda boshqaruvchilar o'z ihtiyoriga qarab ish tutishlarini talab qiladi. Ushbu bo'limda biz korxonaning IME har xil kutilayotgan sotuv ko'rsatkichlarida o'sishga qarab o'zgarishini o'rganib chiqishni xoxlaymiz.

16.1-jadvalda keltirilgan moliyaviy prognoz 16.2-jadvalda to'liqroq ko'rib chiqilgan. Xususan, biz 1- jadvaldagi asosiy taxmin va prognoz qilish metodlarini ishlatamiz, va ularni 0%, 20% va 40% savdo ko'rsatkichlari oshishida qo'llaymiz. Ushbu sotuv ko'rsatkichlarining o'sishi uchun IME (\$250,000) dan \$1,250,000 gacha o'zgaradi. IME manfiy bo'lgan hollarda, korxonaga prognoz qilingan sotuv hajmini yuzaga keltirishni moliyalashtirish uchun keragidan ortiqroq mablag'ga ega bo'ladi. Xuddi shunday, IME musbat bo'lgan holatda, korxonaga qarz olish yoki aksiya emissiya qilish yo'li bilan qo'shimcha mablag' jalb etishi kerak bo'ladi.



16.1-rasm. **Korxonaning sotuv ko'rsatkichlari oshishi va ixtiyoriy moliyalashtirishga ehtiyoji**

DFN va sotuvlarning o‘shish darajasi

2	2013 yil uchun kirim hisoboti			2014 yil uchun kirim hisoboti					
3				% 2013 yilgi sot. nisbatan			hisoblash		
4				Savdodagi muqobil o'shish ko'rsatkichi			0%	20%	40%
5	sotuvlar	\$ 10.000.000		sotuvlar			\$ 10.000.000	\$ 12.000.000	\$ 14.000.000
6	sotuvlar	\$ 500.000	\$ 500.000/\$10.000.000=5%	sotuvlar			\$ 500.000	\$ 600.000	\$ 700.000
7									
8									
9	Drew.inc			Drew.inc					
10	2013 yil uchun kirim hisoboti			2014 yil uchun buxgalteriya hisobot					
11				% 2013 yilgi sot. nisbatan					
12									
13	Joriy aktivlar	\$ 2.000.000	{ \$ 2m/ \$10m}= 20.0%	Joriy aktivlar	20*\$12m=		\$ 2.000.000	\$2.400.000	\$2.800.000
14	Asosiy vositalarning sof	\$ 4.000.000	{ \$ 4m/ \$10m}= 40.0%	As.vos. sof qiymati	40*\$12m=		\$ 4.000.000	\$4.800.000	\$5.600.000
15	jami	\$ 6.000.000		jami			\$ 6.000.00	\$7.200.000	\$8.400.000
16									
17	Kiriditorlik qarzlari	\$ 1.000.000	{ \$ 1m/ \$10m}= 10.0 %	Kiriditorlik qarzlari	10*\$12m=		\$ 1.000.000	\$1.200.000	\$1.400.000
18	Davr xarajatlari	1.000.000	{ \$ 2m/ \$10m}= 10.0%	Davr xarajatlari	10*\$12m=		\$ 1.000.000	\$1.200.000	\$1.400.000
19	joriy qarzlari	500.000	NA	joriy qarzlari	No change		\$ 500.000	\$ 500.000	\$ 500.000
20	Joriy majburiyatlar	\$ 2.500.000		Joriy majburiyatlar			\$2.500.000	\$2.900.000	\$3.300.000
21	Uzoq muddatli qarzlari	2.000.000	NA	Uzoq muddatli qarzlari	No change		\$2.000.000	\$2.000.000	\$2.000.000
22	Jami majburiyatlar	\$ 4.500.000		Jami majburiyatlar			\$4.500.000	\$4.900.000	\$5.300.000
23	Oddiy aksiya	100.000	NA	Oddiy aksiya	No change		\$ 100.000	\$ 100.000	\$ 100.000
24	Kapitalga to'lovlar	200.000	NA	Kapitalga to'lovlar	No change		\$ 200.000	\$ 200.000	\$ 200.000
25	Taqsimlanmagan foyda	1200.000		Taqsimlanmagan foyda	Calculation		\$1.450.000	\$1.500.000	\$1.550.000
26	Sof kapital	\$ 1.500.000		Sof kapital			\$1.750.000	\$1.800.000	\$1.850.000
27	Jami	\$ 6.000.000		Jami moliyaviy taminot			\$6.250.000	\$6.700.000	\$7.150.002
28				Moliyaviy ehtiyoj			\$ {250.000}	\$ 500.000	\$1.250.000
29				Umumiy moliyaviy ehtiyoj=jami ak			\$6.000.000	\$7.200.000	\$8.400.000

Shuni eslatib o'tish kerakki, DFNda biz faqat o'z majburiyatlarini o'zgarishinigina qaraymiz.. Qaysiki, ish yuritish jarayonida ko'proq yoki kamroq avtomatik ravishda o'sha majburiyatlari paydo bo'ladi. 1-jadvalda majburiyatlar faqat savdoda o'z majburiyatlari bilan o'zgaradi, shuning uchun biz o'z majburiyatlaridagi o'zgarishni umumiy majburiyatlarni undagi savdo darajasi bilan taqqoslash orqali hisoblashimiz mumkin.

Siz masalani yechimini topdingizmi?**Savdo prognozining foizi**

Madrigal loyhasida inventarlar keyingi yilga daromadni 15 % bo'ladishuning uchun inventarlar uchun quyidagi miqdor kerak bo'ladi:

$$0.15 * \$10 \text{ million} = \$1.500.000$$

Agar Madrigal iqtisodiy muvozanatga duch keladigan bo'lsa, unda savdo foizi metodidan foydalanib uning mulkka ehtiyoji \$1.500.000 dan kam bo'ladi. Firmaning inventarlari savdoniki bilan proparsianal ravishda oshishi shart emas. (shuningdek proparsianal ravishda qisqarishi ham)

(1) tenglik (2) jadvaldagi nomerlarni topish uchun ham qo'llaniladi. Masalan, savdo 10 % ga ohsa, DFN quyidagicha hisoblanadi:

$$\text{DFN} (g=10\%) = (\$6,600,000 - \$6,000,000) - (\$4,700,000 - \$4,500,000) - (\$1,475,000 - \$1,200,000) = \$125,000$$

Ba'zi tahlilchilar firmaning tashqi moliyaviy ehtiyojlarini (EFN) hisoblashni afzal ko'radilar. Bu o'z ichiga firma ehtiyojlarini mol-mulkni mustahkamlash orqali ichki mablag'lardan moliyalashtirishni o'z ichiga oladi. Shuning uchun,

$$\text{EFN} = \text{jami aktivlarini prognozlashtirilgan o'zgarishi} - \text{taqsimlanmagan foydani o'zgarishi} \quad (2)$$

Agar kutilgan o'sish darajasi 10foiz bo'lsa EFN \$ 325.000 ga teng bo'ladi. EFN va DFN o'rtasida farq, firma daromadi 10mlndan 11mlnga oshganda 200000\$ ga teng bo'ladi. Biz DFN konsepsiyasidan foydalanishni afzal ko'ramiz, chunki bu analitikning diqqatini fondlar yig'indisiga qaratadi.

1-Rasmda savdo va DFN uchun o'sish stavkalari o'rtasidagi munosabatlarning grafik tasvirini ko'rsatilgan. grafikdagi to'g'ri chiziq Firma savdo o'sish turli stavkalari har biri uchun DFN darajasini tasvirlangan. Misol uchun, savdo o'sishi 20 foiz bo'lsa, keyin Firma loyihalar DFNda \$ 500,000 bo'ladi.

Moliyaviy qaror vositalari		
Vosita nomi	Formula	Nima haqida aytishi
Inventarizatsiya savdo prognozi foiz ko'rsatkichi	$\text{inventarlar prognozi} = \frac{\text{savdo prognozi}}{\text{inventarlar savdo}}$	<p>Inventorlarni savdo prognozi uchun hisoblashda savdo foizi o'zgarmasdir.</p> <p>Firma menejiri yangi fond miqdorini hisoblashda faol bo'lgan yangi manbaaga ega bo'lishi kerak.</p>
Ixtiyoriy moliyalashtirish (DFN)	$\text{DFN} = \frac{\text{bashorat o'zgarish umumiy aktivlari}}{\text{bashorat o'zgarish o'z-o'zidan passiv prognozi}}$	<p>Biz inventarlar uchun har qanday aktiv yoki majburiyatdan foydalana olamiz, shunga ular farq qiladi.</p> <p>Fo'ndlar va taqsimlanmagan foyda passiv ko'payadi firmaning operatsion faoliyati natijasida.</p>

Shuni esda tutish kerakki, sotish miqdori 6.667 % ga yetganda, firmaning DFNsi nolga teng bo'ladi. Tashqi moliyaviy resurslari chegaralangan firmalar uchun 6.667 ning o'rniga o'zlari erisha oladigan darajani prognoz qilishlari juda muhim hisoblanadi.

3. Naqd pul byudjetini tuzish va undan foydalanish

Naqd pul byudjeti, pro forma belgisida keladigan va Proforma balansi kabi, birmoliyaviy rejalashtirishning muhim vositasi hisoblanadi. Pul byudjet rejalashtirish davrida rejalashtirilgan har bir yil uchun batafsil naqd kirish va chiqish ro'yxatini o'z ichiga oladi.

Byudjet funksiyalari

Budjet kelajakni prognoz qilish hisoblanadi. Masalan, talabalar yakuniy imtihonga tayyorlanishi uchun boradigan kurslari uchun mablag' ajratib budjet tashkil qilishadi. Bu ham shunga yaqin desak adashmaymiz.

Budjet korxonaga uchun 3 ta asosiy funksiyani bajaradi:

1. Ular kelajakda moliyalashtirish uchun miqdori va firmaning ehtiyojlarini moliyalashtirish vaqtini ko'rsatadi.
2. Ular byudjet raqamlarda haqiqiy yoki amaldagi raqamlar mos emasligini tuzatish ishlarini olib uchun asos bo'lib xizmat qiladi

3. Byudjetlar ish faoliyatini baholash va nazorat qilish uchun ko'rsatma beradi. Rejalar odamlar tomonidan tuziladi, byudjetlar o'z navbatida, boshqaruv rejalarini amalga oshirish uchun mas'ul bo'lgan ish faoliyatini baholash uchun foydalaniladi va ularning harakatlarini nazorat qiladi.

Naqd pul budjeti

Naqd pul byudjeti bo'lajak pul oqimlarini batafsil rejasini ifodalaydi va to'rt elementlardan tashkil topgan: naqd tushumlar, pul to'lovlari, malum muddatda naqd pulni sof o'zgarishi va yangi moliyalashtirish ehtiyojlari.

1- Misol. Naqd Pul byudjeti qurilishi

Naqd pul byudjeti foydalanish va uni qurishni ko'rsatish uchun, Salco Mebel Kompaniyasini ko'rib chiqamiz. Bu maishiy mebel tarqatuvchi korxonasi hisoblanadi. Salco bu kelayotgan olti oy uchun bir oylik naqd pul budjetini tayyorlayapdi. (Yanvardan to Iyungacha 2014). Kompaniyaning savdosi mart oylarida to May oyigacha yuqori mavsumiy bo'ladi. Salco ning savdosi orqali 1-oyda taxminan taxminan 30 foizi sotuvga, 50 foizi keyingi 2 oy sotish orqali va qolgan keyingi uchinchi oy davomida to'plangan. Salco kelajakdagi savdo pragnozini xaridlaridan oshirishni maqsad qilmoqda.

Umuman olganda xaridlar umumiy sotish hajmini 75%ga teng, va ikki oy oldin amalga oshiriladi. To'lovlar ushbu oyda quyidagi xaridlar uchun amalga oshirildi. Misol uchun Janening savdolari 100.000\$ ga baholandi; shunga ko'ra aprel xaridlari $0.75 \times 100.000\$ = 75.000\$$. Tegishli ravishda, may oyi uchun xaridlar 75.000\$ ga teng bo'lib chiqdi. Haftalik maoshlar, oylik maoshlar, ijara haqlari va boshqa naqt pul xarajatlari 14.3 rasmda qayd qilinib, unda Salconing 2011 yil iyunida tugagan 6 oylik naqt pul budjeti ko'rsatilgan. Qo'shimcha budjet xarajatlari 14.000\$ fevral oyidagi asbob-uskunalar va may oyidagi qarz to'lovlari uchun ishlatildi. Iyunda 7.500\$ lik foydasini uning Yanvardan iyungacha bo'lgan 150,000\$lik uzoq muddatli qarzi uchun to'laydi. 12.000\$ lik qisqa muddatli banknotaga yanvardan maygacha bo'lgan muddat uchun 600\$ ni mayda to'laydi.

Ayni damda Salco 20,000\$ lik naqd pul balansi mavjud va u minimum balans 10,000\$ saqlab qolishni istamoqda. Qo'shimcha qarz minimum balansning saqlanib qolishi uchun zarurligi esa 14.3 rasmda ko'rsatib o'tilgan. Qarz olish zarur bo'lgan fondlar oyning boshidan o'rin oladi. Olingan jamg'armadagi daromad har bir oy yoki ikki oy uchun minimum 12 %ni tashkil qiladi va ushbu jamg'armalar olingan oyning o'zida to'lanadi. Shunga ko'ra, yanvar oyida olingan jamg'armadagi to'lov fevralda to'lanadi hamda uning baravarligi yanvar oyi bilan bir xil 1 foizni tashkil qiladi.

Salco Furniture Co.Inc.tugagan 2014 yil 30 iyun uchun naqt pul budjeti

	A	B	C	D	E	F	G	H	I	J	K	L	M	N	O	P	Q	R	S
	Oktabr	Noyabr	Dekabr	Yanvar	Fevral	Mart	April	May	Iyun	Iyul	Avgust								
1																			
2	Ish varagi																		
3	Savdolar (pronoz)	55000	62000	50000	80000	75000	88000	100000	110000	100000	80000	75000							
4	Xaridlar (2 oyda savdolarning 75 %i)			56250	66000	75000	82500	75000	60000	56250									
5																			
6	Olingan mablag'lar																		
7	Yig'imlar:																		
8	Birinchil oy sotuvidan keyingi (30%)				15000	18000	22500	26400	30000	33000									
9	Ikkinchi oy sotuvidan keyingi (50%)				31000	25000	30000	37500	44000	50000									
10	Uchinchi oy sotuvidan keyingi (20%)				11000	12400	10000	12000	15000	17600									
11	Jami olingan mablag'lar				57000	55400	62500	75900	89000	100600									
12																			
13	Mablag'lar sarfi																		
14	To'lovlar (4-qator xaridlarining 1 oylik kechikkan summasi)				56250	66000	75000	82500	75000	60000									
15	Ish haqi va oyliklar				3000	10000	7000	8000	6000	4000									
16	Ijara				4000	4000	4000	4000	4000	4000									
17	Boshqa xarajatlar				1000	500	1200	1500	15000	1200									
18	Mavjud qarz bo'yicha foiz xarajatlari (a)								600	7500									
19	Solliqlar						4460			5200									
20	Asbob-uskunalar xaridi					14000													
21	Qaytarilgan qarzarlar (b)								12000										
22	Jami mablag'lar sarfi				64250	94500	91660	96000	99100	81900									
23																			
24	Davr uchun mablag'larning sof o'zgarishi				-7250	-39100	-29160	-20100	-10100	18700									
25	Plus: Davr boshiga mablag'lar qoldig'i				20000	12750	10000	10000	10000	10000									
26	Minus: Qisqa muddatli qarz bo'yicha foizlar				0	0	-364	-859	-866	-976									
27	Teng: Davr oxiriga qisqa muddatli qarz olishdan oldingi mablag'lar				12750	26350	-19524	10759	966	27724									
28																			
29	Yangi moliyalashtirish ehtiyojlari (c)				0	36350	26524	20759	10966	-17724 (d)									
30	Davr oxiriga mablag'lar qoldig'i				12750	10000	10000	10000	10000	10000									
31	Jami qarzarlar				0	36350	65874	86633	86633	79875									
32																			
33																			
34	(a) \$12000 lik qarz uchun \$600 ik foiz to'lovi may oyida amalga oshirilgan, \$150000 lik uzoq muddatli qarz uchun \$7500 foiz iyunda to'langan																		
35	(b) \$12000 lik kreditning asosiy summasi ham may oyida to'langan																		
36	(c) \$10000 gacha firmaning davr oxiriga mablag'lar qoldig'ini shakllantirish uchun kerak bo'lgan moliyalashtirish muqdori																		
37	(d) Salbiy moliyalashtirish ehtiyoji oddiygina firmaning ortiqcha mablag'arga ega ekanligini anglatadi. U firmaning oldingi oylardagi qisqa muddatli qarzlarning bir qismini to'lashga sarflanishi mumkin.																		
38																			

Bosqich 1. yechim strategiyasini tuzish

Firmaning keyingi olti oydagi naqd pul kirimi va chiqimi oqimini hisoblang uning budjetini hisoblab chiqing. Bu oylik daromad va xarajatlarni baholash tayyorligini talab qiladi, biroq bu jarayonning tugagani emas. Tahlil daromadning haqiqiy qabul qilinganligini baholashi kerak (naqd pul savdolari qabul qilingan hisoblar yig'indisi) xuddi xarajatlar kabi Ushbu baholashlar tayyor bo'lishi bilan, naqd pul budjetini tashkil qilishimiz va har bir firmadagi oylik o'zgarishlarni baholab chiqamiz.

Bosqich 2: raqamlarni solishtirish

16.3-jadval barcha oylik budjet va talab qilingan baholash ko'maklarini o'z ichiga oladi.

Bosqich: 3 natijalaringizni tahlil qiling

Salconing naqd pul budjetiga kerakli bo'lgan moliyaviy yo'nalish firmaning asta-sekin ortadigan qisqa muddatli qarzlarni May oyigacha 97.599\$ bo'lishini aniqlaydi. Biroq bu Iyundagi subsidiya uchun boshlang'ich o'suvchi zarurat sanaladi va uning qarzlarni 79.875 \$ ga kamaytirishga qodir. Yodda tuting, naqd pul budjeti nafaqt biror davr davomidagi moliyaviy zarurat miqdorini ko'rsatadi, balki kerakli jamg'armalarni ham ko'rsatib o'tadi.

17-mavzu: Investitsion loyihalar tahlilining moliyaviy jihatlari**Reja:**

- 1. Kapital bahosini hisoblash**
- 2. Investitsiya loyihalari uchun diskont darajani hisoblash**
- 3. Investitsiya loyihalarini moliyaviy tahlil etishning maqsadi va uning asosiy jixatlari.**

1. Kapital bahosini hisoblash

Investitsiya jarayonlarini amalga oshirishda va kapital byudjet tuzish jarayonida kapital bahosini hisoblash muhim ahamiyatga ega. Chunki, investitsiya ob'ekti bahosini belgilashda to'g'ridan – to'g'ri ta'sir etadi. Iqtisodiyotda har qanday sub'ekt o'z faoliyatini rivojlanish va joriy operatsiyalar nuqtai-nazaridan moliyalashtirish uchun pul mablag'lariga ehtiyoj sezadi. Bunday moliyalashtirish davomiyligiga ko'ra uzoq va qisqa muddatli tusga ega. U, yoki bu moliyalashtirish manbasini jalb qilish, kompaniya uchun davriy tusdagi xarajatlar bilan bog'liq. Kapital hajmiga nisbatan foiz ko'rinishidagi bunday xarajatlar yig'indisi kompaniya kapitali bahosini o'zida aks ettiradi.

Kapital bahosi konsepsiyasi moliyaviy menejmentning muhim nazariyalaridan biri bo'lib, kompaniyaning yuqori bozor bahosini ta'minlash uchun zarur bo'lgan investitsiya kapitali rentabelligini tavsiflaydi. Kompaniyaning bozor bahosini maksimallashtirish, foydalaniladigan manbalar bahosini ma'lum bir darajada minimallashtirish orqali erishiladi. Zero, kapital bahosi ko'rsatkichi investitsiya loyihalarini va kompaniyaning investitsiya portfelini samaradorligini baholashda keng qo'llaniladi. Moliyaviy menejmentdagi ko'pincha qarorlar (aylanma aktivlarni moliyalashtirish siyosatining shakllanishi, lizingdan foydalanish qarori, kompaniyaning operatsiya foydasini rejalashtirish va h.k.) kompaniya kapital bahosi tahliliga asoslanadi. Kapital bahosi bozor qatnashchilari tomonidan ma'lum bir investitsiya loyihalariga mablag' jalb qilish uchun talab qilinadigan kutilayotgan daromadlilik darajasidir⁸⁴. Iqtisodiy atama nuqtai-nazaridan, kapital bahosi bu ma'lum bir investitsiya loyihasi uchun muqobil xarajat, ya'ni qo'ldan boy berilgan boshqa bir yaxshi muqobil investitsiya loyihasi qiymatidir.

Kompaniya kapital bahosi ko'plab omillar ta'sirida shakllanadi. Ular ichida asosiylari quyidagilardir:

- moliyaviy muhit va moliya bozorlarining umumiy holati;
- tovar bozori kon'yukturasi;
- moliya bozorida shakllangan o'rtacha ssuda foiz stavkasi;
- ma'lum kompaniya uchun turli moliyalashtirish manbalarining mavjudligi;
- kompaniya operatsiya faoliyatining rentabellik darajasi;
- operatsiya levereji darajasi;
- o'z kapitalining raqobatbardoshlik darajasi;
- operatsiya va investitsiya faoliyati hajmi o'rtasidagi munosabat;
- amalga oshiriladigan operatsiyalarning risk darajasi;
- kompaniya faoliyatida sohaning muhimligi hamda, ishlab chiqarish va operatsiya siklining davomiyligi.

Kompaniya kapital bahosini aniqlashda bir-qancha bosqichlar amalga oshiradi. Birinchi bosqichda, kompaniya kapitalini shakllanish manbalarining asosiy komponentlarini aniqlash amalga oshiriladi. Ikkinchi bosqichda, har bir manba

⁸⁴ Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski. Cost of capital: Applications and examples, 3rd ed., 2008

bahosi alohida hisoblanadi. Soʻngra, umumiy investitsiya qilingan kapitalning har bir komponentini solishtirish orqali oʻrtacha tortilgan kapital bahosi aniqlanadi. Shundan soʻng, kapital tarkibini shakllantirish va optimallashtirish chora-tadbirlari ishlab chiqiladi.

Shuni taʼkidlash lozimki, kapital va fondlar, odatda, pul mablagʻlari koʻrinishida boʻladi. Lekin, baʼzan, kapital boshqa aktivlar shaklida boʻlishi ham mumkin. Kapital bahosi odatda foiz shaklida ifodalanadi. Boshqacha qilib aytganda, investor investitsiya qilmoqchi boʻlgan yillik pul miqdorining foiz koʻrinishida ifodalanadi. “Modomiki, har qanday narsaning bahosi unga egalik qilish uchun toʻlanishi lozim boʻlgan pul miqdori sifatida aniqlanishi mumkin. Kapital bahosi esa, bu moliya bozoridan kapital jalb qilish uchun kompaniya tomonidan vaʼda qilinishi lozim boʻlgan mablagʻdir. Kompaniya oʻz kapital bahosini oʻzi belgilamaydi, aksincha, kompaniya kapital bahosini aniqlashi uchun bozorga kirishi lozim. Ammo, kapital bahosi moliya bozorining asosiy oʻlchov mezonlaridan biri boʻlib, uning yordamida kompaniya faoliyatini aniqlash mumkin⁸⁵.”

Yuqoridagi fikrlarga koʻra kompaniya, qimmatli qogʻoz, yoki loyiha uchun kapital bahosini hisoblash uchun koʻp maʼlumotlar moliya bozoridan olinadi. Kapital bahosi doim kutilayotgan daromad va shuning uchun ham, tahlilchilar va potensial investorlar uni kuzatmaydilar.

Rodjer Ibbotson taʼkidlaganidek, “Muqobil kapital bahosi (ing. opportunity cost of capital) maʼlum bir risk darajasida muqobil investitsiya qilish orqali erishish mumkin boʻlgan daromadga teng⁸⁶”.

Kapital tarkibi tushunchasi kompaniya oʻz faoliyatini ichki pul, aksiya va qarz mablagʻlarini shakllantirish orqali moliyalashtirish bilan bogʻliq. Kapital tarkibini tahlil qilishda asosiy eʼtibor, kompaniyaning qarz mablagʻlari bilan oʻz mablagʻlari oʻrtasidagi nisbatga qaratiladi. Kapital tarkibini boshqarish kompaniyalar uchun muhim va murakkab masalalardan biri boʻlib, u oʻz va qarz mablagʻlari manbaini optimallashtirish orqali, kompaniya umumiy kapital xarajatlarini minimallashtirish va kompaniya bozor bahosini maksimallashtirish imkonini beruvchi aralash kapital tarkibini tuzishdan iboratdir.

Qarz mablagʻlarini qoʻshimcha moliyalashtirish manbai sifatida foydalanish, yoki foydalanmaslik qarori ikki xil riskning vujudga kelishiga sabab boʻladi. Bu ikki xil risk - ishlab chiqarish va moliyaviy risklardir. Ishlab chiqarish riski olinadigan daromad hajmini oʻzgarishiga sabab boʻladigan aktivlar rentabelligining tebranishini oʻlchaydi. Aktivlarning rentabelligi (*ing.* Return on Asset, ROA) investor daromadining aktivlar hajmiga nisbati orqali aniqlanadi. Qarz mablagʻlari mavjud boʻlmaganda, ROA sof foydani oddiy aksiya shaklidagi aksiyadorlik kapitaliga nisbati orqali aniqlanadi.

Oʻz va qarz mablagʻlaridan tashkil topgan investitsiya qilinadigan kapitalning daromadlilik darajasi (*ing.* Return on Investment, ROI) soliqdan

⁸⁵ Mike Kaufman, “Profitability and the Cost of Capital,” in Chapter 8 of Handbook of Budgeting, 4th ed., ed. Robert Rachlin (New York: John Wiley & Sons, 1999), 8–3.

⁸⁶ Ibbotson Associates, Cost of Capital Workshop (Chicago: Ibbotson Associates, 1999).

keyingi operatsion foydani aktivning sof balans qiymatiga nisbati hisoblash orqali aniqlanadi. Moliyaviy risk - oddiy aksiya egalari qarz kapitalidan foydalanishida yuzaga keladigan dividend va aksiya kursini tushish riski sifatida ko‘riladi.

Kapital tarkibini boshqarishning imkoniyati va maqsadga muvofiqligi borasidagi muammolar doim iqtisodchilarning e‘tibor markazida bo‘lgan. Asosiy savol quyidagiga borib taqaladi: optimal kapital tarkibi haqiqatda mavjudmi va u kapital hamda kompaniya bahosiga qay tarzda ta‘sir qiladi? Bu savolga F.Modigliani va M.Miller o‘zlarining an‘anaviy yondashuvlari va nazariyalari bilan javob berishga harakat qilganlar⁸⁷. An‘anaviy yondashuvga ko‘ra, optimal kapital tarkibi bilan birga unga bog‘liq bo‘lgan kapital bahosi ham mavjud. Kapital bahosi uni tashkil qiluvchi o‘z va qarz kapitali bahosiga bog‘liq. Kapital tarkibining o‘zgarishi bilanoq bu manbalar bahosi ham o‘zgaradi. Umumiy manbada qarz kapitali ulushining ozgina ortishi o‘z manbalari bahosini oshishiga sezilarli darajada ta‘sir ko‘rsatmaydi. Qarz kapitali ulushi oshishi bilan o‘z kapitali bahosi o‘shishni boshlaydi, qarz kapitali esa, bahosi oldiniga o‘zgarmaydi. Keyin esa, asta sekinlik bilan o‘shishni boshlaydi. Qarz kapitali bahosi o‘rta hisobda o‘z kapitali bahosidan past bo‘lganda, optimal kapital tarkibi mavjud bo‘ladi.

Kompaniya kapital bahosini quyidagi uch xil rakursda ko‘rish mumkin.

“Kompaniya balansining aktiv qismida u kelajakda kutilayotgan pul oqimlarining joriy qiymatini diskontlash uchun qo‘llanilishi lozim bo‘lgan ko‘rsatkichdir. Majburiyatlar qismida esa, u kompaniyaning raqobat muhitida jalb qilingan va taqsimlanmagan kapitali uchun iqtisodiy xarajat hisoblanib, unda investorlar barcha daromad olish imkoniyatlarini puxta tahlil qiladilar va solishtiradilar. Investorlar tomonidan qaralganda u kompaniyaning aksiya va obligatsiyalariga qilingan investitsiyalardan kutilayotgan daromaddir”⁸⁸. Odatda, o‘z kapitali bahosi (*ing. cost of ownership capital*) deganda, xususiy kapital bahosini (*cost of equity capital*) tushuniladi. Kompaniyaning umumiy kapitali bahosi deyilganda odatda o‘rtacha tortilgan kapital bahosi (*weighted average cost of capital, WACC*) ni nazarda tutamiz. Sodda qilib aytganda, “xususiy kapital bahosi – bu, investor tomonidan kompaniyaning xusuiy kapitaliga qilingan investitsiyadan kutilayotgan daromadlilik darajasi⁸⁹.” SHuni tan olish kerakki kapital bahosi qarz va ulushli instrumentlarning ikkisiga birdek aloqador bo‘ladi. Tadqiqotchi olimlarning fikriga ko‘ra, “sof pul oqimlari barcha investorlar uchun mavjud pul oqimlari bo‘lganligi sababli, kompaniyaning o‘rtacha tortilgan kapitali bahosi o‘zida har bir investor uchun kutilayotgan daromadni aks ettirishi lozim”⁹⁰.

Bugungi kunda kompaniya kapital bahosini hisoblashning turli xil metodlari mavjud bo‘lib, ular ichida eng ko‘p qo‘llaniladigani WACC hisoblanadi va u quyidagicha hisoblanadi:

⁸⁷ Modigliani F., Miller M. The cost of capital, corporation finance and the theory of investment// American Economic Review, Vol. 48, 1958, pp. 261–297.

⁸⁸ Stocks, Bonds, Bills and Inflation Valuation Edition 2007 Yearbook (Chicago: Morningstar, 2007), 23.

⁸⁹ Aswath Damodaran, Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset, 2nd ed. (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2002), 182.

⁹⁰ Tim Koller, Marc Goedhart, and David Wessel, Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies, 4th ed. (Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2005), 235

$$WACC = \frac{E}{D + E} \times C_e + \frac{D}{D + E} \times C_d \times (1 - T)$$

Bu erda, E - xususiy kapitalning bozor qiymati, D - qarz kapitalining bozor qiymati, C_e - xususiy kapitalning bahosi, C_d - qarz kapitalining bahosi, T - soliq stavkasi.

WACC kapital bahosini hisoblash uchun nazariy jihatdan to'g'ri hisoblash o'z navbatida uchta alohida qismlarga ajratilishi mumkin:

1. Kapital tarkibini baholash.
2. Xususiy kapitalni moliyalashtirish uchun kapital bahosini hisoblash.
3. Qarz kapitalini moliyalashtirish uchun kapital bahosini hisoblash.

WACCni aniqlashdagi birinchi qadam – bu, kompaniyaning kapital tarkibini baholash bo'lib, u quyidagi to'rt ma'lumot orqali baholanadi:

- Joriy kapital tarkibi bozor qiymatiga asoslanadi.
- Solishtiriladigan kompaniyalarning kapital tarkibi taqqoslanadi.
- Kelajakda mumkin bo'lgan kapital tarkibi moliyaviy siyosat va korporativ boshqaruv strategiyasiga asoslanadi.
- Kapital tarkibi mumkin bo'lgan past WACC darajasiga etarli darajada foizni qoplash, hamda operativ va moliyaviy risk o'rtasidagi ijobiy balansni ta'minlash vaqtida erishiladi.

Joriy kapital tarkibi turli xil kapitalning balans qiymati orqali emas, balki bozor qiymatidan foydalanib hisoblanishi lozim. Bu jarayon kompaniya tomonidan emissiya qilingan aksiya va obligatsiyalar moliya bozorida sotilgan taqdirdagina aniq bo'ladi. Ammo, ko'p hollarda bozor bahosi ochiq emas va bu borada turli xil yondashuvlar mavjud. Birinchi e'tibor qaratish kerak bo'lgan narsa bu aksiya yoki obligatsiyaning bozor qiymatini ko'rsatish uchun kompaniya tomonidan qimmatli qog'ozlar bo'yicha amalga oshirilgan so'ngi tranzaksiyalardir. Agar, u so'ngi tranzaksiyalar bo'lsa, u zarur bozor qiymatini aniqlashni ta'minlaydi. Obligatsiyalarning bozor qiymatini aniqlashning yana bir yo'li bu obligatsiyalar bo'yicha barcha kelajakdagi to'lovlarning sof joriy qiymatini hisoblash va nihoyat taqqoslanadigan kompaniyalarning so'ngi tranzaksiyalari ham bozor qiymatini hisoblashda qo'llanilishi mumkin.

Bundan tashqari, o'xshash kompaniyalarning kapital tarkibini ham ko'rib chiqish kerak. Agar, sanoatdagi kompaniyalarning joriy kapital tarkibi o'rtasidagi farqlanishlar katta bo'lsa uni aniqlash lozim bo'ladi. Sababi, bunday o'xshash kompaniyalar kapital tarkiblari o'rtasidagi tafovutga agressiv strategiya, an'anaviy moliyaviy menejment yoki boshqa turli xil operativ risklari kabi omillar ta'sir qiladi.

Xususiy kapital bahosi (cost of equity) bu kompaniya tashqi investorlardan qo'shimcha mablag' jalb qila olish bahosidir. Boshqacha qilib aytganda bu investorlar kompaniyaga investitsiya qilishlari uchun talab qiladigan daromad darajasi va u investorlar uchun muqobil xarajat sifatida ko'rilishi mumkin. Xususiy kapital bahosi o'z ichiga ikkita komponentni – risksiz (risk-free) qimmatli qog'zlar va investor kompaniyaga investitsiya qilishda bo'yniga oladigan riskka teng

⁹¹ Yuqoridagi adabiyotga qarang.

qo'shimcha premium oladi. Xususi kapital bahosini hisoblashning bir qancha usullari bo'lib, ular ichida keng ko'llaniladigani moliyaviy aktivlarini baholash modeli (*ing.* capital asset pricing model - CAPM) hisoblanadi. CAPM modeli alohida moliyaviy aktiv bilan bozor o'rtasidagi risk va daromadlilik ko'rsatkichlarining bog'liqligini ko'rsatuvchi model bo'lib, u 60-yillarning o'rtalarida U.S.Harp tomonidan yaratilib, Dj.Treynor, Dj.Lintner, YA.Mossin, F.Blek va boshqalar tomonidan rivojlantirildi⁹². CAPM quyidagi formula yordamida hisoblanadi:

Bu erda, – risksiz daromad darajasi (risk-free rate of return), – bozor riski uchun mukofot (market risk premium) va – beta koeffitsient.

Risksiz daromad darajasi uzoq muddatli istiqbolda iqtisodiyotning kutilayotgan o'rtacha yillik o'sish darajasini o'zida namoyon etadi. Lekin, bu o'sish darajasi joriy tebranishlarni tuzatish orqali qisqa muddatli likvidlikni va inflyasiyani o'zgarishiga sabab bo'ladi. Ammo, moliyaviy tahlilchilar o'rtasida ning ahamiyati borasida yagona fikr mavjud emas. Amerikalik moliyaviy tahlilchilar sifatida davlat qimmatli qog'ozlari bo'yicha daromadlilik darajasini olishga rozilar, lekin ularning muddati bo'yicha ya'ni uzoq muddatlimi yoki qisqa muddatlimi, yagona to'xtam yo'q⁹³.

Bozor riski uchun mukofot umumiy holatda portfelning daromadlilik darajasi bo'lib, unda portfel tarkibiga kiruvchi aksiyalarning o'rtacha daromadlilik darajasi sifatida olinadi.

Beta-koeffitsient kompaniyaning daromadlilik darajasi bilan qimmatli qog'ozlarning daromadlilik darajasining o'zaro korrelyasiyasini ko'rsatadi. Beta kompaniya bilan bog'liq bo'lgan sistematik yoki kompaniyaning spetsifik risk darajasini hisoblash imkonini beradi. Agar beta 1 dan yuqori bo'lsa kompaniya bozorga nisbatan yuqori risk va daromadlilik darajasiga ega deb baholaydi. Agar beta 1 dan kam bo'lsa bozorga nisbatan past risk va daromadlilik darajasiga ega deb hisoblanadi. Biroq kompaniya ochiq aksiyadorlik jamiyati bo'lmasa betani aniqlash va hisoblash odatda juda qiyin bo'ladi. Bunday holatlarda mazkur kompaniyaga mos kompaniyaning beta-koeffitsientidan foydalaniladi yoki tegishli sektorning beta-koeffitsienti olinadi.

Qarz kapitalini moliyalashtirish uchun kapital bahosi bu kompaniya uchun tashqi kreditorlardan (birinchi navbatda banklar va boshqa kredit institutlari) mablag' jalib qilish bahosi. Biz bilamizki kapital bahosi qarz majburiyatlarning bozor qiymati bo'yicha hisoblanadi. Qarz kapitalni moliyalashtirish uchun kapital bahosi quyidagi formula orqali hisoblanadi:

⁹⁴

$$C_d = R_f + R_r$$

⁹² CAPM modeli U.Sharp, Dj.Lintner va Ya.Mossinlar bir birlaridan mustaqil ravishda yaratganlar va shuning uchun bu modelni SLM modeli (mualliflar ismining birinchi harflari) deb ham ataydilar. (Sharpe, 1963,1964; Lintner, 1965; Mossin, 1966)

⁹³ Ko'pchilik holda tanlanadigan Davlat qimmatli qog'ozlari bo'yicha daromadlilik investitsiya qilinadigan aktiv bilan Davlat qimmatli qog'ozlari muddati o'rtasidagi muddatlarning mos kelmaydi.

⁹⁴ Shannon P. Pratt, Roger J. Grabowski. Cost of Capital: applications and examples. 3rd ed. John Wiley & Sons, Inc., 2008

Bu erda, – risksiz daromad darajasi, – muqobil risk uchun mukofot (reasonable risk premium).

Aniqroq aytganda, qarz kapitali bahosini hisoblash, haqiqatda judda sodda bo‘lishiga qaramasdan, kompaniya majburiyatlari etarli darajada standartlashgan bo‘lishi lozim. Agar, kompaniya kapital tarkibi murakkab bo‘ladigan bo‘lsa, misol uchun, murakkab foiz tarkibi, xorijiy kreditlar, konvertatsiyalanadigan qarz majburiyatlar va h.k., unda qarz kapitalini baholashning boshqa metodlaridan foydalaniladi

2. Investitsiya loyihalari uchun diskont darajani hisoblash

Jahonda moliyaviy globallashtirishning jadal sur‘atlarda rivojlanishi va mamlakatlarning o‘zaro integratsiyalashuvi natijasida xalqaro darajada kapital harakati yuzaga kelmoqda. Hozirgi kunda xalqaro kapital migratsiyasi rivojlangan mamlakatlardan rivojlanayotgan bozorlarga ko‘chmoqda. Bu o‘z navbatida, xalqaro investitsiyalar uchun loyihalarni baholashning ahamiyatini oshirmoqda.

SHu sababli, mazkur tadqiqot ishida CAPM modeli yordamida kompaniyalar tomonidan amalga oshiriladigan investitsiyalar uchun kapital bahosini hisoblashni boshqa malakatlarga investitsiyalarni amalga oshirishda qo‘lanilishi o‘rganildi.

Xorijga investitsiya qilish ma‘lum qo‘shimcha risklarga ega. CHet elga investitsiya qilish har doim investorlar uchun risklimi? Bu savolga bir misol yordamida javob qidirishga harakat qilinadi. Amerikalik investor uchun S&P indeksiga investitsiya qilgan riskliroqmi, yoki Misr fond birjasigami? Albatta, Misrga investitsiya qilish riskliroq, faqat unda risk umumiy dispersiya sifatida aniqlanadigan bo‘lsa. Misrga investitsiyaning betasi qanchalik yuqori va u Amerikalik investorning diversifikatsiyalangan portfeliga qanchalik risk qo‘shadi?

Mazkur savolga javob berish uchun Misr, Polsha, Tailand va Venesuela kabi davlatlarga investitsiya qilish imkoniyatlari o‘rganildi. 1.3.1-jadvalda Misr, Polsha, Tailand va Venesuela bozorlarining beta-koeffitsientlari keltirilgan. Bu bozorlar daromadlilikining o‘rtacha kvadrat og‘ishishi AQSHga qaraganda 2-3 barobar katta, lekin faqat, Tailandda beta-koeffitsienti 1 dan oshadi. Buning sababi zaif korrelyasiya koeffitsienti bilan bog‘liq. Boshqacha qilib aytganda, Tailand fond bozoriga investitsiya qilish riski boshqa davlatlarga nisbatan yuqori. Misr fond bozorining o‘rtacha kvadrat og‘ishishi S&P indeksidan 3.1 barobar katta, lekin korrelyasiya koeffitsienti atigi 0.18 ni tashkil qiladi. Bundan ko‘rinadiki, Amerikalik investor uchun Misrga investitsiya qilish katta risk darajasiga ega emas.

Albatta, xorijiy investitsiyalar ichki bozordagidek xavfsizligini isbotlamaydi. Ammo, u bizga doim diversifikatsiya qilinadigan risk bilan bozor riskini ajratish kerakligini eslatib turishi kerak. Xorijiy loyihalar uchun kapital jalb qilishning muqobil xarajatlari faqat bozor riskiga bog‘liq.

Keling, endi masalaga boshqa tomondan yondashamiz. Faraz qilaylik, shveysariya farmatsevtika kompaniyasi Bazel shahri yaqinidagi yangi qurilajak fabrikaga investitsiya qilmoqchi. Moliyaviy menejer shveysariya frankida pul

oqimlari prognozini tuzib, uni frankda hisoblangan diskont stavkada hisoblaydi. Madomiki loyiha riskka ega ekan, kompaniya shveysariya frankidagi foiz stavkadan ko‘ra yuqori daromad talab qiladi. SHu bilan birga loyihani o‘rtacha risk darajasini kompaniyaning SHveysariyadagi boshqa aktivlari bilan solishtiramiz. Loyihaning kapital bahosini hisoblashda kompaniya menejeri AQSHlik hamkasbi qilgan ishni qiladi.

17.1-jadval

Xorijiy davlatlarda beta-koeffitsenti ko‘rsatkichi⁹⁵

	O‘rtacha kvadrat og‘ishish ⁹⁶	Korrelyasiya koeffitsenti	Beta ⁹⁷
Misr	3.11	0.18	0.55
Polsha	1.93	0.42	0.81
Tailand	2.91	0.48	1.40
Venesuela	2.58	0.30	0.77

Boshqacha aytganda menejer birinchi galda, investitsiyaning risk darajasini kompaniyaning va boshqa shved farmatsevtik kompaniyalarining beta koeffitsentlarini hisoblash orqali baholaydi. Menejer AQSHlik hamkasbidan farqli ravishda, betani SHveysariya bozor indeksiga bog‘liq holda hisoblaydi. Faraz qilaylik, ikkala holatda (kompaniya bo‘yicha ham, o‘rtacha soha bo‘yicha ham) beta-koeffitsent bir xil 1.1 ko‘rsatkichga ega va SHveysariya bozori bo‘yicha risk-premium 6%ni tashkil qiladi. Demak, kompaniya shveysariya frankidagi pul oqimlarini frankdagi foiz stavkasini 6.6% (=1.1×6%) stavkada diskontlashi kerak bo‘ladi.

