

**O‘ZBEKISTON RESPUBLIKASI
OLIV VA O‘RTA MAXSUS TA‘LIM VAZIRLIGI**

TOSHKENT MOLIYA INSTITUTI

Samariddin ELMIRZAYEV

KORPORATIV MOLIYA

*O‘zbekiston Respublikasi Oliy va o‘rta maxsus ta‘lim
vazirligi tomonidan darslik sifatida tavsiya etilgan*

**Toshkent
«IQTISOD-MOLIYA»
2019**

UO‘K: 336(075.8)

KBK: 65.261

Taqrizchilar: *i.f.d., prof. B.Toshmurodova;*
i.f.d., prof. A.Burxonov

E47 Korporativ moliya: Darslik / S.Elmirzayev – T.: “Iqtisod-Moliya”, 2019. – 364 b.

Mazkur darslikda korporativ moliyaning iqtisodiy mohiyati va tashkiliy xususiyatlari, korporativ tuzilmalarda moliyaviy menejerning roli, korporativ tuzilmalar faoliyatida moliya bozorining o‘rni, pul mablag‘larining vaqt bo‘yicha qiymatini aniqlash masalalari, o‘z mablag‘lari va qarz mablag‘lari hisobiga faoliyatni moliyaviy ta‘minlash masalalari, korxonalar faoliyatiga xorijiy kapitalni jalb etish yo‘llari, kapital bahosini aniqlash, moliyaviy aktivlar daromadlilikini baholash yo‘nalishlari, sof joriy qiymat usulida investitsion qarorlar qabul qilish, risk va daromadlilikning o‘zaro bog‘liqligi, opsiylarning qo‘llanish xususiyatlari, dividend siyosati, korxonalarda soliqlarni rejalashtirish, korporativ birlashishlar va qo‘shib olishlar kabi masalalar ham nazariy, ham amaliy jihatdan yoritib berilgan.

Darslik iqtisodiy mutaxassisliklar bo‘yicha ta‘lim oluvchi talabalar uchun mo‘ljallangan.

UO‘K: 336(075.8)

KBK: 65.261

ISBN 978-9943-13-791-2

© S.Elmirzayev, 2019

© “IQTISOD-MOLIYA”, 2019

*Mehribon otam Eshquvvat Elmirzayev va
onajonim To'xtashoy Elmirzayevalarga
bag'ishlayman.*

KIRISH

Korporativ moliya – yuridik va jismoniy shaxslarning o‘z mulklarini ixtiyoriy ravishda birlashtirish orqali tijorat tashkilotini tashkil etish va tashkil etilgan tijorat tashkilotining faoliyati bilan bog‘liq pulli munosabatlarni anglatadi va moliya tizimining mustaqil sohasi hisoblanadi. Moliyaning aynan shu sohasida iqtisodiyotning turli tarmoqlariga taqsimlanadigan daromadlarning asosiy qismi shakllanadi¹ va bu daromadlar iqtisodiy taraqqiyotning hamda jamiyat ravnaqining asosiy manbasi sifatida xizmat qiladi. Bunda korxonalar daromadlari o‘z-o‘zini moliyalashtirish uchun, ishchi xodimlar va davlat oldidagi majburiyatlari hamda boshqa yo‘nalishlarga taqsimlanadi. Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda korporativ moliyaning moliya tizimi markaziy bo‘g‘ini sifatida yuzaga chiqishini ko‘rishimiz mumkin va korporativ moliyaning amal qilishini samarali tashkil etish jamiyat ijtimoiy-iqtisodiy taraqqiyotida doimiy e‘tibor talab qilishini ta’kidlashimiz lozim bo‘ladi. 2017-2021 yillarda O‘zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo‘yicha Harakatlar strategiyasida “aholining erkin resurslarini joylashtirishdagi muqobil manba sifatida fond bozorini rivojlantirish”, “alohida milliy korxonalar aksiyalarining xorijiy nufuzli fond birjalarida dastlabki tarzda joylashtirilishiga erishish (IPO), ularning xorijiy kapital bozoriga chiqishini ta’minlash”¹ kabi vazifalarning belgilanganligi ham korporativ moliyaning ahamiyatini yanada oshiradi.

Korporativ moliya bugungi kunga kelib xalqaro moliya tizimining asosi sifatida ham xizmat qilmoqda, desak mubolag‘a bo‘lmaydi. Aynan shunday holatda mamlakatimizda korporativ moliyani samarali

¹ O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017 yil 7 fevraldagi “O‘zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo‘yicha harakatlar strategiyasi to‘g‘risida”gi 4947-sonli Farmonidan.

tashkil etish mamlakatimiz iqtisodiy taraqqiyotini yuksaltirish bilan birga xalqaro iqtisodiy integratsiyalashuv jarayonining yuksalishiga imkon beradi. Buning uchun esa tayyorlanayotgan iqtisodchi mutaxassislarning korporativ moliya bo'yicha bilim, malaka va ko'nikmaga ega bo'lishlari talab etiladi. Mazkur darslik ham aynan shu maqsadda nashrga tayyorlangan.