Faraz qilaylik, kompaniya o‘zining yangi fabrikasini SHveysariyada emas, balki AQSHda ochmoqsi. Bunda ham moliyaviy menejer investitsiyaning risk darajasini SHveysariya bozor indeksiga bog‘liq holda hisoblaydi. Lekin, shuni e‘tiborga olish lozimki, kompaniyaning AQSHdagi biznesining qiymati SHveysariya fond bozorining o‘zgarishi bilan yaqin bog‘lanmagan. SHunday ekan, Amerikadagi loyihaning beta-koeffitsenti bilan SHveysariya fond bozori o‘rtasidagi bog‘liqlik qo‘rsatkichi 1.1 darajaga past. Bu qanchalik past? YAgona foydali indikator sifatida SHveysariya bozor indeksiga bog‘liq ravishda hisoblangan AQSH farmatsevtika sohasining beta-koeffitsenti olinishi mumkin. Aniqlanishicha, bu ko‘rsatkich taxminan 0.36 ga teng. Agar SHveysariya bozorining kutilayotgan risk-premiumi hamon 6%ni tashkil qilsa, unda kompaniya shveysariya frankidagi pul oqimlarini o‘zining AQSHdagi loyahasini 2.2% (=0.36×6) stavkada diskontlashi kerak.

Bu borada quyidagicha savol tug‘ilishi mumkin: Nima sababdan kompaniya moliyaviy menejeri o‘z investitsiyalarining beta-koeffitsentini shveysariya bozor

⁹⁵ <http://www.spindices.com/indices/equity/sp-500>

⁹⁶ Mamlakat bozor indeksining o‘rtacha kvadrat og‘ishishining S&P indeksining o‘rtacha kvadrat og‘ishishiga nisbati.

⁹⁷ Beta kovariatsiya darajasini dispersiyaga nisbatidan iborat. Koariatsiya darajasi quyidagi formula yordamida hisoblanadi: $\sigma_{im} = \rho_{im}\sigma_i\sigma_m$; $\beta = \rho_{im}\sigma_i\sigma_m/\sigma_m^2 = \rho(\sigma_i/\sigma_m)$, bu yerda i -mamlakatning bozor indeksi, m - AQSh bozor indeksi.

indeksiga bog'lamoqda, vaholanki amerikalik hamkasblari uni AQSH bozor indeksiga bog'lamoqda? Sababi, riskni ajratilgan holda qarash mumkin emas. Risk investor portfelidagi boshqa qimmatli qog'ozlarga ham bog'liq. Beta-koeffitsent risk darajasini investor portfeliga bog'liq ravishda o'lchaydi. Agar, amerikalik investor AQSH fond bozorida portfelga ega bo'lsa, unda ichki bozorga investitsiya qilingan qo'shimcha dollar – portfelning risk darajasini kamaytirmaydi. Ammo, agar investorlar portfeli shveysariya fond bozorida bo'lsa, unda AQSHga qilinadigan investitsiya ularning risk darajasini kamaytiradi. Mana nima uchun AQSHga qilingan investitsiyalar shved kompaniyasi aksiyadorlari uchun boshqa kompaniya aksiyadorlariga qaraganda past risk darajasiga ega. SHu sababli, bunday investitsiyalardan keladigan past daromadlilik darajasi amerika kompaniyalari aksiyadorlaridan ko'ra ko'proq shved kompaniyasi aksiyadorlarini qoniqtiradi. Ham AQSH bozoriga bog'liq holda riskni baholovchi kompaniya menejeri, ham shved moliya bozoriga bog'liq holda riskni baholovchi menejer aksiyadorlar aksiyalarni faqat o'z mamlakatlarida saqlaydilar degan noaniq farazga tayanadilar⁹⁸. Amerikalik investorlar chet el aksiyalari hisobiga o'z portfellari diversifikatsiyasini kuchaytirish orqali risk darajasini kamaytirish imkoniga ega bo'lsalar ham, amalda o'z aktivlarining juda kichik ulushini chet elga investitsiya qiladilar⁹⁹. Ehtimol, ular xorijiy investitsiyalar yuqori xarajat talab qilishidan qo'rqishar, ammo bu xarajatlarning tarkibiga nimalar kirishi ko'pchilik tadqiqotlarda noaniqlik qolmoqda. Balki, qaysi xorijiy aktivlarni qanday bahoda sotib olishni aniqlash ularga katta qiyinchilik to'g'ridir, yoki investorlar chet el mamlakatlari xukumatlari ularni o'z aksiyalariga egalik huquqidan mahrum qilishlaridan, dividend to'lovlarini cheklanishidan yoki soliq qonunchiligining o'zgarishi riskidan xavotirlanadilar.

Xalqaro darajadagi o'zgarishlar investorlar o'zlarining xorijiy aksiyalari paketini dunyoning barja joyida kengaytirib borayotganliklarini ko'rsatmoqda. Amerikadagi yirik moliya institutlari o'zlarining xorijiy investitsiyalari hajmini sezilarli ravishda oshirmoqdalar va haqiqatan oxirgi vaqtlarda boshqa mamlakatlarga investitsiya qilmoqchi bo'lgan investorlar tomonidan ko'plab fondlar yaratilmoqda. Madomiki, investorlar xorijiy aktivlar bo'yicha o'zlarining ulushlarini oshirishar ekan, ichki bozorga bog'liq holda betani hisoblash o'z ahamiyatini yo'qotmoqda, va aksincha, har qanday investitsiyani beta-koeffitsentini investor qo'lidagi portfelga nisbatan hisoblash borgan sari muhimlashib bormoqda.

Bir-necha mamlakatlarda foiz stavkasi boshqa davlatlarga nisbatan past. Misol uchun, yaqin yillargacha YAponiyaning foiz stavkasi darajasi nol ko'rsatkichga yaqin edi. AQSHda bu ko'rsatkich 3%ga yaqin bo'lgan edi. Ko'pchilik YAponiya kompaniyalari uchun kapital bahosining pastligi ular uchun foydali deb o'ylashadi. Bu ko'p masalada xato fikrlash bo'lsa, lekin bunda ehtimol

⁹⁸ Shunday mamlakatlar mavjudki, bunday faraz ularga to'g'ri kelmaydi. Moliyaviy chegaralari ochiq kichik davlatlar (misol uchun, Lyuksemburg) uchun ichki bozorga nisbatan beta-koeffitsentni aniqlash ma'nosizdir. Lyuksemburgda mahalliy aksiyalarga ega investorlar juda ham kam.

⁹⁹ I. A. Cooper and E. Kaplanis, "Home Bias in Equity Portfolios and the Cost of Capital for Multinational Firms," *Journal of Applied Corporate Finance* 8 (Fall 1995), pp. 95–102

qandaydir darajada haqiqat ham bor. Anglashilmovchilik sababi YAponiyada foiz stavkasi ienada hisoblansa, AQSHda u dollarda hisoblanadi. Faraz qilaylik, ikkala holatda ham foiz stavkani real ko'rsatkichlarda aniqlandi. Endi, ularni o'zaro solishtirib quyidagi savolni berish o'rinlimi: xorijiy investitsiyalar YAponiyada real kapital bahosini tushishiga sabab bo'la oladimi? Ma'lumki, yapon xalqi azaldan tejamkor va yirik jamg'armalarga ega bo'lgan. Lekin vaqt o'tishi bilan ular kelajakdan xavotirlanmoqdalar va ular odatdagidan ko'ra ko'proq mablag'larini jamg'armalarga yo'naltirdilar. YAponiya sanoati bunday mablag'larni o'zlashtira olmadi va natijada mamlakat ularni chet el investitsiyalariga yo'naltira boshladi.

Xalqaro darajada investitsiya qilish doim ham investorlar uchun riskli hisoblanmaydi. Buni yuqorida keltirilgan misollar ham isbotlaydi. Zero, xalqaro darajada investitsiyalarni amalga oshirishda investorlar o'z portfellarini diversifikatsiya qilishlari, to'g'ri investitsiya hududini tanlashlari va qulay bozor riskiga ega bozorlarni aniqlashlari muhim ahamiyatga ega.

3. Investitsiya loyihalarini moliyaviy tahlil etishning maqsadi va uning asosiy jihatlari

Investitsiya loyihalarini moliyaviy tahlil etish ularning samaradorligini ochib berishda markaziy urinni egallaydi. Moliyaviy tahlil loyihadan keladigan samara uning xar bir ishtirokchilarining uz maqsadlaridan kelib chikib, loyihani amalga oshirishdagi erishilishi lozim bulgan natijalarni kulga kiritish imkoniyatlarini ochib beradi. Bozor isloxotlarigacha bulgan davrda, ya'ni markazlashtirilgan rejalashtirish tizimi amal kilgan paytda kapital kuyilmalarning samaradorligini baholash akademik T.S. Xachaturov ilmiy boshchiligida ishlab chikilgan uslub asosida amalga oshirilar edi. Buning asosida kapital kuyilmalarning iqtisodiy samaradorligani aniqlash tamoyillari samaradorlikning tarmok me'yor koeffitsienti yordamida takkoslama iqtisodiy samaradorlikni tashki hisoblash yuli bilan absolyut va nisbiy kurinishlardagi ularning koplanishini hisoblash usullari yotar edi.

Investitsiyani variatlarini tanlashda ham ushbu uslublarning uziga xos urni bor edi, lekin ular kattik dogmatik andozalar tizimi bilan chegaralangan edi. SHuning uchun ushbu uslublarda zarur bulgan ko'rsatmalar yuk edi, ya'ni bular: bozor iqtisodiyoti uchun muhim bulgan investitsiya loyihalarini amalga oshirishdagi noaniqlilik va risklar, inflyatsiya sharoitidagi real va nominal qiymatlarni baholash va shu kabilardir. SHuningdek kapital kuyilmalarning samaradorligini aniqlashda, baholashda iqtisodiy, ijtimoiy va ayniqsa, marketing jixatlari hamda loyiha ishtirokchilarining manfaatlari etarlicha hisobga olinmas edi, pul okimi tahlili, balans tahlili, amortizatsiya hisobi va boshkalarga bulgan e'tibor uning uchun xos emas edi.

Yuqoridagi holatlarni hisobga olmaslik ma'muriy boshkarish davriga mos keladi, chunki unda davlat mulki xukmron hisoblanar va bu borada undan boshka manfaatdorlar yuk edi. Bundan tashkari, xar bir loyiha davlat tomonidan belgilangan dasturlar orkali moliyalashtirilar, loyihaning samaradorligi, kreditning qaytarilishi unchalik ahamiyatga ega emas edi. SHuningdek xususiy

tadbirkorlikning mavjud bulmaganligi insonlarni mustakil bir ish qilishlariga va faoliyat olib borishlariga yul bermas edi.

Rivojlangan mamlakatlar tajribasi shuni ko'rsatadiki, investitsiya loyihasi, eng avvalo, ma'lum bir maqsadni kuzlagan xolda kupchilikning (loyiha ishtirokchilari va axolining) manfaatlarini e'tiborga olish bilan amalga oshirilishi lozim. Xozirgi iqtisodiy vaziyat, mamlakatning iqtisodiy rivojlanishidagi vazifalar, investitsiya loyihasini amalga oshirishda bir necha manfaatlarning uzaro tuknash kelishi jaxon iqtisodiyotidagi eng etuk tajribalarni Uzbekiston iqtisodiyotining uziga xos xususiyatlarini hisobga olgan xolda joriy etish barcha soxalardagi kabi investitsiya loyihalari tahlilida ham uslubiy o'zgarishlarga erishishni takozo etdi va uni muhim vazifa sifatida kuydi.

Ushbu vazifani echishda mualliflar V. V. Berens, P.M. Xavraneklar ishlab chiqqan- "Rukovodstvo po otsenke effektivnosti investitsiy" kitobida investitsiya loyihalarining samaradorligini baholashda "YUNIDO" uslubiyoti keng tadjik etilgan bo'lib, bu uslubiyot loyihalarni tahlil etishda ahamiyatli urin tutadi. Ushbu uslubda u yoki bu loyihani moliyalashtirishda qarorlar qabul qilish, shuningdek investitsiya oldi tadjikotlari uchun muljallangan kapital kuyilmalarning samaradorligini baholashning jaxon tajribasi mutafassal yozilgan. Bularning barchasi bozor tahlilining jixatlariga, shuningdek texnik-iqtisodiy asoslashdaga savollarga, ya'ni xom ashyo bazasini baholash, kurilish maydonini tanlash, loyihalashtirish va texnologiyalarni tanlash, investitsiya loyihalarini investorlarning uz mablag'lari evaziga, shuningdek tashki moliyalash manbalari evaziga moliyalashtirishni ta'minlash, investitsiya loyihalarining iqtisodiy samaradorligini aniqlash (bular daromadlilikning ichki me'yorlari, sof diskontlashtirilgan daromad va x, k.) jarayonlariga tegishlidir.

Investitsiyalarni baholash uchun sharoitlar mavjud bulganda, loyihani tayyorlash moliyaviy va iqtisodiy tahlillar talablariga muvofiq xolda utkazilishi kerak.

Agar moliyaviy tahlil buyicha mutaxassis texnik-iqtisodiy asoslashni ishlab chikishning boshlangich boskichlarida ushbu jarayonga kuyilgan bulsagina, tegishli mutaxassis orkali moliyaviy tahlil loyiha ishlab chiqilishining boshidan boshlab kuzatib borishi mumkin buladi.

Investitsiyalash moliyaviy va iqtisodiy nukgai nazardan kelgusida investitsiyalarning umumiy boshlagich qiymatini oshiruvchi sof foydani xosil qilish va olish maqsadida barcha turdagi moliyaviy, iqtisodiy resurslarning uzok muddatga kuyilishi sifatida aniqlanishi mumkin.

Ushbu kuyilmaning asosiy jixati — bu moliyaviy resurslarni (ya'ni investorning uz va karz mablag'larini) investitsiyalar tomonidan ishlab chiqarish aktivlariga kuyilgan asosiy va sof aylanma kapitalga aylantirish.

Kelgusidagi sof foydaga kizikish loyihaga mablag' soluvchi xar bir ishtirokchi tomon uchun umumiy bulsada, kutilayotgan foyda yoki daromad xar xil baholanishi va fark qilishi mumkin.

YUNIDO uslubi buyicha moliyaviy tahlilning muhim jixatlari bo'lib quyidagilar hisoblanadi:

- investitsiya qarorlarining asosiy mezonlari;
- kuyilmalarni baholash va loyiha kaytimi;
- loyihaning hayotiylik davri va uni gorizont rejalashtirish;
- risk, noaniqlilik va boshkalar.

Moliyaviy tahlilning maqsadlari va andozasi "investitsiyalash" suzining mazmuni bilan ma'lum bir ahamiyat darajasida aniqlanadi.

Investitsiyalash moliyaviy, iqtisodiy resurslarni kelgusida foyda olish yoki uni yaratish va ijtimoiy samaraga erishish maqsadida uzok muddatga iqtisodiy resurslarni kuyishdir.

Ushbu kuyilmaning asosiy jixati investorning uz mablag'larini investitsiyalash asosida ishlab chiqarish aktivlariga, shuningdek ushbu resurslarni ishlatish bilan yangi likvidlikni xosil qilishga o'zgartirishda namoyon buladi.

Yuqoridagilarni hisobga olish bilan "investitsiyalash" tushunchasi uziga xos aniqlik kasb etadi, moliyaviy tahlil va loyihani sunggi baholash esa loyiha buyicha talab qilinadigan kuyilmalarni, kutilayotgan natijani, shuningdek kelgusi sof foydani tahlil etish va baholashni (qiymatini) kuzda tutadi.

Ushbu maqsad uchun kullaniladigan usullar quyidagilardir:

- loyihaning bashorat qilinish xususiyatlari xakkoniyligining tahlili;
- investitsiyaning amalga oshuvchanligiga sezilarli ta'sir ko'rsatuvchi jiddiy o'zgarishlarni aniqlash bilan loyihalashtirilayotgan xarajat va daromadlarning tarkibi va ahamiyatligini tahlil etish;
- investitsiyalardan keladigan daromad, ularning foydaliligi, samaradorligi orkali aks ettirilgan xar yillik xosil qilingan va jamgarilgan sof moliyaviy foydani aniqlash va baholash;
- vakt omilining kapital qiymati, baholar va noaniqlilik sharoitida (aniql loyiha bilan boglik bulgan risklar) qabul qilinadigan qarorlar munosabatini hisobga olish.

SHunday kilib, moliyaviy tahlilning maqsadi va andozasi shundan iboratki, u investitsiyalash va moliyalashtirishdagi barcha savollarning echimi bilan boglik omillarni, shuningdek loyihadagi barcha moliyaviy okibatlarini tahlil kiladi va aniqlaydi.

Moliyaviy tahlilning asosiy jixatlari quyidagichadir: Birinchidan, sanoat investitsiya loyihalarining moliyaviy tahlili — bu saloxiyatli investorlar va loyiha yaratuvchilariga loyihadagi moliyaviy okibatlarini ko'rsatish uchun yoki asosiysi texnik xarajatlarni yoki loyiha takliflarini tugallash uchun loyihani ishlab chikishning oxirgi boskichlarida amalga oshiriladigan ajratiluvchi faoliyat emas.

Moliyaviy tahlil texnologiya va ishlab chiqarish kuvvati, loyihalashtirilayotgan korxonaning joylashgan joyi, resurslar, loyiha andozasi, marketing strategiyalarining moxiyati jixatidan aniqlanuvchi loyiha strategiyalarini ishlab chikish va turli xil mukobillarini kuzda tutishi lozim.

Ikkinchidan, moliyaviy tahlilni utkazish jarayonida qaror qabul kiluvchi shaxs investitsiyalarni baholash uchun turli xil mezonlarni kullashini ham hisobga olishi zarur. Bu analitikni shunday mezonlarni aniqlashga majbur kiladi va u investorlar talab kiladigan axborotlarni tayyorlash uchun unga muvofiq keluvchi

usullarni tanlaydi. Masalan, investorlar past rentabellikda tezlashtirilgan amortizatsiyani afzal kurishi mumkin yoki, xatto, kichik daromadlar sharoitida bosh rakobatchiga nisbatan bozordagi ulushini kengaytirishni xoxlashi mumkin, bunda uning strategiyami mavjud firmaning yuqori rentabelligani ta'minlashga xizmat kilsa ajab emas.

Bu erda nafaqat katnashuvchi tomonlarning, balki jamiyatning ham kizikishini hisobga olish kerak. Jamiyatning kizikishi shundaki, bunda ular investitsiya jarayonida cheklangan resurslarning samarali ishlatilishi va mamlakatning rivojlanishiga inti-ladilar.

Kizikishlarni nazorat qilish uchun turli xil ma'muriy va fiksal tadbirlar kullaniladi. Bu tadbirlar ham ragbatlantiruvchi, ham chegaralovchi bo'lib, loyihani baholash va moliyaviy tahlil jarayonlariga kiritilishi va aniqlanishi lozim.

18-mavzu. Moliya va risklar

Reja:

- 1. Risk va daromadning muqobil ko'rinishi (arbitraj narxlash nazariyasi)**
- 2. Tizimli Risk va Betalar**
- 3. Portfellar va Faktor modellari**
- 4. Portfellar va diversifikatsiyalash**
- 5. Kutilgan qaytim stavkasi**

1. Risk va daromadning muqobil ko'rinishi (arbitraj narxlash nazariyasi)¹⁰⁰

2011-yil fevral oyida Home Depot, Kampbell Soup Korparatsiyalari, va mashina ijara kompaniyasi Avis Byudjet Group o'zlarining daromadlarini e'lon qiladigan boshqa ko'plab kompaniyalar qatoriga qo'shildi. Home Depot o'zining to'rtinchi chorakdagi foydasi o'tgan yilga nisbatan 72 % ga ko'payganini e'lon qildi. Kompaniyaning har bir aksiyalardan daromadi 36 sentga oshib osonlikcha tahlilchilar 31 sent hisobidan oshib ketdi. Kampbell Soup Korparatsiyaning har bir aksiyalardan olgan daromadi esa 71 sentni tashkil etib bozor tahlilchilar aynan kutganidek bo'ldi. Avis Byudjetning holatida, tahlilchilar har bir aksiyadan 7 sent yo'qotishni taxmin qilayotgan edi, lekin kompaniya aslida har bir aksiyadan 36 sent yo'qotdi. Siz bu uch kompaniya holatlarni yaxshi yangilik, hech qanday yangilik yo'q va yomon yangilik aks ettiradi deb kutganizda va siz odatda haq bo'lasiz. Garchi, Home Depotning aksiyalari bahosi biroz 1 % dan ko'proq tushib ketganda ham, Kempbell Soupsning ham aksiyalari bahosi 3,9 % atrofida tushganda ham va Avis Byudjet aksiyalari narx 1 % dan biroz ko'payganda ham.

Biz oldingi mavzuda aksiyalar riskining 2 turga: tizimli va tizimsiz riskka bo'linishini o'rgandik. Tizimsiz risk portfellarni diversifikatsiya qilish bilan bartaraf etilishi mumkin, lekin tizimli riskni bartaraf etib bo'lmaydi. Buning natijasida, portfellarda alohida aksiya masalalarning faqat tizimli riski bor. Biz

¹⁰⁰ Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 7/E, Pearson, 2012, p 183-184

shuningdek tizimli riskni beta orqali eng yaxshi o'lchash mumkinligini o'rgandik. Nihoyat, biz moliyaviy aktivlarni baholash modeli (MABM) bo'yicha aksiyalardan kutilgan daromadning betaga chiziqli bog'liqligini o'rgandik. Bu bobda, biz betalarning qayerdan kelishini va aktivlarni baholashda arbitrajning muhim rolini yaqindan o'rganamiz.

2. Tizimli risk va betalar¹⁰¹

Biz o'rganganimizdek, har qanday aksiyalarning daromadini qo'ydagicha yozish mumkin:

$$R = \underline{R} + U$$

Bu yerda R - haqiqiy daromad, \underline{R} - kutilayotgan daromad va U - daromadning kutilmagan bir qismi ifodalaydi. Bu yerda U - kutilmayotgan voqea hodisa natijasidagi risk aks ettadi.

Biz ma'lumki har qanday aksiyalarning riski yana qo'shimcha ikki turga bo'linadi: **Tizimli va tizimsiz**. Biz qo'ydagicha yozishiz mumkin:

$$R = \underline{R} + m + e$$

Bu yerda biz m harfini tizimli riskni ifodalash uchun ishlatdik va Greek harfi epsilon, e , tizimsiz riskni ifodalaydi.

Shu narsa ma'lumki, 2 ta kompaniya daromadining tizimsiz qismlari bir-biriga bog'liq bo'lmaydi, bu tizimli qismlar ham bog'liqmas degani emas. Bunga qarama-qarshi, ikkita alohida kompaniyaga bir xil tizimli risk ta'sir qilganda ularning umumiy daromadlari bir biriga bog'liq bo'ladi.

Misol uchun, inflyatsiya haqida xabar ma'lum darajada deyarli barcha kompaniyalar ta'sir qiladi. Inflyatsiyaning kutilmagan o'zgarishlari alohida aksiyalar tushumiga qanchalik ta'sir qiladi? Agar yangiliklarda inflyatsiya oshishi kutilayotganda aksiyalar ham ko'tariladigan bo'lsa, biz uni inflyatsiya bilan ijobiy bog'liq deymiz. Qachonki inflyatsiya oshishi kutilayotganda agar aksiyalar pasayotgan bo'lsa yoki aksiyalar oshayotganda holda inflyatsiya qisqa tushishi kutilyotgan bo'lsa unda bir biriga salbiy bog'liq bo'ladi. Kam holatlardagina aksiyadan tushadigan daromad inflyatsiya bilan bo'g'liq emas, inflyatsiya unga hech qanday ta'siri yo'q bo'ladi.

Biz **beta koeffitsiyent**idan foydalanib aksiyalar bilan bog'liq inflyatsiyaga tizimli riskning ta'sirini ko'ramiz. Beta koeffitsiyenti, β bizga aksiyadan tushumning tizimli riskga ta'sirini bildiradi. Oldingi bobda, beta qimmatli qog'ozlarning ma'lum bir risk omiliga ta'siri orqali o'lchandi, ya'ni portfel bozordagi daromadlar orqali. Biz moliyaviy aktivlarni baholash modelini ishlab chiqish uchun ta'sirchanlikning bu turini ishlatdik. Chunki, biz hozir tizimli risklarni ko'p turini ko'rib chiqamiz, bizning hozirgi ishimiz avvalgi bobdagi ishimizni umumlashtirish sifatida ko'rish mumkin.

Agar kompaniyaning aksiyalari inflyatsiya riskiga ijobiy bog'liq bo'lsa, o'sha aksiyada musbat inflyatsion beta bor. Agar inflyatsiyaga salbiy bog'liq

¹⁰¹ Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 7/E, Pearson, 2012, p 194-197

bo'lsa, uning inflyatsiya betasi manfiy: agar u inflyatsiyaga bog'liq bo'lmasa, uning inflyasion betasi nolga teng.

Buni tasavvur qilish qiyin emas ma'lum bir aksiyalar musbat inflyatsion betalar va boshqalari manfiy inflyatsion betalardir. Oltin koniga ega kompaniyaning aksiyalari musbat inflyatsion beta bo'lishi mumkin, chunki kutilmagan inflyatsiyaning ko'tarilishi odatda oltin narxi ko'tarilishi bilan bog'liq. Boshqa tomondan, bir avtomobil kompaniyasi inflyatsiya ko'tarilishi natijasida qattiq tashqi raqobatga duch kelishi mumkin ish haqiga yuqori haq to'lashi kerak degan ma'noni anglatadi, lekin kompaniya bu ortishi qoplash uchun o'z narxlarini oshirolmaydi. Bu foydani kamaytiradi, kompaniyaning xarajatlari uning daromadlaridan ko'ra tezroq o'sganligi sababli uning aksiyalari manfiy inflyatsion beta bo'ladi.

Ba'zi kompaniyalar bir necha aktivlarga ega va brokerlardek xatti-harakat qiladi - raqobatbardosh bozorlarda mahsulot sotib oladi va boshqa bozorlarda ularni sotadi – ular nisbattan inflyatsiya darajasidan ta'sir ko'rmaydi, chunki ularning xarajatlari va daromad oshadi va birga tushadi. Ularning aksiyalari nol inflyatsion beta bo'ladi.

Ba'zi tuzilishlar, bu nuqtada foydalidir. Faraz qiling biz e'tirbor qilishni xoxlagan 3 ta tizimli risklarni aniqladik. Biz tizimli risklarni tasvirlash uchun tanlaganlarimiz uchalasi aksiyalar daromatiga ta'sir qilishiga ishonishimiz mumkin. Bu 3 ta nomzod inflyatsiya, YaMM va foiz stavkalari. Shunday qilib, har bir aksiya beta bog'liqlik bor har bir tizimli risklar bilan: Inflyatsion beta, YaMM beta va foiz stavkasi beta. Biz aksiyalardan tushadigan daromadni quyidagi shaklda yozamiz:

$$\begin{aligned}
 R &= \underline{R} + U \\
 &= \underline{R} + m + e \\
 &= \underline{R} + \beta_1 * F_1 + \beta_{YaMM} * F_{YaMM} + B_r * F_r + e
 \end{aligned}$$

Biz bu yerda aksiyaning inflyatsiya betasini ifodalash uchun simvol β_1 dan, F_{YaMM} dan YaIM beta uchun va B_r dan foiz stavka betadan foydalandik. Tenglikda, F kutilmagan hodisani ifodalaydi ehtimol u inflyatsiya, YaMM yoki foiz stavkalari bo'lishi mumkin.

Misol orqali kutilmagan voqea hodisalarni kutilgan daromadga yig'indisi umummiy daromad R berilgan aksiyalarga teng ekanligini ko'rib chiqamiz. Yanada aniqroq qilish uchun, daromad gorizon yilidan ko'proq yoki 1 oydan deb tasavvur qilaylik. Tasavvur qiling yil boshida inflyatsiya 5 % bo'lishi kutilyapdi, Yalpi Milliy Mahsulot (YaMM) 2 % ga o'sishi kutilyapdi va foiz stavkasi o'zgarishi kutilmayapdi. Tassavur qiling aksiyalarda bizar izlayotgan betalar qo'ydagicha:

$$\begin{aligned}
 \beta_1 &= 2 \\
 \beta_{YaMM} &= 1 \\
 \beta_r &= -1,8
 \end{aligned}$$

Betaning kattaligi aksiyalar daromadiga tizimli riskning qanchalik katta ta'sir qilishini ko'rsatadi. Beta +1 aksiyalar daromadining ko'tarilishi yoki

tushushini birma-bir tizimli omillar bilan ko'rsatadi. Bizning misolda YaMM aksiyalardagi beta 1 ga tengligi sababli kutilmagan voqea hodisalar natijasida YaMM 1 % ga o'zgarishi daromadning 1 % ga oshishiga olib keladi. Agar YaMM beta – 2 ga teng bo'lganda, daromad 2 % ga pasaygan bo'ladi.

Tasavvur qiling yil davomida qo'yidagi voqealar sodir bo'ldi: inflyatsiya 7 % ga o'sdi, YaMM faqatgina 1 % ga ko'tarildi va foiz stavkasi 2 foizga pasaytirildi. Biz kompaniyada bir qancha yaxshi yangi o'zgarishlarni ko'rdik, ehtimol kompaniyaning yangi biznes strategiyasi tezlik bilan omad keltirgandir shunday qilib kompaniyaning daromadining 5 % o'sishiga olib keldi. Boshqacha qilib aytganda:

$$e = 5 \%$$

Keling, aksiyadan yil davomida tushgan daromad haqidagi barcha ma'lumotlarni yig'ib chiqamiz.

Birinchidan, biz tizimli omillarda bo'lib o'tgan yangiliklarni yoki kutilmagan o'zgarishlarni aniqlashimiz kerak. Bizning ma'lumotlardan shuni bilamizki:

Kutilayotgan inflyatsiya = 5%

Kutilayotgan YaMM o'zgarishi = 2%

va:

Foiz stavkasidagi kutilayotgan o'zgarishlar = 0%

Bozorda kutilmagan voqea hodisalar natijasida haqiqiy o'zgarishlar va kutilayotgan o'zgarishlar o'rtasidagi farq

$$\begin{aligned} F_l &= \text{Kutilmagan voqea hodisalar natijasida inflyatsiya o'zgarishi} \\ &= \text{Haqiqiy inflyatsiya} - \text{Kutilayotgan inflatsiya} \\ &= 7 \% - 5 \% \\ &= 2 \% \end{aligned}$$

Shunga o'xshash:

$$\begin{aligned} F_{YaMM} &= \text{Kutilmagan voqea hodisalar natijasida YaMM o'zgarishi} \\ &= \text{Haqiqiy YaMM} - \text{Kutilayotgan YaMM} \\ &= 1 \% - 2 \% \\ &= -1 \% \end{aligned}$$

va:

$$\begin{aligned} F_r &= \text{Kutilmagan voqea hodisalar natijasida foiz stavkasi o'zgarishi} \\ &= \text{Haqiqiy foiz stavkasi} - \text{Kutilayotgan foiz stavkasi} \\ &= -2 \% - 0 \% \\ &= -2 \% \end{aligned}$$

Aksiyalar daromadining tizimli riskga umummiy ta'siri, qo'yidagicha hisoblanadi:

m = Daromadning tizimli riskdagi qismi

$$\begin{aligned} &= \beta_l * F_l + \beta_{YaMM} * F_{YaMM} + \beta_r * F_r \\ &= [2 * 2 \%] + [1 * (-1 \%)] + [(-1,8) * (-2\%)] \\ &= 6,6 \% \end{aligned}$$

Aksiyalarning umummiy riskli qismining tizimsiz risk qismiga bog'liqligi:

$$m + e = 6.6\% + 5\% = 11.6\%$$

Oxirgi, yil uchun aksiyalardan kutilayotgan daromad 4 % bo'lsa, umummiy daromad 3 ta komponentlardan qo'yidagicha bo'ladi:

$$\begin{aligned} R &= \underline{R} + m + e \\ &= 4\% + 6.6\% + 5\% \\ &= 15.6\% \end{aligned}$$

Biz izlayotgan model **faktor modeli** deb ataladi va risklarning tizimi manbasi, bizdagi F, faktorlar deb ataladi. Aniqroq aytadigan bo'lsak, har bir aksiyaning daromadini ishlab chiqaradigan model *k – factor model* deyiladi.

$$R = \underline{R} + \beta_1 * F_1 + \beta_2 * F_2 + \dots + \beta_k * F_k + e$$

Bu yerda e aniq ma'lum bir aksiya va u boshqa aksiyalardagi e bilan bog'liq emas. Bizning oldingi misolimizda 3 ta factor model bore di. Biz riskning tizimli manbasi yoki faktorlar misoli sifatida inflatsiya, YaMM va foiz stavkasi o'zgarishini oldik. Tadqiqotchilar aniq faktorlar to'plamini halicha to'plagani yo'q. Bu masalalar boshqa ko'plab savolar singari hech qachon oxirini topmaydigan masalalar bo'lishi mumkin.

Amalda, tadqiqotchilar tez-tez daromadlar uchun bir-faktor modelidan foydalanadi. Ular bizarning oldingi misolimizdagidek hamma turdagi iqtisodiy faktorlarni foydalanmaydi: O'rniga ular ko'proq fond birja indeksi daromadidan foydalanadi – S&P 500 indeksi singari, yoki yanada ko'proq aksiyalarni hisoblash uchun keng tarqalgan indeksdan yagona faktor sifatida foydalanadi. Yagona-faktor modeldan foydalangan holda daromadlarni qo'yidagicha yozamiz:

$$R = \underline{R} + \beta * (R_{S\&P500} - \underline{R}_{S\&P500}) + e$$

Yagona-faktor modelida (S&P 500 ning portfel indeks daromadlari), betaga hech qanday belgi qo'yishimiz kerak emas. Bu shaklda (biroz o'zgartirilish bilan) factor model **bozor modeli** deb ataladi. Bu termin barcha fond birjalarida daromadlar indeksi sifatida ishlatiladi. Bozor modeli qo'yidagi shaklda yoziladi:

$$R = \underline{R} + \beta * (R_M - \underline{R}_M) + e$$

Bu yerda R_M portfel bozordagi daromadlar. Yagona β *beta koeffitsienti* deyiladi.

3. Portfellar va faktor modellari¹⁰²

Endi, agar har bir fond birjalar yagona-faktor modelini ishlatasa, portfel aksiyalarga nima bo'lishini ko'ramiz. Muhokama qilish maqsadida biz kelgusi bir oy muddat va sinov daromadlarini olamiz. Biz bir kun yoki bir yil yoki xoxlagan muddatdan foydalanishimiz mumkin.

Agar qarorlar orasidagi vaqt davrni aks ettirsada biz qisqa davrni tanlaganimiz ma'qul uzoq davrdan ko'ra, bir oy oqilona davr foydalanish uchun.

¹⁰² Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 7/E, Pearson, 2012, p 203-205

Biz N aksiyalar ro'yxatidan portfellarni yaratamiz va tizimli riskni qamrab olish uchun yagona-faktor modelidan foydalanamiz.

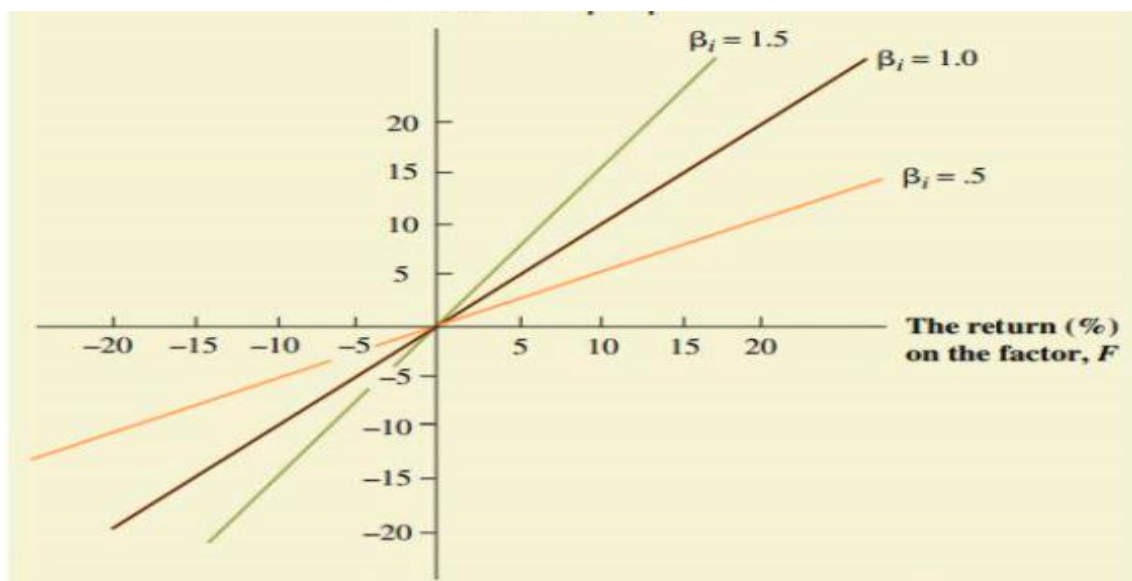
$$R_i = \underline{R}_i + \beta_i * F + e$$

Bu yerda o'zgaruvchilardagi belgilar i chi aksiyaga tegishli ekanligini bildiradi. Eslatib o'tamiz F faktorga hech qanday belgi qo'yilmagan. Bu faktor tizimli riskni aks ettiradi YaMM dagi kutilmagan o'zgarishlar yoki bozor modelini ishlatish orqali va S&P 500 ning hozirgi va kutilayotgan daromad o'rtasidagi farqni ifodalash uchun, $R_{S\&P500} - \underline{R}_{S\&P500}$. Ikkala holatda ham faktorlar hamma aksiyalarga murijat qiladi.

β_i belgi bilan berilgan i chi aksiyaga ta'sir qiluvchi eng yaxshi faktor hisoblanadi. Factor modellar haqidagi gapimizni xulosalaydigan bo'lsak agar β_i nolga teng bo'lsa i chi aksiyadagi daromadlar qo'yidagicha bo'ladi:

$$R_i = \underline{R}_i + e$$

Boshqacha qilib aytadigan bo'lsak, i chi aksiya daromadlariga F faktor ta'sir qilmaydi agar β_i nolga teng bo'lsa. Agar β_i musbat bo'ladigan bo'lsa, i chi aksiya daromadlarida ijobiy o'zgarish faktorlar oshadi va manfiy bo'lsa kamayishiga olib keladi. Bunga teskari holatda β_i manfiy bo'ladigan bo'lsa, uning daromadlari va faktorlar qarama-qarshi yo'nalishga o'zgaradi.



18.1-rasm. Aksiyalardan qo'shimcha daromad

Aksiyalardan qo'shimcha daromad, $R_i - \underline{R}_i$ va F faktor har xil betalar uchun (bu yerda $\beta_i > 0$) orasidagi munosabatni ifodalaydi. 18.1-rasmdagi chiziqlarda nuqtaqi tenglama 10.2 da tizimsiz risk yo'q deb tasavvur qilganmiz. Bu yerda e_i nolga teng. Biz ijobiy betalarni gipoteza qilayotganimiz uchun, chiziqlar yuqoriga yo'nalgan, F bilan aksiyalardai daromadlar oshayotganini ko'rsatadi. E'tibor bering agar faktor nolga teng bo'lsa ($F = 0$) chiziq nol orqali o'tib y o'qida yotadi.

Aksiyalardagi ortiqcha (%) daromad i : $R_i - \underline{R}_i$

Har bir chiziq har xil qimmatli qog'ozlarni ifodalaydi, har bir qimmatli qog'ozlar har xil betalarni ifodalaydi.

Endi, keling har bir aksiya yakka faktorli modelga ergashuvchi aksiya portfellarini yaratganimizda nima sodir bo'lishini kuzatamiz. X_i portfelda i qimmatbaho qog'ozning proporsiyasi hisoblansin. Bunday holatda, agar yakka shaxs 100\$ lik portfel bilan General Motors da 20\$ olishni xohlasa, bu $X_{GM} = 20\%$ deb takidlanadi. Chunki, X lar biz aksiyalarning har biriga investitsiya qilayotgan boylik hissasini aks ettiradi. Shuningdek, biz 100% gacha yoki 1 ga oshirishimiz kerakligini bilamiz:

$$X_1 + X_2 + X_3 + \dots + X_N = 1$$

Bilamizki, portfel foyda bu portfelning alohida aktivlardagi ulushlarning o'rtacha qiymati. Algebraik tarzda esa, bu qiyidagicha yoziladi:

$$R_p = X_1 R_1 + X_2 R_2 + X_3 R_3 + \dots + X_N R_N \quad (2)$$

Biz 10.1 tenglamadan har bir aksiya o'z navbatida ikki faktor F va kutilmagan risk ϵ_i orqali aniqlanishi ko'rdik. Shuningdek, tenglama 1 o'rnini bosuvchi tenglama 2 dagi har R_i da biz quyidagiga ega bo'lamiz:

$$\begin{aligned}
 R_p = & X_1(\overline{R}_1 + \beta_1 F + \epsilon_1) + X_2(\overline{R}_2 + \beta_2 F + \epsilon_2) \\
 & \text{(Aksiya 1dagi foyda)} \qquad \qquad \text{(aksiya 2 dagi foyda)} \qquad (3) \\
 & + X_3(\overline{R}_3 + \beta_3 F + \epsilon_3) + \dots + X_N(\overline{R}_N + \beta_N F + \epsilon_N) \\
 & \qquad \qquad \text{(Aksiya 3dagi foyda)} \qquad \qquad \text{(Aksiya N dagi foyda)}
 \end{aligned}$$

Tenglama 10.3 bizga portfeldagi foyda parametrlarining uch qurilmasi asosida aniqlanishini ko'rsatadi:

- ✓ Alohida individual qimmatbaho qog'ozdagi kutilayotgan foyda, \overline{R}_i .
- ✓ Factor orqali ko'payuvchi har bir qimmatbaho qog'ozning betasi, F .
- ✓ Har bir qimmatbaho qog'ozning kutilmagan riski, ϵ_i .

Biz tenglama 3 ni parametrning uch qurilmasi asosida quyidagicha ifodalaymiz:

Kutilayotgan foydaning o'rtacha qiymati

$$R_p = X_1 \overline{R}_1 + X_2 \overline{R}_2 + X_3 \overline{R}_3 + \dots + X_N \overline{R}_N$$

Beta x F larning o'rtacha qiymati

$$+ (X_1 \beta_1 + X_2 \beta_2 + X_3 \beta_3 + \dots + X_N \beta_N) F \quad (4)$$

Kutilmagan risklarning o'rtacha qiymati

$$+ X_1 \epsilon_1 + X_2 \epsilon_2 + X_3 \epsilon_3 + \dots + X_N \epsilon_N$$

Yuqoridagi tenglama umuman to'g'ridan to'g'ri sanaladi. Birinchi qator bu alohida qimmatbaho qog'ozning kutilayotgan foydasining o'rtacha qiymati. Ikkinchi qator qavs ichidagi birliklar esa alohida qimmatbaho qog'oz betasining o'rtacha qiymatini ifodalaydi. Bu o'rtacha qiymat, o'z navbatida, F factor orqali

ko'payadi. Uchinchi qator esa yakka qimmatbaho qog'ozlar kutilmagan riskining o'rtacha qiymatini aks ettiradi.

Tenglama 4da nomalumlik qayerda vujudga keladi? Birinchi qator tenglamasida hech qanday no'malumlik mavjud emas, chunki har bir qimmatbaho qog'oz foydasining kutilgan qiymati faqat o'sha yerda kuzatiladi. No'malumlik faqat F faktor orqali ikkinchi qator tenglamasida keltirilgan. Bunda, biz F ning kutilgan qiymatini nol deb qabul qilsak, ma'lum vaqt davomida uning qiymati qanchaga teng bo'lishini esa bilmaymiz. Keying no'malumlik esa uchinchi qatorda ϵ_i kutilmagan risk orqali kuzatiladi.

4. Portfellar va diversifikatsiyalash¹⁰³

Oldingi bob qismlarida biz faktor modeli doirasida alohida qimmatbaho qog'ozlardan foydaga urg'u berdik. Portfellar keyingisida izohlanadi. Chunki, umuman investorlar xilma-xil portfellarga egalik qiladi, biz hozir esa tenglama 4 yirik va divesifikatsilalashgan portfelda nimaga o'xshash ekanligini bilishni xohlaymiz.¹⁰⁴

Kuzatilganidek, noodatiy nimadir tenglama 4 da kuzatiladi.: uchinchi qator yirik portfelda g'oyib bo'ladi. Buni ko'rish uchun, 1000\$ ni ruletka g'ildiragining ko'plab aylanishi natijasida qizil uchun qimorboz bo'lib bo'lib pul tikadi. Misol uchun, u bir martada 1\$ tikib, 1000 ta aylanishga qo'shilishi mumkin. Lekin biz oldindan ma'lum bir o'ralish qizil yoki qora bo'lishini bilmaymiz, biroq biz qizilning 50% ro'yobga chiqishini bilamiz. Ya'ni, investor bunga e'tibor bermasdan ham o'zning sof qo'yilmasi 1000\$ ni qabul qilishi mumkin.