Umuman, korporativ moliyani samarali tashkil etish strategiyasini to'g'ri belgilash mamlakat iqtisodiy taraqqiyotida va xalq turmush farovonligini oshirishda alohida ahamiyat kasb etadi. Bu borada Birinchi Prezidentimiz I.Karimov ta'kidlaganlaridek, "... avvalambor ro'y berishi mumkin bo'lgan turli falokatlar, jahon iqtisodiyotining yuksalishi va inqirozini oldindan ko'rish imkonini beradigan, har tomonlama chuqur o'ylangan, aniq maqsad va ustuvor yo'nalishlarni o'z ichiga olgan taraqqiyot dasturi va uni amalga oshirish strategiyasiga ega bo'lgan mamlakat va xalq pirovard natijada muvaffaqiyatga erishadi"². Shundan kelib chiqqan holda mamlakatimizni rivojlangan davlatlar qatoriga olib chiqish maqsadida Prezidentimiz va hukumatimiz tomonidan korporativ moliyani samarali tashkil etish va rivojlantirishga doir qator chora-tadbirlar amalga oshirilmoqda.

Mazkur darslikda korporativ moliyaning iqtisodiy mohiyati va tashkiliy xususiyatlari, korporativ tuzilmalarda moliyaviy menejerning roli, korporativ tuzilmalar faoliyatida moliya bozorining o'rni, pul mablag'larining vaqt bo'yicha qiymatini aniqlash masalalari, o'z mablag'lari va qarz mablag'lari hisobiga faoliyatni moliyaviy ta'minlash masalalari, korxonalar faoliyatiga xorijiy kapitalni jalb etish yo'llari, kapital bahosini aniqlash, moliyaviy aktivlar daromadligini baholash yo'nalishlari, sof joriy qiymat usulida investitsion qarorlar qabul qilish, risk va daromadlilikning o'zaro bog'liqligi, opsionlarning qo'llanish xususiyatlari, dividend siyosati, korxonalarda soliqlarni rejalashtirish, korporativ birlashishlar va qo'shib olishlar kabi masalalar ham nazariy, ham amaliy jihatdan yoritib berilgan.

² Karimov I.A. Mamlakatimizda demokratik islohotlarni yanada chuqurlashtirish va fuqarolik jamiyatini rivojlantirish konsepsiyasi. T.: O'zbekiston, 2010. 6-bet.

Darslik 5230600 – “Moliya”, 5111000 – “Kasb ta’limi (5230600 – Moliya)”², 5232100 – “Korporativ moliya” bakalavriat ta’lim yo‘nalishlariga mo‘ljallangan bo‘lsada, undan boshqa iqtisodiy yo‘nalishlar va mutaxassisliklar talabalari, ilmiy tadqiqotchilar, professor-o‘qituvchilar hamda amaliyotchi mutaxassislar ham o‘z faoliyatlarida keng foydalanishlari mumkin. Har bir bob yakunida keltirilgan o‘z-o‘zini nazorat qilish bo‘yicha savollar, test variantlari kitobxonlarning mavzuni chuqurroq o‘rganishlariga xizmat qiladi.

Korporativ moliya sohasi bo‘yicha o‘zbek tilida adabiyotlarning nisbatan kamligi, shuningdek, muallifning ayni paytda ham mazkur sohada tadqiqotlar olib borayotganligini inobatga olgan holda darslik bilan tanishish jarayonida tug‘ilgan muammoli savollar, fikr-mulohazalar, takliflar, ma’lum bir kamchiliklar yuzasidan samimiyat-uz@mail.ru elektron pochtaga murojaat qilishingizni so‘raymiz va Sizning murojaatingiz muallifning keyingi ilmiy tadqiqot ishlarida inobatga olinishi mumkin.

I BOB. KORPORATIV MOLIYANING MOHIYATI VA UNING TASHKIL ETILISHI

1.1. Korporativ moliyaning iqtisodiy mohiyati va tamoyillari

Bozor iqtisodiyoti sharoitida moliya tizimining samarali ishlashi uning har bir bo'g'in faoliyat samaradorligi bilan bevosita bog'liq. Bunda moliya tizimining asosiy bo'g'ini hisoblangan korporativ moliyada moliyaviy munosabatlarni samarali tashkil etish nafaqat har bir korporativ tuzilmada shu bilan birga har bir mamlakatda alohida muhim ahamiyat kasb etishini ko'rishimiz mumkin. Shundan kelib chiqqan holda avvalo korporativ moliyaning iqtisodiy mohiyatiga to'xtalib o'tish maqsadga muvofiq, deb o'ylaymiz.