Bu esa faqat aksiya bilan, yoki rulet g'ildiragi bilan bo'libgina qolmay bir xil tamoyilni ifodalaydi. Har bir qimmatbaho qog'oz o'zining kutilmagan risklariga ega, ya'ni ma'lum aksiya holati boshqa aksiya holatiga hech qachon bog'lanmagan. Kichik miqdorda investitsiya kiritgan holda, biz kutilmagan risklarning o'rtacha qiymatini yirik portfellarda nolga yaqin qilib boramiz.¹⁰⁵

Uchinchi qator yirik portfelda to'liq yo'qolishiga qaramasdan hech qanday noodatiylik birinchi va ikkinchi qatorlarda ro'y bermaydi. Portfelga qimmatbaho qog'ozlar qo'shilgani sari, birinchi qator yakka qimmatbaho qog'ozlardagi kutilgan foydaning o'rtacha qiymatini saqlab qoladi. Chunki, birinchi qatorda hech qanday no'malumlik yo'q, ya'ni qator yo'qolishiga sabab bo'luvchi divesifikatsiya uchun yo'l mavjud emas. Ikkinchi qator qavs ichidagi terminlar betalarning o'rtacha qiymatini saqlaydi. Qimmatbaho qog'ozlar qo'shilganida, ular ham g'oyib bo'lmaydi. Chunki, qimmatbaho qog'ozlar portfellarga qo'shilganida, F faktor ta'sirsiz va ikkinchi qator yo'qolmaydi.

¹⁰³ Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 7/E, Pearson, 2012, p 193-194

¹⁰⁴ Texnik jihatdan, biz investorlar qimmatbaho qog'ozlar sonini cheksiz oshishini saqlaydigan yagona yirik portfel deb o'ylaymiz. Amalda, samarali divesifikatsiya kamida bir necha qimmatbaho qog'ozlar saqlangan paytda sodir bo'ladi.

¹⁰⁵ Yanada aniqroq aytilganda, nosistematik riskning o'rtacha salmog'I teng salmoqli portfeldagi qimmatbaho qog'ozlar no'malumlikka yo'nalgani sari nol ga intiladi.

Ikkinchi va uchinchi qatorlarlar no'malumlikni aks ettirishiga qaramasdan, ikkinchi qator yo'qolmagan paytda, nima uchun uchinchi qator g'oyib bo'ladi? Buning kaliti uchinchi qatorda ko'plab kutilmagan risklar borligida. Chunki, u yerdagi risklar bir-biridan mustaqil, biz portfelga qanchalik ko'p aktiv kiritganimiz sari, diversifikatsiya tasiri ham shunchalik oshadi. Natijadagi portfel riski kam bo'linib boradi va foyda aniq bo'ladi. Biroq, kutilmagan risk, F , barcha qimmatbaho qog'ozlarga tasir ko'rsatadi, chunki u ikkinchi qatorda qavsdan tashqarida joylashgan. Shuningdek, diversifikatsiya bu qatorda sodir bo'lmagani sari, biz ko'plab qimmatbaho qog'ozlarda investitsiya kiritish orqali bu omilni to'xtata olmaymiz.

1- misol. Diversifikatsiya va kutilmagan risk. Keying material quyidagi misol orqali batafsil tushitirilishi mumkin. Biz bu yerda bir faktorli modelni saqlaymiz, lekin uchta aniq tahminlarni amalga oshiramiz.:

- ✓ Barcha qimmatbaho qog'ozlar bir xil 10%dagi kutilgan foydaga ega. Bu tahmin esa birinchi qator tenglama 4 ham 10% ga teng bo'lish shartligini ifodalaydi, chunki bu qator yakka qimmatbaho qog'ozlar kutilgan foydalarining o'rtacha salmog'i.
- ✓ Barcha qimmatbaho qog'ozlar 1 betaga ega. Ikkinchi qator tenglama 4 qavs ichidagi terminlarning summasi 1 ga teng bo'lishi lozim, chunki bu terminlar individual betalarning o'rtacha salmog'i. chunki, qavs ichidagi terminlar F ga ko'payadi va ikkinchi qator qiymati $1 \times F = F$
- ✓ Bu misolda biz yakka shaxs xarakteriga e'tibor beramiz, Walter V. Bagehot teng salmoqli portfelni saqlashga qaror qiladi. Bu esa uning portfelidagi har bir qimmatbaho qog'ozning proporsiyasi $1/N$ deb ko'rsatadi.

Biz mister Bagehotning portfelidagi foydasini quyidagicha ifodalaymiz:

Mister Bagehot portfelidagi foyda

$$R_p = \underset{\substack{\updownarrow \\ \text{1-qator tenglama} \\ 10.4}}}{10\%} + \underset{\substack{\updownarrow \\ \text{2-qator tenglama} \\ 10.4}}}{F} + \underbrace{\left(\frac{1}{N} \epsilon_1 + \frac{1}{N} \epsilon_2 + \frac{1}{N} \epsilon_3 + \dots + \frac{1}{N} \epsilon_N \right)}_{\substack{\text{3-qator tenglama} \\ 10.4}}$$

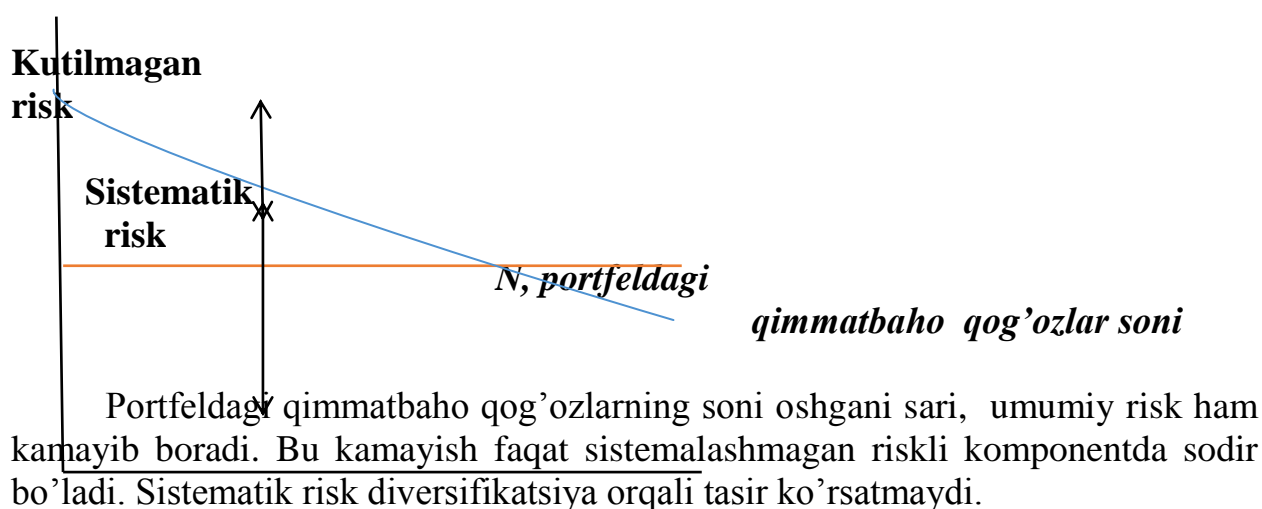
Biz oldin estlaganimizdek, N cheksiz oshgani sari, 3-qator tenglama 4 qiymati ham 0 ga teng bo'ladi. Shuningdek, qimmatbaho qog'ozlarning soni juda ham kata bo'lganida, Walter Bagehotning portfelidagi foyda quyidagicha:

$$R_p = 10\% + F \quad (4)$$

Diversifikatsiya uchun kalit tenglama 4 da ko'rsatilgan. 2-qator sistemalashgan riski saqlanib qolingan payta, 3-qator sistemalashmagan riski yo'qolib boradi.

Bu 18.2- rasmda ko'rsatilib o'tilgan. F kaktordagi variatsiya orqali qoplangan sistematik risk diversifikatsiya orqali kamaymaydi. Bunga teskari tarzda, sistemalashmagan risk esa qimmatbaho qog'ozlar qo'shilib borilgani sari kamayib boradi. Bizning natijamiz esa oldingi bo'limning diversifikatsiyalash misoliga o'xshash. Oldingi bo'limda biz nodiversifikatsion va sistematik risklar qimmatbaho qog'ozlar orasidagi positive kovariatsiyalardan vujudga keladi deb aytib o'tgan edik. Bu bo'limda esa aytishimiz mumkinki, sistematik risklar F, umumiy faktorlar orqali vujudga keladi. Chunki, umumiy faktorlar positive kovariatsiyalarga saba bo'ladi va ikki bo'lim argumentlari bir-biriga o'zro paralleldir.

Umumiy risk, σ^2_p



18.2-rasm. **Teng salmoqli portfel uchun diversifikatsiya va portfel risk**

5. Kutilgan qaytim stavkasi¹⁰⁶

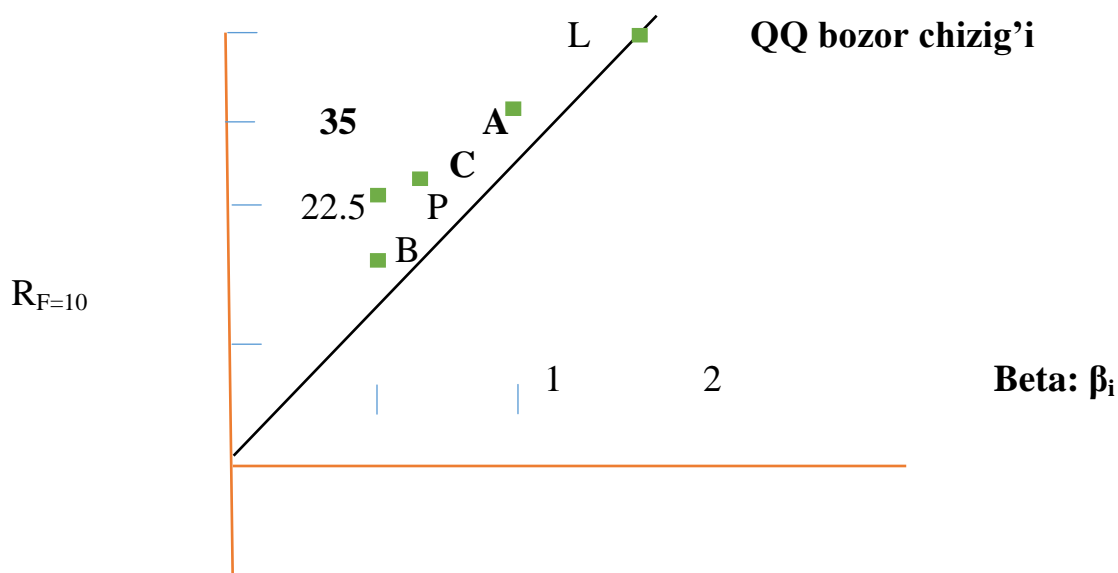
Chiziqli bog'liqlik. Biz ko'p marotaba kutilgan foydaning qimmatbaho qog'ozda uning riski uchun kompensatsiya to'lashini ko'rib chiqqan edik. Biz oldingi bo'limda bozor betasi bir xil kutishlar va risksiz qarz olish va qarz berishning tahminlari ostidagi riskning mos o'lchovi deb ko'rsatgan edik. Modelni baholab bu kabi tahminlarni joylagan kapital aktivi qimmatbaho qog'ozdagi kutilgan foyda uning betasiga musbat tarzda (va chiziqli) bog'langanligini takidlaydi. Bu bo'limda biz bir faktorli modeldagi risk va foyda orasidagi o'xshash bog'liqlikni aniqlaymiz.

Biz buni yirik va yaxshigina diversifikatsiyalangan portfellardagi mos riskning barchasi sistematik ekanligini takidlash orqali boshlaymiz, chunki kutilmagan risk umuman diversifikatsiyalanadi. Takidlash kerakki, yaxshigina diversifikatsiyalashgan aksiyador o'zning ma'lum aksiyalarining foizini o'zgartirishni nazarda tutganida, u qimmatbaho qog'ozning kutilmagan riskini e'tibordan chetda qoldiradi.

¹⁰⁶ Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 7/E, Pearson, 2012, p 206-208

Shuni unitmangki, biz aksiyalar portfellar kabi sistemalashmagan risklarga ega emas. Shunigdek, biz aksiyaning kutilmagan riski uning foydasiga tasir ko'rsatadi deb ham aytayotganimiz yo'q. aksiyalar sistemalashmagan risklarga ega emas va ularning ma'lum foydasi sistemalashmagan risklarga bog'liq. Chunki, bu risk yaxshigina diversifikatsiyalangan portfellda yuvib tashlaydi, biroq, aksiyadorlar o'zlarining portfeliga aksiya kiritishni yoki kiritmaslikni ko'zlaganida, ular bu kutilmagan riskni e'tibordan chetda qoldiradi. shuning uchun, agar aksiyadorlar kutilmagan riskga e'tibor bermayotganda, faqat aksiyaning sistematik riski uning kutilgan foydasiga bog'lanishi mumkin.

Bu bog'liqlik 10.3 rasmdagi qiimmatbaho qog'ozlar chizig'ida ko'rsatilgan. P, C, A va L nuqtalarning barchasi 10% risksiz darajadan kelib chiquvchi chiziqda yotadi. To'rt aktivning har birini ifidalovchi nuqtalar risksiz darajani va boshqa uch aktivlarning xohlagan birining kombinatsiyasi bilan yaratilishi mumkin. Misol uchun, A 2.0 betaga ega P 1.0 betaga, A aktivdagi 50% portfel va risksiz darajadagi 50% ham P aktiv singari bir xil betaga ega. Risksizlik darajasi 10% va A aktivdagi kutilgan foyda 35% ni takidlab, kombinatsiyaning 22.5% i $[(10\%+35\%)/2]$ P qiimmatbaho qog'ozning kutilgan foydasi bilan bir xilligini aytadi. Chunki, P qiimmatbaho qog'oz risksiz aktiv va A qiimmatbaho qog'oz singari bir xil beta va kutilgan foydaga ega va individual teng tarzda P qiimmatbaho qog'ozning va uning portfeli uchun kombinatsiyaning kichik miqdorini qo'shish uchun ko'tariladi.



18.3-rasm. Bir faktorli model yakka aksiyalari uchun beta va kutilgan foyda grafigi.

Biroq, P qiimmatbaho qog'ozning sistemalashmagan riski A qiimmatbaho qog'oz kombinatsiyasining nosistematik riskiga teng bo'lishi shart emas. Chunki, sistemalashmagan risk yirik portfellda diversifikatsiyalanib ketadi.

Albatta, qimmatbaho qog'oz bozori chizig'idagi nuqtalarning potensial kombinatsiyalari cheksiz. Biz risksiz darajada qarz olish orqali C (A yoki L) ni P ga investitsiya qilishga qo'shib olishimiz mumkin. Qimmatbaho qog'oz bozori chizig'idagi nuqtalarning noaniq soni ham ishlatilishi mumkin.

Keling endi B qimmatbaho qog'ozga to'xtalamiz. Chunki, uning kutilgan foydasi chiziqdan pastda va birorta investor uni saqlay olmaydi. Uning o'rniga esa, investor P qimmatbaho qog'oz yoki A va risksiz aktivning kombinatsiyasi yoki boshqa kombinatsiyani afzal ko'rardi. Shuningdek, B qimmatbaho qog'ozning narxi ham juda baland. Uning narxi chiziqdagi muvozanatga kutilgan foydani kamaytirib, raqobat mavjud bozorda tushadi. Bir xil turdagi risk qimmatbaho qog'ozlarning turli kutilgan foydalarga ega bo'lgan holatlarni ko'rayotgan investorlar arbitrajlar deb ataladi. Arbitraj savdosi bu yerda qisqa B qimmatbaho qog'ozni sotish va P qimmatbaho qog'ozni sotib olishdir. Foyda bunda B va P qimmatbaho qog'ozning bozor narxlaridagi farq bo'lardi. Arbitrajning g'oyasi va uning aktivlarning narxlashdagi aniqligi arbitrajning narxlash nazariyasiga tegishli.

Keyingi bahs 10.3 rasmdagi qimmatbaho qog'ozlar bozori chizig'i uchun tenglamani aniqlashda yordam beradi. Biz bilamizki, chiziq algebraik jihatdan ikki nuqtadan ifodalaniladi. U ehtimol risksiz daraja va P aktivga e'tibor berishda ham eng oson bo'lishi mumkin, chunki risksiz daraja 0 betaga va P 1 betaga ega.

Bilamizki, 0 betali aktivdagi foyda R_F va P aktivdan kutilgan foyda \bar{R}_P va u quyidagicha ko'rsatiladi:

$$\bar{R} = R_F + \beta(\bar{R}_P - R_F) \quad (5)$$

5 tenglamadagi \bar{R} xohlagan qimmatbaho qog'oz yoki qimmatbaho qog'oz chizig'ida yotuvchi portfeldan kutilgan foyda kabi tushuniladi. β esa qimmatbaho qog'oz yoki portfelning betasi.

CAMP da qimmatbaho qog'ozning betasi qimmatbaho qog'ozning bozor portfelidagi harakatlarga mosligini o'lchaydi. Arbitraj narxlash nazariyasining bir faktorli modelida qimmatbaho qog'ozning betasi uning faktorga mosligini o'lchaydi. Endi biz bozor portfelini yakka faktorga bog'laymiz.

Katta va diversifikatsiyalashgan portfel sistemalashmagan risklarga ega emas, chunki individual qimmatbaho qog'ozlarning nosistematik risklari bo'linib ketgan. Bozor portfeli to'la diversifikatsiyalanishi uchun yetarlicha qimmatbaho qog'ozlar bor deb tasavvur qilib, birorta ham qimmatbaho qog'oz bozor noproportional bozor bozor ulushiga ega emas deb o'ylaganda, bu portfel to'liq diversifikatsiyalanadi va nosistematik risklarga ega bo'lmaydi.¹⁰⁷ Boshqacha qilib aytganda, bozor portfeli yakka portfel bilan to'liq bog'langan va faktorning haqiqatda yuqori va past skilli holati. To'g'ri baholagandan so'ng, biz bozor portfelini o'zini ham factor sifatida takidlasak ham bo'ladi.

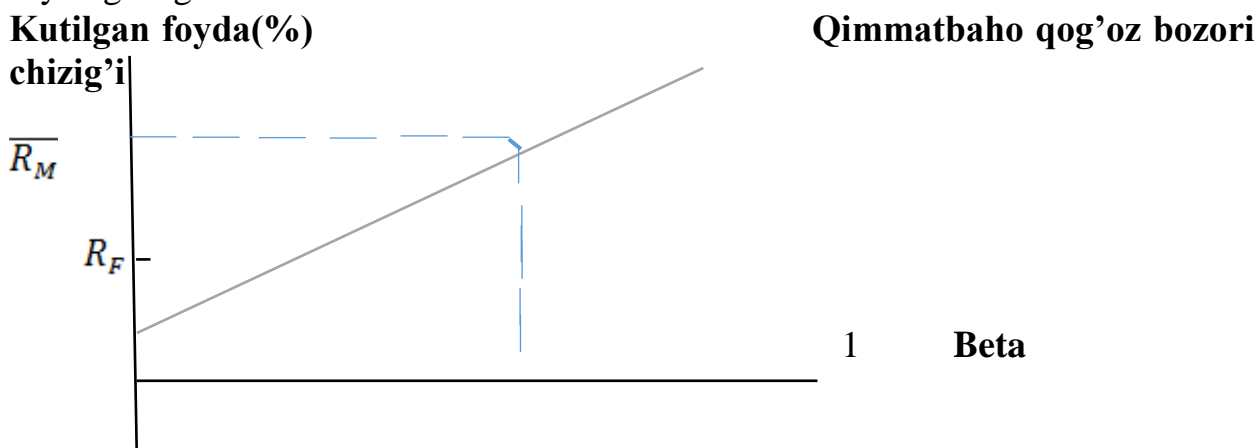
Bozor portfeli boshqa qimmatbaho qog'oz yoki portfellarga o'xshab qimmatbaho qog'ozlar bozori chizig'ida yotadi. Bozor portfeli faktor

¹⁰⁷Bu xulosa real hayotda qo'l bermasligi mumkin. Misol uchun, hattoki General Electric ning bozor qiymati S&P 500 indeks bozor qiymatini faqat 1 yoki 2 % ni tashkil etadi.

hisoblanganida, tarifga asosan bozor portfelining betasi 1 ga teng bo'ladi.. bu esa 10.4 rasmda ko'rsatilgan.(biz 10.3 rasmdan aniqlik uchun aniq kutilgan foyda va qimmatbaho qog'ozlarni o'chirib tashladik: ikki grafik umuman bir biri bilan o'xshash) bozor portfeli bilan faktor sifatida tenglama 10.5 quyidagicha bo'ladi:

$$\bar{R} = R_F + \beta(\bar{R}_M - R_F)$$

Rasm – 10.4. bir faktorli model ostidagi bozor portfeli uchun beta va kutilgan foyda grafigi.



Bu yerda \bar{R}_M bozordagi kutilgan foyda. tenglama ko'rsatadiki, xohlagan aktivdagi kutilgan foyda, R_F , qimmatbaho qog'oz betasiga chiziqli bog'langan. Tenglama oldingi bo'limdagi CAMP bilan bir xil.

19-mavzu. Risklarni minimallashtirishning moliyaviy usullari

Reja:

1. Aktivlarni baholashning asosiy tushunchalari va kapital bahosi
2. Aktivlarni baholashning asosiy jarayoni
3. Kapitalning alohida manbalari bahosini hisoblash
4. Kompaniyaning o'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblash
5. Kapitalning tuzilmaviy bahosini aniqlash

1. Aktivlarni baholashning asosiy tushunchalari va kapital bahosi¹⁰⁸

Firmaning kapital bahosi kompaniyaning barcha investorlari oladigan qaytim stavkasini ifodalaydi. Kompaniyaning kapital bahosi nazariya bo'yicha juda jozibador tushuncha, ammo amaliyotda bu masala qisman murakkab. Nazariya bo'yicha, quyidagilar talab etiladi: (1) kompaniyaning barcha kapital manbalarini va ularning qiyosiy muhimligini aniqlash (ya'ni har bir manbadan keladigan investitsiyalangan kapitalning nisbati); (2) kompaniya foydalangan kapital manbasining bozor qaytimi darajasini baholash; (3) har bir kapital manbasi uchun

¹⁰⁸ Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 8/E, Pearson, 2014, p. 275-276

talab etilgan o'rtacha qaytim stavkasini hisoblash, bunda har bir manbadan keladigan qaytim miqdori uning firmaga qilingan yalpi investitsiyadagi ulushini o'lchash orqali hisoblanadi.

Kapital bahosi nafaqat kompaniyaning umumiy faoliyat natijasini ifodalaydi balki, firma tomonidan amalga oshiriladigan yakka investitsiya qarorlarini qabul qilishda ham foydalaniladi. Masalan, Exxon Mobil Nigeriyada yangi neft ishlab chiqarish bo'yicha mulk sotib olmoqchi, bunda kompaniya investitsiya o'zini oqlashi uchun qancha qaytim lozimligini hisoblashi zarur. Yana bir misolni olaylik, kompaniya tahlilchilari Shimoli-sharqiy Osiyoda kimyo zavodini qurish maqsadida investitsiyadan olinadigan daromadni taqqoslash uchun mo'ljalli qaytimni belgilab olishlari kerak bo'ladi.

Diqqatingizni jalb etish uchun quyidagi misolni olaylik, 2011-yil Exxon Mobil Korporatsiyasi firma aktivlari buxgalteriya qiymatining 26.93% ga teng bo'lgan darajada yuqori daromad oldi va qaytim stavkasi firmaning jami aktivlari bozor qiymatining 10%ga teng bo'ldi. Shunga ko'ra, firma barcha investorlari (aksiyadorlar va kreditorlar) ehtiyojlarini qondirish uchun 10% dan kamroq daromad olishiga to'g'ri kelgan, ammo moliyaviy inqiroz kuchaygan davrning o'rtasi bo'lishiga qaramay, firma investorlari uchun yetarli daromad shakllantira olgan. Bu bobda biz kompaniya fondlari bahosini hisoblashga alohida to'xtalib o'tamiz. Shuningdek, biz kompaniyaga qarz va ulush sifatida aksiyadorlar tomonidan qo'yilgan kapitalning o'rtacha tortilgan bahosi yoki sodda qilib aytganda kompaniyaning kapital bahosini o'rganib chiqamiz.

Kompaniyaning kapital bahosi ba'zida kompaniya kapitalining **muqobil qiymati** deb ham yuritiladi. Muqobil qiymat iqtisodiy adabiyotlarda kutilayotgan eng yaxshi imkoniyat doirasidan kelib chiqqan holda qarorlar qabul qilish uchun qilinadigan xarajat sifatida ta'riflanadi. Masalan, talaba Starbucks (SBUX) da yarim stavka ishga kirishi uchun muqobil qiymat universitet kampusi hududida ishlab topishi mumkin bo'lgan daromaddan kechishni anglatadi. Yana bir misolni olaylik, kompaniya investorlaridan olingan daromadni ularga qaytarmay reinvestitsiya qilmoqchi. Bu qarorning muqobil qiymati mablag'ni investorlarga bermay saqlab turish yoki kapital bahosi hisoblanadi.

Investorlar uchun talab etilgan qaytim stavkasi kapital bahosi bilan bir xil tushunchami? Unday emas. O'z navbatida, bu bobda *k* harfidan moliyalashtirish bahosi sifatida foydalanamiz, xuddi 7 va 8-boblarda investorlarning talab etilgan qaytim stavkasini ifodalashda *r* harfidan foydalanganimiz kabi.

Quyidagi 2 omil investorlarning talab etilgan qaytim stavkasi va kapital bahosi o'rtasidagi farqni ko'rsatib beradi:

O'rtacha tortilgan kapital bahosi – kompaniya tomonidan individual moliyalashtirish bahosining o'rtacha qiymati. Kompaniyaning o'rtacha tortilgan kapital bahosi, kapitalning individual bahosining kapital tarkibi nisbatiga teng bo'lgan ko'rsatkich.

Muqobil xarajat – kutilayotgan eng yaxshi imkoniyat doirasidan kelib chiqqan holda qarorlar qabul qilish uchun qilinadigan xarajat.

Qarz kapitali bahosi – kreditorlarning talab etilgan qaytim stavkasini qoplab berish uchun investitsiyalardan olinishi kerak bo‘lgan daromad darajasi.

Soliqlar. Agar firma uzoq muddatli aktivni sotib olishni moliyalashtirish uchun qarz oladigan bo‘lsa, bu xarajat federal daromad solig‘ini hisoblash jarayonida soliq bazasidan ayirib tashlanadi. Firma 9% stavka bilan qarz oldi va u yalpi foydadan foiz ko‘rinishidagi xarajatlar sifatida ayirib tashlanadi va sof foydadan to‘lanadigan 34% foyda solig‘i tarkibida hisoblanmaydi. Har bir foizga to‘lanadigan dollar soliq summasini 0.34 dollarga kamaytiradi.

Kompaniya uchun qarz olish faqatgina 5.94% ga to‘g‘ri keladi, ya’ni $(0.0(0.34*0.09)) = 0.09(1-.034) = 0.0594$ yoki 5.94%.

Tranzaksion xarajatlar. *Kompaniya ma’lum turdagi qimmatli qog‘ozlarni emissiya qilish uchun fondlar shakllantirganda yuzaga keluvchi xarajatlar shu turdagi xarajatlarni tashkil etadi.* Bunday turdagi xarajatlar tranzaksion xarajatlar deb ham ataladi. Masalan, firma har bir aksiyani 25 dollardan sotadigan bo‘lsa, bunda har bir aksiya uchun qo‘shimcha 5 dollardan tranzaksion xarajat qiladi va kapital bahosi qo‘shimcha qilingan xarajat summasiga ham o‘sadi. Faraz qilaylik, investorning so‘ralgan qaytim stavkasi har bir 25 dollarlik aksiya uchun 15% ni tashkil etsa, u holda $0.15*\$25=\3.75 investor uchun so‘ralgan daromad darajasini ifodalaydi. Shunga qaramay, firmada investitsiya uchun 20 dollar mavjud bo‘lsa, kapital bahosi (k) bo‘yicha qaytim stavkasi sof 20 dollardan hisobga olinadi va 3.75 dollar daromad keltira oladi: $\$20k = \$25*0.15 = \$3.75$

$$k = \frac{\$3.75}{\$20} = 0.1875 \text{ yoki } 18.75\%$$

Biz yuqoridagi misolga kapitalning individual manbalari bahosini muhokama qilganda alohida to‘xtalib o‘tamiz.

Kompaniyaning **moliyaviy siyosati** – kompaniyaning boshqaruv qarorlarni moliyalashtirishga qaratilgan va fondlarning ishlatilishi bilan bog‘liq bo‘lgan kompleks siyosati bo‘lib, qarz va ulushli moliyalashtirish manbalaridan foydalanishga qaratiladi. Kompaniya foydalanadigan qarz va ulushli kapitallar nisbati firmaning kapital bahosiga bevosita ta’sir ko‘rsatadi. Shunga qaramay, bu bobda kompaniya qarz va ulushli manbalar nisbatiga qat’iy moliyaviy siyosat qo‘llaydi deb hisoblaymiz. Qarz va ulushli moliyalashtirish haqida 12-bobda batafsil to‘xtalib o‘tamiz.

2. Aktivlarni baholashning asosiy jarayoni¹⁰⁹

Baholash jarayoni quyidagicha tasvirlanishi mumkin: kutilgan pul oqimlari investor talab etgan qaytim darajasida joriy davrga diskontlash orqali joriy qiymatini hisoblab aktivga qiymat belgilash. Investorning talab etilgan qaytim darajasi, r , foiz stavkaning risksiz darajasi orqali aniqlanadi va investor kutadigan risk mukofoti zarur kompensatsiya hisoblanadi. Natijada baholashning asosiy modeli matematik jihatdan quyidagicha bo‘ladi:

¹⁰⁹ Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 8/E, Pearson, 2014, p. 228 – 229

$$\text{Aktiv bozori bahosi} = \frac{1\text{-yildapul oqimi}}{\left(\frac{1+\text{talab etilgan}}{\text{qaytim darajasi}}\right)^1} + \frac{2\text{-yilda pul oqimi}}{\left(\frac{1+\text{talab etilgan}}{\text{qaytim darajasi}}\right)^2} + \dots + \frac{n\text{-yilda pul oqimi}}{\left(\frac{1+\text{talab etilgan}}{\text{qaytim darajasi}}\right)^n} \quad (1a)$$

Yoki belgilar bilan quyidagicha

$$V = \frac{C_1}{(1+r)^1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+r)^n} \quad (1b)$$

Bu yerda $V = 1$ yildan n yilga qadar C_n kelgusi yillik daromad keltiruvchi pul oqimlarining ichki qiymat yoki joriy qiymati

$C_n = t$ vaqtda olinadigan naqd pul

$r =$ investorning talab etilgan qaytim darajasi

(1) tenglamadan foydalanganda baholashning asosiy bosqichlari quyidagilar:

1-qadam: (1) tenglamadan C_1 ni hisoblash, ya'ni u qimmatli qog'ozlar taklif etadigan kelgusi pul oqimlarining vaqt bo'yicha qiymati

2-qadam: r , investorning talab etilgan qaytim darajasini aniqlash

3-qadam: V ichki qiymatni aniqlash, ya'ni kutilgan pul oqimlari investor talab etgan qaytim darajasida joriy davrga diskontlash orqali joriy qiymati

(1)tenglamada baholash jarayoni asosida kelgusi pul oqimlarining joriy qiymati aniqlanadi. Bu bizning bobdagi eng muhim tenglama, chunki bu bobdagi qolgan tenglamalar shu tenglamaning qayta tuzilgan variantlari va 8-bobda bu tenglamaning qayta tuzilgan shakllari uchraydi. Agar biz (1)tenglamani tushuna olsak, baholashni amalga oshira olamiz va boshqa shu asosdagi masalalarda ham aniqroq fikrga ega bo'lamiz.

3. Kapitalning alohida manbalari bahosini hisoblash¹¹⁰

Kompaniyalar yangi investorlarni jalb etish maqsadida turli moliyalashtirish instrumentlari yoki qimmatli qog'ozlardan foydalanadi. Bu bobda, ularning eng asosiy turlari: qarz asosida, imtiyozli aksiya va oddiy aksiya kabi turlariga to'xtalib o'tamiz. Har bir tur uchun moliyalashtirish bahosini hisoblash jarayonida tranzaksion xarajatlarni ayirib tashlagan holda investorning talab etilgan qaytim stavkasini hisoblab chiqamiz.

Shuningdek, biz korporativ soliqlarning kapital bahosiga ta'sirini hisoblash uchun soliq to'langandan so'ng pul oqimini diskontlaymiz.

Obligatsiyaning qiymati uning kelgusi stavkasining hozirgi davrdagi qiymati va asosiy to'lovlari bilan bog'liq ekanligini ko'rib o'tganmiz. Masalan, obligatsiyaning so'ndirilishiga 3 yil qolgan, foiz to'lovlari har yili to'lanadi va uning qiymati quyidagi ko'rinishga ega bo'ladi:

¹¹⁰ Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 8/E, Pearson, 2014, p. 276-285

$$\begin{aligned}
& \text{Obligatsiya bozori bahosi} \\
& = \frac{1 - \text{yilda to'langan foiz}}{\left(\frac{1 + \text{obligatsiya egasining talab etilgan qaytim darajasi } (r_d)}{\quad} \right)^1} + \frac{2 - \text{yilda to'langan foiz}}{\left(\frac{1 + \text{obligatsiya egasining talab etilgan qaytim darajasi } (r_d)}{\quad} \right)^2} \\
& + \frac{3 - \text{yilda to'langan foiz}}{\left(\frac{1 + \text{obligatsiya egasining talab etilgan qaytim darajasi } (r_d)}{\quad} \right)^3} + \frac{\text{asosiy to'lov}}{\left(\frac{1 + \text{obligatsiya egasining talab etilgan qaytim darajasi } (r_d)}{\quad} \right)^3}
\end{aligned}$$

Obligatsiya egalarining talab etilgan qaytim stavkasini hisoblash uchun obligatsiya qiymati formulasidan foydalangan edik. Bu talab etilgan daromad darajasi obligatsiyaning so'ndirilishidagi daromadni anglatadi.

Kompaniyalar obligatsiyani sotish jarayonida **tranzaksiya xarajatlarini** to'lab berar ekan, har bir obligatsiyaning sof qiymati obligatsiyaning bozor qiymatidan past bo'ladi. Shunday ekan, qarz kapitalining bahosi (k_d) obligatsiya egalarining talab etilgan qaytim stavkasidan yuqori bo'ladi va quyidagi ko'rinishga ega bo'ladi:

Har bir obligatsiyadan sof tushum

$$\begin{aligned}
& = \frac{1 - \text{yilda to'langan foiz}}{\left(\frac{1 + \text{qarz kapitali bahosi yoki } k_d}{\quad} \right)^1} + \frac{2 - \text{yilda to'langan foiz}}{\left(\frac{1 + \text{qarz kapitali bahosi yoki } k_d}{\quad} \right)^2} \\
& + \frac{3 - \text{yilda to'langan foiz}}{\left(\frac{1 + \text{qarz kapitali bahosi yoki } k_d}{\quad} \right)^3} + \frac{\text{asosiy to'lov}}{\left(\frac{1 + \text{qarz kapitali bahosi yoki } k_d}{\quad} \right)^3}
\end{aligned}$$

E'tiborga olish kerakki, tranzaksion xarajatlarni moslashtirish obligatsiyaning bozor qiymatini bu xarajatlarni to'lab berilgandan keyin har bir obligatsiyadan tushadigan sof tushum bilan almashtirishni anglatadi. Moslashtirish, ya'ni diskont daraja (2) formulaning yechimini topadi, bunda qarz kapitalining korporativ soliqlarni to'lagunga qadar bahosi yoki soliqqacha qarz kapitalining bahosi hosil bo'ladi. Eng so'nggida shuni hisobga olish kerakki, foizlar soliqlarni hisoblash paytida bazaga kiritilmaydi. Xulosa qilsak, qarz kapitalining bahosi qarzning soliqqacha bo'lgan bahosini 1 minus korporativ soliq stavkasiga ko'paytmasiga teng bo'ladi.

1-misol. Qarz kapitalining soliqdan so'nggi bahosini hisoblash.

Synopticom Korporatsiyasi yaqin kelajakda obligatsiya emissiya qilmoqchi va qarz kapitalning hozirgi bahosini hisoblamoqchi. Kompaniya investitsion bank bilan maslahatlashgandan so'ng, moliyaviy ishlar bo'yicha direktor 20 yillik emissiya qiymati 1000 dollarga va kupon qiymati 8% ga ($8\% * \$1000 = \80 yillik foizda) teng bo'lgan investorga 908.32 dollarlik sof tushum keltirishi mumkin bo'lgan obligatsiyani emissiya qildi. Agar Synopticom Korporatsiyasi soliq stavkasi 34% ga teng bo'lsa, firmaning soliqdan so'nggi qarz kapitali bahosi qancha?

1-qadam: yechim strategiyasini shakllantirish

Qarz kapitalining bahosi obligatsiya egasining talab qilingan qaytim stavkasi orqali hisoblanadi. bobda o'rganganimizdek, obligatsiyaning qiymatini hisoblash uchun diskont stavkasidan foydalaniladi. Quyidagi formuladan foydalaniladi:

$$\text{Har bir obligatsiyadan sof tushum} = \frac{1\text{-yilda to'langan foiz}}{\left(\frac{1+\text{qarz kapitali bahosi}}{\text{yoki } k_d}\right)^1} + \frac{2\text{-yilda to'langan foiz}}{\left(\frac{1+\text{qarz kapitali bahosi}}{\text{yoki } k_d}\right)^2} + \dots$$

$$\dots + \frac{N\text{-yilda to'langan foiz}}{\left(\frac{1+\text{qarz kapitali bahosi}}{\text{yoki } k_d}\right)^N} + \frac{N\text{ yilda to'langan asosiy to'lov}}{\left(\frac{1+\text{qarz kapitali bahosi}}{\text{yoki } k_d}\right)^N}$$

Shuni e'tiborga olish kerakki, biz N yillik foiz to'lovlaridan foydalandik, lekin bu 3 yillik to'lovlarni $N-1$ ko'rinishida hisoblab yozishda tashlab yubordik. Yuqoridagi Synopticom Korporatsiyasi obligatsiyasi ma'lumotlarini (1) tenglamaga qo'yish orqali investorning kutilayotgan qaytim stavkasini k_d ni topib olishimiz mumkin. Shunday qilib, biz soliqdan so'nggi investor talab etgan qaytim stavkasini topish uchun k_d ni 1 minus soliq stavkasi T_g ga ko'paytirish orqali hisoblaymiz. U holda, Soliqdan so'ng qarz bahosi = obligatsiya egasining talab etilgan qaytim stavkasi $k_d \times (1\text{-soliq stavkasi})$

2-qadam: raqamlarni ishga solish

Agar Synopticom Korporatsiyasi ma'lumotlarini (1) tenglamaga qo'ysak, quyidagilarga ega bo'lamiz:

$$\$908.32 = \frac{0.08 \times \$1000}{(1+k_d)^1} + \frac{0.08 \times \$1000}{(1+k_d)^2} + \dots + \frac{0.08 \times \$1000}{(1+k_d)^{20}} + \frac{\$1000}{(1+k_d)^{20}}$$

Biz 9 ga teng bo'lgan r_d ni kalkulyator yordamida hisoblashimiz mumkin. Soliqdan so'nggi qarz kapitali bahosi quyidagicha hisoblanadi:

Soliqdan so'nggi qarz kapitali bahosi = obligatsiya egasining talab etilgan qaytim stavkasi $k_d \times (1\text{-soliq stavkasi}) = 0.09 \times (1-0.340) = 0.0594$ yoki 5.94%

3-qadam: natijalarni baholash

Ko'rinib turibdiki, Synopticom obligatsiyalarining egalari hozirgi bozor bahosida 908.32 dollarga sotib olsalar, 9% li qaytim talab qilishlari kerak.

Shunga qaramay, Synopticom fozi to'lovlarini soliqqa tortiladigan foydadan chegirishlari mumkin, bunda kompaniya har bir foiz to'lovi uchun 0.34 dollardan tejab qoladi. Natijada firmaning obligatsiya egalari talab qilgan qaytim kompaniya uchun 5.94% ga tushadi. Agar Synopticom yangi obligatsiyalarni emissiya qilsa yangi obligatsiyalarni sotish paytida yangi tranzaksion xarajatlar vujudga keladi. Agar firma hisob-kitob qilsa, har bir obligatsiyaning har bir 850 dollarlik obligatsiyaga 58.32 dollardan tranzaksiya xarajatlarini to'lab beradi. Agar 850 dollarni obligatsiya narxi bilan almashtirsak, tranzaksion xarajatlardan so'ng talab etilgan qaytim stavkasi 9.73% ga va yangi emissiya qilingan obligatsiyalarning soliqdan so'nggi bahosi 6.422% ga teng bo'ladi.

Imtiyozli aksiyaning bahosi

Imtiyozli aksiyaning narxi imtiyozli aksiya dividendlaridan keladigan o'zgarma pul oqimlarining hozirgi davrdagi qiymatiga teng va quyidagicha:

$$\text{Imtiyozli aksiyaning narxi} = \frac{\text{imtiyozli aksiyalardan keladigan dividend}}{\text{imtiyozli aksiya egasi talab etadigan qaytim darajasi } r_{ps}} \quad (3)$$

Agar bizga imtiyozli aksiyaning narxi va undan keladigan dividend miqdori ma'lum bo'lsa aksiyadorning talab etilgan qaytim stavkasini aniqlab olishimiz mumkin:

$$\text{Imtiyozli aksiya qaytim stavkasi } r_{ps} = \frac{\text{imtiyozli aksiyalardan keladigan dividend}}{\text{Imtiyozli aksiyaning narxi}} \quad (4)$$

Tranzaksion xarajatlar yangi imtiyozli aksiyalarni sotish jarayonida vujudga kelar ekan, investorning talab etadigan qaytim stavkasi kompaniyaning imtiyozli aksiyalar kapitali bahosidan kamroq bo'ladi. Imtiyozli aksiyalarning bahosini hisobga olish uchun talab etilgan qaytim stavkasida tranzaksion xarajatlarni aks ettirish uchun tenglamani biroz o'zgartiramiz. Biz (4) formuladagi imtiyozli aksiya narxi ko'rsatkichini har bir yangi aksiyalar savdosidan kelib tushadigan sof tushum bilan almashtiramiz. Hosil bo'lgan formuladan imtiyozli aksiya bahosini hisoblash mumkin:

$$\text{Imtiyozli aksiya bahosi } r_{ps} = \frac{\text{imtiyozli aksiyadan dividend}}{\text{har bir imtiyozli aksiyadan sof tushum}} \quad (5)$$

Har bir aksiyadan sof tushum imtiyozli aksiyaning narxi minus yangi emissiya qilingan aksiyalar uchun tranzaksion xarajatlarga teng.

Korporativ soliqlar imtiyozli aksiya bahosiga qanday ta'sir ko'rsatadi? Imtiyozli aksiyada soliqlar hisobga olinmaydi, chunki imtiyozli aksiyalarga to'lanadigan dividendlar soliq bazasidan ayirib tashlanmaydi.

2-misol. Imtiyozli aksiyaning moliyalashtirish bahosini hisoblash.

San Antonio Edison har bir aksiya uchun yillik dividend miqdori 4.25 dollarga teng bo'lgan imtiyozli aksiya emissiya qildi. 2011-yil 24-avgustda aksiyaning har birining bahosi 58.50 dollarga teng bo'ldi. Agar firma yangi emissiya qilgan aksiyalarni yuqoridagi shartlar bilan sotsa har bir aksiya uchun tranzaksion xarajatlar 1.375 dollarga teng bo'ladi. Imtiyozli aksiyaning eng so'nggi yopilish narxiga asoslansa, imtiyozli aksiyani moliyalashtirish bahosi qanday bo'ladi?

1-qadam: yechim strategiyasini shakllantirish

Imtiyozli aksiyalarni moliyalashtirish bahosini, yuqorida obligatsiyani uning baholanish formulasi yordamida hisoblaganimizdek, imtiyozli aksiya narxining asosiy baholanish formulasi yordamida hisoblanadi. Shunday qilib, imtiyozli aksiyaning bahosi (5) tenglamadan foydalanilgan holda hisoblanadi:

$$\text{Imtiyozli aksiya bahosi } r_{ps} = \frac{\text{imtiyozli aksiyadan dividend}}{\text{har bir imtiyozli aksiyadan sof tushum}}$$

Har bir imtiyozli aksiya uchun sof tushum imtiyozli aksiya sotilgan narx va har bir aksiya uchun tranzaksion xarajatlar o'rtasidagi farq sifatida hisoblanadi.

2-qadam: raqamlarni ishga solish

(5) tenglamadan foydalanib quyidagilarni kiritib chiqamiz va natijada yangi emissiya qilingan imtiyozli aksiya bahosi quyidagiga teng bo'ladi:

$$\text{Imtiyozli aksiya bahosi } r_{ps} = \frac{\$4.25}{(\$58.50 - \$1.375)} = 0.0744 \text{ yoki } 7.44\%$$

3-qadam: natijalarni baholash

Agar San Antonio Edison imtiyozli aksiyani bugun emissiya qilganida, har bir aksiyani 58.50 dollardan sotgan bo'lar edi (tasavvur qilamiz imtiyozli aksiyalarga ham boshqa aksiyalar kabi dividendlar to'lab beriladi). Shunga qaramay, aksiyalarni bozorga joylashtirish uchun investitsion bankka har bir aksiya uchun

1.375 dollardan tranzaksiya xarajatlarini to'lab beradi. Shunday ekan, emissiya qilingan imtiyozli aksiyalarni sotish uchun firma imtiyozli aksiyalar bilan moliyalashtirishni amalga oshirish uchun qo'shimcha ravishda 7.44% xarajetni amalga oshiradi.

Oddiy aksiyalar 2 holat bo'yicha yagonadir. Birinchidan, **oddiy aksiya bahosini obligatsiya** yoki imtiyozli aksiya bahosi kabi oson hisoblab bo'lmaydi, chunki oddiy aksiyaning qaytim stavkasini bevosita kuzatib bo'lmaydi. Masalan, oddiy aksiyada aniq kupon to'lovi yoki dividend miqdori belgilanmagan.

Oddiy aksiya egalari firmaning asosiy egalari ekanligini hisobga olib, obligatsiya va imtiyozli aksiya egalari dividend, foiz to'lovlari va qarzni asosiy qismi to'lab berilgandan so'ng foydani kompaniya ixtiyorida qolgan qismi ularning foydasi hisoblanadi. Ikkinchidan, oddiy aksiyalar firma daromadini saqlab turish, reinvestitsiyalash yoki yangi aksiyalarni emissiya qilish natijasida olinishi mumkin. Ta'kidlab o'tilgan turlari boshqalaridan farq qiladi, chunki firma foydani saqlab turganida tranzaksion xarajatlarni amalga oshirmaydi, ammo yangi aksiya emissiya qilganda tranzaksion xarajatlarni to'lab berishiga to'g'ri keladi.

Biz oddiy aksiya egalarining kutilgan daromad darajasini 2 usul bilan hisoblaymiz va bu kelgusida kompaniyaning oddiy aksiya bahosini hisoblashda alohida ahamiyatga ega. Bu usullar dividendning o'sib borish modeli va kapital aktivni baholash modeli (KABM) bo'lib, ikkisi ham qimmatli qog'ozlarni baholash mavzusida ta'kidlab o'tilgan edi.

Firmaning oddiy aksiyalar hozirgi qiymati barcha kelgusidagi dividend to'lovlarining yig'indisiga teng. Agar dividendlar g darajada doimo o'sib borishi kutilayotgan bo'lsa, unda investorning talab etilgan qaytim stavkasi k_{cs} dan past bo'ladi. Bunda, oddiy aksiyaning bahosi P_{cs} quyidagicha yoziladi:

$$P_{cs} = \frac{D_1}{k_{cs} - g} \quad (6)$$

Bu yerda, D_1 1 yil ichida firmaning oddiy aksiyadorlariga taqsimlanishi kutilayotgan dividend miqdori. Kutilayotgan dividend hozirgi dividend (D_0) ning 1 plus dividendning yillik o'sish darajasiga ko'paytmasiga teng (ya'ni, $D_1 = D_0(1 + g)$). Investorning talab etilgan qaytim stavkasi (6) tenglamadan k_{cs} ni topish orqali hisoblanadi:

$$k_{cs} = \frac{D_1}{P_{cs}} + g \quad (7)$$

Bu yerda k_{cs} investorning kompaniyaga investitsiya qilishdan kutadigan daromad darajasidir. Bu koeffitsiyent oddiy aksiyaning bahosini hisoblash paytida qo'llaniladi, yangi aksiyadorlik kapitali kompaniyaning hozirgi davr daromadining bir qismini saqlash orqali hosil qilinadi. Oddiy aksiyalarni moliyalashtirish 2 xil usul orqali amalga oshiriladi, birinchisi daromadni saqlash va ikkinchisi yangi aksiyalarni savdoga chiqarish. Agar firma daromadini saqlasa, tranzaksion xarajat vujudga kelmaydi, shunday ekan, investorning kutilgan qaytim stavkasi kompaniyaning yangi aksiyalari kapital bahosiga teng bo'ladi.

Agar firma aksiyadorlik kapitalini oshirish uchun yangi aksiyalarni emissiya qilsa, tranzaksion xarajatlarni qilishiga to'g'ri keladi. (7) tenglamada oddiy aksiya

bahosini k_{ncs} topish uchun tranzaksion xarajatlarni hisobga olish maqsadida har bir aksiyaga sof tushum NP_{cs} ni aksiya narxi P_{cs} bilan almashtiramiz:

$$k_{ncs} = \frac{D_1}{NP_{cs}} + g \quad (8)$$

3-misol. Oddiy aksiyaning moliyalashtirish bahosini hisoblash

Talbot Korporatsiyasining aksiyadorlari o'tgan yili har bir aksiyaga 2 dollardan dividend olganlari va dividend darajasining 10% ga o'sishi mumkinligini hisobga olgan holda kelasi yil har bir aksiya uchun 2.20 dollardan dividend olishni kutmoqdalar. Tahlilchilarning fikricha yaqin kelajakka qadar dividendlar darajasi 10% dan o'sib boradi. Agar Talbot Korporatsiyasi yangi oddiy aksiyalarni emissiya qilsa, ularni sotish uchun har bir aksiyaga 7.50 dollardan xarajat qiladi. Eng so'nggi oddiy aksiyaning yopilish narxiga asosan oddiy aksiyaning bahosi firma uchun qancha bo'ladi? Yangi emissiya qilingan aksiyalarning bahosi qanday?

1-qadam: yechim strategiyasini shakllantirish

Oddiy aksiyalarni moliyalashtirish bahosi, yuqorida obligatsiyani uning baholanish formulasi yordamida hisoblaganimizdek, oddiy aksiya narxining asosiy baholanish formulasi yordamida hisoblanadi. Oddiy aksiyaning bahosini hisoblaganimizda, (7) formuladan foydalanamiz:

$$\text{Oddiy aksiyaning bahosi } (k_{cs}) = \frac{\text{oddiy aksiyadan dividend}}{\text{har bir aksiyadan narxi}} + \text{o'sish darajasi } (g)$$

Agar Talbot Korporatsiyasi yangi aksiyani emissiya qilganida, 7.50 dollar tranzaksion xarajatlarni amalga oshirgan bo'lar edi. U holda yangi aksiyaning bahosi (8) formula orqali hisoblangan bo'lar edi:

$$\text{oddiy aksiyaning bahosi } (k_{ncs}) = \frac{\text{oddiy aksiyadan dividend}}{\text{har bir aksiyadan sof tushum}} + \text{o'sish darajasi } (g)$$

Har bir aksiyani sotishdan sof tushum har bir aksiyaning bahosi va yangi aksiyani emissiya qilish uchun qilingan tranzaksion xarajatlarni o'rtasidagi farqdir.

2-qadam: raqamlarni ishga solish

(7) tenglamadan foydalanib quyidagilarni kiritib chiqamiz va yangi emissiya qilingan oddiy aksiya bahosi quyidagiga teng bo'ladi:

$$\text{Oddiy aksiya bahosi } (k_{cs}) = \frac{\$2.20}{\$50.00} + 0.10 = 0.144 \text{ yoki } 14.4\%$$

Yangi emissiya qilingan aksiyaning bahosi har bir aksiyadan sof tushumni hisobga olgan holda quyidagi ko'rinishga ega bo'ladi:

$$\text{Oddiy aksiya bahosi } (k_{ncs}) = \frac{\$2.20}{(\$50.00 - \$7.50)} + 0.10 = 0.1518 \text{ yoki } 15.18\%$$

3-qadam: natijalarni baholash

Talbot Korporatsiyasining oddiy aksiya yoki aksiyadorlik kapitalining bahosi 14.4% ga teng, shunga qaramay, agar firma yangi aksiya emissiya qilsa, 7.50 dollardan tranzaksion xarajatlarni amalga oshiradi va natijada yangi emissiya qilingan aksiyaning bahosi 15.18% ga teng bo'ladi.

Dividendlarning o'sib borishi modelini amaliyotga tatbiq etish masalalari
Dividendlarning o'sib borishi modelining eng asosiy afzalliklaridan biri kompaniyaning kapital bahosini hisoblashda uning qo'llash uchun soddaligi hisoblanadi. Investorning talab etilgan qaytim stavkasini hisoblash uchun tahlilchi hozirgi dividend va aksiya bahosini kuzatib borishi va kelgusida dividendlardagi

o'sish darajasini hisoblashi zarur bo'ladi. Modelning birlamchi kamchiligi uning tadbiriq etilishi va qo'llanilishi bilan bog'liq. Buning sababi dividendlarning o'sib borishi modeli fundamental faraz, dividendlarning o'zgarimas g darajada o'sib borishiga asoslanadi. Bu farazdan foydalanmaslik uchun tahlilchilar murakkabroq baholash modellaridan foydalanadilar, misol uchun 5 yil bir xil darajada va keyin kelgusi 6 yilda kamroq darajada o'sishi. Biz bu yerda bunday murakkab modellardan foydalanmaymiz. Hatto o'zgarimas o'sish darajasidan foydalanish mumkin bo'lsa ham, o'sha o'sish darajasini hisoblashimiz zarur. Biz dividendlarning o'sish darajasini o'tgan yillardagi ma'lumotlardan foydalangan holda o'zimiz hisoblay olamiz yoki o'sishning kutilgan darajalarini nashr etilgan manbalardan topishimiz mumkin. Value Line kabi investitsion maslahat xizmatlari o'zlarining tahlil qilingan daromadlarning o'sish darajalarini (odatda 5 yillik ma'lumotlar beriladi) va Institutional Brokerlarning Baholash Tizimi (I/B/E/S) qimmatli qog'ozlarning turlari bo'yicha 1000 dan ortiq tahlilchilarning har bir aksiyadan daromadlarning hisoblangan prognozlarini taklif etadi. Bu hisob-kitoblar foydali, ammo undan foydalanishda tahlilchining ehtiyotkorona qarori zarur, chunki ular daromadga qaratilgan (dividendlarga emas) va faqat 5 yilgacha bo'lishi mumkin (dividendlarning o'sish modelida talab etilgandek, doimiy emas). Shunga qaramay ular foydali, dividendlarning dastlabki o'sishini hisoblash uchun maslahat berishi mumkin.

Kapital aktivlarni baholash modeli (KABM) KABM investorning biror firmaning oddiy aksiyalariga investitsiya qilgandagi talab etilgan daromad darajasini hisoblashda qo'llaniladi. Bu model 3 narsaga bog'liq:

1. Riskdan holi daraja, r_f .
2. Butun bozorga taalluqli bo'lgan oddiy aksiyaning qaytimi bilan bog'liq bo'lgan tizimli risk, yoki qimmatli qog'ozning beta koeffitsiyenti, β
3. Bozor-risk mukofoti, butun bozor bo'yicha kutilgan qaytim orasidagi farqqa teng, ya'ni "o'rtacha qimmatli qog'oz" uchun kutilgan daromad darajasi minus risksiz daraja, yoki $r_m - r_f$

KABM modelidan foydalangan holda investorning kutilayotgan qaytim stavkasi quyidagicha:

$$k_{cs} = r_f + \beta (r_m - r_f) \quad (9)$$

4-misol. Oddiy aksiyaning moliyalashtirish bahosini KABM modeli orqali hisoblash

Talbot Korporatsiyasining beta koeffitsiyenti 1.40ga teng. Shuningdek, foizning risksiz darajasi 3.75%ga teng va diversifikatsiyalashgan portfelning barcha oddiy aksiyalari uchun kutilayotgan qaytim stavkasi 12% ga teng. KABM modelidan foydalangan holda Talbot korporatsiyasining aksiyadorlik kapitali bahosini toping.

1-qadam: yechim strategiyasini shakllantirish

9.3-misolida biz oddiy aksiyaning bahosini dividendlar o'sishining o'zgarimas modeli va diskontlangan pul oqimi modeli orqali hisobladik. Bu misolda yuqoridagi misoldagi oddiy aksiyaning bahosini KABM orqali hisoblaymiz. Oddiy aksiyaning bahosini (9) tenglama orqali hisoblaymiz:

oddiy aksiyaning bahosi (k_{cs}) = $r_f + \beta (r_m - r_f)$

2-qadam: raqamlarni ishga solish

(9)-misolga raqamlarni joylab chiqamiz, va uni quyidagicha hisoblaymiz:

oddiy aksiyaning bahosi (k_{cs}) = $r_f + \beta (r_m - r_f) = 0.0375 + 1.4(0.12 - 0.0375) = 0.153$ yoki 15.3%.

3-qadam: natijalarni baholash

Biz Talbot korporatsiyasining odiy aksiyalarining bahosini KABM orqali hisobladik va u 15.3% ga teng bo'ldi. Shuni e'tiborga olish kerakki, KABMdan foydalanilganda tranzaksion xarajatlar hisobga olinmaydi, bu hisob-kitoblar ichki odiy aksiyalar yoki daromadlarni saqlashning bahosi hisoblanadi.

Kabm modelini amaliyotga tadbiiq etish masalalari KABM modelining kompaniyaning ulushli kapitali bahosini hisoblashda 2 asosiy afzalliklari mavjud. Birinchidan, model sodda qo'llash uchun ham, tushunish uchun ham juda oson. Modelning o'zgaruvchilari ommaviy manbalarda kichik xususiy firmalardan tortib barcha kompaniyalar uchun beta koeffitsiyentini ehtimoliy hisob-kitoblari mavjud. Ikkinchidan, model dividendlarga, ularning o'sish darajalari to'g'risidagi farazlarga asoslanmaydi, shunday ekan model hozirda dividend to'lay olmayotgan kompaniyalar yoki dividendlarning o'zgarish o'sish darajasini namoyon etmayotgan kompaniyalar uchun ham tadbiiq etilishi mumkin. Albatta, KABM modelidan foydalanganda 3 o'zgaruvchini – r_f, β va $(r_m - r_f)$ topishimiz zarur. Uni amaliyotda bir tahlil qilib ko'raylik. Birinchidan, tahlilchida risksiz darajani r_f , ni topish uchun AQSH G'aznachilik obligatsiyalarining juda ko'p turlari mavjud. G'aznachilik qimmatli qog'ozlari 30 kundan 20 yilgacha amal qilish muddatiga ega turlari doimo mavjud. Ammo KABM modelida qaysi turidan foydalanish mumkinligi haqida aniq ko'rsatma berilmagan. Modelga ko'ra, bitta risksiz daraja mavjud va u bir davrli qaytimga ega bo'ladi (shunga qaramay, davr muddati aniq berilmagan). Shunday ekan, risksiz daraja uchun qaysi muddatni tanlash bizning ixtiyorimizda. Uzoq muddatli kapital xarajatlar bilan bog'liq qarorlarning kapital bahosini hisoblaganda taqqoslash mumkin bo'lgan davrning risksiz darajasini olgan maqulroq. Natijada 20 yil davomida qaytim beradigan investitsion loyihalarning kapital bahosini hisoblaganda asos bo'lib, shu muddatli AQSH G'aznachilik obligatsiyalarining risksiz darajasidan foydalangan ma'qul. Ikkinchidan, β koeffitsiyentining har bir qimmatli qog'oz uchun hisoblanishi investitsion maslahat xizmatlarida, Merrill Lynch, Value Line va boshqalar, mavjud. Bir vaqtning o'zida o'tgan qimmatli qog'ozlar bozorining umumiy indeklari (Standard and Poor's 500 indeksi) ma'lumotlari va qimmatli qog'ozlarning beta koeffitsiyenti, ya'ni 2 qaytim turlari orasidagi bog'liqlik (6-bobda keltirilgandek) dan foydalanamiz. Beta koeffitsiyenti hisob-kitobi ko'plab ochiq obunada savdo qiluvchi firmalarda mavjud ekan, tahlilchilar betaning nashr etilgan manbalaridan foydalanadi.

Uchinchidan, bozor-risk mukofoti o'tgan davrdagi qimmatli qog'ozlarning foizning risksiz darajasida daromad va mukofotlarning nisbatiga qarab hisoblanishi mumkin. Biz 6-bobdagi 6-2-rasmda risksiz qimmatli qog'ozlar va odiy

aksiyalardan o'tgan qaytimlar haqida ma'lumotga ega bo'lgan edik. O'rtacha 70 yil davomida uzoq muddatli davrda oddiy aksiyalar davlat obligatsiyalariga qaraganda taxminan 5.5% yuqori daromad keltirgan. KABM modeli orqali investorning talab etilgan daromad darajasini topish uchun bozor-risk mukofotini ($r_m - r_f$) hisoblaganimizda shu hisob-kitoblardan foydalanamiz.

Tarixiy o'rtacha bozor-risk mukofotidan tashqari iqtisodchi mutaxassislarining kelgusi mukofotlar haqidagi fikrlariga tayanishimiz mumkin¹¹¹. Masalan Yale univesiteti iqtisodchisi tomonidan 1998-yilda o'tkazilgan ilmiy izlanishiga ko'ra, o'rtacha bozor-risk mukofoti darajasi barcha izlanish ishtirokchilari uchun 7% ga teng bo'lgan. Ilmiy izlanish 2000-yilda takroriy o'tkazilganda bozor-risk mukofoti 5% ga tushib qolgan. Bu natijalar 2 narsaga ishora qiladi. Birinchidan, bozor-risk mukofoti o'zgarib emas. U umumiy biznes sikli davomida o'zgarib turadi. Shuningdek, KABM modelida kapital bahosini hisoblashda bozor-risk mukofotini 5 va 7 % o'rtasida deb olish maqsadga muvofiq.

4. Kompaniyaning o'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblash¹¹²

Biz kompaniya ishlatishi mumkin bo'lgan kapitalning har bir individual manbasi bo'yicha bahosini hisobladik va uni yagona o'rtacha tortilgan kapital bahosida jamlaymiz. O'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblash uchun har bir ishlatilgan kapital manbasi va kapital strukturasi zarur bo'ladi. **Kapital strukturasi** atamasi haqida gap ketganda *firma tomonidan ishlatilgan har bir manbaning nisbiy darajasi* nazarda tutiladi. Shunga qaramay firmaning kapital strukturasi bir qadar murakkab, biz misollarda 3 asosiy kapital manbalarigagina tayanamiz: obligatsiya, imtiyozli aksiya va oddiy aksiya.

Agar firma qarz va oddiy aksiyadan foydalansa, uning o'rtacha tortilgan kapital bahosi quyidagicha bo'ladi:

O'rtacha tortilgan kapital bahosi = (soliqdan so'ng qarz bahosi x qarzni moliyalashtirish nisbati) + (aksiya bahosi x ulushli moliyalashtirish bahosi)
(10)

Masalan, firma soliqdan so'ng 6% li qarz olsa, ulush uchun 10% to'laydi va kapitalini qarz va ulush bo'yicha teng nisbatda shakllantiradi, uning o'rtacha tortilgan kapital bahosi 8% ga tengdir:

O'rtacha tortilgan kapital bahosi = (0.06 x 0.5) + (0.10 x 0.5) = 0.08 yoki 8%.

Amaliyotda kapital bahosini hisoblash misolda berilgandek oson emas. Chunki firmalar turli talab etilgan qaytim darajali qarz manbalaridan foydalanadi va imtiyozli aksiyadan oddiy aksiyalar bilan bir qatorda foydalanadi. Shuningdek, firmaning oddiy aksiya kapitali oshishi firmaning daromadlarini saqlash yoki reinvestitsiya qilishlari natijasi bo'lishi mumkin va boshqa paytlarda yangi qimmatli qog'ozlarni taklif etishi mumkin. Albatta daromadlarni saqlaganda firma uni sotish bilan bog'liq tranzaksion xarajatlarni amalga oshirmaydi. Daromadlarni

¹¹¹Natijalar Ivo Welchning "Moliyaviy iqtisodchilarning qimmatli qog'ozlar mukofotlari haqidagi fikrlari va professional tortishuvlari" Journal of Business 73-74 (Oktabr), bet 501-537;

¹¹² Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 8/E, Pearson, 2014, p. 286-290

saqlash yangi aksiyani sotishdan ko'ra arzonroq. Quyidagi misollarda ularning barchasiga to'xtalib o'tamiz.

Kapital strukturasi vazni Kapital bahosini hisoblashdan maqsad firmaning bir yoki undan ortiq investitsiya imkoniyatlaridan foydalanish hisoblanadi. Kapital bahosi o'zida loyihaning risk darajasini ham aks ettirishi kerak, kompaniyalar turli risk darajalariga ega biznesning turli birliklari va lohiyalariga investitsiya kiritayotganlarida kapitalning murakkab bahosini hisoblashlari zarur. Shunday ekan, hisoblangan kapital bahosi ma'noga ega bo'lishi kerak, tahlil qilinayotgan investitsion loyihaning risk darajasini ham ifodalashi kerak. Nazariyada kapital bahosi fondlarning shakllanishi (foydalanilayotgan kapital strukturasi) va loyihaning tizimli riskini ifodalashi zarur. Kapital strukturasi vaznini hisoblaganda eng to'g'ri yo'l firma tomonidan haqiqatda foydalanilayotgan kapital manbalari AQSH dollarida ifodalanishidir¹¹³.

Amaliyotda *kompaniyalarda moliyalashtirish manbalari tuzilishi yilma-yil o'zgarib boradi*. Shu sababli ham, ko'p firmalar o'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblayotganda kapital strukturasi mo'ljalli nisbatidan foydalanishni ma'qul ko'radilar. Masalan, kompaniya o'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblaganda mo'ljallab 40% qarz va 60% ulushli kapitaldan foydalanishni belgilaydi, ammo moliyalashtirish nisbatini o'zgartirib qarz asosiy ulushni egalladi. Yana bir holat, joriy davrda belgilangan nisbatni saqlab turib, kelgusi yilga kelganda moliyalashtirishni ulushli nisbatidan ko'proq foydalanib, yangi aksiya emissiya qilishi yoki foydani reinvestitsiyalashi mumkin.

O'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblash O'rtacha tortilgan kapital bahosi (k_{wacc}), oddiy qilib aytganda firma tomonidan egalik qilinadigan kapitalning bahosi hisoblanadi. 1- jadval qarz kapitali, imtiyozli aksiya va oddiy aksiyaga ega firmaning mo'ljalli kapital strukturasi orqali k_{wacc} ni hisoblash jarayonini o'zida aks ettiradi. Ikki mavjud bo'lishi mumkin bo'lgan holat 2 ustunda aks etgan. Birinchisida, A panelida firma foydani saqlash orqali kapital strukturasi oddiy aksiyalardan foydalanib barcha ehtiyojlarini qondira oladi. Ikkinchisida, B panelida firma yangi aksiya emissiya qilish orqali kapitalini oshirishi zarur. Masalan, firma ulushli moliyalashtirishni 75% mo'ljalladi va uning joriy daromadi 750 000 dollar, kompaniya yangi aksiya emissiya qilishidan avval $\$750\,000/0.75 = \$1\,000\,000$ gacha kapitalini oshirishi mumkin. 1 000 000 dollar yoki undan kam kapital xarajat uchun firmaning tortilgan o'rtacha kapital bahosi foydani saqlash bahosi orqali hisoblanishi mumkin (A panel 1-jadvalga ko'ra). 1 000 000 dollar yoki undan ko'proq yangi kapital bahosi uchun, yangi yuqori oddiy aksiyaning bahosining ta'sirini hisobga olish zarur (B panel 19.1-jadvalga ko'ra).

¹¹³Butun firmaning kapital bahosini hisoblash uchun bir qancha holatlar mavjud. Bunday holatda firma tomonidan qo'llaniladigan zaruriy vaznlar kapitalning bozor qiymatiga bog'liq. Hisob qiymatiga qaraganda bozor qiymati ma'lum bir paytdagi moliyalashtirish manbalarining bahosini to'g'ri aks etadi. Shunga qaramay, firma xususiy bo'lsa, hisob qiymatidan foydalanishi mumkin.

O'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblash

A panel: foydani saqlash orqali shakllangan oddiy aksiyaning bahosi			
Kapital strukturasi			
Kapital manbasi	Vazni	X kapital bahosi	= natija
Obligatsiya	w_d	$k_d(1-T_c)$	$w_d \times k_d(1-T_c)$
Imtiyozli aksiya	w_{ps}	k_{ps}	$w_{ps} \times k_{ps}$
Oddiy aksiya			
Foydani saqlash	w_{cs}	k_{cs}	$w_{cs} \times k_{cs}$
Yig'indi =	100%	Yig'indi =	k_{wacc}
A panel: yangi aksiya emissiya qilish orqali shakllangan oddiy aksiyaning bahosi			
Kapital strukturasi			
Kapital manbasi	Vazni	X kapital bahosi	= natija
Obligatsiya	w_d	$k_d(1-T_c)$	$w_d \times k_d(1-T_c)$
Imtiyozli aksiya	w_{ps}	k_{ps}	$w_{ps} \times k_{ps}$
Oddiy aksiya			
Oddiy aksiya	w_{ncs}	k_{ncs}	$w_{ncs} \times k_{ncs}$
Yig'indi =	100%	Yig'indi =	k_{wacc}

5-misol. Kompaniyaning o'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblash

Ash kompaniyasining kapital strukturasi va kapital baholari 2-jadvalda keltirilgan. Agar biz moliyalashtirishning barcha manbalarini hisobga olgan bo'lsak, kapital strukturasi yig'indisi 100% ga teng bo'lishi kerak. Masalan, Ash 5 millionlik investitsiya kiritish uchun umumiy aksiyadorlik kapitaliga 3 mln investitsiya qilishni rejalashtiryapti. Chunki yangi aksiya emissiya qilish uchun Ashning daromadi 3 000 000 dollarga teng, yangi aksiyadorlik kapitali foydani saqlash orqali oshiriladi.

1-qadam: yechim strategiyasini shakllantirish

O'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblash uchun 1 A panelida ko'rsatib berilgan jarayon va 19.2-jadval ma'lumotlariga asoslanamiz. Ash kompaniyasi uchun kapital bahosi moliyalashtirish manbasi uchun tanlangan nisbat orqali hisoblanadi. Masalan, 5 million dollargacha bo'lgan yangi kapitalni ta'minlash va umumiyning 60% ni shakllantirish uchun firma saqlangan daromaddan foydalanishi mumkin. Ammo har bir 5 million dollardan yuqori dollar uchun Ash kompaniyasi yangi aksiya emissiya qilishi kerak bo'lib, u moliyalashtirishning yuqoriroq bahosini talab etadi, chunki ko'proq aksiyani sotish uchun firma tranzaksion xarajatlarni amalga oshiradi.

Formula o'rtacha tortilgan kapital bahosini, k_{wacc} hisoblashda ishlatiladi va 1-jadvalda ko'rsatib o'tilgan, shunga qaramay formulani quyida ham keltirib o'tamiz:

$$k_{wacc} = w_d \times k_d(1-T_c) + (w_{ps} \times k_{ps}) + (w_{cs} \times k_{cs})$$

E'tiborga olish zarurki, k_{wacc} qarzning soliqdan so'nggi, imtiyozli aksiyaning va oddiy aksiyaning o'rtachasi bo'lib, ular kompaniya kapitali tarkibidagi qiyosiy ahamiyatiga qarab hisoblangan. Shakllantirilgan moliyalashtirish manbasida 5 million dollardan yuqori qismini biz yangi emissiya qilingan oddiy aksiyaning bahosi k_{ncs} bilan almashtiramiz.

2-qadam: raqamlarni ishga solish

19.3-jadvalning A paneli Ash kompaniyasining 5 million dollargacha bo'lgan o'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblashda ishlatilib, u 12.7% ga teng bo'lgan. 5 million dollardan yuqori bo'lgan kapitalni shakllantirish uchun firma yangi aksiyalarni emissiya qilishi zarur va kapital bahosi 18% ga teng bo'ladi (16% gacha bo'lgan qismi ichki shakllantirilgan oddiy ulushli kapital yoki saqlangan daromad hisoblanadi). So'nggi natija firmaning har bir 5 million dollardan oshgan dollar uchun kapital bahosi 13.9% ga teng.

19.2-jadval

Ash kompaniyasi uchun kapital strukturasi va kapital baholari

Kapital manbalari	Shakllantirilgan fond qiymati	Jamiga nisbatan foizda	Soliqdan so'nggi kapital bahosi
Obligatsiya	1 750 000	35%	7%
Imtiyozli aksiya	250 000	5%	13%
Saqlangan foyda	3 000 000	60%	16%
Jami	5 000 000	100%	

19.3-jadval

Ash kompaniyasining o'rtacha tortilgan kapital bahosi

A PANEL: YANGI KAPITALDA 0 DOLLARDAN 5 000 000 DOLLARGACHA BO'LGAN KAPITAL BAHOSI			
KAPITAL STRUKTURASI			
Kapital manbalari	Vazni	Kapital bahosi	Natija
Obligatsiya	35%	7%	2.45%
Imtiyozli aksiya	5%	13%	0.65%
Saqlangan foyda	60%	16%	9.60%
Jami	100%	$k_{wacc} =$	12.70%

19.4-jadval

Ash kompaniyasining o'rtacha tortilgan kapital bahosi

B PANEL: 5 000 000 DOLLARDAN YUQORI BO'LGAN KAPITAL UCHUN KAPITAL BAHOSI			
KAPITAL STRUKTURASI			

Kapital manbalari	Vazni	Kapital bahosi	Natija
Obligatsiya	35%	7%	2.45%
Imtiyozli aksiya	5%	13%	0.65%
Yangi oddiy aksiya	60%	18%	10.80%
Jami	100%	$k_{wacc} =$	13.90%

3-qadam: natijalarni baholash

Firmaning oʻrtacha tortilgan kapitali bahosi firma tomonidan foydalanilgan kapitalning birlashmasini oʻz ichiga olgan hisob. Ash kompaniyasi uchun 5 million dollargacha boʻlgan kapital bahosi 12.70% ga teng, oʻz navbatida 5 milliondan yuqori kapital yangi oddiy aksiya emissiya qilishni talab etadi va tranzaksion xarajatlarni amalga oshirganligi sababli oʻrtacha tortilgan kapital bahosini 13.9% ga oshiradi.

5. Kapitalning tuzilmaviy bahosini aniqlash¹¹⁴

Kapitalning tuzilmaviy bahosini baholash Kompaniyalarning koʻp tarmoqli boshqaruv tuzilmalari mavjud boʻlib, ularning har biri uchun alohida risk turlari tahdid soladi va kompaniya butun firma uchun foydalanadigan kapital bahosidan farqlanib, har bir tuzilmalar uchun riskni hisobga olgan holda alohida kapital bahosini hisoblaydi. Buning maʼnosi shuki, tuzilmalar investitsion lohiyalarni oʻzlariga xos boʻlgan risk bilan qabul qiladi va har bir tuzilma foydalanadigan OʻTKB (oʻrtacha tortilgan kapital bahosi) ular uchun yagona boʻladi. Odatda tuzilmalar geografik hududlari bilan farqlanadi (masalan, Lotin Amerikasi tuzilmasi) yoki sanoat boʻyicha (masalan, tadqiqot va ishlab chiqarish, birlashgan neft kompaniyasining qayta ishlash va logistika tuzilmalari)

Tuzilmaviy OʻTKBdan foydalanishning afzalliklari:

- Turli tuzilmalar tomonidan amalga oshiriladigan loyihalarning tizimli risklari orasidagi farqlarni aks ettirish uchun turli diskont stavkalar taqdim etadi;
- Har bir tuzilma uchun alohida kapital bahosini hisoblash imkonini beradi (har bir loyiha uchun yagona diskont stavkalariga qarama qarshi), natijada kapital bahosini hisoblash uchun vaqt va sayʼ harakatlarni kamaytiradi;
- Tuzilmalarda umumiy diskont stavkadan foydalanish boshqaruv masshtabini chegaralaydi va xizmat koʻrsatuvchi menejerlar esa har bir loyiha uchun kapital bahosini tushirishga qiziqib ketadilar.

Tuzilmaviy oʻtkbni hisoblash uchun amaldagi firmalardan foydalanish

Har bir kompaniyaning biznes birligining kapital bahosi oʻrtasida vujudga keladigan farqini izohlash uchun bir qarash, bu bir biznes sohasida faoliyat yurituvchi taqqoslash mumkin boʻlgan firmalar “sof ijrochilar” deb atalishidir (agar mumkin boʻlsa). Masalan, Valero Energiya Korporatsiyasi eng yirik 500

¹¹⁴ Arthur J. Keown, John D. Martin, J. William Petty, Foundations of Finance, Global Edition, 8/E, Pearson, 2014, p. 290-295

yoqilg'ini tashish bo'yicha ishlab chiqaruvchi va savdo qiluvchi firma bo'lib, bosh ofisi San Antonio, Texasda joylashgan. Firma 14 zavodga ega va AQSHning chakana operatorlaridan biri bo'lib, 5800 chakana savdo do'konlari mavjud. Firmaning operatsiyalari yoqilg'i sanoatida marketing strategiyalarini qo'llashga qaratilgan bo'lib, ular ishlov berilmagan yoqilg'ini benzina va boshqa transport yoqilg'ilariga aylantirishdan tortib ularni ommaga sotishgacha bo'lgan barcha jarayonlarni amalga oshiradilar. Har bir faoliyat turi uchun kapital bahosini hisoblaganda, biz Valero korporatsiyasining bir segmentidagina faoliyat yurituvchi yoki yetarlicha integratsiyalashmagan firma uchun taqqoslab O'TKBni hisoblaymiz. Masalan, yoqilg'iga ishlov beruvchi biznes tuzilmasining o'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblaganda, Valero ishlov beruvchi sanoatda faoliyat yurituvchi firmalar o'rtacha tortilgan kapital bahosidan (SIC industry 2911) shu sohaga tegishli O'TKB ni hisoblashda foydalanadi¹¹⁵. Valeroning chakana savdoda faoliyat yurituvchi firmasining kapital bahosini hisoblash uchun chakana savdo bilan shug'ullanuvchi firmalar (SIC 5411) ma'lumotlaridan foydalanadi.

Tuzilmaviy O'TKB misol. 19.4-jadvalda ishlov berish sanoati va chakana savdo uchun tuzilmaviy O'TKB tahminiy ma'lumotlari berilgan. A panelda foyda soliq stavkasi 38% deb olingan ishlov berish sanoati va chakana savdo firmalarining soliqdan so'nggi qarz kapitali bahosi keltirilgan.

19.4- jadval

Tuzilmaviy o'tkb hisob kitoblari

A PANEL: SOLIQDAN SO'NGGI QARZ BAHOSI						
KAPITAL STRUKTURASI						
	Soliqqacha bahosi	qarz	x	(1-soliq stavkasi)	Soliqdan so'nggi kapital bahosi	
Ishlov berish	9.00%		x	0.62	0.0558	
Chakana savdo do'konlari	7.50%		x	0.62	0.0465	
B PANEL: SOLIQDAN SO'NGGI ULUSHLI KAPITAL BAHOSI						
	Risksiz daraja	+	Beta	x	Bozor-risk mukofoti	Ulushli kapital bahosi
Ishlov berish	0.02	+	1.1	x	0.07	0.097
Chakana savdo do'konlari	0.02	+	0.8	x	0.07	0.076
C PANEL: MO'LJALDAGI QARZ NISBATI						
To'g'irlash	10%					
Chakana savdo do'konlari	50%					
D PANEL: ISHLOV BERISH SANOATI UCHUN TUZILMAVIY O'TKB						
	Kapital strukturasi vazni	x	Soliqdan so'nggi qarz bahosi	=	Natija	
Qarz	0.10	x	0.0558	=	0.0056	
Ulushli kapital	0.90	x	0.0970	=	0.0873	

¹¹⁵SIC to'rt xonali Standart sanoat klassifikatsiyasi (Standard Industrial Classification) sanoat turini aniqlashda ishlatiladi.

			O‘TKB	=	0.0929 yoki 9.29%
D PANEL: CHAKANA SAVDO SANOATI UCHUN TUZILMAVIY O‘TKB					
	Kapital strukturasi vazni	x	Soliqdan so‘nggi qarz bahosi	=	Natija
Qarz	0.50	x	0.0465	=	0.0233
Ulushli kapital	0.50	x	0.0760	=	0.03580
			O‘TKB	=	0.0613 yoki 6.13%

Shuni hisobga olish kerakki, qarz stavkalari bir-biridan farq qiladi va qarz summasi (C panelda aks etgan) va ikki sanoat turi uchun qabul qilingan risk darajalari jadvalda keltirilgan. B panelda ulushli kapitalning soliqdan so‘nggi bahosi KABM modeliga asosan hisoblangan. Ikki sanoat turi uchun ulushli kapitalning turlichaligi sababi ularning beta koeffitsiyenti bilan bog‘liq. Shunday qilib D va E panellari ikki sanoat segmenti uchun O‘TKB hisob-kitobi aks etgan. Ishlov berish sanoatining o‘rtacha tortilgan kapital bahosi 9.29%, chakana savdo uchun O‘TKB 6.13% ga teng. Agar kompaniya yangi loyihani baholash uchun ikki O‘TKB ning birlashmasidan foydalansa, O‘TKB shu ikki sanoat ko‘rsatkichning oralig‘ida bo‘ladi. Bu shuni anglatadiki, firma bir qancha ishlov berish yoki chakana savdo bo‘yicha lohiyalarni qabul qilishi mumkin.

Tuzilmaviy O‘TKB – hisoblash va unga cheklovlar. Tuzilmaviy O‘TKB yagona bo‘lishiga qaramay, sanoatga asoslangan taqqoslama firmalarda ishlatilsa ham, uni amalga oshirish bo‘yicha potensial cheklovlar ham mavjud:

- Tanlab olingan sanoat firmalari yoki uning tuzilmalari bir-biriga to‘g‘ri kelmay qolishi mumkin. Masalan, Valero kompaniyasi tahlilchisi o‘zlarining ishlov beruvchi tuzilmasiga mutanosib risk darajasi yaqin bo‘lgan ikki yoki uch firmani tanlab oladi va natijada yoqilg‘iga ishlov berish sanoatidagi (SIC 2911) barcha firmalarning yig‘masidan foydalanmaydi. Kompaniyaning menejerlari bu sanoatga kiruvchi ko‘p firmalar orasidan risk profili yaqin taqqolash mumkin bo‘lgan kompaniyalarnigina tanlab oladi.

- Tahlil qilinyotgan tuzilma sanoat guruhidan tanlab olingan firmaniki kabi bir xil kapital strukturasi ega bo‘lmasligi mumkin. Tuzilmalar tuzilmaviy kapital, bahosini hisoblash uchun kapital bahosi tanlab olingan firmadan ko‘p yoki kam leverijga ega bo‘lishi mumkin. Masalan, 2011-yilda Exxon Mobil kapitalining atigi 4% ni qarz hisobiga shakllantirdi, Valero Energy esa 35% ni qarz hisobiga shakllantirdi¹¹⁶.

- Tanlab olingan sanoat turidagi tuzilmaviy risklar loyihaning riskini to‘g‘ri aks etmasligi mumkin. Ta’rifga ko‘ra, firmalar turli faoliyatni amalga oshiradilar va loyiha uchun bir xil faoliyatga aloqador bo‘lgan firmalarni alohida ajratib olish ham murakkab. Hatto tuzilmalar doirasida ham, individual loyihalarda ham risk turlicha bo‘lishi mumkin. Agar hatto tuzilmaviy risklarni bir-biriga to‘g‘ri

¹¹⁶Hisob-kitoblar 2011-yil so‘nggidagi moliyaviy hisobotlar, qarznig uzoq va qisqa muddatli buxgalteriya qiymati va firma kapitalining bozor qiymatiga asoslangan.

moslasak, tuzilmada amalga oshirilgan lohiyalarda ham farqlar kuzatiladi. Masalan, ba'zi lohiyalar ishlab chiqarish imkoniyatini oshirish uchun qaratilgan bo'lsa, boshqalari yangi mahsulotni ishlab chiqarishga qaratiladi. Ularning ikki turi ham tuzilmalarda mavjud, ammo ularning risk darajalari turlicha.

- Ma'lum tuzilma uchun yaxshi taqqoslash mumkin bo'lgan firmani topish murakkab. Ko'pchilik qimmatli qog'ozlari ommaviy savdoda bo'lgan firmalar biznesning bir qancha turlari bilan faoliyat yuritadilar, ammo ularda turlicha risklar mavjud.

Yuqoridagi fikrlarga ko'ra tuzilmaviy O'TKB loyihaning diskont stavkasini topishda ko'maklashsa ham kompaniya bo'yicha qo'llaniladigan O'TKBning yaxshilangan turi xolos, hamda uni mukammal deb atab bo'lmaydi. Shunga qaramay, agar firmaning investitsion imkoniyatlari sanoat turi bo'yicha risklardan tubdan farq qilsa, tuzilmaviy O'TKBning afzalligi firma o'rtacha tortilgan kapital bahosidan oshadi. Bu turli diskont stavkalariga ega loyihalar uchun metodologiya vazifasini bajarib, menejerlar uchun, turli loyiha uchun diskont stavkalarni qo'llash bo'yicha amalga oshiradigan xarajatlarni kamaytirishda samarasini beradi. 5-jadval investitsion imkoniyatlarni baholash uchun yagona firma doirasida qo'llaniladigan O'TKB va tuzilmaviy O'TKB ni qo'llash bo'yicha xulosalarni aks etadi.

19.5-jadval

Mos o'tkbnlarni tanlash – diskont stavka va loyiha risklari

Kompaniya uning investitsion imkoniyatlarini aniqlayotganda firmaga turli risklar tahdid solgan holatda ham yagona O'TKBni qo'llash uchun yetarlicha asosli sabablar mavjud. Yangi investitsion lohiyalarni hisoblash jarayonida ko'pchilik firmalar tuzilmaviy O'TKBdan risklarni bartaraf etish maqsadida turli diskont stavkalarni qo'llaydilar. So'nggisi loyihaga taalluqli kapital bahosini hisoblaganda va firmaning o'rtacha kapital bahosiga teng yagona diskont stavkani qo'llaganda vujudga keladigan xarajatlarni kamaytirishga qaratiladi.				
Usul	Ta'rif	Afzalliklari	Kamchiliklari	Foydalanish sharoitlari
O'TKB	Firma uchun hisoblangan O'TKB barcha lohiyalar uchun diskont stavka sifatida xizmat qiladi.	- Ko'pchilik biznes ijrochilari uchun ma'lum; - baholash xarajatlarini kamaytiradi, chunki firma uchun kapital bahosi yagona bo'ladi; - bahoga ta'sir etuvchi muammolarni kamaytiradi.	- turli loyiha risklari uchun diskont stavkalarni moslashtirmaydi. - kapital strukturasi qarz loyihasini moslashtirishda egiluvchan emasligi.	Firma uchun o'xshash riskli loyihalarda; - turli diskont stavkalardan foydalanish xarajatlari bilan bog'liq yetarlicha muammolarni keltirib chiqaradi.
Tuzilmaviy O'TKB	Firma doirasidagi individual biznes birliklari va tuzilmalar	- Individual loyihalar uchun tuzilma doirasidagi risklardan foydalanadi; - tuzilmalar	- Loyihalarda tuzilmalararo risk farqlarini aks etmaydi; - tuzilmalar doirasida qarz imkoniyatlarini hisobga olmaydi;	- har bir tuzilmaning ichida individual loyihalar uchun o'xshash risk va qarz nisbatlari mavjud; - diskont

uchun qo'llanilib, har bir tuzilma uchun alohida diskont stavkadan qo'llaniladi.	menejerlarining o'zlarining tuzilma kapital baholarini kamaytirishga qaratilgan raqobatiga ta'sir ko'rsatadi.	- tuzilmalar bo'yicha diskont stavkalarini tanlash bilan bog'liq potensial xarajatlarning vujudga kelishi; - vakillik tuzilmalari uchun yagona tuzilma firmalarni topishning murakkabligi.	stavkalaridagi farqlanish tuzilmalarda xarajatlarni vujudga keltiradi, tuzilmalar aro emas.
--	---	---	---

Kompaniyaning kapital bahosini hisoblash bir qancha moliyaviy vositalardan foydalanishni talab etadi. Tahlilchi soliqdan so'nggi kapital bahosini hisobga olishda imtiyozli aksiyaning bahosini, o'rtacha aksiya bahosini va o'rtacha tortilgan kapital bahosini hisoblashi zarur.

Yangi kapital investitsiyalarni baholash uchun firmaning kapital bahosidan foydalanish Har bir biznes tarmog'ining o'ziga xos risklari mavjud. 1-jadvalda ko'rishimiz mumkinki, Global Energiya uchun kapital bahosi 11% ga teng bo'lib, firmaning tuzilmaviy kapital bahosining o'rtachasini o'zida ifodalaydi va eng kam 8% quvurlar uchun 18% gacha tadqiqot va rivojlantirish uchun kapital baholarini aks ettiradi.

Hozirda Global Energiya barcha faoliyat yurituvchi 3 tuzilmasi uchun 11% kapital bahosidan foydalanmoqda. Unga ko'ra kashf etish va rivojlantirish kapital bozorida riski uchun 18% bo'lishni talab qilsada 11% dan foydalanilmoqda. Shunday qilib, Global Energiya yuqori riski loyihalarga yuqori investitsiya kiritadi. Kompaniya umumiy kapital bahosidan foydalanar ekan, o'zining past riskli tuzilmalari uchun kam investitsiya qiladi.

20-mavzu. Moliya va investitsion portfelni shakllantirish

Reja:

1. Foydalilik funksiyasi va loqaydlik egri chiziqlari
2. Riskli aktivlar investitsiyasini tanlash
3. Samarali investitsiya tizimidan optimal investitsiya tanlash
4. Investitsiya tanlashda muqobil risk ko'rsatkichi

1. Foydalilik funksiyasi va loqaydlik egri chiziqlari

Investitsiya bozorining asosiy davri mobaynida, taxminan 200 yillar Aqshda va undan ham ko'proq evropa davlatlarida, hech kim riskni raqamlar orqali ifodalay olishmagan. Investitsiyalar juda riskli edi, ba'zilarini riski boshqasidan ko'proq edi va insonlar buni shunday bo'lishiga qoyib berishdi. Risk jasurlikda edi, raqamlarda emas. Agressiv investorlarning maqsadi shunchaki qaytaydigan foydani maksimallashtirish edi; qo'rqoqlari esa mablag'larini saqlab qolish va uzoq muddatli obligatsiyalarga ega bo'lish bilan hursand bo'lishardi.¹¹⁷

¹¹⁷ Peter L. Bernstein, Xudolarga qarshi: riskning nodir tarixi (Nyu-york: Jon Wiley & Sons, 1996), 247 v).

Biz bu va bundan keying bo'limlarda investitsiyalar menejmenti bo'yicha asos hisoblanadigan teoriyalarni olg'a suramiz: Investitsiya teoriyasi va capital bozor teoriyasi. Investitsiya teoriyasi foydani maksimallashtiraydigan investitsiyani tanlash va shunga monan, o'zgaras qabul qilingan risk bosqichlari bilan taqsimlanadi. Ko'p sonli modellar va tarihiy ma'lumotlarga ko'ra, investitsiya teoriyasi "tahminiy investitsiya foydasi" va "qabul qilinaydigan investitsiya riski"ni aniqlaydi, shuningdek qanday qilib optimal investitsiya qurishni ko'rsatadi. Kapital bozor teoriyasi esa investorlarning garov baxosiga ta'sirini ko'rsatadi. YA'nada aniqroq aytaydigan bo'lsak, garovning qaytishi va riskning o'rtasida bo'lishi kerak bo'lgan bog'liqlikni ko'rsatadi agarda investor tuzgan investitsiya, investitsiya teoriyasi orqali ko'rsatilgan bo'lsa. Investitsiya va capital bozor teoriyalari birgalikda investitsiya riskini aniqlash va o'lchash na'munasi taqdim qiladi va taxmin qilingan foyda va risk o'rtasidagi bo'g'liqlikni rivojlantiradi(shuningdek risk va investitsiyadan talab qilingan foydani orasidagi bo'g'liqlikni ham).

Tikilgan investitsiyani individual risklarga ko'ra maksimallashtirish investitsiya teoriyasining maqsadi hisoblanadi. Tarihiy ma'lumotlar va foyda to'g'risidagi investorlar tahminlarini ishlatgan holda, investitsiya tanlash "kutilgan investitsiya foydasi" va "qabul qilinaydigan investitsiya riski"ni son ko'rinishida aniqlash uchun modellarish tehnikalaridan foydalanadi va optimal investitsiyani tanlash imkonini taqdim etadi. Ushbu teoriya investitsiya menejerlariga investitsiya riski va tahmin qilingan foydani son ko'rinishida aniqlashga imkon beradi, sub'ektiv bo'lgan investitsiya menejmentiga obektiv tarkib qo'shgan holda. YA'nada muhimrog'i esa, oldingi vaqtlarda investitsiya menejmenti e'tiborini mulklarning alohida riskiga qaratgan bo'lsa, investitsiya teoriyasi e'tiborini butunlay investitsiyani o'ziga qaratadi. Bu teoriya ko'rinarli darajada kam risk bilan riskli mol-mulklarni birlashtirish va tahmin qilingan foydani aks ettiraydigan investitsiya tashkil qilish imkoni borligini ko'rsatadi. Boshqacha aytganda, investitsiyaning riski uning barcha alohida qismlarini risklarini qo'shib hisoblaganda kam bo'lishini ko'rsatadi.

Ushbu bo'limda biz Harry Markowitz tomonidan tayyorlangan investitsiya tanlash teoriyasini taqdim qilamiz. Bu teoriya investitsiya analizi o'rtacha dispersiyasi yoki shunchaki o'rtacha dispersiya analizi deb ham ataladi. Qolayversa odatiy moliyaga ham ozroq nazar tashlaymiz va ushbu formulaning tarafdorlari tomonidan qanday qilib yaratilganini ko'ramiz.

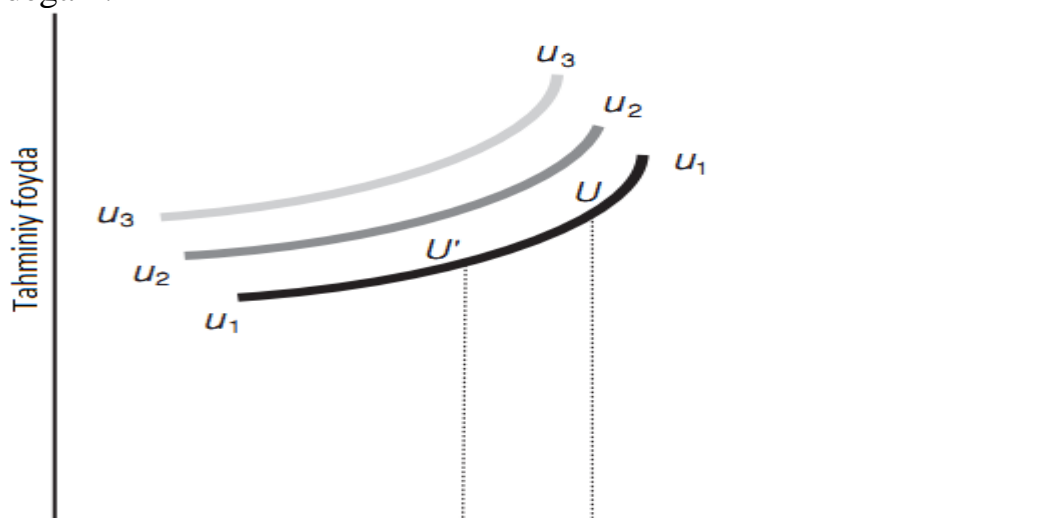
Investitsiya teoriyasi ikkita soxadan tushunchalarni oladi: moliyaviy-iqtisodiy teoriyalar va ehtimolliklar va statistik teoriyalar. Ushbu qism moliyaviy-iqtisodiy teoriyaning biz investitsiya teoriyasida ishlatgan tushunchalarini ko'rsatadi. Taqdim etilgan tushunchalar juda tehnik yoki qiyin bo'lishi mumkin, lekin bundan maqsad ushbu tushunchalarni tushunishni osonlashtirishdir. SHundan so'ng o'quvchi ushbu tushunchalar zamonaviy investitsiya teoriyasi yaratilishida qanchalik muhim hissa qo'shganini tushunib etishi mumkin.

Xayotda juda ko'p xolatlar mavjudki tashkilotlar(shaxslar yoki firmalar) ikki yoki undan ko'p tanlovdan bittasini tanlashga to'g'ri keladi. Iqtisodchilar

foydalilik funksiyasini tushunchasini ishlatadi bir necha tanlovlardan birni tanlash yulini ifodalashga va bu “tanlash teoriyasi deb nomlanadi”. Foydalilik funksiyasi barcha tanlovlarni raqamli qiymatini aniqlaydi. Qanchalik katta qiymat ko‘rsatsa qaysidir tanlov, o‘shandan ko‘rinaydigan foyda ham shuncha katta bo‘ladi. Tanlangan ushbu tanlov boshqa hammasidan ko‘ra iqtisodiy jihatdan maksimal foyda beradi.

Investitsiya teoriyasiga ham ko‘ra kompaniyalar bir necha tanlovlarga ega bo‘ladi. Har xil investitsiyalar har xil foyda va risk qiymatiga ega bo‘ladi. Qolayversa, Qanchalik katta foyda tahmini bo‘lsa, shunchalik kata risk ham bo‘ladi. Tashkilotlar barcha investitsiyalar risk-foyda kombinatsiyalari tizimida qaror qilish holatida bo‘ladi: qaysiki kutilgan qaytim foydaning darajasini ko‘taradi, kutilmagan risk esa tushurib yuboradi. SHuningdek, tashkilotlar turli xil risk-qaytim kombinatsiyalaridan foydaning har xil darajalarini qabul qiladi. Mavjud bo‘lgan risk-qaytim kombinatsiyalaridan qabul qilingan foyda, foyda funksiyasi orqali ifodalanadi. Osonroq aytaydigan bo‘lsak, foydalilik funksiyasi tashkilotlarga qabul qilinaydigan risk va tahmin qilingan foydani orasidagi maqbul echimni topishga ko‘maklashadi.

Foydalilik funksiyasi grafik ko‘rinishida bir qancha egri chiziqlar orqali ifodalanadi. 20.1-rasmda u_1, u_2, u_3 bilan belgilangan egri chiziqlarni ko‘rsatdik. Odatga ko‘ra gorizonttal o‘q riskni o‘lchaydi va vertikal o‘q tahminiy foydani o‘lchaydi. Har bir egri chiziq turli xil risk va foydalar kombinatsiyalari bilan bo‘lgan investitsiyalar to‘plamini ko‘rsatadi. Berilgan egri chiziqdagi har bir nuqtalar investorga risk va foyda kombinatsiyalaridagi bitta darajadagi foydalilikni ko‘rsatadi. Misol uchun, u_1 dagi foydalilik egri chizig‘ida, 2ta nuqta bor, bular U va U' . U da kattaroq tahminiy foyda ko‘rsatkichi bor Undan ko‘ra, shuning bilan birga risk darajasi ham katta. CHunki ikki nuqta ham bitta egri chiziqda yotadi va investorga teng miqdorda imtiyoz bor hisoblanadi ikki nuqta uchun, umuman aytganda ushbu egri chiziqning barcha nuqtalari uchun. Ushbu egri chiziqdagi qiya joylar shuni ko‘rsatadiki, bir xil foydalilik darajasiga ega bo‘lish degani bu, investor katta miqdordagi foyda talab qilsa, katta miqdordagi riskka rozi bo‘lishi kerak degani.



20.1-rasm. Foydalilik funksiyasi va egri chiziqlar

20.1-rasmdagi 3 ta egri chiziqdagi investor qabul qilaydigan foyda gorizontal o'q bo'yicha kattarib boradi, chunki har bir egri chiziq quyidagisidan ko'ra ko'proq foyda qaytaradi har bir risk darajasiga ko'ra. SHunaqa qilib, u3 da ko'rsatilgan foydalilik eng kattasi va u1 dagi eng kichigi hisoblanadi.¹¹⁸

Berilgan risk darajasidagi eng katta tahminiy foyda qaytaraydigan investitsiya samarali investitsiya deyiladi. Samarali investitsiya qurish uchun investorlar o'zini investitsiya kiritish jarayonida qanday tutishini faraz qilish lozim. Eng asosiy faraz esa bu investorlar riskka qarshi insonlardir. Riskka qarshi investor degani bu bir xil tahminiy foydali ikki xil riskli investitsiyani tanlash kerak bo'lganda riski kamini tanlaydigan investorlardir.

Tanlangan investitsiyada investor o'zining riskka bo'lgan normasini belgilab olgan holda foydasini maksimallashtirish choralari izlaydi. Boshqachasiga esa, investor foydani kamaytirmagan holda riskni minimallashtirish yullarini qidiradi. Taklif qilingan samarali investitsiyalar ichida investor tomonidan ko'proq ma'qul ko'rilgani optimal investitsiya deyiladi.

2 Riskli aktivli investitsiyasini tanlash

Riskli aktiv degani kelajakda foyda kelishi aniq emas aktiv degani. Qimmatbaho qog'ozlar bozori riskli aktivlar ustiga qurilgan, sababi kelajak dividendlari haqida aniq ma'lumot bo'lmaydi va investor sotishni hohlaganda qanchaga sota olishini bilmaydi. Obligatsiyalar uchun ham bu fikr o'zgarmaydi sababi buning ham foyda kelishini to'xtab qolishi riski mavjud.

SHuningdek, kelajakda foyda qaytishi aniq bo'lgan aktivlar ham mavjud. Bunaqa aktivlar risksiz aktivlar hisoblanadi. Risksiz aktivlar AQSH hukumatidagi qisqa muddatli obligatsiyalar ka'bi ta'riflashimiz mumkin. Masalan, investor AQSH hukumati garovini satib olsa bir yillik muddatga va uni bir yil saqlashga reja qilsa, foyda haqida hech qanday tushunmovchilik bo'lmaydi. CHunki investor biladiki, garovning so'nggi muddati bir yil va shu bir yilni oxirida hukumat oldindan belgilangan summani to'lab beradi.

Hozir biz riskli aktivlarning haqiqiy va kutilgan foydalarini va riskli aktivlar investitsiyasini aniqlash va o'lchashga tayyormiz.

Bir davrli investitsiya foydasi uchun. Investitsiya aktivlarini ma'lum bir davr mobaynidagi foydasini, ushbu investitsiyaning har bir qismini o'rtacha foydasini hisoblagan holda oson ravishda quyidagi formula bilan hisoblashimiz mumkin:

$$R_p = w_1 R_1 + w_2 R_2 + \dots + w_G R_G \quad (1)$$

Bu erda:

R_p – investitsiyaning ma'lum davr mobaynida qaytishi

R_g – g aktivining ushbu davr mobaynida qaytishi

W_g – g aktivining davr boshida investitsiyadagi vazni

G – investitsiyadagi aktivlar soni

¹¹⁸ <https://ru.wikipedia.org/wiki/>

Qisqacha qilib yozsak, oldingi tenglamani (1) ushbu formula orqali ifodalash mumkin:

$$R_p = \sum_{g=1}^G w_g R_g \quad (2)^{119}$$

2-tenglamada investitsiyaning qaytimi R_p , g ta aktivlarning har birining investitsiyadagi qismi va shuningdek ulardan kelaydigan foydaning summasiga teng. Investitsiya qaytimi R_p ba'zida *davriy qaytim* yoki *ex post qaytim* deyiladi.

Masalan, quyidagi investitsiya 3ta aktivdan iborat:

Aktivlar	Ma'lum davr boshidagi bozor qiymati(\$)	Davr mobaynidagi qaytim
1	6 million	12%
2	8 million	10%
3	11 million	5%
Jami	25 million	

Boshqachasiga aytganda, jami bozor qiymatiga har bir aktivni nisbatiga ko'ra:

Aktivlar	Investitsiyaning bozor qiymatiga nisbatiga ko'ra	Davr mobaynidagi qaytim
1	\$6 million / \$25 million = 24%	12%
2	\$8 million / \$25 million = 32%	10%
3	\$11 million / \$25 million = 44%	5%

Sezganingizdek qismlar yig'indisi 1ga teng. 1-tenglamaga qoygan holda biz tanlangan davr mobaynidagi qaytimni hisoblaymiz:

$$R_p = (0.24 \cdot 0.12) + (0.32 \cdot 0.10) + (0.44 \cdot 0.05) = 8,28\%$$

Tanlangan davr mobaynidagi investitsiya qaytimi 8.28 %. Pul qiymatiga hisoblaganda esa \$25 million * 0.0828 = \$2.07 million.¹²⁰

Birinchi tenglamada (1), Ma'lum bir davr mobaynida investitsiyaning haqiqiy qaytishini hisobladik. Investitsiya menejmentida investor riskli aktivlardan tuzilgan investitsiyaning kutilgan qaytishini ham bilishni hohlaydi. Boshqacha aytganda, *ex ante qaytim*. Kutilgan investitsiya qaytimi, har bir aktivning kutilgan qaytimi va investitsiyadagi ulushi summasi hisoblanadi. Har bir aktivning kutilgan qaytimidagi ulushi bu investitsiyaning umumiy bozor qiymatiga nisbatan foizi hisoblanadi. Va quyidagi ko'rinishga ega:

$$E(R_p) = w_1 E(R_1) + w_2 E(R_2) + \dots + w_G E(R_G) \quad (3)$$

$E()$ kutilgan qiymatni anglatadi, va $e(R_p)$ investitsiyaning ma'lum davr mobaynidagi kutilgan qaytimini anglatadi.

Biz kutilgan qaytim $e(R_i)$ ni hisoblaymiz, riskli aktiv i ga ko'ra. Birinchidan, kelajakda kutilishi mumkin bo'lgan qaytimni ehtimolli taqsimlanishini belgilaymiz. Ehtimolli taqsimlanish tasodifiy o'zgaruvchi uchun barcha

¹¹⁹ http://dic.academic.ru/dic.nsf/econ_dict/14562 Rayzberg B.A., Lozovskiy L.Sh., Starodubtseva E.B.. Sovremenniy ekonomika

¹²⁰ http://dic.academic.ru/dic.nsf/econ_dict/14562 Rayzberg B.A., Lozovskiy L.Sh., Starodubtseva E.B.. Sovremenniy ekonomika

natijalarning aktivlardagi tahminiy sodir bo'lishi hisoblanadi. Ehtimolli taqsimlanishni inobatga olgan holda, tasodifiy o'zgaruvchining kutilgan qiymati bo'lishi mumkin bo'lgan natijalarning o'rtacha ulushi hisoblanadi. Ulush esa mumkin bo'lgan natija bilan bog'langan tahmin hisoblanadi.

Bizning holatda esa, tasodifiy o'zgaruvchi bu i aktivining noaniq qaytimi hisoblanadi. Mumkin bo'lgan qaytim foizi uchun ehtimolli taqsimlanishga ega bo'lgan holda, i aktivining kutilgan qaytim foizi mumkin bo'lgan natijalarning o'rtacha qiymatiga teng. "Aktiv qaytimining kutilgan qiymati" terminidan ko'ra biz shunchaki "kutilgan qiymat" terminin ishlatamiz. Matematik ko'rinishda aytaydigan bo'lsak, i aktivi qaytimining kutilgan qiymati quyidagi ko'rinishga ega:

$$E(R_i) = p_1R_1 + p_2R_2 + \dots + p_NR_N \quad (4)$$

Bu erda:

R_n – i aktivi qaytimining n-chi mumkin bo'lgan foizi

P_n - i aktivining n qaytim foiziga erishish ehtimolligi

N – qaytim foizi uchun mumkin bo'lgan natijalar soni

Mumkin bo'lgan natija	XYZ aktividagi qaytim(%)	ABC aktividagi qaytim(%)	Sodir bo'lish ehtimolligi (%)	XYZ aktividagi qaytim * ehtimollik	ABC aktividagi qaytim * ehtimollik
1	12	21	18	0.0216	0.0378
2	10	14	24	0.0240	0.0336
3	8	9	29	0.0232	0.0261
4	4	4	16	0.0064	0.0064
5	-4	-3	13	-0.0052	-0.0039
Jami:			100	0.0700	0.1000
Kutilgan qaytim				7%	10%

Ushbu jadvalda ikkita o'ylab topilgan aktivlar (aktiv XYZ va aktiv ABC) uchun ehtimolli taqsimlanishni ta'minladik. XYZ aktivi uchun kutilgan qaytim 7% va ABC aktivi uchun 10% ni tashkil qildi.

Investitsiya riskini hisoblash

Lug'atlarda riskni "yuqotishga yoki jarohatlanishga olib kelaydigan, xavf yoki qo'rqinch" deb tarjima qilishadi. Investitsiyalar orqali investorlar riskni tavsiflash uchun bir qancha so'zlar o'ylab topishdi. Markowitz risk tushunchasini bir qancha aralash statistic ko'rsatkichlar orqali ifodaladi. U investitsiya riskini investitsiyalar farqlari va investitsiyalar o'zgarishlari yig'indisi sifatida ta'rifladi. Investitsiya riskini o'lchash uchun investitsiyalar orasidagi o'zaro ta'sir va o'zgarish tushunchasini kiritilishi, investitsiyalar jamiyati tushunchalarini butunlay o'zgartirib yubordi.

Tafovutlar va standard og'ishlar risk o'lchovi sifatida

Tasodifiy o'zgaruvchining tafovuti bu kutilayotgan qiymat atrofidagi bo'lishi mumkin bo'lgan natijani o'zgarishi yoki farqi tushuniladi. Aktivning qaytimi sifatida esa, tafovut bu kutilgan qiymat atrofidagi sodir bo'lishi mumkin bo'lgan

qaytim foizining o'zgarishi hisoblanadi. i aktivining kutilgan qiymatidagi qayimining o'zgarishi tenglamasi $\sigma^2(R_i)$:

$$\sigma^2(R_i) = p_1(r_1 - E(R_i))^2 + p_2(r_2 - E(R_i))^2 + p_N(r_N - E(R_i))^2 \quad (5)$$

N ta bo'lishi mumkin bo'lgan natijalar summasi orqali hisoblanadi. Buni boshqacha ko'rinishi quyidagidek bo'ladi:

$$\sigma^2(R_i) = \sum_{n=1}^N p_n (r_n - E(R_i))^2$$

Tafovut, kutilgan qaytim va zarar taqsimlanishi orasidagi bog'lanish bilan qaytim taqsimlanishi orasidagi bog'liqlik orqali ham bog'langan hisoblanadi. Markovitz ishonadiki bu tafovut investitsiyaning riksliligi yoki noaniqligi bilan ekvivalent hisoblanadi. Agar aktiv risksiz bo'lsa, unda kutilgan qaytim farqi nolga teng degani. Boshqacha aytganda esa, qaytim kafolatlangan hisoblanadi.

Tafovut kvadrat kattalik bo'lgani uchun, uni standart ko'rinisdagi tenglamaga formulaga keltirish uchun kvadrat ildimiz olishimiz kerak bo'ladi:

$$\sigma(R_i) = \sqrt{\sigma^2(R_i)}$$

Biz XYZ aktiv qaytimidagi standart og'ishni ushbu formula orqali 20.1-jadvalda(A-qismida) hisobladik va keltirib o'tdik.

Investorlarning investitsiya qarorini qilish uchun o'ylaydigan va qaraydigan faqat ikkita parametrlari bu kutilgan qaytim va ular orasidagi tafovut hisoblanadi. Markowitz formulasidagi investitsiya teoriyasi shuning uchun ham 2 parametrli yoki zarar-tafovut modeli deyiladi. Qolayversa bu erda ko'plab qaytim taqsimlanishini qo'shimcha ko'rsatkichlarni inobatlariga olib investitsiyani tanlash uchun modellar bo'lgan.

20.1-jadval

XYZ va ABC aktivlari uchun qaytimning standart og'ishi

A. Aktiv XYZ				
Bo'lishi mumkin bo'lgan natija	Kutilgan qaytimdan kam qaytim	Kvadrat og'ish	Ehtimollik*	kvadrat og'ish
1	0.0500	0.0025	0.0005	
2	0.0300	0.0009	0.0002	
3	0.0100	0.0001	0.0000	
4	-0.0300	0.0009	0.0001	
5	-0.1100	0.0121	0.0016	
		Tafovut=	0.0024	
		Standart og'ish	4.90%	
B. Aktiv ABC				
Bo'lishi mumkin bo'lgan natija	Kutilgan qaytimdan kam qaytim	Kvadrat og'ish	Ehtimollik*	kvadrat og'ish
1	0.1100	0.0121	0.0022	
2	0.0400	0.0016	0.0004	
3	-0.0100	0.0001	0.0000	
4	-0.0600	0.0036	0.0006	
5	-0.1300	0.0169	0.0022	
		Tafovut=	0.0054	
		Standart og'ish	7.32%	

Ikki-aktiv investitsiyaning investitsiya riskini hisoblash. (5) – tenglamada, biz yakka aktivning qaytimidagi tafovutni keltirib o‘tdik. Ikkita aktivdan iborat investitsiyaning tafovutini hisoblash biroz qiyinroq. Buni hisbolash nafaqat ikkita aktivning tafovutlariga bog‘liq, balki bir aktivning qaytimi ikkinchi aktivga qanchalik yaqinligiga ham bog‘liq. Bu formula

$$\sigma^2(R_p) = w_i^2\sigma_i^2 + w_j^2\sigma_j^2 + 2w_iw_j \text{cov}(R_i, R_j) \quad (6)$$

Bu erda $\text{cov}(R_i, R_j)$ i va j aktivlar orasidagi o‘zaro tafovut. Boshqa so‘z bilan aytganda, investitsiya qaytimi tafovuti, har bir investitsiyaning tafovuti kvadratlari va 2ta investitsiyaning o‘zaro tafovutining 2ga ko‘paytirilganiga teng. Biz ushbu formulani ikkitadan ko‘p bo‘lgan aktivlar uchun ham o‘zgartirib qo‘llay olamiz.

O‘zaro tafovut. Tafovut tushunchasiga o‘xshab, o‘zaro tafovutning ham aniq matematik tarjimai mavjuddir. Buning praktik ma‘nosi, ikkita aktivning qaytimini bir biriga ta‘siridir. O‘zaro tafovut bu umumiydagi tafovut bo‘lib, bir necha aktivlar tafovutida ishlatiladi. Ikkita qaytim orasidagi pozitiv o‘zaro tafovut bo‘lsa, demak ikkita aktiv bir xil yunalishda o‘zgaradi degani, agar negativ bo‘lsa turli xil yunalishda o‘zgaradi degani. Hoxlagan ikkita i va j aktivlar uchun o‘zaro tafovut ushbu formula orqali hisoblanadi:

$$\begin{aligned} \text{cov}(R_i, R_j) = & p_1[(r_{i1} - E(R_i))(r_{j1} - E(R_j))] \\ & + p_2[(r_{i2} - E(R_i))(r_{j2} - E(R_j))] + \dots \\ & + p_N[(r_{iN} - E(R_i))(r_{jN} - E(R_j))] \end{aligned} \quad (7)$$

Bu erda:

r_{in} - i aktivi uchun n-chi mumkin bo‘lgan qaytim foizi

r_{in-j} aktivi uchun n-chi mumkin bo‘lgan qaytim foizi

p_n - i va j aktivlari uchun n qaytim foizi sodir bo‘lish ehtimolligi

N – qaytim foizlari sodir bo‘lishi mumkin bo‘lgan natijalar soni

i va j aktivlari qaytimlari o‘zaro bog‘lanishi $\rho_{i,j}$ kabi belgilanadi va ikkita aktivning o‘zaro tafovutini, ularning o‘zaro og‘ishi ko‘paytmasiga nisbatiga teng:

$$\rho_{i,j} = \frac{\text{cov}(R_i, R_j)}{\sigma_i\sigma_j} \quad (8)$$

20.2-jadval

I va J aktivlari uchun o‘zaro tafovut va o‘zaro munosabat hisobi.

Bo‘lishi mumkin natijalar	Ehti mollik %	XYZ aktivlari uchun og‘ish ($r_{iXYZ} - E(R_{XYZ})$)	XYZ aktivlari uchun og‘ish ($r_{iABC} - E(R_{ABC})$)	Og‘ish va ehtimollik ko‘paytmasi
1	18	0.0500	0.1100	0.0010
2	24	0.0300	0.0400	0.0003
3	29	0.0100	0.0100	0.0000
4	16	-0.0300	-0.0600	0.0003
5	13	-0.1100	-0.1300	0.0019
			O‘zaro tafovut	0.0034
			O‘zaro bog‘lanish	0.9441

+1.0 dan boshlanaydigan o‘zaro bog‘lanish koeffitsienti juda yahshi bir tomonga o‘zgarishni ko‘rsatsa, -1.0dan boshlanaydigani juda yahshi o‘zaro teskari o‘zgarishni ko‘rsatadi. Standart og‘ishlar faqat musbat bo‘lishi tufayli, agar o‘zaro ta’sir manfiy bo‘lsa, o‘zaro munosabat ham manfiy bo‘ladi. Agar o‘zaro munosabat kattaligi 0 ga teng bo‘lsa, demak qaytimlar o‘zaro bog‘liqmas.

O‘zaro ta’sir va o‘zaro bog‘lanish ma’no jihatdan bir hil, lekin hisoblash jihatdan turli hildir. Ikkita tasodifiy o‘zgaruvchi orasidagi o‘zaro bog‘lanish bu o‘zaro tafovutning standart og‘ishlar ko‘paytmasiga nisbatiga teng. O‘zaro bog‘lanish standartizatsiyalangan sonligi tufayli(qaytimning standart og‘ishi farqlari uchun tog‘irlangan), har xil aktivlar orasidagi o‘zaro munosabatni taqqoslasa bo‘ladi.

XYZ va ABC aktivlari qaytimlari orasidagi o‘zaro bog‘liqlik 0.9441 ga teng. Buni detallarini 20.2- jadvalda keltirib o‘tdik.

Ikkitadan ko‘p aktivdan tashkil topgan investitsiya uchun riskni hisoblash. Sal oldinroq biz ikkita aktivdan tashkil topgan investitsiya riskini topdik. Bu 3ta aktiv i, j, k uchun quyidagicha hisoblanadi:

$$\sigma^2(R_p) = w_i^2\sigma^2(R_i) + w_j^2\sigma^2(R_j) + w_k^2\sigma^2(R_k) + 2w_iw_j \text{cov}(R_iR_j) + 2w_iw_k \text{cov}(R_iR_k) + 2w_jw_k \text{cov}(R_jR_k) \quad (9)$$

So‘z bilan aytganda, investitsiya qaytimi tafovuti, har bir investitsiyaning o‘z qaytim tafovutlari va ularning juftlikdagi o‘zaro tafovutlari qo‘shilmasi yig‘indisiga teng. Umumiylashtiraydigan bo‘lsak, quyida G ta aktivdan tashkil topgan investitsiya uchun investitsiya qaytimi tafovuti paydo bo‘ladi:

$$\sigma^2(R_p) = \sum_{g=1}^G \sum_{h=1}^G w_g w_h \text{cov}(R_g R_h) \quad (10)$$

(10) – tenglamada, agar h=g bo‘lsa G aktivlarda tafovut sodir bo‘ladi. Agar h≠g bo‘lsa, G aktivlari orasida barcha mumkin bo‘lgan o‘zaro tafovut sodir bo‘ladi. Qolayversa, (10) tenglama G ta tafovutlar va bo‘lishi mumkin bo‘lgan tafovutlar yig‘indisiga teng.

Investitsiya o‘zgarishi

Ko‘pincha biz investorlarning investitsiyasini o‘zgartirayotganligi haqida eshitib qolamiz. Investitsiya tuzilishini o‘zgartiraydigan investor uni riskini kamaytiradi, qaytimni qurbon qilmagan holda. Bu investorning qidiraydigan asosiy maqsadi hisoblanadi. SHunga qaramasdan, buni amaliyotga qo‘llash asosiy muammodir. Investitsiya tanlash teoriyasining asosiy yordami shundaki, biz yuqorida muhokama qilgan tushunchalar orqali investitsiyani o‘zgarishini aniqlashimiz mumkin, va bu investorlar uchun o‘zgarish foydalarini maksimallashtirish uchun asosiy ko‘rsatkich hisoblanadi.

Markowitzning o‘zgarish strategiyasi asosan investitsiyadagi aktiv qaytimlari orasidagi o‘zaro tafovut darajasiga aloqador hisoblanadi. Markowitz strategiyasi muhim yordami bu investitsiya aktivlaridagi aktivlarning risklarini izolyatsiya qilishdam ko‘ra formulatsiya qilishidir. Markowitz o‘zgarishi investitsiyaning juda yahshi o‘zaro pozitiv o‘zaro bog‘liqlik mavjud bo‘lmagan aktivlarini birlashtirish yullarini qidiradi va bu foydani kamaytirmagan holda riskni kamaytirish imkonini

beradi. Bu qaytimni davom ettirish muammosi hisoblanadi va aktiv qaytimlari orasidagi o‘zaro tafovutni analiz qilish yuli bilan riskni tushuradi. Bu esa Markowitz ajratishini, ajratishning sodda yulidan ajratib turadi va uni foydaliroq qiladi. Biz oddiy ikkita aktivdan tashkil topgan investitsiya misolida Markowitz o‘zgarishini va aktivlar o‘zaro bog‘liqligi muhimligini ko‘rsatmoqdamiz. Buning uchun biz birinchi ikki-aktiv investitsiyadagi riskning va ushbu aktivlarning qaytimlari orasidagi umumiy bog‘lanishni ko‘rsatamiz. Keyin esa turli xil o‘zaro bog‘lanishli aktivlarni birlashtirishni foydasini ochib beramiz.

3. Samarali investitsiya tizimidan optimal investitsiya tanlash

Bizning ikki-aktiv investitsiyamizda aktiv C va aktiv D quyidagi kutilgan qaytim va standart og‘ishga ega:

Aktivlar	E(R)	$\sigma(R)$
Aktiv C	12%	30%
Aktiv D	18%	40%

Agar aktiv A va aktiv C ga teng 50%dan ustama belgilangan bo‘lsa, (1) tenglamani qo‘llagan holda kutilgan investitsiya qaytimi 15% va (6) tenglamani ishlatgan holda ikki-aktiv investitsiya qaytimi tafovuti quyidagiga teng:

$$\sigma^2(R_p) = [0.5^2 * 0.3^2] + [0.5^2 * 0.4^2] + [2 * 0.5^2 * 0.5^2 * \text{cov}(R_C, R_D)]$$

Ikkita aktivning o‘zaro bog‘lanishi va standart og‘ish tenglamasini ishlatgan holda (8),

$$\rho_{C,D} = \frac{\text{cov}(R_C, R_D)}{\sigma_C \sigma_D} \quad (11)$$

SHunday qilib,

$$\text{cov}(R_C, R_D) = \sigma(R_C) \sigma(R_D) \rho(R_C, R_D)$$

YUqoridagini $\sigma^2(R_p)$ ga qoygan holda, biz quyidagiga ega bo‘lamiz:

$$\sigma^2(R_p) = [0.5^2 * 0.3^2] + [0.5^2 * 0.4^2] + [2 * 0.5^2 * 0.5^2 * 0.12 \rho(R_C, R_D)]$$

SHu sababli,

$$\sigma^2(R_p) = 0.0225 + 0.04 + 0.06 \rho(R_C, R_D)$$

Tafovutni ko‘paytirish va ildizga olishdan so‘ng:

$$\sigma(R_p) = \sqrt{0.0625 + (0.06 \rho(R_C, R_D))}$$

Bizning ikki-aktiv investitsiyamizni aktivlari qaytimlarini turli hil o‘zaro bog‘liqlikga ega deb hisoblaylik. $\rho(R_C, R_D)$ uchun 3 ta alohida holatlar: +1.0, 0, va -1.0. Ushbu uchtasini (11)-tenglamaga qoygan holda biz quyidagiga ega bo‘lamiz:

O‘zaro bog‘lanish	E(R _p)	$\sigma(R_p)$
+1.0	15%	35%
0	15%	25%
-1.0	15%	5%

C va D aktivlari kutilgan qaytimidagi o‘zaro bog‘liqlik +1.0, 0 va -1.0 ga kamaygani sari, investitsiyaning kutilgan qaytimi standart og‘ishi ham 35% dan

5% ga tushdi. SHunga qaramay, investitsiyaning kutilgan qaytimi 15% da o'zgarmadi.

Bu Markowitzning o'zgarishiga misol hisoblanadi. Markowitz o'zgarishining prinsipi shundaki, birlashtirilgan aktivlarning kutilgan qaytimidagi o'zaro bog'liqlik kamaysa, investitsiya qaytimining tafovuti ham kamayadi.

Riskli aktivlar investitsiyasini tanlash

Markowitz tomonidan taqdim etilgan o'zgarish riskni darajasini saqlab qolgan holda, eng katta kutilgan qaytinga etaklaydi. Bunaqa investitsiyani biz *samarali investitsiya* deb ataymiz. Samarali investitsiyani yaratish uchun, ushbu teoriya investorlar tomonidan aktiv tanlashga doir bir qancha asosiy farazlarni taqdim etadi. Ushbu farazlar quyidagilardir:

1. Investorning fikriga ta'sir ko'rsataydigan faqat ikkita parametrlar mavjud, bular kutilgan qaytim va tafovut. (Bu degani, investorlar ikki parametrlilik, Markowitz tomonidan taqdim etilgan modelni qaror qabul qilishda ishlatadi).

2. Investorlar riskdan qochuvchi. Bu degani, qachon ular bir hil kutilgan qaytimli va ikki xil riskli investitsiyani tanlash kerak bo'lsa, riski kamini tanlaydi.

3. Hamma investorlar berilgan risk darajasida eng katta kutilgan qaytimni qidirishadi.

4. Hamma investorlarda barcha riskli aktivlar kutilgan qaytimi, tafovuti va o'zaro tafovuti borasida bir xil ishonch mavjud. Ushbu ishonch *bir turdagi ishonch farazi* deyiladi.

5. Barcha investorlarda bir davrli, odatiy investitsiya gorizonti mavjud.

Samarali investitsiya yaratish

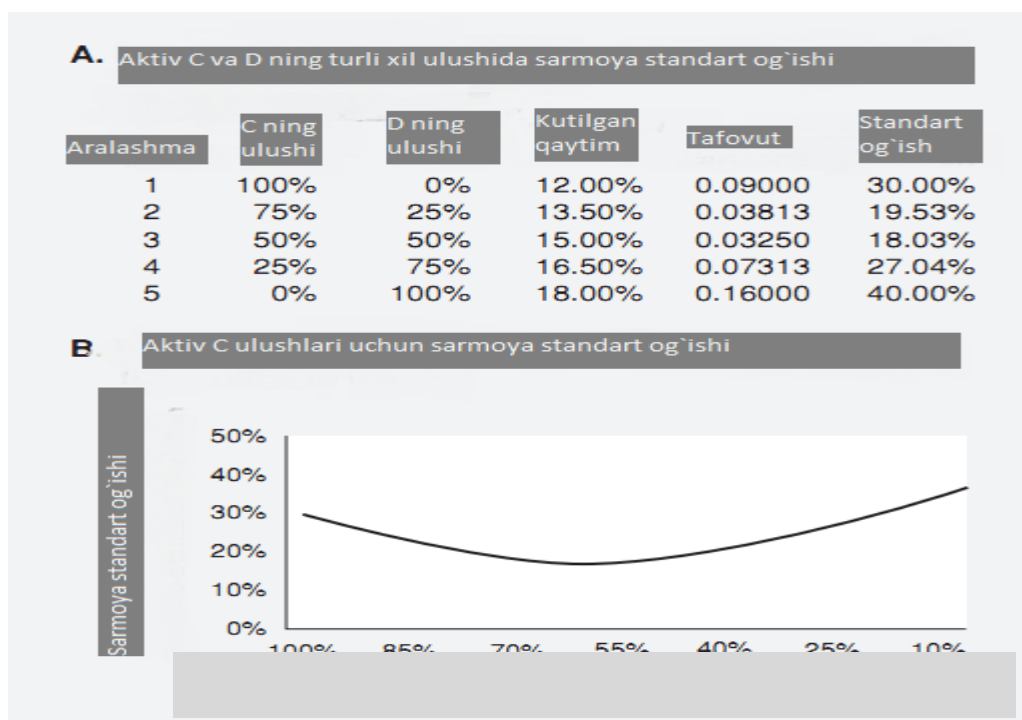
Katta aktivlar guruhidan samarali investitsiya yaratish texnikasi bir qancha hisob kitoblarni talab qiladi. 50 ta aktivdan tashkil topgan investitsiya uchun 1224 ta o'zaro tafovutlar hisoblanishi kerak. 100 ta uchun esa 4950 ta. Bundan tashqari, qaytimning har bir darajasi uchun investitsiya riskini echishga kvadrat dasturlash degan matematik texnika ham ishlatiladi. Ushbu texnikani uchbu bo'limda tavsiflay olishimizga imkonimiz etmaydi. Lekin, oldingi ikki-aktiv, aktiv C va D dan tashkil topgan investitsiyamiz orqali samarali investitsiya yaratishni ko'rsatishimiz mumkin.

Ushbu aktivlarni eslatib o'tamiz,

$$E(R_C) = 12\% \text{ va } \sigma(R_C) = 30\%$$

$$E(R_D) = 18\% \text{ va } \sigma(R_D) = 40\%$$

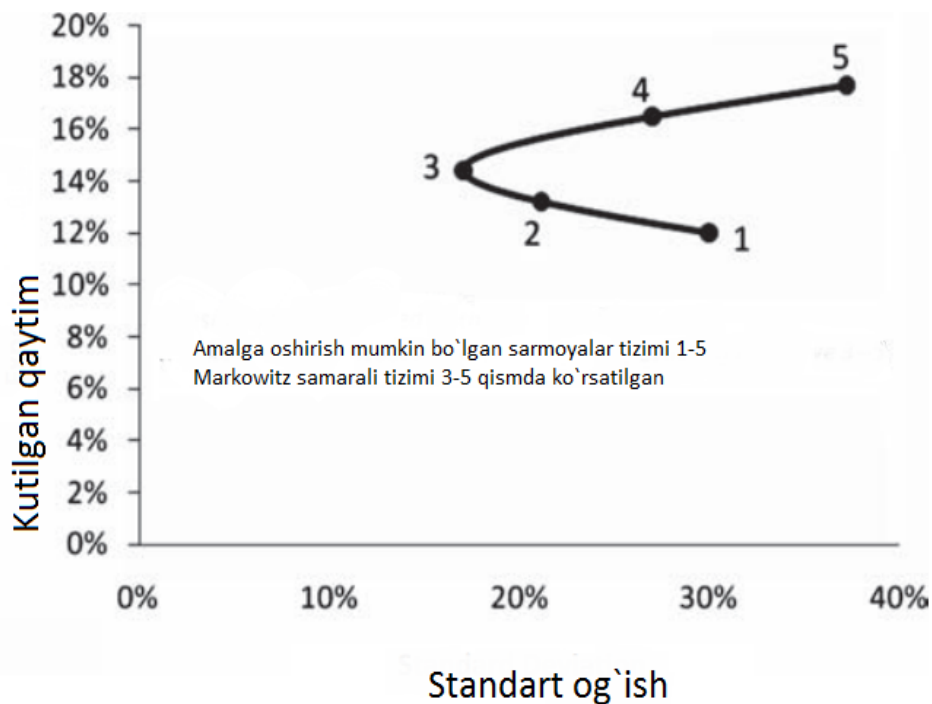
Hozir esa $\rho(R_C, R_D) = -0.5$ deb qabul qilamiz. 5 - rasmda C va D dan turli xil qismda olingan 5 ta investitsiya uchun kutilgan investitsiya qaytimi va standart og'ishni keltirdik. 5-rasm Panel A da ko'rganingizdek, C va D dan 50% dan olingan investitsiyada eng kichik standart og'ish kuzatildi. Panel B da esa aktiv C va D ning turli hil aralashma qiymatida standart og'ishni kuzatdik va eng kichik standart og'ish aktiv C dan 60% va aktiv D dan 40% lar atrofida olganda ko'rindi.



20.2-rasm. Aktiv S va Dning turli xil ulushlaridan tashkil topgan sarmoyalar uchun kutilgan qaytim va standart og'ish

Amalga oshirish mumkin bo'lgan va samarali investitsiyalar. Amalga oshirish mumkin bo'lgan investitsiya berilgan aktivlar orqali investor tuza olaydigan investitsiyadir. 20.2-rasmda berilgan investitsiyalarni hammasi amalga oshirish mumkin bo'lgan investitsiyalardir. Ushbu investitsiyalar kolleksiyasi amalga oshirish mumkin bo'lgan investitsiyalar kolleksiyasi deyiladi. Faqatgina ikkita aktivdan tashkil topgan investitsiyada ham amalga oshirish mumkin bo'lgan investitsiyalar tizimi grafigi egri chiziq ko'rinishida bo'ladi va u turli xil kutilgan qaytim va standart og'ish kombinatsiyalarini ko'rsatadi ikkita aktivlar uchun. 20.2-rasmda biz aktiv C va D uchun amalga oshirish mumkin bo'lgan investitsiyalar tizimini ko'rsatdik.

Amalga oshirish mumkin bo'lgan investitsiyaga solishtirganda, samarali investitsiya bu o'sha amalga oshirish mumkin bo'lgan investitsiyalar tizimidagi risk ko'rsatkichida eng katta kutilgan qaytilga ega investitsiyadir. Samarali investitsiya kam-tafovutli investitsiya ham deyiladi. Har bir risk darajasida samarali investitsiya mavjud. Samarali investitsiyalar kolleksiyasi samarali tizim deyiladi.

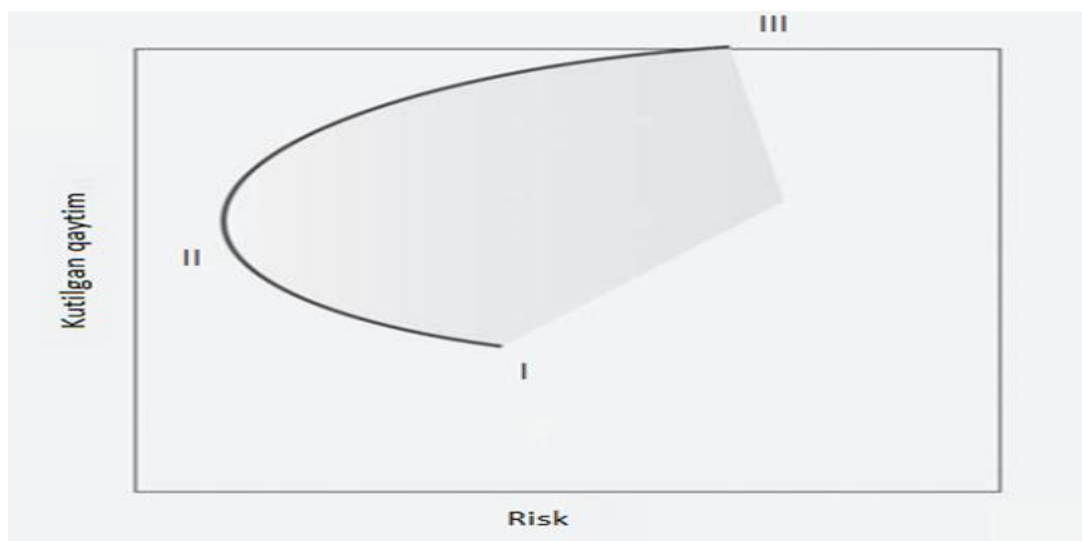


20.3-rasm. **Investitsiya samarasi**

Yuqoridagi rasmda biz amalga oshirish mumkin bo'lgan investitsiyalar ichidan samaralilarini ko'rsatdik. C va D aktivlarining kombinatsiyalaridan tashkil topgan risk-qaytim tizimidagi samarali investitsiya 3-5 qismlarda ko'rinadi. Ushbu investitsiyalar berilgan risk darajasida kattaroq kutilgan qaytimni beradi. E'tibor berib 1-2 lar samarali investitsiyalar tizimiga kiritilmadi. Chunki hattoki 3da ham ikkisidan ham ko'p kutilgan qaytim va kam risk mavjud.

Biz ko'rishimiz mumkinki 4-investitsiyada 1-dan ko'ra kattaroq kutilgan qaytim va kamroq risk mavjud. Aniqki, egri chiziqning butun 1-3 qismi samarali emas. Barcha berilgan investitsiyalar kombinatsiyalarida 3-5 risk-qaytim tizimida kattaroq qaytim va teng risk, yoki teng qaytim kamroq risk kuzatildi, yoki ikkisi ham. Ba'zi investitsiyada risk kamroq yoki qaytim kattaroq, shuning uchun 3-5 investitsiyalar samaralidir va ular 1-2 ni birorta qiymat bo'yicha kattaligidan foydaliroq. Masalan, 4-investitsiya 1-investitsiyadan va 3-investitsiya 1 va 2 investitsiyaning ikkisidan ham foydaliroq.

20.4-rasmda 2tadan ko'p bo'lgan aktivlardan tashkil topgan amalga oshirsa bo'laydigan va samarali investitsiyalar tizimini keltirib o'tdik. Bunda, amalga oshirsa bo'laydigan investitsiya tizimi egri chiziq emas, balkim yuzadir. Chunki 2ta aktivli investitsiya tizimidan farqli o'laroq, ko'p aktivli investitsiya tizimida risk- qaytim tizimini bir necha egri chiziqdan ko'ra bitta belgilangan yuzada tasvirlasa bo'ladi. Shunga qaramasdan, samarali investitsiya tizimi II va III egri chiziqalarda berilgan. Ushbu rasmdan belgilangan yuzadagi investitsiya tizimidan ko'ra samarali investitsiya tizimini ustunligini ko'rish juda oson.



20.4-rasm. Ikki va undan ortiq aktivdan tashkil topgan amalga oshirsa bo'ladigan va samarali sarmoyalar

Ba'zida biz samarali investitsiya tizimini investitsiya chegarasi deb ham ataymiz, buning sababi esa maksimal kutilgan qaytimga ega bo'lgan investitsiyalar tizimi amalga oshirsa bo'laydigan investitsiyalar chegarasida yotadi. Barcha risk-qaytim tizimidagi samarali chegaralarni amalga oshirib bo'lmaydi, lekin shunga qaramasdan chegaradagi investitsiyalar ustun turadi belgilangan yuzadagidan.

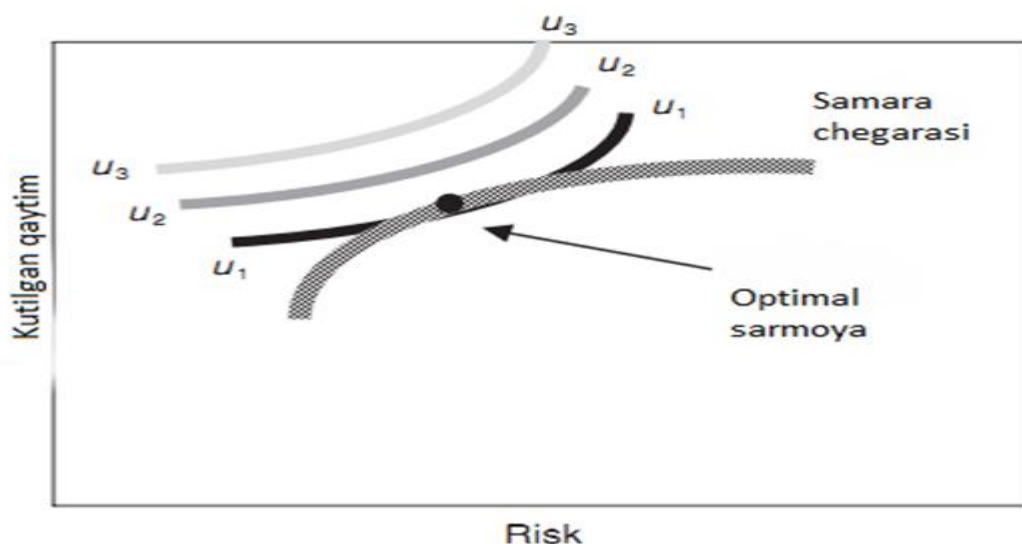
Samarali investitsiya tizimidan optimal investitsiya tanlash

Biz samarali investitsiya tizimini yaratdik, endigi maqsad esa uni ichidan optimal bo'lganini tanlash hisoblanadi.

Samarali tizimdagi barcha investitsiyalar juda katta kutilgan qaytim ko'rsatkichiga ega va investor uning ichidan bittasini tanlashi kerak. SHuni yodda tutish kerakki, uchbu investitsiyalar risk va qaytim borasida balansni taqdim etadi. Uchbu chegaradan chapga yoki o'ngga siljisak risk kattaradi demak kutilgan qaytim ko'rsatkichi ham. Muammo shundaki, qaysi investitsiyani investor tanlashi kerak? Samara chegarasidagi eng yahshi sarmoy bu optimal investitsiyadir. Sezganingizdek, optimal investitsiya bu investor tomonidan risk-qaytim tizimidagi balansni o'rganib chiqqan holda samara chegarasidan tanlangan investitsiyadir. Ushbu afzallik foydalilik funksiyasi terminlar orqali ham ifodalanishi mumkin.

20.5-rasmda biz foydalilik funksiyasini taqdim etaydigan 3ta egri chiziq va samara chegarasini bitta diagrammada joylashtirdik. Ushbu egri chiziqlar bir xil foydalilik darajasini saqlagan holda turli hil kutilgan qaytim va risk ko'rsatkichlarini ko'rsatadi. Qo'shimchasiga gorizontall o'q bo'yicha yuqorida turgan egri chiziqlar katta foydalilikni ko'rsatadi.

20.5-rasmdan biz uchbu egri chiziqlardan investor uchun optimal investitsiyani aniqlay olamiz. SHuni yodda tutingki, berilgan samara chegarasidan investor eng katta egri chiziqni hohlaydi. SHundan kelib chiqib, optimal investitsiya sifatida samara chegarasiga urinmani oldik. 20.5-rasmda ushbu investitsiya keltirilgan.



20.5-rasm. **Optimal sarmoya tanlovi**

Buning natijasida, investorning tanlovi 8-rasmdagi shakllar orqali aniqlangan. Agar investor 20.5-rasmdagidek kam risk va ko'p kutilgan qaytimni hohlasa: samara chegarasi va foydalilik chizig'i urinmasini tanlaydi. Agar investorning maqsadi boshqacha bo'lsa uning uchun boshqa optimal portfolio bor hisoblanadi.

Ushbu muhokamada qanday qilib foydalilik funksiyasi va egri chiziqlar orqali optimal investitsiyani tanlash asosiy va eng muhim savol bo'lishi tabiiy. Lekin biz, kichik foydali maslahat berdik qanday tanlash to'grisida. Umuman olganda, iqtisodchilar muvaffaqiyatli ravishda foydalilik funksiyasini tuza olmaydi. Lekin, bu degani ushbu teoriya sindi degani emas. Investor samara chegarasini tuza olsa, uning imkoniga qarab risk darajasida samarali investitsiyani aniqlay oladi.

Investitsiya tanlash teoremasi muammolari

Markowitz tomonidan kiritilgan investitsiya tanlash teoriyasi investorning investitsiya tanlash davridagi fe'l atvoriga va aktivlar kutilgan qaytimi taqsimlanishi tafovutini risk ko'rsatkichi sifatida olaydigan modellarga asoslanib qurilgan. Qolayversa, ushbu teoriya tarixiy ma'lumotlar asosidagi baholarni inobatga oladi, ammo menejerning asosiy kattaliklarni noto'g'ri baholashini hisobga olmagan holda. Ushbu kattaliklar, kutilgan qaytim, qaytim tafovuti va qaytimlar o'zaro tafovuti.

Ushbu qismda biz ushbu teoriyani amalga oshirish uchun yuzaga kelaydigan muammolar borasida so'z yuritamiz.

4. Investitsiya tanlashda muqobil risk ko'rsatkichi

Agar qaytim taqsimlanishi yahshi taqsimlangan bo'lsa, tafovut riskning foydali ko'rsatkichi hisoblanadi. YAhsli taqsimlanish esa simmetrik taqsimlanishdir, bu degani kutilgan qaytimning yuqorigi va pastki natijalari teng bo'ladi. SHunga qaramasdan bu erda haqiqiy hayot moliya bozoridagi tajribalar, teoretik argumentlarga ko'ra biz yahshi taqsimlanish farazlarini rad etishimiz kerak.

Markowitz kutilgan qaytim tafovutini risk ko'rsatkichi sifatida ko'rsatishga bo'g'liq muammolarni ko'rib chiqdi. U aniqladiki tafovutga muqobil tushuncha bu qisman tafovut. Qisman tafovut, oddiy tafovutni o'zi hisoblanadi lekin

hisoblashlarda qaytimning kutilgan qaytimdan oshib ketmasligi ta'minlanadi. Investitsiya tanlash o'rtacha-qisman tafovut bo'yicha qayta o'ylanishi kerak. SHunga qaramasdan, agar qaytim taqsimlanishi simmetrik bo'lsada, Markowitz ishontiradiki tafovut va qisman tafovut bir hil qarorga olib keladi va tafovut ko'proq statistic ko'rsatkich hisoblanadi qisma tafovutdan ko'ra. Bu erda muhokama investorning investitsiyasini yaxshilash uchun eng yahshi risk tanlovini

$$\sigma^2 = \sum_{n=1}^N p_n (x_n - E(x))^2$$

$$\sigma_s^2 = \sum_{\text{for } n \text{ if } x_n < E(x)}^N p_n (x_n - E(x))^2$$

amalga oshirishdan iborat. Investitsiya teoriyasiga ko'ra bog'lanmagan risk ko'rsatkichlari kategoriyasiga kiruchi ko'rsatkichlar: dispersiya ko'rsatkichi va xavfsizlik-risk ko'rsatkichi. Biz keyinchalik tanilgan dispersiya va xavfsizlik-risk ko'rsatkichlarini tavsiflaymiz.

Dispersiyali kattalik. Tafovut yoki standart og'ish dispersiyali kattalik hisoblanadi. Juda ham ko'plab dispersiyali kattaliklar mavjud. Odatda eng ko'p ishlatilayidagn dispersiyali kattalik bu o'rtacha-absolut og'ishdir.

O'rtacha –absolut og'ish, o'g'ishning o'rtacha absolut qiymatiga bo'g'liq kattalik va o'rtacha standart og'ish kvadrat kattaligidan farq qiladi.

Birinchi-xavfsizrisk kattaligi. Ko'pchilik fikrichi birinchi-xavfsizlik qoidalari noma'lum sharoitida qaror qabul qilish kriteriyasi sifatida ishlatiladi. Ushbu modellarda qaytimlarning eng quyi darajalari aniqlanadi. Bundan maqsad esa qaytimni quyi darajadan oshirishdir. Ushbu kitobda keltirilgan birinchi-xavfsizlik kattaliklari asosan eng quyi darajaga asoslangan.

Keltirilgan birinchi-xavfsizlik risk kattaliklari quyidagilardir:

- Klassik birinchi-xavfsizlik
- Risk qiymati
- Risk/ kutilgan yuqotish shartli qiymati
- Kichikroq qism momenti

Klassik birinchi-xavfsiz investitsiya tanlashda muammo bu investitsiyadan kutilgan qaytim ehtimolligini ba'zi bir belgilangan kattaliklardan kichikligi. Buni amalga oshirish va optimal investitsiyani topish uchun juda ham ko'plab kompleks optimizatsiya muammolarini echish talab etiladi va o'rtacha-ehtimol modelidan farqi ham shunda hisoblanadi.

Eng ko'p tanilgan quyi risk kattaligi bu risk qiymati hisoblanadi. Ushbu kattalik taqsimlash yuqotilishini foizlash va belgilangan ehtimolli darajada hamda ma'lum vaqt davomida maksimum yuqotishni o'lchashga asoslangan. Risk qiymatining asosiy hususiyati bu berilgan ehtimollikda va berilgan nadavomiy

vaqtda sodir bo'lishi mumkin bo'lgan yuqtishni bitta kattalikda sintezlashdir. Bu esa investorga maksimum yuqotish va investitsiyaning qanchalik riskli ekanini ko'rsatadi. Buni hisoblashning juda ham ko'plab usullari mavjud va ushbu kitobda berilgan.

Risk qiymatini bir qancha keltirilgan foydalaridan tashqari, bir necha nazariy limitlari ham bor. Ushbu limitlarni engish uchun muqobil shartli risk kattaligi kiritilgan. SHartli risk kattaligi, biz kutilgan shartli yuqotish deb ataydigan kattalik investitsiyaning kutilgan qaytimi kattaligini chegaradan oshishini o'lchaydi.

Qisman tafovutni tabiiy davom ettirilgani bu kichikroq qism momenti kattaligi hisoblanadi. Ushbu kattalik quyi risk deb ataladi va ikkit parametrga bog'liq: (1) kuch indeksi, investorning riskni yoqtirmaslik darajasi va (2) mo'ljaldagi qaytim foizi, eng kam erishilishi kerak bo'lgan qaytim darajasi.

Ushbu kattaliklarni hisoblash juda murakkab ekanligiga qaramasdan, investorlar investitsiya konstruktsiyasini o'rtacha tafovut analizini qilishida ishlatilishi uchun quyida ilova mavjud.

Baquvvat investitsiya optimizatsiyasi. Zamonaviy investitsiya teorialari ta'siriga qaramasdan, Markowitz teoriyasidan deyarli 60 yil o'tib ham aktivlar risk-qaytim optimizatsiyalari faqat bir nechta aktivlarga asoslangan menejment firmalar tomonidan amalga oshirilgan. Sonli uskunalarning Markowitz davridagidan ko'ra ancha ko'pligi va ularni toppish muammo emasligi hamda juda osonligiga qaramasdan hozirgi aktivlar menejerlari sonli investitsiya boshqarish shablonlarini ishlatishdan qochmoqda.

Bunga asosiy sabab sifatida esa, investitsiya menejerlari ushbu teorialarni praktikada qo'llash ishonchsizligini keltirmoqda. O'rtacha tafovut optimizatsiyalari kirimdagi o'zgarishlarga juda ta'sirchan. O'rtacha tafovut optimizatsiyalaridagi bu kirimlarga kutilgan qaytim, har bir aktiv tafovuti va har bir aktivlar juftligidagi o'zaro tafovutlar kiradi.

Bunda ushbu kattaliklarni baholash katta muammo hisoblanadi va noto'g'ri baholangan har bir kattalik investitsiya foydasiga ta'sir ko'rsatadi. Oqibatda, o'rtacha tafovut analizi orqali tanlangan optimal investitsiyaning ba'zi bir aktivlarida noto'g'ri katta chetlashishlar vujudga keladi. Bular ushbu teoriyani ishlatilmasligiga olib keladi emas, qaytanga, amaliyotda ishlatilganda hatolarni baholashdagi mustahkamlik, chidamlilik va baquvvatlikni tekshirishga moshlashtiriladi.

Matematik va fizik fanlarni rivojlanishi moliyaga juda katta ta'sir o'tkazdi. Ehtimollik nazariyasi, statistika, ekonometrika, va matematik analiz kabi matematika bo'limlari zamonaviy moliya fanining rivojlanishi uchun kerakli uskuna va bilimlarni berdi. 1990-yillarda amalga oshirilgan ishonchli baholash va ishonchli optimizatsiyaga doir buyuk ishlar investitsiya menejmenti va optimizatsiyasi ishonchliligiga va mustahkamligiga, kerakligiga katta ta'sir ko'rsatdi.

Xato mavzusida statistic baholash bu- baholash hatoligidir. Ishonchli baholash statistik baholash texnikasi bo'lib ma'lumot turlariga kam tasirchandir. Masalan, amaliy jihatdan ham bitta yoki bir nechtagina kichik qaytimlarni,

kapitalning umumiy qaytimiga ta'siriga katta ta'siri yoq hisoblanadi. Hozirgi kunda Baesian analiz va sog'lom statistika aktivlar menejmentida yuqori o'rinda turadi. Individual baholashdagi statistik aniqlik bu investitsiya ajratishdagi eng muhim ish hisoblanadi. Ushbu foyda sog'lom investitsiya optimizatsiyasining muhim maqsadidir.

Fe'l-atvor moliyasi va investitsiya nazariyasi

Iqtisodiy modellar tuzilayotganda, moliyaviy iqtisodchilar moliya bozorida investitsiya qarorini qilaydigan insonlar fe'l-atvori to'g'risida tahminlar qilishadi. Ushbu tashkilotlarni biz iqtisodiy agentlar deb ataymiz. Boshqacha aytganda, ular iqtisodiy agentlar investitsiyasiga kiritaydigan aktivlarni tanlashda investitsiya tanlovlarini qanday amalga oshirishi to'g'risida tahminlar qilishadi.

Moliyaviy iqtisodchilar tomonidan yaratilaydigan tanlash nazariyalarning asosida yotuvchi nazariya bu foyda teoriyasidir. Ushbu nazariyaning ishonchliligiga oid ko'plab muammolar ham mavjud. John Maynard Keynes kabi iqtisodchilar fikricha investorning psixologiyasi garovning narxiga ta'sir ko'rsatadi. Ushbu fikrni qo'llavchilari 1970 yilning oxirlarida Daniel Kahneman va Amos Tverskiy iqtisodchi agentlarning mavhumlik sharoitida investitsiya qarorini qabul qilish harakati moliya-iqtisodchilari tomonidan formulalashtirilgan harakatlarga to'g'ri kelmasligini isbotlagandan keyin ko'paydi.

Bir necha eksperimentlarga asoslangan holda Kahneman va Tverskiy foyda nazariyasiga qarshi chiqishdi va o'zlarining investor mavhumlik sharoitida qanday qaror chiqarishi to'g'risidan nazariyasini taqdim etdi va buni *kelajak nazariyasi* deb atadi. Kelajak nazariyasi mavhumlikda qaror qabul qilishga e'tiborini qarab, fe'l -atvorni evristika sifatida ifodalaydi. Birinchidan, individuallar mavjud investitsiyalarni qaysi biri bir xil va qaysilari turlicha ekanini aniqlaydilar. Keyin esa, individuallar bo'lishi mumkin bo'lgan natija va ehtimollikni barcha lgotalarni inobatga olgan holda baholaydilar. Kahneman va Tverskiylar ishining asosiy farqi shundaki, unga ko'ra har bir alohida shaxs foyda va zarar borasida o'zini tutishi turlichadir. O'rtacha-tafovut nazariyasida esa tafovut e'tiborga olinardi, ya'ni foyda va zararlarni simmetrik qarashardi.

Odatdagi moliya nazariyasiga psixologiya fanini misol keltirib qarshi chiqqanlar, moliyada yangi belgilangan fan fe'l-atvor moliyasini yaratilishiga turtki berdilar. Fe'l atvor moliyasi fani psixologiyaning qanday qilib investor fikriga ta'sir va nafaqat investitsiya tanlash nazariyasi balki aktivni narhi borasidagi fikrlar kelib chiqishiga turtki berishini ham o'rganadi.

Fe'l - atvor moliyasining asosida quyidagi uchta fe'l atvor mavzulari yotadi:

1-mavzu. Investorlar investitsiya qarorini qilayotganda hatolarga yul qoyishadi, bunga sabab esa ular bir necha nazariyalarga bog'lanib qolgan.

2-mavzu. Investitsiya qarori vaqtida investorlarga tuzilish va qiymat jihatdan ta'sir o'tkazilgan.

3-mavzu. Moliya bozoridagi narxlarga hatolar va qaror na'munalari orqali ta'sir ko'rsatilgan.

Fe'l-atvor moliyasi 1- mavzusi evristik tushunchalarni o'z ichiga oladi. Evristika tezkor sanash qoidalari bo'lib, shaxslarga qaror qabul qilish muddatini

qisqartirishga undaydi. Masalan, nafaqani rejalashtirishda tezkor qaror qoidasi bu 10% umumiy foydani yig'ish qaroridir. Kerakli darajadagi mablag' yig'ilishi uchun investorning yoshi 100lar atrofida bo'lishi kerak bo'ladi va bu tezkor qarorni ko'rsatib beradi. Masalan, 45-yoshli shaxs o'zining nafaqa mablag'laridagi pulini 55%ini obligatsiyalarga tikishi mumkin.

Evrastikaning juda yahshi ishlashidagi misollarga qaramasdan, psixologiya soxasidagi izlanishlar shuni ko'rsatadiki, ushbu nazariya bir qancha tizimli xatoliklarga olib keladi. Ushbu tizimli xatolar psixologlar tomonidan tushunilgan xatolar deyiladi. Moliya tilida esa, investitsiya qarori davridagi xatolar *evristik - olg'a surilgan xatolar deyiladi*. Investitsiya tanlash nazariyasi bilan solishtirganda shu aniqki, barcha investorlar har bir risk darajasidagi optimal investitsiya tuzish uchun aktivning o'rtacha qaytim qiymatini va ularning ehtimolligini baholaydi.

Fe'l-atvor moliyasi 2- mavzusi ramkalash tushunchalarini o'z ichiga oladi. Bu tushuncha amaldagi holatni investorga qanday etkazish yullari bilan bog'liq. Ushbu moliya bo'limining nazariyotchilari fikricha ramkalanagan investitsiya tanlovlari kutilgan qaytimni va riskni natijasini o'zgartirib yuboradi va xato qaror qabul qilingan hisoblanadi.

Fe'l atvor moliyasining 3- mavzusiga ko'ra moliya bozorining hamma ishtirokchilari zehni emas va shu sababli ko'plab noto'g'ri baholashlar kuzatilishi mumkin. Ushbu zehnsizliklar yuqori tasdiqlash va ko'pchilik fikriga ergashish kabi tushunilgan xatolarga asoslangan va aktivning bozordagi o'rganilgan qiymati va haqiqiy qiymati borasida farq keltirib chiqaradi.

Fe'l atvor nazariyasi moliyaning odatdagi nazariyalariga to'g'ri kelmasligi mumkin, ammo bu investorlarning nima uchun riskga nisbatan norozilik bo'lgan holda tanlov amalga oshirishini tushuntirishga yordam beradi.

21-mavzu. Moliya va kapitalning tarkibiy tuzilmasi

REJA:

- 1. Biznes riski va moliyaviy risk**
- 2. Zararsizlik tahlili**
- 3. Operativ leverej manbalari**
- 4. Kapital strukturasi nazariyasi**
- 5. Kapital strukturasi boshqarishning asosiy usullari**

1. Biznes riski va moliyaviy risk

Agar investorlarning kutilganidan kamroq olingan korporativ daromad sababli hafsalasi pir bo'lsa, bu ularning firmaning kelgusi faoliyatidan kutadigan natijalarini pasaytirib yuboradi va natijada, firmaning oddiy aksiyalari narxi tushadi. Shuning uchun, korporativ ijrochilar va direktorlar kengashi Vol Stritga topshiradigan daromadlar hisobotiga alohida e'tibor qaratadilar. Shu sababli, moliyaviy tahlilchi aksiya birligiga to'g'ri keluvchi o'zgaruvchanlik manbalarini yaxshi tushunishi kerak.

Bu bobda biz firmaning daromadlari oqimidagi o'zgarishni 3 xil manbaga ko'ra farqlaymiz:

1. Biznes sohasi tanlovi – firma faoliyat olib boruvchi sanoat tarmog'i sababli kelib chiqadigan tabiiy tebranishlar natijasida paydo bo'luvchi firma daromadlarida o'zgarishlar. Masalan, agar firma daromadlar biznes davrlari bilan bog'liq ravishda tebranib turadigan tez o'zgaruvchan sanoatda faoliyat yuritssa, u holda firma daromadlarining o'zgaruvchanligi biznes davrlari kamroq ta'sir ko'rsatadigan sanoatdagiga nisbatan ko'proq bo'ladi. Biz biznes daromadlaridagi bunday o'zgarishlarning manbasini biznes riski deb ataymiz.

2. Xarajatlar strukturasi tanlovi – firmani yuritish uchun sarflanadigan o'zgarimas va o'zgaruvchan xarajatlar yig'indisini bildiruvchi firmaning xarajatlar strukturasi natijasida yuzaga keladigan firma daromadlarining o'zgaruvchanligi¹²¹. O'zgarimas xarajatlarning (o'zgaruvchan xarajatlarga qaraganda) ko'p bo'lishi daromadlardagi o'zgarishlarga nisbatan foydaning o'zgaruvchanligini oshirib yuboradi.

Firmaning o'zgarimas va o'zgaruvchan xarajatlarning tuzilishi asosan firma faoliyat olib borayotgan sanoat tarmog'iga qarab aniqlanadi. Masalan, avtomobil sanoati zavodlar va ulardagi asbob-uskunalarga katta investitsiya kiritishni talab qiladi. Bu zavodning ishlashi darajasiga bog'liq bo'lmagan yuqori o'zgarimas xarajatlarga sabab bo'ladi. Biz firma daromadidagi bu o'zgarish manbasini operativ risk deb ataymiz.

3. Kapital strukturasi tanlovi – firma daromadlaridagi o'zgarish manbasi bo'lib, u qarzli moliyalashtirish kabi o'zgarimas daromadni talab qiluvchi moliyalashtirish manbalaridan foydalanish natijasida yuzaga keladi. Biz daromadlardagi bu ko'rinishdagi o'zgarish manbasini moliyaviy risk deb ataymiz.

Biz endi firma daromadlaridagi bu uch o'zgarish manbasi alohida-alohida to'xtalib o'tamiz.

Firmaning o'z biznesini boshlaydigan vaqtda belgilab qo'yadigan biznes riskining eng yuqori miqdoridir.

Biznes riski

Ammo, biznes riski firma daromadlarining o'zgaruvchanligiga ta'sir etgani uchun, u firmaning bir aksiyasiga to'g'ri keluvchi firma foydasiga ham ta'sir qilishi mumkin.

2. Zararsizlik tahlili

Zararsizlik miqdori – firma foyda olishni boshlashidan oldin sotishi lozim bo'lgan mahsulot miqdori

¹²¹ FSTD – foiz va soliqlar to'lagungacha daromad termining qisqartmasidir. Agar hisobchilarning ta'biricha boshqa daromadlar va boshqa xarajatlar nolga teng bo'lsa, u holda FSTD jami daromadlarga teng bo'ladi. Darsning maqsadi uchun biz bu ikki termini o'zaro almashuvchan deb hisoblaymiz.



21.1-rasm. Yarim-o'zgaruvchan xarajatlarning mahsulotning mos hajmiga nisbatan o'zgarishi

Bir firmada energiya xarajatlari asosan o'zgarmas bo'lsa, yana boshqa firmada ular mahsulot hajmiga qarab o'zgarishi mumkin¹²².

Shuningdek, ayrim xarajatlar ba'zan o'zgarmas bo'lishi mumkin, keyinchalik esa ishlab chiqarish hajmi yuqori pog'onaga ko'tarilgach ular ham keskin ko'tariladi va o'zgarmay turaveradi; ishlab chiqarish hajmi yana o'ssa, ular ham ko'payadi. Bunday xarajatlar yarim-o'zgaruvchan yoki yarim-o'zgarmas xarajatlar deb nomlanishi mumkin. Tanlash sizning ixtiyoringizda, chunki har ikki termin ham amaliyotda qo'llaniladi. Ishlab chiqarishni nazorat qiluvchilarga to'lanadigan ish haqi bunga misol bo'lishi mumkin. Qisqa muddat ishlab chiqarish hajmini 15 foizga qisqartirib turishga to'g'ri kelsa, korxonalar nazoratchilar ish haqini ham 15 foizga qisqartirishi haqiqatdan yiroq. Shunga o'xshash, sotuvchilarga to'lanadigan komission haq ular ko'proq sotganlari sayin ortib boradi. Xarajatlarning bu turdagi xususiyati 3 chizmada tasvirlangan.

Zararsizlik modelini qo'llash va murakkab xarajatlar strukturasi masalasini hal qilish uchun moliyaviy menejer rejalashtirilayotgan maqsadlar uchun eng munosib ishlab chiqarish hajmini aniqlash (1) va ushbu ishlab chiqarish hajmiga muvofiq ravishda yarim-o'zgaruvchan xarajat moddalarining bir qismini o'zgarmas, qolganini esa o'zgaruvchan xarajatlarga ajratish orqali ularning qiymatli samaradorligini aniqlashi shart. Haqiqiy biznes jarayonida bu jarayon hazil emas. U haqiqiy zararsizlik hisob-kitoblarini qilishga nisbatan xarajatlarni o'zgarmas va o'zgaruvchan kategoriyalarga ajratishda raqamlar bilan ishlashga ko'proq vaqt sarflaydigan tahlilchi uchun noodatiy emas.

Jami daromad va ishlab chiqarish hajmi. O'zgarmas va o'zgaruvchan xarajatlardan tashqari, zararsizlik modeli savdodan olingan jami daromad va ishlab

¹²²Havo harorati qattiq nazorat qilinuvchi issiqxonalarda isitish xarajatlari ko'pincha issiqxona binosi o'simliklar bilan to'la yoki to'la emasligidan qat'iy nazar o'zgarmas bo'ladi. Tutqichlarni ishlab chiqarishga qaratilgan metalga shakl berish jarayonida mashinalar to'xtab turgan yoki ishchilar ishda bo'lmagan vaqtda korxonani yuqori darajada isitish shart emas. Bu holatda, isitish xarajatlari ko'proq o'zgaruvchan deb hisoblanadi.

chiqarish hajmi kabi muhim elementlarni ham o'z ichiga oladi. Jami daromad jami savdo hajmining puldagi qiymatini anglatadi va u mahsulot birligi narxining sotilgan mahsulot miqdoriga ko'paytirish orqali aniqlanadi. Ishlab chiqarish hajmi esa firmaning faollik darajasini bildiradi va uni birlik miqdorda yoki pulda ifodalash mumkin.

Zararsizlik nuqtasini topish

Ishlab chiqarilgan mahsulot birligi nuqtayi nazaridan zararsizlik nuqtasini topishning bir necha usullari bor. Bu usullarning barchasi hozirgina ta'kidlab o'tilgan zararsizlik modelining muhim elementlariga asoslanadi. Zararsizlik modeli firmaning daromadlar to'g'risidagi hisobotini quyida berilgan formula ko'rinishida ifodalashni talab etadi:

Savdo hajmi

$$- (\text{jami o'zgaruvchan xarajatlar}) + \text{jami o'zgarmas xarajatlar} = \text{foyda} \quad (1)$$

Ishlab chiqarilgan mahsulot birligi asoslanadigan bo'lsak, barcha mahsulot sotilishi mumkin bo'lgan narx (1) va mahsulot birligiga to'g'ri keluvchi o'zgaruvchan xarajatni (2) ko'rsatib o'tish zarur. Chunki zararsizlik modelida o'rganiladigan foyda tushunchasi FSTD ni bildiradi, biz esa foyda so'zi o'rniga ushbu qisqartmani qo'llaymiz. Mahsulot birligi jihatidan, (1) tenglikda keltirilgan daromadlar to'g'risidagi hisobot FSTD ni nolga tenglash orqali zararsizlik modeliga aylanadi:

$$\left(\frac{\text{Mahsulot birligining}}{\text{sotish bahosi}} \right) \times \left(\frac{\text{Sotilgan mahsulot}}{\text{miqdori}} \right) - \left[\left(\frac{\text{mahsulot birligiga}}{\text{o'zgaruvchan xarajat}} \right) \times \left(\frac{\text{sotilgan mahsulot}}{\text{miqdori}} \right) + \left(\frac{\text{jami o'zgarmas}}{\text{xarajatlar}} \right) \right] = \text{SFTD} = 0 \quad (2)$$

Endi bizning vazifamiz (2) tenglama, ya'ni FSTD=0 shartni qanoatlantiruvchi ishlab chiqarilishi va sotilishi lozim bo'lgan mahsulot miqdorini topishdir. Bu esa FSTD=0 bo'lishini ta'minlovchi sotilgan mahsulot miqdorini topish uchun (2) tenglamani yechish orqali amalga oshiriladi.

Aniqroq qilib aytganda, sotilgan mahsulotning zararsiz miqdori quyidagicha topiladi:

$$\text{Sotilgan mahsulotning zararsiz miqdori} = \frac{\text{jami o'zgarmas xarajatlar}}{\left(\frac{\text{mahsulot birligining}}{\text{sotuv narxi}} - \frac{\text{mahsulot birligiga}}{\text{o'zgaruvchan xarajat}} \right)} \quad (3)$$

1-Misol. Zararsizlik darajasini hisoblash

“Pierce Grain” kompaniyasi bir necha turdagi mahsulotlarni ishlab chiqarishiga qaramay, uzoq muddat kuzatuvlar natijasida uning mahsulotlari tuzilishi ancha o'zgarmas ekanligi aniqlandi. Bu esa menejerga mahsulot birligiga to'g'ri keluvchi “odatiy” sotuv narxi va mahsulot birligiga to'g'ri keluvchi “odatiy” o'zgaruvchan xarajattan foydalangan holda moliyaviy rejalashtirishni

amalga oshirish imkoniyatini beradi. Mahsulot birligiga to'g'ri keluvchi "odatiy" sotuv narxi va o'zgaruvchan xarajat o'zgarmas ishlab chiqarish tuzilishidan kelib chiqib hisoblanadi. Bu xuddi mahsulot tuzilishi bu yagona katta mahsulot deb hisoblashga o'xshaydi. Sotish narxi \$10, o'zgaruvchan xarajatlari esa \$6. Firmaning yillik jami o'zgarmas xarajatlari esa \$100,000. Kelgusi yil uchun ishlab chiqariladigan va sotiladigan mahsulot miqdorining zararsizlik nuqtasi qanday?

1-ish: Tuzish. Yechim strategiyasi

Biz xarajatlarni qoplashdan Pierce Grain kompaniyasi tomonidan sotilishi kerak bo'lgan mahsulot tuzilmasi miqdoriga qiziqib ko'ramiz. Bunda FSTD (foyda) nolga teng bo'ladi. Umumiy nazariyadan olingan (3) tenglama quyida yana bir bor berilgan:

$$\text{Sotilgan mahsulotning zararsiz miqdori} = \frac{\text{jami o'zgarmas xarajatlar}}{\left(\frac{\text{mahsulot birligining sotuv narxi}}{\text{mahsulot birligiga o'zgaruvchan xarajat}} \right)}$$

Qo'yilgan masala va tenglamadan bilganlarimiz quyidagilar:

1. Jami o'zgarmas xarajatlar = \$100,000
2. Mahsulot birligi sotuv narxi = \$10
3. Mahsulot birligiga to'g'ri keluvchi o'zgaruvchan xarajat = \$6

2-ish: Raqamlarni qo'yib chiqish

Bu ma'lumotlarni (3) tenglamaga qo'yadigan bo'lsak:

$$\text{Zararsizlik} = \frac{\$100,000}{(10 - 6) \$/\text{mahsulot birligi}}$$

$$\text{Zararsizlik} = 25,000 \text{ birlik}$$

3-ish: Natijalarni tahlil qilish

Shu tariqa, Pierce Grain kompaniyasi kelgusi yilda faqatgina o'zgarmas xarajatlarni qoplash uchun 25,000 birlik mahsulot sotishi kerak. Eng muhimi, 25,000 birlik mahsulotni sotganidan so'ng Pierce Grain kompaniyasi 25,000 birlik mahsulotni ishlab chiqarishga sarflangan xarajatlarni ham qoplaydi va FSTD=0 bo'ladi.

$$\text{Zararsizlik} = \frac{\text{jami o'zgarmas xarajatlar}}{\left(1 - \frac{\text{o'zgaruvchan xarajatlar}}{\text{daromadlar}} \right)}$$

Zararsizlik nuqtasining puldagi ifodasi

Ko'p turdagi mahsulot ishlab chiqaruvchi firma uchun zararsizlik nuqtasini mahsulot birligi emas, balki sotilgan mahsulotning puldagi qiymati orqali ifodalash qulayroq. Aslida esa, savdo muayyan mahsulotlar tuzilmasi uchun umumiy maxraj bo'lib xizmat qiladi. Shuningdek, tashqi tahlilchi mahsulot birligi qiymati haqidagi ichki ma'lumotlarni ola olmasligi mumkin. Shunday bo'lsada, u firmadan yillik hisobotlarni olish imkoniyatiga ega. Agar tahlilchi yillik hisobotda berilgan firmaning jami xarajatlarni o'zgarmas va o'zgaruvchan xarajatlarga ajrata olsa, u holda, umumiy puldagi ifodalangan zararsizlik nuqtasini hisoblashi mumkin bo'ladi.

BUNI BAJARA OLASIZMI?

ZARARSIZ SAVDO DARAJASINI TAHLIL QILISH

“Creighton Manufacturing” kompaniyasi yig’ilib yotgan antikvar avtomobillar tormoz tizimini yaxshilash uchun tormoz kontrollerlarini yig’adi. O’tgan yili firmaning daromadlari \$20 millionni tashkil qilgan bo’lib, uning \$10 millioni soliqlar va foizlar to’langungacha daromad (FSTD) ni tashkil qilgan. O’zgarmas xarajatlar \$2 million edi. O’zgaruvchan xarajatlar \$8 million bo’lib, u firma daromadining 40 foizini tashkil qilgan. Berilgan xarajatlar strukturasi ayangan holda firma daromadlarining zararsizlik darajasini hisoblab ko’ra olasizmi?

Biz bu jarayonni “Pierce Grain” kompaniyasining xarajatlar strukturasiidan foydalangan holda tasvirlaymiz. Tasavvur qiling, hisobot berilgan moliyaviy ma’lumotlar 21.1-jadvalda ko’rsatilganidek ko’rinishga ega. Agar biz xarajat-savdo-foyda tahlili asoslanadigan sodda matematik bog’liqlikdan xabardor bo’lsak, u holda biz 21.1-jadvaldan Pierce Grain kompaniyasi uchun puldagi zararsizlik nuqtasini topishda foydalanishimiz mumkin bo’ladi.

Quyidagi (4) tenglamadan foydalangan holda daromadlarning zararsizlik darajasini topishimiz mumkin:

Daromadlarning zararsizlik darajasi

$$= \frac{\text{jami o'zgarmas xarajatlar}}{\left(1 - \frac{\text{o'zgaruvchan xarajatlar}}{\text{daromadlar}}\right)} \quad (4)$$

Pierce Grain kompaniyasi misolida firmaning o’zgaruvchan xarajatlarning (\$180,000) daromadlarga (\$300,000) nisbati $\frac{180,000}{300,000}$ yoki 0.6 ga teng bo’ladi hamda bu natija barcha daromad darajalari uchun o’zgarmas deb olinadi. Natijada, biz (4) tenglamadan kompaniya daromadlari zararsizlik darajasini aniqlashda foydalanamiz.

$$\text{Daromadlarning zararsizlik darajasi} = \frac{\$100,000}{\left(1 - \frac{\$180,000}{\$300,000}\right)} = \$250,000$$

21.1-jadval

Pierce Grain kompaniyasining daromadlar to’g’risida hisoboti

Savdo hajmi	\$300,000
Minus: Jami o’zgaruvchan xarajatlar	<u>\$180,000</u>
O’zgarmas xarajatlardan oldingi daromad	\$120,000
Minus: Jami o’zgarmas xarajatlar	\$100,000
FSTD	<u>\$ 20,000</u>

MOLIYAVIY QAROR USULLARI		
Usulning nomi	Formula	U nimani anglatadi?
Daromadlar ning zararsizlik darajasi	$\text{Daromadlarning zararsizlik darajasi} = \frac{\text{jami o'zgarmas xarajatlarning qoplashga uchun kerak bo'lgan daromadlarining puldagi qiymati}}{\left(1 - \frac{\text{o'zgaruvchan xarajatlarning qoplashga uchun kerak bo'lgan daromadlarining puldagi qiymati}}{\text{daromadlarining puldagi qiymati}}\right)}$	O'zgarmas va o'zgaruvchan xarajatlarning qoplashga uchun kerak bo'lgan daromadlarining puldagi qiymati Zararsizlik miqdorini topish uchun daromadlarining zararsizlik darajasini mahsulot narxiga bo'ling.

3. Operativ leverej manbalari

Agar firmada o'zgarmas operativ xarajatlari bo'lsa, u operativ leverej ta'siri ostida bo'ladi. Shuningdek, operativ leverej firma operativ daromadlarining savdo hajmidagi o'zgarishlarga nisbatan ta'sirchanligini oshiradi.

Masalan, yuqori leverejga ega firmalarning savdo hajmi o'sishi bilan, ularning daromadlari keskin ko'payadi. Xuddi shuningdek, leverej qancha yuqori bo'lsa savdo hajmi o'sishi daromadlarni shunchalik keskin bo'lmagan ortish sodir bo'ladi. Buni qanday ishlashini ko'rsatish uchun Pierce Grain kompaniyasini misolini ko'rib chiqamiz. Firmaning joriy savdo hajmi 21.2-jadvalda ko'rsatilganidek \$300,000 ni tashkil qiladi. Agar Pierce kompaniyasining savdo hajmi 20 foizga, ya'ni \$360,000 gacha o'sganda biz firmaning FSTD si \$20,000 dan \$44,000 ga ortganini hisoblab chiqargan bo'lar edik. E'tibor qaratingki, biz 2 jadvalning so'nggi ustunida daromadlar va FSTDning foizdagi o'zgarishini hisoblaymiz. Daromadlar atiga 20 foizga o'sgan bo'lsa, FSTD 120 foizlik juda

katta o'sish tendensiyasiga ega. Bunday farqlanishning asosiy sababi operativ leverej samarasidir. Agarda Pierce kompaniyasi operativ leverejga ega bo'lmaganda (ya'ni, uning barcha xarajatlari o'zgaruvchan bo'lganda), FSTD ham xuddi daromadlarga o'xshab 20 foizga o'sgan bo'lar edi. Shunisi e'tiborliki, agar Pierce kompaniyasi o'z daromadlarida 20 foizlik kamayishga duch kelganda, xuddi FSTD ham 120 foizga tushib ketgan bo'lar edi. Aniq ko'rinib turibdiki, operativ leverej qancha yuqori bo'lsa, FSTD shunchalik o'zgaruvchan bo'ladi!

21.2-jadval

Operativ leverejning FSTD ga ta'sir qilish mexanizmi: Pierce Grain kompaniyasi savdo hajmining o'sishi

Ko'rsatkich	Bazis davrdagi savdo hajmi, t	Prognoz davridagi savdo hajmi, $t+1$	O'zgarish, foizda
Savdo hajmi	\$300,000	\$360,000	+20%
Minus: Jami o'zgaruvchan xarajatlar	<u>\$180,000</u>	<u>\$216,000</u>	
O'zgarmas xarajatlardan oldingi daromad	\$120,000	\$144,000	
Minus: Jami o'zgarmas xarajatlar	\$100,000	\$100,000	
FSTD	<u>\$ 20,000</u>	<u>\$ 44,000</u>	+120%

Moliyaviy leverej

Moliyaviy leverej aksiyadorlarga beriladigan oxirgi foydani ko'paytirish maqsadida *firma aktivlarining bir qismini o'zgarmas (chegaralangan) foydalilik darajasiga ega qimmatli qog'ozlar orqali moliyalashtirish* natijasida paydo bo'ladi. Korporatsiya moliyaviy strukturasi qarz mablag'lari yoki imtiyozli aksiyalardan foydalanish haqidagi qaror firmaning oddiy aksiyalari egalari moliyaviy riskka borishlarini anglatadi. FSTD dagi istalgan o'zgaruvchanlik darajasi firmaning moliyaviy leverejidan foydalanishi orqali bir necha marta kattalashtirib yuboriladi. Bunday qo'shimcha o'zgaruvchanlik oddiy aksiya egalari olishi mumkin bo'lgan foyda va bir aksiyaga to'g'ri keluvchi foyda o'zgaruvchanligida o'z aksini topadi.

Endi kompaniyaning bir aksiyasiga to'g'ri keluvchi foydasining uning FSTD idagi o'zgarishlarga qanday javob berishini ko'rib chiqaylik. (Biz bu bilan bir aksiyaga to'g'ri keluvchi foyda barcha moliyaviy qarorlarni qabul qilish uchun munosib mezonidir, demoqchi emasmiz. Darvoqe, bunday fikrning naqadar kuchsiz ekanligini biz keyinroq ko'rib chiqamiz. Albatta, moliyaviy leverejdan foydalanish bir aksiyaga to'g'ri keluvchi foydaga aniq bir yo'sinda ta'sir qiladi.)

Keling, Pierce Grain kompaniyasini o'z faoliyatini boshlash jarayonida deb hisoblaylik. Firmaning potensial egalari biznesni yuritishga kerak bo'ladigan aktivlarni sotib olish uchun taxminan \$200,000 mablag'ga egalari. \$200,000 ni shakllantirish uchun uchta ehtimoliy moliyaviy reja aniqlangan bo'lib, ular 4 jadvalda berilgan. A rejaga ko'ra moliyaviy risk bo'lmaydi: \$200,000 ning hammasi narxi \$100 bo'lgan 2000 dona oddiy aksiya emissiya qilish orqali

shakllantiriladi. B rejada esa risk darajasi o'rtacha bo'lishi nazarda tutilgan: aktivlarning 25 foizini yillik 8 foizlik foiz stavkasiga ega obligatsiya chiqarish orqali moliyalashtiriladi. C reja esa eng yuqori moliyaviy leverejni ko'zda tutadi: aktivlarning 40 foizi yillik foiz stavkasi 8 foiz bo'lgan obligatsiyalar hisobiga moliyalashtiriladi.

21.4-jadval

Pierce Grain kompaniyasi uchun qo'llash mumkin bo'lgan kapital strukturalari

A REJA: 0% QARZ			
Jami aktivlar	<u>\$200,000</u>	Jami qarzlar	\$ 0
		Oddiy aksiyalar	\$200,000 ^a
		Jami majburiyatlar va kapital	<u>\$200,000</u>
B REJA: 25% QARZ 8% FOIZ STAVKASIDA			
Jami aktivlar	<u>\$200,000</u>	Jami qarzlar	\$ 50,000
		Oddiy aksiyalar	\$150,000 ^b
		Jami majburiyatlar va kapital	<u>\$200,000</u>
C REJA: 40% QARZ 8% FOIZ STAVKASIDA			
Jami aktivlar	<u>\$200,000</u>	Jami qarzlar	\$ 80,000
		Oddiy aksiyalar	\$120,000 ^c
		Jami majburiyatlar va kapital	<u>\$200,000</u>

2000 dona to'lanmagan oddiy aksiya. ^b1500 dona to'lanmagan oddiy aksiya. ^c1200 dona to'lanmagan oddiy aksiya

21.5-jadvalda moliyaviy leverejning bitta aksiyaga to'g'ri keluvchi foydaga ta'sirining tahlili keltirilgan. Agar FSTD \$20,000 dan \$40,000 ga o'sishi kerak bo'lsa, u holda aksiya birligiga to'g'ri keluvchi foyda A rejaga ko'ra 100 foizga ko'payadi. FSTD dagi xuddi shunday o'zgarish bir aksiyaga to'g'ri keluvchi foydani B rejaga ko'ra 125foizga, C rejaga ko'ra esa 147 foizga o'stirgan bo'lar edi. B va C rejalarda FSTD dagi 100 foizlik o'sish (\$20,000 dan \$40,000ga) bir aksiyaga to'g'ri keluvchi foydani 100 foizdan ko'ra ko'proq foizlarda o'zgartiradi.

21.5-jadval.

FSTD ning turli darajalarida moliyaviy leverejning tahlili: Pierce Grain kompaniyasi misolida

(1)	(2)	(3)=(1)-(2)	(4)=(3)×0.5	(5)=(3)-(4)	(6)
FSTD	Foiz	Soliqqacha foyda	Soliqlar	Aksiyadorlarga beriladigan sof foyda	Bir aksiyaga to'g'ri

					keluvchi foyda
A REJA: 0% QARZ; \$200,000 ODDIY AKSIYALI KAPITAL; 2000 DONA AKSIYA					
\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0	\$ 0
\$ 20,000	\$ 0	\$ 20,000	\$ 10,000	\$ 10,000	\$ 5.00
\$ 40,000	\$ 0	\$ 40,000	\$ 20,000	\$ 20,000	\$ 10.00
\$ 60,000	\$ 0	\$ 60,000	\$ 30,000	\$ 30,000	\$ 15.00
\$ 80,000	\$ 0	\$ 80,000	\$ 40,000	\$ 40,000	\$ 20.00
b reja: 25% qarz; 8% lik foiz stavkasi; \$150,000 oddiy aksiyali kapital; 1500 dona aksiya					
0	\$ 4,000	\$ (4,000)	\$ (2,000)	\$ (2,000)	\$ (1.33)
\$ 20,000	\$ 4,000	\$ 16,000	\$ 8,000	\$ 8,000	\$ 5.33
\$ 40,000	\$4,000	\$ 36,000	\$ 18,000	\$ 18,000	\$ 00
\$ 60,000	\$ 4,000	\$ 56,000	\$ 28,000	\$ 28,000	\$ 18.67
\$ 80,000	\$ 4,000	\$ 76,000	\$ 38,000	\$ 38,000	\$ 25.33
b reja: 40% qarz; 8% lik foiz stavkasi; \$120,000 oddiy aksiyali kapital; 1200 dona aksiya					
\$ 0	\$ 6,400	\$ (6,400)	\$ (3,200) ^a	\$ (3,200)	\$ (2.67)
\$ 20,000	\$ 6,400	\$ 13,600	\$ 6,800	\$ 6,800	\$ 5.67
\$ 40,000	\$ 6,400	\$ 33,600	\$ 16,800	\$ 16,800	\$ 14.00
\$ 60,000	\$ 6,400	\$ 53,600	\$ 26,800	\$ 26,800	\$ 22.33
\$ 80,000	\$ 6,400	\$ 73,600	\$ 36,800	\$ 36,800	\$ 30.67

^aManfiy soliq hisoboti Soliq Kodeksining oldinga o'tkaziluvchi va orqaga qaytariluvchi moddalaridan kelib chiqqan holda, kreditlanadi

Bunda firma moliyaviy leverejga ega va quyidagi vaziyat mavjudligi sharoitida o'z egalarini moliyaviy riskka qo'yadi:

$$\frac{\text{aksiya birligiga to'g'ri keluvchi foydaning foizli o'zgarishi}}{\text{FSTD ning foizli o'zgarishi}} > 1.00$$

Biz Pierce Grain kompaniyasi misolida ko'rsatib o'tganimizdek, firma qancha yuqori moliyaviy leverejdan foydalansa, shunchalik bir aksiyaga to'g'ri keluvchi foydaning foizdagi o'zgarishining FSTD ning foizli o'zgarishiga nisbati shunchalik katta bo'ladi. Yana takrorlaymizki, moliyaviy leverejdan foydalanish FSTD dagi o'zgarishlarning aksiya birligiga to'g'ri keluvchi foydaga ta'sirini kattalashtirib yuboradi. Masalan, agarda yuqorida ta'kidlangan nisbat 2 ga teng bo'lganda, FSTD dagi 20 foizlik o'zgarish (musbat yoki manfiy) bir aksiyaga to'g'ri keluvchi foydani 40 foizga o'zgartirgan bo'lar edi. Kapital strukturasi yanada ko'proq moliyaviy levereji bo'lgan firma uchun nisbat 3 foiz bo'lishi mumkin, demak FSTD dagi 20 foizlik o'zgarish aksiya birligiga to'g'ri keluvchi foydaning 60 foizga o'zgarishiga sabab bo'ladi.

Operativ va moliyaviy leverejni umumlashtirish

Operativ leverej FSTD dagi yanada kattaroq o'zgarishlarga olib keluvchi daromadlardagi o'zgarishlarga sabab bo'ladi. Qo'shimcha ravishda, agar firma moliyaviy leverejdan foydalansa FSTD dagi o'zgarish moliyaviy leverej sababli bir aksiyaga to'g'ri keluvchi foyda (ATD) ning ham, aksiyadorlar olishi mumkin bo'lgan sof foyda (SF) ning ham o'zgarishiga olib keladi. Shu tariqa operativ va moliyaviy leverejni umumlashtirish aksiya birligiga to'g'ri keluvchi foydada katta o'zgarishlar yuzaga kelishiga sabab bo'ladi. Bu to'liq jarayon sifatida 4 rasmda tasvirlangan.

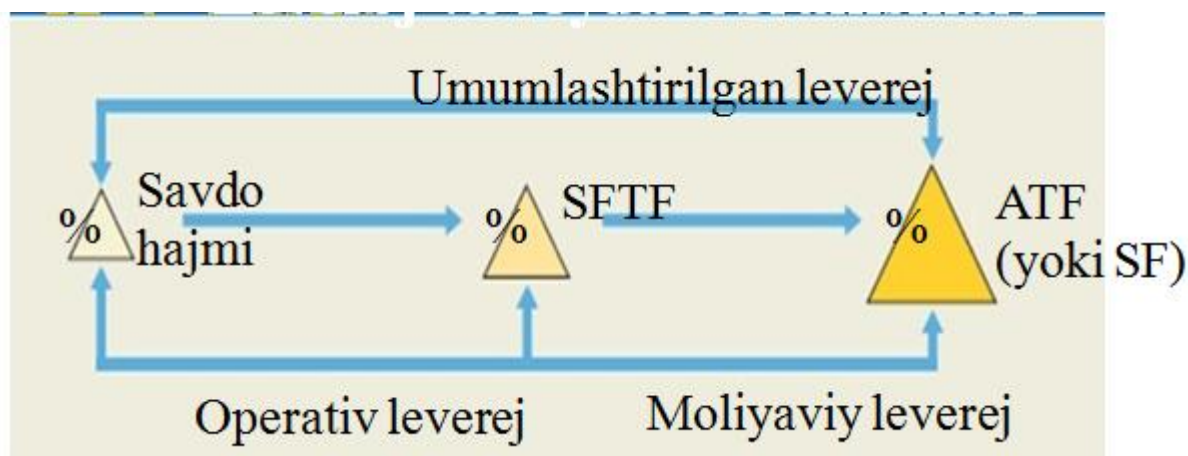
Aksiya birligiga to'g'ri keluvchi olinishi mumkin bo'lgan foyda umumlashtirilgan yoki jamlangan leverejdan foydalanish natijasida ta'sirlangani uchun bu ta'sirni aniqlash mumkin bo'ladi. Buni tasvirlash uchun biz yana bir bor Pierce Grain kompaniyasiga murojaat qilamiz. Zararsizlik tahlilida ko'rib chiqilgan Pierce Grain uchun xarajatlar strukturasi saqlanib qolgan deylik. Bundan tashqari, 25 foizlik qarz mablag'iga asoslanuvchi B reja kompaniya aktivlarini moliyalashtirish uchun tanlangan. Operativ va moliyaviy leverej qanday qilib umumlashtirilganligini ko'rish uchun 6 jadvalga e'tiboringizni qarating.

21.6- jadvalda Pierce Grain kompaniyasining ishlab chiqarish hajmi 30,000 dan 36,000 mahsulot birligiga o'sishi tahlil qilingan. Bu o'zgarish daromadlarning 20 foizga o'sganidan darak beradi. Operativ leverejni oldin muhokama qilganimizdek, shuningdek, 6 jadvalga ko'ra savdo hajmining 20 foizga ko'payishi FSTD ning 120 foizga o'sishiga olib keladi. Shuningdek, FSTD dagi 120 foizlik o'zgarish bir birlik aksiyaga to'g'ri keluvchi foyda va aksiyadorlar olishi mumkin bo'lgan foydaning 150 foiz o'sishiga zamin yaratadi. Tahlilning eng asosiy qismi esa savdodagi atiga 20 foizlik o'zgarish aksiya birligi foydasining 150 foizga o'sishiga olib kelganligida namoyon bo'ladi.

Pierce Grainning ham operativ, ham moliyaviy leverejdan foydalanishi savdodagi 1 foizlik o'zgarish aksiya birligiga to'g'ri keluvchi foydaga 7.5 marta ko'payib ta'sir qiladi. Demak, 10 foizlik o'zgarish aksiya birligiga to'g'ri keluvchi foydaga 75 foiz bo'lib ta'sir qiladi.

Firma tomonidan jami olinadigan risk operativ va moliyaviy leverejni turli darajalarda umumlashtirish orqali boshqarilishi mumkin. Turli leverej o'lchovlaridan xbardorlik sizga jami riskning qabul qilinishi mumkin bo'lgan eng

to'g'ri darajasini aniqlashda yordam beradi. Masalan, tijoriy faoliyatning muayyan qismida yuqori darajadagi biznes riski mavjud bo'lsa, u holda kam miqdordagi moliyaviy risk firma savdosidagi o'zgarishlardan kelib chiquvchi foydaning qo'shimcha tebranishlarini minimallashtiradi. O'z navbatida, o'z tabiatidan kelib chiqqan holda quyi darajada o'zgarmas xarajatlarni amalga oshiruvchi bu firma aksiya birligiga to'g'ri keluvchi foyda va ustav kapitalining foydalilik darajasini oshirish maqsadida yuqori darajadagi moliyaviy leverejdan ham foydalanishi mumkin.



21.2-rasm. Leverej va foyda tebranishlari

21.6-jadval

“Pierce Grain” kompaniyasining aksiya birligiga to'g'ri keluvchi foydasiga umumlashtirilgan leverejning ta'siri

Ko'rsatkich	Bazis davrdagi miqdor, t	Prognoz davridagi daraja, $t+1$	O'zgarish, foizda
Savdo hajmi	\$300,000	\$ 360,000	+20%
Minus: Jami o'zgaruvchan xarajatlar	<u>\$180,000</u>	<u>\$ 216,000</u>	
O'zgarmas xarajatlardan oldingi daromad	\$120,000	\$ 144,000	
Minus: Jami o'zgarmas xarajatlar	\$100,000	\$ 100,000	
FSTD	<u>\$ 20,000</u>	<u>\$ 44,000</u>	+120%
Minus: Foiz xarajatlari	\$ 4,000	\$ 4,000	
Soliqlardan oldingi daromad (SOD)	\$ 16,000	\$ 40,000	
Minus: Soliqlar 50% stavkada	\$ 8,000	\$ 20,000	
Sof foyda	\$ 8,000	\$ 20,000	+150%
Minus: Imtiyozli aksiyalar dividendlari	\$ 0	\$ 0	
Oddiy aksiya egalari foydasi	<u>\$ 8,000</u>	<u>\$ 20,000</u>	+150%

(OAF)			
Oddiy aksiyalar soni	\$ 1,500	\$ 1,500	
Bir birlik aksiyaga to'g'ri keluvchi foyda	\$ 5.33	\$ 13.33	+150%

4. Kapital strukturasi nazariyasi

Firma uchun eng mos moliyaviy strukturaning aniqlanishi borasida fikr yuritadigan vaqt ham keldi. Firma o'z aktivlarini moliyalashtirishda foydalanib kelgan moliyalashtirish manbalarining to'liq jadvali firma buxgalteriya balansining o'ng tomonida joylashgan bo'ladi.

21.7-jadval

Firmaning moliyaviy va kapital strukturasi o'zaro farqlash

Joriy aktivlar	\$100	To'lanishi kerak bo'lgan hisoblar	\$10	
Uzoq muddatli aktivlar	\$200	Tan olingan xarajatlar	\$15	}
Jami aktivlar	\$300	Qisqa muddatli qarzlari	\$50	
		Uzoq muddatli qarzni joriy qismi	\$ 5	} Moliyaviy
		Joriy majburiyatlar	\$80	
		Uzoq muddatli qarzlari	\$70	} Kapital struktur
		Imtiyozli aksiyalar	\$50	
		Oddiy aksiyalar	\$100	
		Jami majburiyatlar va o'z mablag'ari	\$300	

Biz bu moliyalashtirish manbalari ro'yxatini moliyaviy struktura deb ataymiz. Masalan, 7 jadvalda turli manbalar hisobiga moliyalashtirilgan \$300 qiymatidagi aktivlarga ega firmaning buxgalteriya balansini ko'rishimiz mumkin. Jadvalga ko'ra firma o'z kapitalini \$80 qiymatidagi joriy majburiyatlar (1 yil yoki undan kam bo'lgan muddat ichida to'lanishi kerak bo'lgan qarzlari), \$70 miqdorida uzoq muddatli qarzlari, \$50 ga imtiyozli aksiyalar va qolgan \$100 ni oddiy aksiyalar hisobiga moliyalashtirgan.

Firmaning ayrim joriy majburiyatlari uning kundalik ish faoliyati natijasida tabiiy ravishda yuzaga kelishini unutmazlik lozim. Biz to'lanishi kerak bo'lgan hisoblar va tan olingan xarajatlarni nazarda tutmoqdamiz. Masalan, firma o'z ta'minotchisiga qo'shimcha birlikda inventarlarni yetkazib berishini buyurtma qilsa bu jarayon firmaga avtomatik ravishda kredit bo'lib yoziladi va buxgalteriya balansida to'lanishi kerak bo'lgan hisoblar deb qayd etiladi.

Shuningdek, firma doimiy ravishda vaqti-vaqti bilan foiz va boshqa xarajatlarni tan olib boradi lekin ularni aniq bir davrda (masalan, har yarim yilda) to'laydi. Bu tan olingan xarajatlar kunlik ish faoliyati davomida tabiiy ravishda yuzaga keladigan firmaning majburiyatlarini aks ettiradi. To'lanishi kerak bo'lgan hisoblar va tan olingan xarajatlar ularning paydo bo'lishiga sabab bo'lgan operatsiyalar natijasida avtomatik ravishda yuzaga kelganligi uchun, bunday majburiyatlar biz bu bobda bevosita ko'rib chiqishimiz shart bo'lgan kategoriyalar hisoblanmaydi. Aniqroq aytganda, biz firma tomonidan ixtiyoriy menejmentni talab etadigan firmaning moliyaviy strukturasi qismiga diqqat qaratamiz. Biz buni firmaning kapital strukturasi deb ataymiz. 7 jadvalda moliyaviy struktura jami bo'lib \$300 qiymatidagi majburiyatlar va buxgalteriya balansining o'ng tomonida joylashgan o'z kapitalidan tashkil topgan. Bunda kapital strukturasi to'lanishi kerak bo'lgan hisoblar va tan olingan xarajatlarni istisno etgan holda, jami bo'lib \$275 ni tashkil qiladi.

Firmaning moliyaviy strukturasi va kapital strukturasi o'rtasidagi bog'liqlik quyidagi tenglama orqali ifodlanishi mumkin:

$$\text{Moliyaviy struktura} = \left(\begin{array}{c} \text{foizsiz} \\ \text{majburiyatlar} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{kapital} \\ \text{strukturasi} \end{array} \right) \quad (5)$$

↓

To'lanishi kerak bo'lgan hisoblar, tan olingan xarajatlar

↓

Uzoq va qisqa muddatli qarzlari, imtiyozli va oddiy aksivalar

Biz to'lanishi kerak bo'lgan hisoblar va tan olingan xarajatlarni foizsiz majburiyatlar deb atayotganimizga diqqatingizni qarating. Buning sababi bu xarajatlar bilan bog'liq aniq bir foizning yo'qligidir. Aniq foiz xarajatlari siz xuddi bank krediti uchun to'laydigan foizga o'xshaydi. Agar firma kredit kreditlash hisobiga inventarlarni sotib olsa, kredit tamoyillariga ko'ra xarid qiymati ma'lum vaqt birligi ichida to'lanishi shart, masalan 30 kun ichida. Natijada, ta'minotchi firma hech qanday foiz stavkasisiz 30 kunlik kredit taqdim etadi. Ta'minotchi ham o'zining kredit asosida mol yetkazib berayotganini biladi va aniqki o'z tovarlariga nisbatan narxlar birligida ko'p bo'lmagan foiz xarajatlarni qo'shadi. Muhimi shundaki, bu foiz xarajati yashiringan bo'ladi va aniq ko'rsatib o'tilmaydi, shuning uchun to'lanishi kerak bo'lgan hisoblar va tan olingan xarajatlar firmaning foizlar bo'yicha xarajatlarning o'sishiga olib kelmaydi.

Xavfsiz kapital strukturasi yaratish bizdan quyidagi ikki savolga yuzlanishimizni talab etadi:

- Qarzlarning so'ndirilish tarkibi – firma qisqa va uzoq muddatli qarzlarning qanday tuzilmasidan foydalanishi kerak?
- Qarz va o'z mablag'ari tarkibi – firma qarz va o'z mablag'larining qanday tuzilmasidan foydalanishi kerak?

Firma kapital strukturasi (qisqa va uzoq muddatli qarzlari nisbati)

qarzlarni so'ndirilish tarkibiga eng birlamchi ta'sir bu firma egalik qilayotgan aktivlarning xususiyatidir. Uzoq yillar davomida pul oqimlariga erishishi kutiladigan aktivlarga investitsiyalar kiritishga moyil firmalar, odatda, qarz mablag'larini jalb qilish borasida uzoq muddatli qarzlardan yaxshi foydalanadilar. Qisqa muddatli pul oqimlariga investitsiya kirituvchi firmalar esa asosan qisqa muddatli qarzlarga murojaat qiladilar.

Bu bobda diqqat qarz va o'z mablag'lari tuzilishiga qaratiladi va u odatda *kapital strukturasi menejmenti* deb yuritiladi. Kompaniya oddiy aksiyalari narxini maksimallashtirish yoki boshqacha aytganda, *kapitalining tarkibiy qiymatini minimallashtirish* nuqtayi nazaridan firmaning kapital strukturasi moliyalashtirishning doimiy manbalarini o'zida mujassam etishi kerak. Moliyalashtirish manbalarining bunday to'g'ri nisbatini optimal kapital strukturasi, deb ataymiz.

21.7-jadval (5) tenglamani buxgalteriya balansi nuqtayi nazaridan ko'rib chiqadi. Bu bizga kapital strukturasi boshqarish kabi jiddiy muammo haqida tasavvur qilishda yordam beradi. O'zgarmas xarajatlar moliyalashtirilishi (uzoq muddatli qarz va imtiyozli aksiyalar) oshishiga olib keluvchi moliyalashtirish manbalari investitsiya bozoriga eng munosib nisbatlarda oddiy aksiyalar bilan umumlashtirilishi kerak. Agar ushbu nisbatga erishilsa, boshqa omillar o'zgarmas bo'lgan holatda firma oddiy aksiyalari narxi maksimallasadi.

Korinib turibdiki, ortiqcha moliyaviy risk olish firmani bankrotlik tomon olib borishi mumkin. Lekin juda kam moliyaviy leverejga ega bo'lish ham firma aksiyalarining past baholanishiga sabab bo'ladi. Moliyaviy menejer, shuning uchun ham, moliyaviy leverejdan foydalanishning eng maqbul me'yorini aniqlashni bilishi shart – bunda boshqa omillar o'zgarmasligi sharoitida aksiyalarning narxi oshadi.

Bobning qolgan qismi 3 asosiy masalaga diqqa qaratadi. Birinchisi kapital strukturasi nazariyasining qisqa mushohadasidir. Ikkinchisida biz kapital strukturasi menejmentining asosiy usullarini ko'rib chiqamiz. So'ngra esa amaldagi kapital strukturasi menejmentiga haqiqiy tajribalar nuqtayi nazaridan qarash orqali xulosa chiqaramiz.

Kapital strukturasi nazariyasiga tezkor nazar

Bobning bu qismida biz firmaning kapital strukturasi nima sababdan oddiy aksiya egalari uchun muhimligi borasidagi nazariy asoslarni ko'rib chiqamiz. Buning uchun biz, dastavval, kapital strukturasi muhim bo'lmagan dunyoni, ya'ni kapital strukturasi qisqasidagi qarz va o'z mablag'larining nisbati firmaning bahosi yoki uning kapitali qiymatiga ta'sir ko'rsatmaydigan dunyoni ko'rib chiqamiz. Bunday qilishimizning sababi kapital strukturasi naqadar muhimligini ko'rsatish va uning tarkibi borasida xavfsiz qaror qilishga yordam berishdir. Kapital strukturasi muhimligi haqidagi muammoning markazida quyidagi savollar yotadi:

Firma o'z fondlarining jami qiymatiga foydalanilayotgan moliyalashtirish manbalari tarkibini o'zgartirish orqali (ijobiy yoki salbiy) ta'sir eta oladimi?

Bu masala moliyaviy adabiyotlarda ko'plab jozibador shakllarda talqin

qilingan va amaliyotdagi moliyachilardan ko'ra nazariyachilarni ko'proq qiziqtiradi. Biznes moliyaviy menejmenti amaliyotiga kiritilgan kapital strukturasi nazariyasining elementlarini ta'kidlab o'tish uchun biz kapital bahosi yoki kapital strukturasi asoslarini yaxshiroq tushunish maqsadida intuitiv yoki nomatematik yondashuvdan foydalanamiz.

Kapital strukturasi ahamiyati

U firma uchun moliyaviy kapitaldan foydalanish xarajatlarini minimallashtirishga urinishda iqtisodiy ahamiyat kasb etadi. Kapital bahosi ham, ishlab chiqarish xarajatlari kabi boshqa xarajatlar ham umumiy bir xususiyatga ega bo'lib, ular oddiy aksiyadorlarga to'lanadigan pul ko'rinishidagi dividendlar miqdorini qisqartirishi mumkin.

Mustaqillik yondashuvi

Nobel mukofotiga sazovor bo'lgan ikki iqtisodchi - Franko Modigliani va Merton Miller (bunday keyin MM deb ataymiz) biznes dunyosi haqidagi eng tor ma'nodagi farazlardan foydalangan holda kapital strukturasi haqidagi qarorning ahamiyatini tahlil qilishgan. Ayniqsa, MM firmaning investitsiya siyosati (ya'ni, u amalga oshirishi mumkin bo'lgan investitsiya to'plami) va dividend siyosati (aksiyadorlarga to'lanadigan firma foydasi miqdori) o'zgarmasligi, ya'ni ular firmaning kapital strukturasi borasidagi qarorlari ularga ta'sir qilmasligini ta'kidlab o'tgan. Ular keyinchalik ko'plab farazlarga asoslangan holda, firmaning kapital strukturasi nisbat firmaning kapital bahosi yoki uning oddiy aksiyalari qiymatiga ta'sir o'tkazmasligini ko'rsatib bergan. Bu yondashuv ba'zan kapital strukturasi mustaqilligi deb ham ataladi, chunki firmaning qiymati uning qanday moliyalashtirilganiga bog'liq emas (mustaqil). MM ning mustaqillik g'oyasi asosida yotuvchi asosiy farazlar quyidagilarda aks etgan:

1. Korporativ foyda soliqqa tortilmasligi kerak
2. Kapital strukturasi faqatgina aksiyalar va obligatsiyalardan tashkil topadi.
3. Investorlar sof operativ foydani (bu biz oldinroq fikr yuritgan FSTD dir) prognoz qilishda bir tomonlama yondashadilar.
4. Aksiyalar va obligatsiyalar mukammal va to'yingan bozorlarda savdo qilinadi

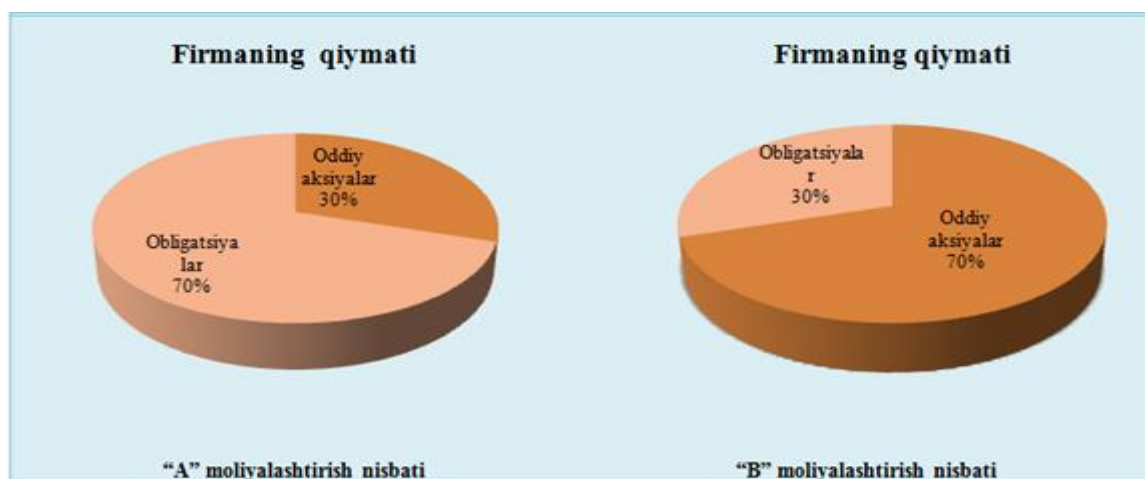
Bunday bozor holatida, "Firma o'z fondlarining jami qiymatiga foydalanilayotgan moliyalashtirish manbalari tarkibini o'zgartirish orqali (ijobiy yoki salbiy) ta'sir eta oladimi?" degan savolning javobi – yo'q (ta'sir eta olmaydi).

Xulosa o'rnida, Modigliani va Miller gipotezasi yoki MM qarashida ta'kidlab o'tilgan mukammal iqtisodiy dunyoda firmaning bozordagi aksiyalari jami qiymatiga buxgalteriya balansining o'ng tomonidagi joylashuv ta'sir qilmaydi. Bu esa firmaning bozordagi oddiy aksiyalarining bozor qiymati va to'lanmagan qarzlarning yig'indisi kompaniya tomonidan qancha miqdorda qarz kapitalidan foydalanilganligidan qat'iy nazar doimo bir xil bo'lishini anglatadi. MM ning bu qarashi firmaning qiymati kapital strukturasi tarkibidan mustaqil bo'lganligi uchun, u ba'zan *mustaqillik gipotezasi* deb ham yuritiladi.

Moliyalashtirish manbasi tanlovi borasidagi ushbu yondashuvning enh

muhim jihatlari 21.3-rasmda tasvirlangan. Unda firma aktivlarining tarkibi (buxgalteriya balansining chap tomoni) o'zgaras deb olinadi. A moliyalashtirish nisbatiga ko'ra firma o'z aktivlarining 30 foizini oddiy aksiyalar va qolgan 70 foizini obligatsiyalar hisobiga moliyalashtiradi. B moliyalashtirish nisbatiga ko'ra esa firma nisbatni qarshisiga o'zgartiradi va aktivlarning 70 foizini oddiy aksiyalar, qolgan 30 foizini obligatsiyalar bilan moliyalashtiradi. Oldingi mulohazalarimizdan kelib chiqib, biz A moliyalashtirish nisbati ko'proq leverejga ega reja ekanligini bilib olamiz.

Shunga e'tibor qaratingki, 21.3-rasmdagi "pirog"lar bir xil bo'lib, ular firmaning qiymati – firmaning bozordagi aksiyalarining jami bozor qiymatini bildiradi. Shuning uchun, A moliyalashtirish nisbati natijasida yuzaga kelgan firmaning umumiy qiymati va B moliyalashtirish nisbatidan kelib chiqadigan umumiy qiymat o'zaro teng bo'ladi. Firma qiymati haqiqatda tanlanadigan moliyalashtirish nisbatiga bog'liq emas, ya'ni *mustaqildir*.



21.3-rasm. **Firmaning qiymati va kapital strukturasi tarkibi**

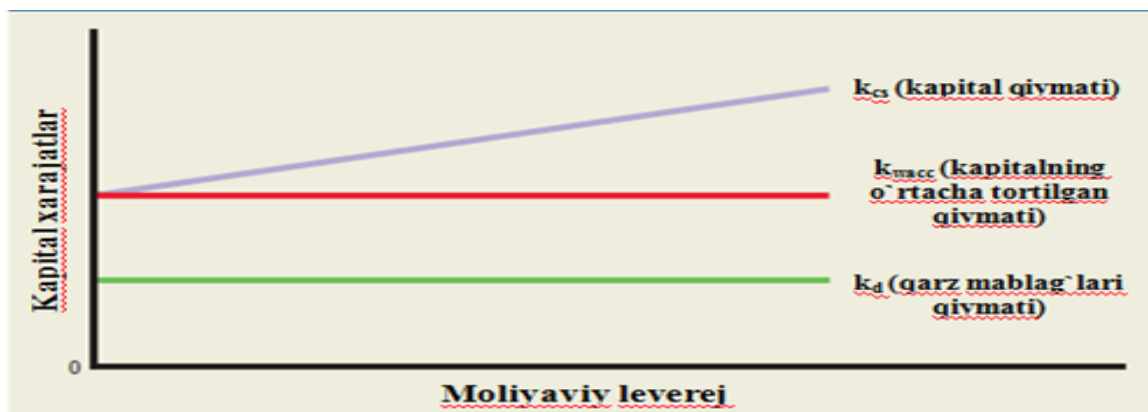
Bu jarayon 21.4-rasmda batafsilroq tasvirlangan bo'lib, unda biz firmaning jami kapital bahosi - k_{wacc} ga ortiqcha foydalanilgan moliyaviy leverej ta'sir ko'rsatmaydi. Kapital strukturasi k_d qiymatidagi ko'proq qarzdin foydalanilsa, oddiy aksiyalarning qiymati - k_{cs} qo'shimcha yaratilgan foyda darajasida o'sadi. Bundan tashqari, kapitalning jami bahosi leverejdan foydalanish darajasiga nisbatan o'zgaras, firma oddiy aksiyalarining narxi ham o'zgarmaydi.

Moliyalashtirish manbasini tanlash borasidagi bu qarashdan chiqarilgan saboq shuki, qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirish u dastlab ko'ringanidek arzon jarayon emas, chunki mablag'larning umumlashgan qiymati yoki firma kapitalining o'rtacha tortilgan qiymati moliyaviy leverejdan foydalanishning har qanday darajasida o'zgaras bo'ladi. *Moliyaviy xodimlar uchun oddiy xulosa shuki, har qaysi kapital strukturasi o'zining afzalligiga egadir.*

Bu nazariya yaratilgan iqtisodiy dunyoni tavsiflash uchun qo'llanilgan qat'iy farazlarni eslab qoling. Kelgusida biz bunday keskin farazlardan boyuvchi bozor va huquqiy muhitga to'xtalamiz.

Mo'tadil yondashuv

Shunday qilib, biz asosiy eʼtiborni firmaning kapital xarajatlari va kapital tuzilishi orasidagi munosabatlarga va ular orasidagi moʻtadil taʼrif tushunchasiga alohida toʻxtalib oʻtamiz



21.4-rasm. **Kapital xarajatlari va moliyaviy leveragej: soliqsiz va mustaqil faraz**

Foiz xarajatlari soliqdan chegirib qolinadi. Agar firma qarzдорlik holatida boʻlsa yoki oʻziga katta miqdordagi qarzni olsa, qaysiki foiz toʻlashi kerak boʻlsa u qarz hisobiga bu toʻlayotgan toʻlovlari soliq hisobiga roʻyhatga qoʻyiladi va soliq sifatida hisoblanadi va qarzning tannarxini pasaytiradi. Bu aksiyalar egalari uchun toʻlangan dividendlardan soliq chegirib qolinmaydi, chunki qarz moliyalashtirish hisobiga foydalar teng hisoblanadi.

22-mavzu. Moliya va korporativ strategiya

Reja:

1. Moliyaviy rejalashtirish iqtisodiy mohiyati
2. Moliyaviy hamda strategik rejalashtirish amaliyoti

1. Moliyaviy rejalashtirish iqtisodiy mohiyati¹²³

“Rejalashtirish” tushunchasining maʼno-mazmunini yanada umumiyroq boʻlgan va xoʻjalik yurituvchi subʼektlar faoliyatini muvofiqlashtirishning obʼektiv zarurligi va imkoniyatini anglatuvchi “rejalilik” orqali aniqlash mumkin. Haqiqatdan ham rejalashtirish amaliyotda rejalilikni amalga oshirishni, yaʼni balanslilik (muvozanat) va proporsionallilikka (mutanosiblikka) erishish boʻyicha ongli faoliyatni bildiradi. Shu maʼnoda, moliyaviy resurslarning balanslilikini (muvozanatini) va proporsionalliligini (mutanosibligini) taʼminlashga qaratilgan faoliyatga moliyaviy rejalashtirish deyiladi.

Bunda balanslilik (muvozanat) davlatning ixtiyorida boʻlgan moliyaviy resurslar va xoʻjalik yurituvchi subʼektlarning ixtiyorida (qoʻlida) qolgan daromadlar oʻrtasidagi optimal nisbatni bildiradi. Proporsionallik (mutanosiblik) esa korxonalar, xoʻjalik tarmoqlari, mintaqalar va davlat subʼektlari boʻyicha daromadlarning soliq toʻlanguncha va soliq toʻlangandan keyingi oʻlchamlari

¹²³ Vahobov A.V., Malikov T.S. Moliya. Darslik /Toshkent Moliya instituti. – Toshkent: “Sharq”, 2010. – 804 bet.

(miqdorlari) o'rtasidagi oqilona nisbatdan iborat. Ana shu nisbatni ko'paytirish yoki kamaytirish orqali davlat ularning rivojlanishini rag'batlantirish yoki cheklab qo'yishi mumkin.

Umumiy va oddiy ko'rinishda, moliyaviy rejalashtirish deyilganda moliyaviy rejalarni tuzish va amalga oshirish jarayoni nazarda tutiladi. Moliyaviy rejani, xuddi uni ishlab chiqish, yaratish yoki tuzish jarayoni kabi moliyaviy ko'rsatkichlarni ijodiy tahlil qilish, umumlashtirish va o'zaro bog'lash tizimi sifatida qarash kerak. Amaliyotda tez-tez foydalaniladigan rejalashtirish ma'lumotlarini, masalan, korxonada faoliyatining shakli modelini ishlab chiqish va shu asosda moliyaviy ko'rsatkichlarning rejali tizimini aniqlashni, moliyaviy rejalashtirishning ishchi sxemasi sifatida qarash mumkin. Shuni nazarda tutish kerakki, moliyaviy rejalashtirish jarayonida u yoki bu sub'ekt faoliyat ko'rsatishi moliyaviy ta'minlanishining hayotiychanligini oshiruvchi noshakliy omillar inobatga olinishi kerak.

“Moliyaviy rejalashtirish” tushunchasi o'z ichiga quyidagilarni oladi:

- taraqqiyotning asosiy tendentsiyalarini aniqlash va moliyaviy tahlil qilish;
- jalb qilingan mablag'lar va vaqtincha bo'sh turgan mablag'larni joylashtirish menejmenti;

- firma ichidagi moliyaviy natijalar va pullarni rejalashtirish, hisobga olish va nazorat qilish texnologiyasi;

- investitsion menejment;

- kapitallar menejmenti;

- faoliyatning boshqa ko'rinishlari (trast, faktoring, lizing va boshqalar).

Quyidagilar moliyaviy rejalashtirishning asosiy vazifalari hisoblanadi:

- ishlab chiqarish, investitsion va moliyaviy faoliyatlarni kerakli bo'lgan moliyaviy resurslar bilan ta'minlash;

- pul mablag'laridan iqtisod qilib, tejab-tergab foydalanish hisobidan korxonaning foydasini oshirish bo'yicha ichki rezervlarni qidirib topish;

- kapitalni samarali joylashtirish yo'llarini aniqlash, undan oqilona va samarali foydalanishni baholash;

- kontragentlar bilan optimal moliyaviy munosabatlarni o'rnatish;

- korxonaning moliyaviy ahvoli, to'lovga qobilligi va kreditga layoqatliligi ustidan nazorat o'rnatish.

Bozor munosabatlariga o'tilganiga qadar moliyaviy rejalashtirishning mazmuni korxonalarda sof operativ vazifalarni – markazlashtirilgan iqtisodiyot amal qilganligi uchun etarli darajada formal bo'lgan korxonalarining besh yillik moliyaviy rejalaridagi ko'rsatkichlarni ishlab chiqish, istiqbolga mo'ljallangan rejalarining loyihasini baholash, korxonaning yillik moliyaviy rejalarini tuzish kabilarni hal etishga qaratilgan edi. Bunday amaliyotning hukm surganligi korxonada moliyaviy xizmatlarining obro'yiga obro' qo'shmas, chunki ularga hech narsa bog'liq emas edi. Bozor iqtisodiyotida moliyaviy xizmatlarning roli tubdan o'zgaradi. Ular korxonada rivojlanishini faol va ta'sirchan boshqaradi va bir vaqtning o'zida, shu rivojlanishning yo'nalishi va sifatini nazorat qiladi.

Hozirgi sharoitdagi moliyaviy rejalashtirish barcha zaruriy harakatlarni oldindan ko'zda tutishgina (ko'ra bilishgina) emas. Bu tegishli ishlarni amalga oshirish jarayonida yuzaga chiqishi mumkin bo'lganhar qanday kutilmagan holatlarni ko'ra olish qobiliyati hamdir. Albatta, xo'jalik yurituvchi sub'ekt o'z faoliyatidagi barcha risklarga barham beraolmaydi. Lekin u ana shu risklarni samarali oldindan ko'ra bilish yordamida boshqarish imkoniyatiga ega.

Moliyaviy rejalashtirish amaliyotida quyidagi asosiy metodlardan foydalanish mumkin:

- iqtisodiy tahlil metodi;
- normativ metod;
- balansli hisob-kitoblar va pul oqimlari metodi;
- ko'p variantlilik metodi;
- iqtisodiy-matematik modellashtirish metodi;
- va boshqa metodlar.

Moliyaviy rejalashtirish jarayonining quyidagi asosiy bosqichlarini ajratib ko'rsatish mumkin:

• xo'jalik yurituvchi sub'ektlar faoliyatining moliyaviy natijalarini tadqiq etish;

• operativ rejalarning o'zgarishi asosida moliyaviy hisobotlarning bashorat variantlarini ishlab chiqish;

• o'z reja topshiriqlarining bajarilishini ta'minlash uchun xo'jalik yurituvchi sub'ektning moliyaviy resurslarga bo'lgan konkret ehtiyojlarini aniqlash;

• moliyalashtirish manbalari (shu jumladan, o'z va tashqi manbalarning) va ularning tarkibiy tuzilishini bashoratlash;

• xo'jalik yurituvchi sub'ektlar moliyasini boshqarishning tizimini yaratish va uni ushlab turish (qo'llab-quvvatlash);

• shakllantirilgan rejalarni operativ o'zgartirish tartibini (protsedurasini) ishlab chiqish.

Moliyaviy rejalashtirishning ikki turi bo'lishi mumkin:

- strategik moliyaviy rejalashtirish;
- joriy moliyaviy rejalashtirish.

Strategik moliyaviy rejalashtirish o'z ifodasini strategik moliyaviy rejalarda topadiki, u tashqi va ichki muhitda o'zgarayotgan xo'jalik yuritish sub'ekti moliyaviy taraqqiyotining ko'p variantli bashoratidan iboratdir.

Strategik moliyaviy reja, hech bo'lmaganda, quyidagi savollarga aniq javob bermog'i lozim:

• xo'jalik yurituvchi sub'ekt uchun talab qilinadigan kapitalning o'lchami qanday, u qaysi manbalar hisobidan va qanday muddatlarda jalb qilinadi?

• bu kapitaldan qanday qilib foydalaniladi?

• o'z kuchiga ishongan holda xo'jalik yurituvchi sub'ekt rivojlanishi mumkinmi? Agar yo'q bo'lsa, moliyaviy resurslarni jalb qilishning manbalari qanday?

• xo'jalik yurituvchi sub'ekt pul mablag'lari tushumi, ishlab chiqarishning rentabelligi va investitsiyalar daromadligining qanday darajalariga chiqishi mumkin va qay muddatlarda?

O'z navbatida, joriy moliyaviy rejalashtirishning asosiy funksiyalari quyidagilardan iborat:

• ishlab chiqarish, investitsion, marketing, ilmiy-loyihaviy va qidiruv faoliyatlarini hamda sotsial loyihalarni amalga oshirish uchun zarur bo'lgan moliyaviy resurslarning hajmi va ularning manbalarini aniqlash;

• mahsulotni (ishni, xizmatni) ishlab chiqarish va realizatsiya qilish tannarxini rejalashtirish;

• pul oqimlarini rejalashtirish;

• butun xo'jalik yurituvchi sub'ekt doirasida foydani rejalashtirish (bashoratlash);

• investitsiyalarning daromadlilikini rejalashtirish.

Moliyaviy rejalashtirish mamlakat milliy xo'jaligini rejalashtirishning tarkibiy qismi bo'lib, sotsial-iqtisodiy rivojlanish rejasining ko'rsatkichlariga tayanadi, moliya tizimi barcha organlarining faoliyatlarini muvofiqlashtirishga (koordinatsiya qilishga) yo'naltiriladi.

2. Moliyaviy hamda strategik rejalashtirish amaliyoti¹²⁴

Kompaniyaning strategik plani bu aksiyadorning shaxsiy budjetini maksimallashtirishdir. Bu strategik plan ham uzoq ham qisqa ko'lamdagi moliyaviy rejalarni talab etadi. Naqd pul va mahsulot budjeti kabi budjetlar, bu rejalashtirishdagi ma'lumotlarni boshqarishda ishlatiladidi, ayni vaqtda ijro o'lchamlari strategik maqsad tomon rivojlanishni ifodalaydi.

Strategiya bu kompaniya erishishni hohlayotgan maqsaddir. Kompaniya strategiyaga ega bo'lsa, unda plan, ayni bir strategic plan kerak bo'ladi. Investitsiya imkoniyatlari kompaniyaning investitsiya strategiyalarini o'z ichiga oladi.

Bosh menejer, direktorlar kengashi nazorati ostida, kompaniyaning investitsiya qarorlariga qaraydi va moliyalashtirish rejalarni tuzadi. Budjetlashtirish, resurslar rejasini tuzish va kelajak uchun mablag'larni ishlatilishdir. Budjetlashtirish ham iqtisodiy ham buxgalteriya ma'lumotlarini talab etadi. Iqtisodiy analizlar marketing va kelajakdagi savdo uchun mahsulot analizini o'z ichiga oladi. Hisob teknikalari, o'lchov asbobi sifatida ishlatiladi: Ammo, nimalar bo'lganini hulosa qilish o'rniga, kompaniyalar buxgalteriyadan kelajakda nima bo'lishini bashorat qilish uchun foydalanishadi.

Rejalar natija berishni boshlaganda, menejment nimalarga erishilganini nimalar aslida rejalashtirilganiga solishtiradi. Komnaiyalar quyidagiavvaldan-auditlash tizmidan foydalanishadi:

- Menejment ijrosini baholash.
- Real natijalarni rejalashtirilgan natijalar bilan solishtirish.

¹²⁴ Fabozzi, Frank J. The basics of finance : an introduction to financial markets, business finance, and portfolio management + web site. 2010 y. p.108-128

- Rejalash bosqichini samaradorligini baholash.

Bu bo`limning maqsadi strategik rejalshni hamda qanday qilib moliyaviy rejalash va budjetlashtirish bu bosqichda ishlatilishini izohlashdan iborat.

Strategiya va qiymat - Strategik reja bu kompaniya erishishni maqsad qilgan rejadir, qaysiki o`zining resurslarini eng maksimal ishlatish uchun qo`yishni o`z ichiga oladigan. Bu strategik rejada metodika kompaniya bahosiga investitsiya qo`shishni o`z ichiga oladi. Qiymat qo`shishning yo`li bu foydali projeklarni moliyaviy qo`llab quvvatlashdir.



22.1-rasm. **Startegik rejalashtirishning maqsadi**

Taqqoslash va raqobat ustunligi - Taqqoslash ustunligi bu – mahsulot va servislarni yetkazib berishdagi narx jihatdan bir kompaniyaning boshqalari ustidan ustunligidir. Masalan, Wall-Mart do`konlari o`zining tovarlari tarqatish sistemasi orqali boshqa raqobatdoshlaridan (masalan, Kmart) dan uzoq yillar davomida ustunlikka erishib kelgan. Wall-Mart o`zining mintaqaviy tarmoq va do`konlari va transport sistemasiga investitsiya kiritgan. Yuqori miqdordagi sotib olishlar va iste`molchilarning o`zgacha munosabati tufayli Wall-Mart mintaqaviy do`konlar ochish va mahsulotlarni tarqatish sistemasi kompaniya rivojiga qisqa muddatda katta hissa qo`shdi. Ammo, boshqa raqobatdoshlarni Wal-Martning ustunligi darajasiga yetishishi uchun bir necha yillar ketgan.

Raqobatdosh ustunligi bu kompaniyaning boshqa kompaniyalardan o`zining bozor strukturasi jihatdan ustunligidir. Masalan, bir kompaniya boshqa kompaniyalarning bir bozorga kirayotgandagi to`siqlari evaziga ustunlikka erishishi mumkin.

Bu hukumat cheklovlari natijasida yuzaga kelishi mumki. Maslan mamlakatdagi bak va hukumat tomonidan tashkil etilgan monopoliyalar soni malakatda chekli miqdorda bo`lishi lozim.

Kompaniyalar o`zlarini ham biznesga kirishda o`zlariga patent kabi to`siqlarni yaratishi ham mumkin. Monsanto kompaniyasi tarkibidagi NutraSweet kompaniyasi sun`iy shirinlashtirgich, ya`ni aspartameda, eksklyuziv patentga ega bo`lgan. Garchi, patent 1992 yil 14 dekabrda nihoyasiga yetdi. Sun`iy shirinlashtirgich ishlab chiqishda aspartamening narxi 70 AQSH dollaridan 20, 35 AQSH dollariga tushdi. NutraSweet patentga egalik qilgan davrda raqobatdosh ustunlikka erishdi. Ammo patent nihoyasiga yetishi bilan raqobat ustunlik yo`qoldi va raqobatdoshlar bozorga kirish uchun navbatga to`lishdi. Patentning qiymati davlat va sanoatga qarab farq qiladi.

Quyi chiziq bu kompaniya biror mahsulotga investitsiya kiritganda va faqatgina bir ustunlik evaziga ko`proq daromadga erishganda uchraydi. Boshqacha qilib aytganda, raqobat yoki taqqoslash ustunligi kompaniyani iqtisodiy foyda ya`ni mahsulotni tan narxidan oshgandagi foydasi, topishi uchun xizmat qiladi. Shuning uchun dastlab, kompaniya o`zining strategiyalarini ishlab chiqishdan avval, menejment kompaniya qaysi jihatdan taqqoslash yoki raqobat ustunligiga ega ekanligini aniqlashi lozim.

Strategiya va daromad qo`shish - Odatda kompaniyalar strategiyani kompaniyaning mahsulot va servisidagi iste`molchilarga qarab tuzub chiqishadi. Masalan, menejment eng yaxshi sifatidagi yoki eng arzon narxdagi mikrokompyuter chiplari ishlab chiqaruvchi dunyoning yetakchi kompaniyasiga aylanish strategiyasini tuzgan. Demak, menejmentning e`tibori mahsulotning sifati va narxida. Menejment qiymat qo`shish uchun foyda va risklariga e`tibor qaratishi lozim. Va menejment investitsiya uchun qaror qabul qilishda projektning foydaliligi darajasiga qaraydi. Raqobat yoki taqqoslash ustunligiga erishish strategiyasi bu aksiyadorni shaxsiy budjetini maksimallashtirish demakdir. Foydali projektlar bir kompaniya boshqa kompaniyalar ustida qiyosiy yoki raqobat ustunligiga ega bo`lganda ko`tariladi.

Masalan faraz qiling biror bir mahsulot kutilganidan ko`ra ko`proq foyda berdi. Qanday qilib kompaniya biror bir jihozga qiymat kiritishi mumkin. Agar bu jihozga qiymat kiritish unga qiymat qo`shsa kompaniyaning boshqa raqobatdoshlari bu jihozni xohlashgan bo`lmasmidi. Albatta agar ular shunday qiymatni yarata olsa, bunga qiziqib qolgan bo`lishar edi.

Endi faraz qiling kompaniya raqobatdoshlari mahsulotni sotib olishda va foyda topishda hech qanday to`siqlarga uchrashmadi, unda nima bo`ladi? Kompaniya va uning raqobatdoshlari bu jihoz uchun raqobatlashishadi. Va uning narxini ko`tarishadi.

Faraz qiling buning o`rniga kompaniya yangi jihozga potenti mavjud va boshqa raqobatdoshlarini ham bu jihozdan olishlari davom etmoqda. Unda bu jihoz uchun hech qanday raqobatning o`zi qolmay qoladi. Va kompaniya qiymat qo`shish orqali foyda ko`rishga erishadi.

Endi qiyosiy ustunlikka erishishga bo`lgan harakatlar xato yo`nalish olishini tasavvur qilib ko`ring. "Schlitz Brewing" kompaniyasi raqobatdoshlaridan ustunlikka erishish uchun mahsulot narxini kamaytirdi: u ishchi narxlarini kamaytirdi. Tan narxini tushirish, mahsulotni narxini boshqa kompaniya

narxlaridan arzonlashishiga olib keldi, ammo sifat buzildi va Schlitz o'zining bozor ulushiga ega bo'lishini o'rniga uni yo'qotdi. "Schlitz Brewing" taqqoslash ustunligiga ega bo'lishga harakat qildi, ammo bu strategiya iste'molchilar ehtiyojlarini qondirish uchun natija bermaganligi sababli oxir-oqibat Schlitzning aksiya narxlari tushib ketdi.

Qiyamat kompaniya faqatgina taqqoslash yoki raqobat ustunligiga ega bo'lganda yaratilishi mumkin. Agar kompaniya projektini analiz qilsa va uni foydali deb topsa, unda dastlabki savol shunday bo'lishi lozim, Bu foydalar qayerdan kelyabdi?

Strategiya bu kompaniya obyektivga yetishish maqsadidagi yo'nalishdir. Menejment uchun strategik investitsiyalar yangi investitsiyalarni topish siyosatlarini ham o'z ichiga oladi. Strategik plan shuningdek resurslardan foydalanishni ham o'z ichiga oladi.

Moliyaviy rejalashtirish investitsiyani qo'lga kiritish uchun kompaniya resurslaridan oqilona foydalanishdir. Moliyaviy rejalashtirish ko'p jihatdan muhimdir. Birinchidan moliyaviy rejalashtirish menedjerlarga ma'lum bir strategiyani effektivligini baholash uchun yordam beradi. Ikkinchidan, moliyaviy rejalar tuzish orqali menejment bozor sharoitidagi har qanday vaziyatlar uchun munosib harakat qilish garovidir.

Uchinchidan moliyaviy rejalar yaratish menejmentga investitsiya va moliyaviy rejalar tuzishdagi salbiy tomonlarini ham ko'rsatib beradi.

Moliyaviy rejalashtirish kompaniyaning investitsiya va moliyaviy rejalarini o'z ichiga oladi. Qachonki biz kompaniyaning investitsiyaviy rejalarini bilganimizda, menejment mablag'lar qayerda kerak va qayerdan kelishini ko'rsatib beradi. Bu budjetni rivojlantirish orqali belgilanadi. Budjet agar kompaniyaning kassa harajatlari kundalik me'yoridan oshib ketsa nima qilinishi kerakligi yoki kompaniyaning keyingi o'n yillikdagi rejalarini o'zida aks ettirishi mumkin.

Qisqa muddatdagi budjetlashtirish operatsion budjetlashtirish deyiladi va uzoq muddatdagi budjetlashtirish ko'pincha uch, to'rt yillik yoki uzoq muddatli rejalashtirish deb ham ataladi. Lekin uzoq muddatli rejalariga erishish qisqa muddatda nima qilingaligiga bog'liq bo'lgani uchun bu ikki atama bir-biriga uzviy bog'liqdir.

Budjetlashtirish jarayoni - Budjetlash jarayoni moliyalashtirish va strategiyalarga investitsiya kiritishni o'z ichiga oladi, yoki boshqacha qilib aytganda budjetlashtirish kapital budjetlashtirish va kapital struktura va ishlash kapitallaridagi qarorlar natijasida hosil bo'ladi. Masalan savdo do'konlarida ish olib boruvchi biznes kompaniyasini misol qilib olaylik. Kompaniyaning rivojlanish plani bu iste'molchilarga yaxshi sifat va servis taqdim etishdir. Do'konlarni ta'mirlash investment strategiyasi deb qaraladi. Kompaniya o'zining rivojlanish rejasini kapital budjetlashtirish asosiga quradi. Ammo rivojlanish programmasi rivojlanishni ham o'z ichiga oladi. Agar ko'proq mablag' kerak bo'lsachi? Qarz? Ulush? Ammo bu vaziyatda ishlash kapitalini ham esdan chiqarmasligimiz lozim.

Kompaniya yangilanish programmasini olib borayotganda kerakli darajadagi mablag'larni qisqa va uzoq muddatli rejalar uchun chamalab chiqishi lozim.

Boshlang'ich nuqta bu potensial savdo qaysiki kompaniyani sotib olish va mahsulotni sotib olish va boshqa hisob kitoblariga bog'liq bo'lgan. Shuningdek, kompaniya niyat qilgan miqdor kompaniyaning sotib olishlari, savdo xizmatchilari va reklama potentsiallariga ta'sir ko'rsatadi.

Qachonki kompaniya savdo va kerakli tahminlarga ega bo'lganda, keyingi bosqich kassaning kirim va chiqim harajatlarini hisoblashdadir. Kassa budjeti tashkil etilganda, dastlabki balans varaqasi va foyda varaqasi ishlab chiqilishi mumkin.

Budjetlashtirish odatda joriy moliya tizimining so'nggiga qadar 4-6 oy mobaynida tashkil etilishi mumkin. Ko'p kompaniyalarning bu jarayon uchun o'z ketma ketlik tizimi mavjud. Budjet jarayoni odatda Bosh Moliyaviy xodim, rejalashtiruvchi vitsa president yoki, moliya vitsa prezidenti tomonidan boshqariladi. Barcha bo'limlar dastlab o'zlarining hisob kitoblarini bajarganlaridan so'ng barcha natijalar qo'shiladi va yakuniy hisobot chiqariladi.

Budjet kompaniya ishlashi kerak bo'lgan, yoki kompaniya uchun zarur bo'lgan resurslarni aniqlashtirib beradi. Ammo menejment budjetlashtirilgan va haqiqiy natijalardagi keskin o'zgarishlarni aniqlashtirish jarayonida juda ehtiyot bo'lmog'i lozim. Masalan, kompaniya yangi mahsulotdan 10 million dollar miqdorida foyda olish uchun budjetlashtirdi. Lekin haqiqiy daromad 6 million dollarni tashkil etdi. Bu menejmentning yomon ishlaganligidanmi? Balki ha, balkiyo'q: Agra buning sababi iqtisoddagi yomon o'zgarishlar sababli bo'lsa, unda yo'q, agar buning sababi mejeментni vaziyatni oldindan hato chamalaganligida bo'lsa unda ha.

Oldindan prognoz qilish - Oldindan prognoz qilish moliviy rejalashning muhim qismi. Noto'g'ri prognozlash invertizatsiyadagi kamchiliklarga, nomuvofiq moliyaviy qarorlarga sabab bo'lishi mumkin.

Masalan 2006 yilda Nintendo kompaniyasi yaratgan Wii konsol o'yinini olaylik. O'yin o'sha paytlarda o'yin omma orasida mashhurlika erishdi. Ammo natijada kerakli talablarga javob bera olmadi. Bu o'yinga ishlab chiqarilayotganidan ko'ra ko'proq talab tushganligi boyis, invertizatsiyada kamchiliklar kuzatildi.

Nintendo o'zining belgisini yo'qotdi, va Wii ga bo'lgan keskin talablarni noto'g'ri baholadi. Kompaniya uchun Wii kabi o'yinlarga ega bo'lish yaxshi natija bo'lishi kerak bo'lgan bir paytda Wii endi ular uchun muammo yaratdi.

Kassa oqimlarini oldindan baholash uchun menejment savdoni avvaldan ko'ra bilishi lozim, chunki, savdo kelajakdagi iqtisodiy vaziyatga, sanoatga va bozor sharoitiga qarab o'zgarishi mumkin. Savdo esa, narxlarning tushish analizlari, bozor so'rovlari, yoki menejmentning fikriga qarab avvaldan baholanishi mumkin.

Regresyon tahlil qilish - Regresyon tahlil bu savdo va vaqt funksiyasidagi grafik munosabat va bu grafikni tasvirlovchi eng aniq to'g'ri chiziqdir. Bu chiziq regresyon chiziq deyiladi. Bunday tahlilning bir yo'li kelajakdagi savdoni avvalgi savdolarga qarab baholash bo'lishi ham mumkin. Boshqa yo'li esa, savdo va mahsulotning tan narxinio'zaroqiyoslashdan kelib chiqishi mumkin.

Regresyon tahlil bizga ko'plab o'zgaruvchilar o'rtasidagi o'zaro bog'lanishlarni ko'rsatishga yordam berishi mumkin, shuningdek menejment bir qancha e'tiborli bo'lishi kerak bo'lgan vaziyatlar mavjud.

Bozor so'rovlari - Bozor so'rovlari kelajakdagi potensial foydani oshirishda muhim rol o'ynaydi. Intel misolida oladigan bo'lsak, menejment kompyuter sanoatiga, asosan noutbuk, telefon, va o'yin sanoatlariga e'tiborini qaratishi lozim. Har bir bozor uchun menejment Intelning bozor ulushini hisoblash chiqishi lozim:

- Mahsulot rivojlanishi va yangi mahsulotlarni taqdim etish
- Umumiy iqtisodiy ahvol va kompyuter va boshqa qurilmalarning mikroprocessori uchun zarur xarajatlar

Umumiy qilib aytganda, menejment so'rovlardan foydani maksimallashtirishda va servislarni oshirishda foydalanishi mumkin.

Menejmentni baholash - Bozor so'rolariga qo'shimcha tarzda, kompaniya menejerlari kelasi savdolar uchun chamalar chiqirishlari mumki.

Kompaniyaning menejerlari mahsulot narhini baholashda bozor sharoitini avvaldan chamalay bilishlari lozim. Ammo bunday uslublarni ham potensial muammolari mavjud. Masalan menejer yangi mahsulot uchun daromadli baholash bildirdi. Bu baholash kompaniyani ko'proq resurslardan foydalanishga undaydi, masalan ko'proq tan narx, qo'shimcha ishchilar. Agar baholash real bo'lib chiqsa unda kompaniya foyda olishi ta'biy, aks holda ortiqcha resurslar va ishchi kuchlaridan foydalanganligi kompaniya uchun zarar bo'ladi.

Budjetlashtirish - Bu jarayonda biz kassa oqimlari, proyektlashtirilgan foyda bayonotlarini, va balans varaqalarini ketma-ket qo'yamiz. Garchi moliyaviy kengash foyda bayonotlari va balans varaqalarini ishlab chiqishi kerak bo'lsada, kassa oqimlari analizlari eng muhim hisoblanadi.

Ko'p kompaniyalar kreditni kengaytirishadi va qabul qilishadi, shuning uchun kassa oqimi va sof foyda bir birga aralashib ketmaydi.

Kassa budjeti - Kassa budjeti kassaning kirim va chiqimlari to'g'risidagi detallashgan bayonotdir. Bu budjet moliyalash va investitsiya kiritish uchun asos bo'lib xizmat qiladi. Shuningdek, kassa budjeti asl kassa harajatlari ni rejalashtirilganidan farqlashga xizmat qiladi.

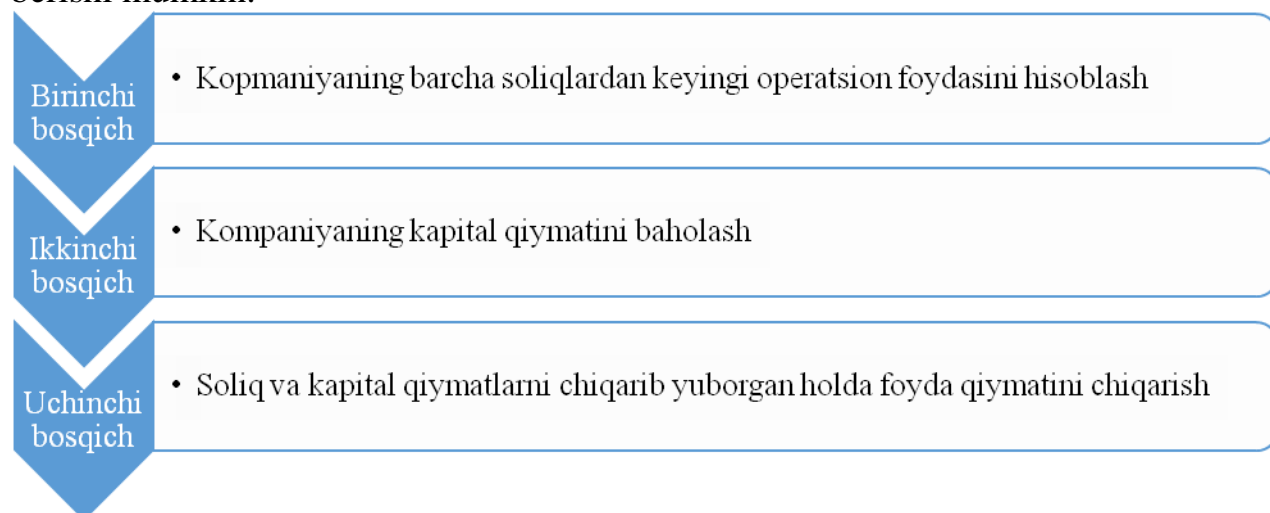
Avval ta'kidlab o'tganimizdek, kassa budjeti savdo baholashi asosida boshqariladi. Kassa budjeti, kassa kirimlari va chiqimlarini avvaldan baholash kompaniyaning kerakli harajatlarni belgilab beradi.

Rasmiy moliyaviy bayonot - Moliyaviy balans varaqasi varaqasi kelajak, masalan bir oy, chorak yil, yoki bir yil muddat uchun proyektlashtirilgan bayonot turidir va u aktivlarni, mas'uliyatlarni baholab beradi. Moliyaviy foyda bayonoti masalan bir oy, chorak yil, yoki bir yil muddat uchun proyektlashtirilgan bayonot turidir va u foyda va chiqimlarni baholab beradi. Birgalikda bu bayonotlar menejment uchun kompaniyaning investitsiya va moliyalashtirish ehtiyojlarini ko'rsatadi.

Iqtisodiy qo'shilgan qiymat - Vaziyatlarni baholashda yaxshi metodikalarga erishish uchun ko'plab konsulting firmalar va kompaniyalar kompaniyaning amaliy ijrolarini tahlil etish metodikasini olg'a surishadi. Bu metodlar ba'zida

anaviy metodika tizimlaridan foydalanishi ham mumkin. Sinfan olganda bu metodlar qiymat qo`shilgan metrikalar yoki iqtisodiy qo`shilgan qiymat deb yuritiladi. Buning uchun iqtisod fanida bir qancha qisqartma so`zlar mavjud, iqtisodiy qo`shilgan qiymat (english EVA), bozor qo`shilgan qiymat (MVA) va bir qancha boshqalar.

Kompaniya menejmenti qarorlar tan narxdan oshadigan foyda berganda qiymat yaratadi. Bu foydalar tez muddat ichida yoki uzoqroq muddatda foyda berishi mumkin.

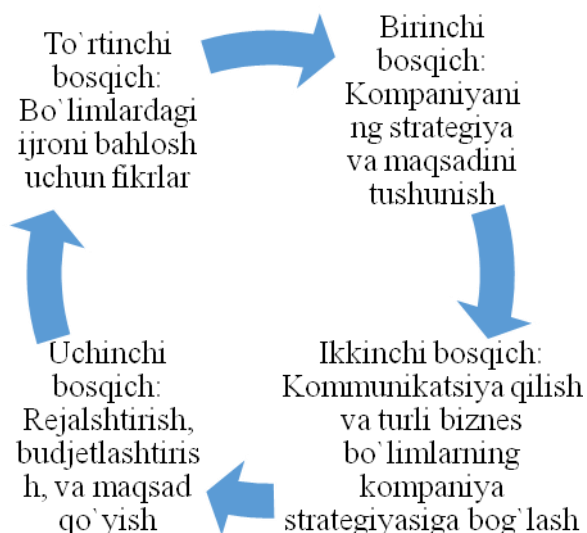


22.2-rasm. Iqtisodiy foydani hisoblash

Balanslashgan qisoblash varaqi - Kompaniya ijrosining anaviy o`lchovi odatda tarixiy va moliyaviy o`lchovdir. Iqtisodiy qo`shilgan qiymat va bozor orqali qo`shilgan qiymatning samaraliligi sabab ko`plab kompaniyalar shu metodikadan foydalanishga o`tishdi. Balanslashgan hisobot varaqasi kompaniyaning turli xil strategik planlari hiobga oluvchi hisobot turidir. Shuning uchun u ishlatiladi:

- Kopmaniyaning strategik planini amalga oshirishda
- Shu ijroga oid boshqa baholash vositalaidan foydalanishadi
- Strategik maqsad tomon rivojlanishga yordam beruvchi fikrlar beradi

Robert Kaplan va David Norton kompaniyaning iste`molchilar talabiga, moliyaviy ehtiyojlarga, ichki menejment ehtiyojlariga mos keluvchi balanslashgan qisoblash varaqasini ishlab chiqishdi. Ular bir turdagi metrika kompaniyaning barcha ehtiyojlariga mos kelmasligi haqida o`ylashdi, va bir emas ko`plab metrika va metodikalardan kompaniyaning strategik maqsadiga erishishda foydalanishdi.



22.3-rasm. Balanslashgan hisobot jarayoni

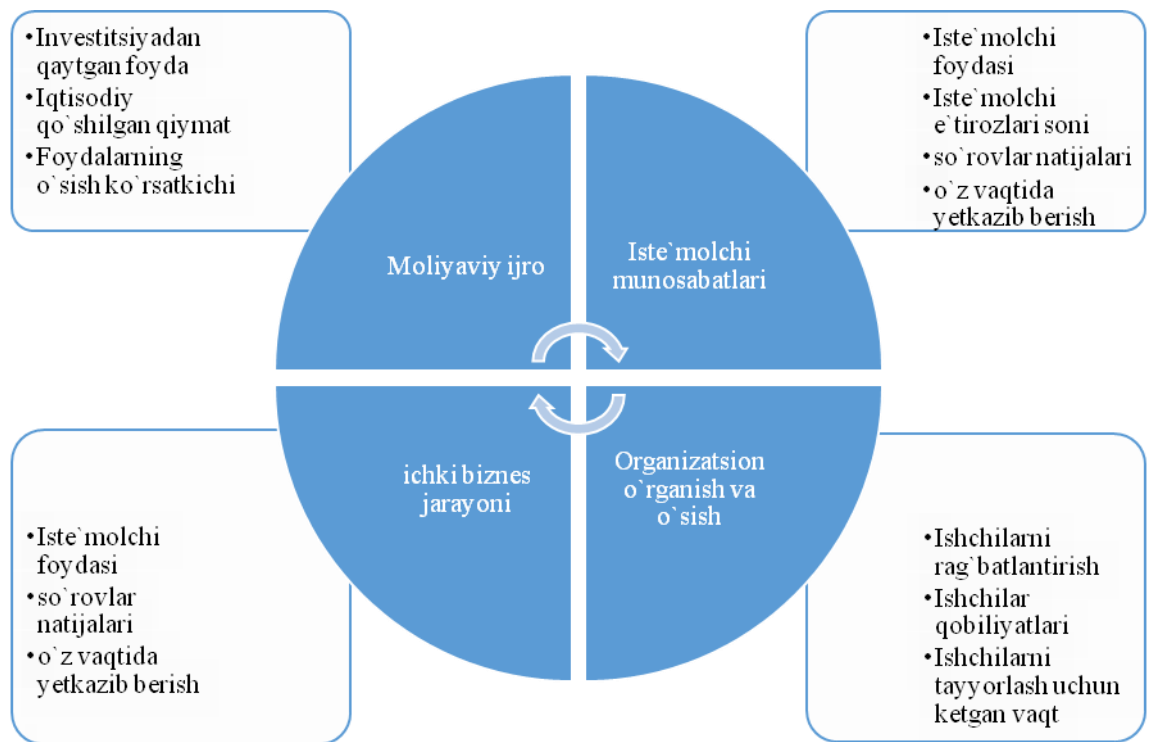
Balanslashgan hisoblash varaqasi kompaniyaning o'z obyektiviga erishishidagi real vaziyatni baholash. Yuqoridagi jadvalda kompaniyaning bu protsessini diagrammasini keltirdik. Bu varaqaning rivojlantiruvchilari turli biznes birliklarini baholashdagi o'lchov va sa'y harkatlar ijroning turli xil bosqichlarini ko'rsatishi lozim. Biz bu vaziyatni quyidagi diagrammada ko'rsatamiz.

Bu bosqichlarning har birida har xil yondoshishlar kelib chiqishi mumkin. Bu yondoshishlar kompaniyaning yoki bo'limning maqsadlari bilan bir xil bo'lishi lozim.

Strategiya va qiymat yaratish - Kompaniyaning bosh moliyaviy hodimi strategiyalarni qiymat yaratish bilan shug'ullanadi. Ko'plab so'rovlar shuni ko'rsatdiki MBH (Bosh Moliyaviy Hodimi)larning asosiy e'tibori ijroning eski holatini yangisi tomon o'zgartirshdadir.

Masalan, 2006-yilning martida Tadqiqot Servislari MBHsi tomonidan tayyorlangan reportda BMHlar nafaqat kompaniyaning strategiyasi rivoji uchun mas'ul, balki, ko'p vaziyatlarda BMHlar strategiyalrning ijrosi va kompaniyani strategic maqsadi tomon harakatlanishi uchun ham xizmat qiladi. Endilikda BMHlarning roli ananaviy funksiyalardan masalan boshqarish, moliyaviy reportlar, qo'llab quvvatlashdan tashqari kommpaniya strategiyasini moliyaviy qarorlar qabul qilishi uchun ham mas'uldirlar.

Ko'plab so'rovlar kompaniya BMHsi uchun turli mas'uliyatlarni keltirishi qiziq holat. BMHlarning ko'pi strategiyani eng muhim deb hisonlaydi, ammo kompaniyadagi boshqa funksiyalar ularning mas'uliyat doiralaridan tashqaridadir.



22.4-rasm. **Turli biznes birliklarini baholashdagi o'lchov va sa'y harkatlar ijroning turli xil bosqichlari**

2005 yildagi Kanadadagi Xalqaro Moliyaviy Ijrolar tomonidan o'tkazilgan so'rov, "BMHlarning Bugungi va Ertangi Roli", shuni aniqladiki Bosh Moliyaviy Hodimlar moliyaviy analizlarda 93%, moliyaviy risk menejmentida 92.3%, avvaldan baholash va proyektlash 87.3%, biznes va moliyaviy sistemalarda 82.4%, va moliyaviy va kapital struktura o'zgarishida 79.6% miqdorda to'g'ridan to'g'ri o'rin tutadi. BMHlarnig qolgan qo'shimcha funksiyalari esa: Operatsion risk menejmenti 70.4%, strategik planlar yozish 69%, strategic va biznes rejalash 59.9%. Bu so'rovlar natijalari BMHlarnig ma'suliyatini ko'rsatadi.

Qiymat yaratishga xizmat qiladigandagi resurslar - Kompaniya strategiyasi qiymat yaratishdagi yo'ldir. Ammo qiymat havodan yaratilmaydi. Qiymat yaratish, yoki iqtisodiy foyda qo'shish, taqqoslash va raqobat ustunligi aniqlashni talab etadi, va strategiyani rivojlantirish bu foydalarni yaratadi.

Bu foydani to'liqroq tushunish uchun Maykl Porter tomonidan taqdim etilgan metodikani qo'llash lozim. Porterning 5 qoidasi kompaniyaning qobiliyatini foyda olishga bog'laydi:

- Ta'minotchilarning narxlarni tortishish darajasi yetkazib beruvchilarning Tovar va servislarni sotib olish darajasiga uzviy bog'liqdir.
- Sotib oluvchilarning narxlarni tortishish darajasi kompaniya mahsulot yoki servislarni sotib oluvchilarning savdo darajasiga uzviy bog'liqdir.
- Yangi kirayotganlarning tahlikasi sanoatdagi to'siqlarga bog'liq.
- O'rniga qo'ysih tahlikasi alternativ tovar va servislarga uzviy bog'liqdir.
- Sanoatdagi mavjud a'zolarining raqobat darajasi ularning soni va hajmiga, kompaniya strategiyalariga, mahsulotlar orasidagi farqqa va sanoatdagi savdoning o'sishiga bog'liqdir.

Porterning 5 qoidasi kompaniyaning qiymat yaratishi uchun mo`jizaviy formulani bermaydi. Balki, bu 5 qoidaning maqsadi kompaniyaning sanoatga ta`sir etuvchi kuchi va tahlikalari haqidadir.

Porterning qoidalari, umuman olganda, kompaniyaning qanday qilib foyda olishidagi iqtisodiy nazariyalardir. Garchi Porterning qoidalari dinamik iqtisodiyotda oson ko`rinse ham, ular kompaniya uchun qiymat qo`shishda boshlang`ich analiz nuqtasi rolini o`ynaydi. Porterning fikricha kompaniya nisbiy qiymat, farqlash, va nisbiy narxlar evaziga taqqoslash ustunligiga erishishi mumkin. Menejment bu qoida va strategiyalarni kompaniyaning iqtisodiy foyda olishi uchun ishlatishi mumkin.

Menejment hech qachon qiymat yaratishda hisobga olinmaydigan asosiy iqtisodiyotni nazardan chetda qoldirishi kerak emas. Agar kompaniya ustlikka ega bo`lsa unda bu holat qiymat yaratish uchun asos bo`lib hizmat qiladi. Agar bu ustunlik boshqalar ham o`zlashtirishi uchun tez bo`lsa unda bu ustunlik tez orada yo`lishi mumkin. Kompaniyalarni boshqa yaxshi ijro etayotgan kompaniyalarda metodika olishi o`sha strategiyaning qiymatini yo`qolishiga olib keladi. Shuning uchun, strategik rejalash strategik obyektivni o`rnatishni, uni rivojlantirishni, va sekin astalik bilan o`sha maqsadlar tomon harakat qilishni, va strategik obyektivni qayta baholashni talab etadi.

Mundarija:

Kirish	3
I Ma`ruza mashg`uloti uchun materiallar	5
I-modul: Zamonaviy moliyaning funda mental (tub) asoslari	5
1-mavzu: Zamonaviy moliya: mazmun-mohiyati, zarurligi va ahamiyati	5
2-mavzu: Moliyaviy qarorlar	12
3-mavzu: Zamonaviy moliyaning fundamental (tub) masalalari	17
II-modul: Moliya tizimi	33
4-mavzu: Moliyaviy tizim va moliyaviy oqimlar	33
5-mavzu: Moliyaviy tizim funktsiyalari va ularning evolyutsiyasi	37
6-mavzu: Moliyaviy yangiliklar va moliyaviy bozorlar	51
7-mavzu: Moliyaviy bozor stavkalari	57
8-mavzu: Moliyaviy vositachilar	73
9-mavzu: Moliyaviy infratuzilma va moliyaviy tartibga solish	78
10-mavzu: Davlat va nodavlat moliyaviy muassasalari	80
III-modul: Moliyaviy hisobotlar	84
11-mavzu: Moliyaviy hisobot: mazmuni, funktsiyalari va turlari	84
12-mavzu: Moliyaviy hisobotlardagi farqlanuvchi holatlar	95
13-mavzu: Moliyaviy hisobotlarda koeffitsientlardan foydalanish	100
14-mavzu: Moliyaviy hisobotlar va moliyaviy rejalashtirish	108
IV-modul. Investitsion loyihalar va risklarni boshqarish	119
15-mavzu: Pulning davriy qiymati va pul oqimlarining	119

diskontli tahlili	
16-mavzu: Inson hayotida moliyaviy rejalashtirish	139
17-mavzu: Investitsion loyihalar tahlilining moliyaviy jihatlari	147
18-mavzu: Moliya va risklar	158
19-mavzu: Risklarni minimallashtirishning moliyaviy usullari	170
V-modul. investitsion portfelni shakllantirish va korporativ strategiya	189
20-mavzu: Moliya va investitsion portfelni shakllantirish	189
21-mavzu: Moliya va kapitalning tarkibiy tuzilmasi	207
22-mavzu: Moliya va korporativ strategiya	223
II Amaliy mashg`ulotlar uchun materiallar	236
1-mavzu: Zamonaviy moliya: mazmun-mohiyati, zarurligi va ahamiyati	236
2-mavzu: Moliyaviy qarorlar	238
3-mavzu: Zamonaviy moliyaning fundamental (tub) masalalari	240
4-mavzu: Moliyaviy tizim va moliyaviy oqimlar	242
5-mavzu: Moliyaviy tizim funktsiyalari va ularning evolyutsiyasi	248
6-mavzu: Moliyaviy yangiliklar va moliyaviy bozorlar	250
7-mavzu: Moliyaviy bozor stavkalari	255
8-mavzu: Moliyaviy vositachilar	259
9-mavzu: Moliyaviy infratuzilma va moliyaviy tartibga solish	261
10-mavzu: Davlat va nodavlat moliyaviy muassasalari	265
11-mavzu: Moliyaviy hisobot: mazmuni, funktsiyalari va turlari	268
12-mavzu: Moliyaviy hisobotlardagi farqlanuvchi holatlar	271
13-mavzu: Moliyaviy hisobotlarda koeffitsientlardan	281

foydalanish	
14-mavzu: Moliyaviy hisobotlar va moliyaviy rejalashtirish	287
15-mavzu: Pulning davriy qiymati va pul oqimlarining diskontli tahlili	291
16-mavzu: Inson hayotida moliyaviy rejalashtirish	296
17-mavzu: Investitsion loyihalar tahlilining moliyaviy jihatlari	302
18-mavzu: Moliya va risklar	304
19-mavzu: Risklarni minimallashtirishning moliyaviy usullari	309
20-mavzu: Moliya va investitsion portfelni shakllantirish	314
21-mavzu: Moliya va kapitalning tarkibiy tuzilmasi	316
22-mavzu: Moliya va korporativ strategiya	320
III Mustaqil ta'lim uchun materiallar	325
IV Glossariy	339
V Ilovalar	365
“Moliya” fanining o’quv dasturi	
“Moliya” fanining ishchi o’quv dasturlari	
Adabiyotlar ro`yhati	
Nazorat savollari	
Tarqatma materillar	
Testlar	
“Moliya” fanidan mustaqil ta`limni bajarish bo`yicha uslubiy ko`rsatma	
O`UMning elektron varianti	