Bu borada tadqiqotlar olib borgan ingliz iqtisodchi olimlaridan Richard A.Brealey, Stewart C.Myers, Franklin Allenlar "Korporativ moliya bu barchasi bozor qiymatini maksimallashtirish haqidadir",³ deb ta'kidlashsa, fransuz iqtisodchi olimlaridan Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur, Antonio Salvilar "Korporativ moliya nafaqat nazariy darslik, balki amaliy qo'llanma hamdir",⁴ deya fikr bildirishadi. Shuningdek, Stephen A.Ross, Randolph W.Westerfield, Bradford D.Jordanlar korporativ moliyaga quyidagicha yondashadilar: "Korporativ moliya umumiy holda "Uzoq muddatli investitsiyalarni qanday jalb qilish kerak?", "Uzoq muddatli moliyalashtirishni qayerdan olmoqchisiz: qo'shimcha ta'sischi jalb qilasizmi yoki qarz olasizmi?", "Kundalik moliyaviy faoliyat bo'yicha xaridorlardan tushumlar va mol yetkazib beruvchilarga xarajatlarni qanday tartibda boshqarasiz?" kabi uchta savolga javob topish

³Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Fundamentals of Corporate Finance. Seventh Global Edition. McGraw-Hill Education, 2014. p.51. (1341 p.)

⁴Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur, Antonio Salvi. Corporate finance: theory and practice. Fourth edition. Wiley, 2014. p.10. (997 p)

yo'llarini o'rganishdir".⁵ Bizning fikrimizcha, korporativ moliya – yuridik va jismoniy shaxslarning o'z mulklarini ixtiyoriy ravishda birlashtirish orqali tijorat tashkilotini tashkil etish va tashkil etilgan tijorat tashkilotining faoliyati bilan bog'liq pulli munosabatlarni anglatadi va moliya tizimining mustaqil sohasi hisoblanadi.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida har bir tijorat tashkilotining asosiy vazifasi sifatida yuqori foyda olish va mulkdorlar manfaatlarini qanoatlantirish maqsadida moliyaviy-xo'jalik faoliyatini tashkil etish belgilanadi. Erkin bozor munosabatlarida bozorning har qanday subyekti sotuvchi va xaridor sifatida qatnashishi mumkin. Bu jarayonda bozor munosabatlarini rivojlantirish korporativ moliyaning jamiyatdagi rolini kuchaytirishni talab qiladi.

Har qanday moliyaviy munosabatning moddiy asosi pul hisoblanadi. Pul mablag'larining subyektlar o'rtasidagi maqsadli harakati moliyaviy munosabatning yuzaga kelishning asosiy shartidir.

Korporativ moliya korporativ tuzilmalar moliyaviy-xo'jalik faoliyatini yuritish jarayonida yuzaga keladigan barcha pulli moliyaviy munosabatlar tizimini anglatadi. Bunda korporativ tuzilma doirasida pul fondlarini shakllantirish va taqsimlash, ulardan foydalanish jarayonlari korporativ moliyaning asosi sifatida xizmat qiladi.

Shu o'rinda ta'kidlash lozimki, korporativ tuzilma bu tadbirkorlik faoliyati bilan shug'ullanuvchi yuridik shaxsdir. Yuridik shaxs tushunchasi esa o'z mulkida, xo'jalik yuritishida yoki operativ boshqaruvida alohida mol-mulkka ega bo'lgan hamda o'z majburiyatlari yuzasidan ushbu mol-mulk bilan javob beradigan, o'z nomidan mulkiy yoki shaxsiy nomulkiy huquqlarga ega bo'la oladigan va ularni amalga oshira oladigan, majburiyatlarni bajara oladigan, sudda da'vogar va javobgar bo'la oladigan tashkilotni anglatadi.

Korporativ tuzilmalarda yuzaga keladigan moliyaviy munosabatlarni iqtisodiy mazmuniga ko'ra quyidagi yo'nalishlar bo'yicha guruhlash mumkin:

- ta'sischi o'rtasida;

⁵Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfi eld, Bradford D. Jordan. Fundamentals of Corporate Finance. McGraw-Hill/Irwin, 2013. p. 49 (824 p.)

- alohida korxonalar o'rtasida;
- korxonalar va ularning bo'linmalari o'rtasida;
- korxonalar va ularning ishchi-xodimlari o'rtasida;
- korxonalar va yuqori turuvchi tashkilotlar o'rtasida, moliya-sanoat guruhlari tarkibidagi biznes subyektlari o'rtasida, xolding tarkibidagi biznes subyektlari o'rtasida;
- korxonalar va davlat moliya tizimi o'rtasida;
- korxonalar va bank tizimi o'rtasida;
- korxonalar va sug'urta kompaniyalari o'rtasida;
- korxonalar va fond birjalari o'rtasida;
- korxonalar va investitsiya institutlari o'rtasida.

Korxonalar pul mablag'laridan samarali foydalanish maqsadida turli maqsadli fondlarni shakllantiradi. Har bir pul fondning o'z maqsad va vazifalari belgilanadi. Korxonalar pul fondlarini shakllantirish orqali xo'jalik faoliyatini kerakli mablag'lar bilan ta'minlashni amalga oshiradi, hamda takror ishlab chiqarishni kengaytiradi; pul oqimlari harakatini ishlab chiqarish uzluksizligiga qaratadi; ilmiy texnika jarayonini moliyalashtiradi; yangi texnikani o'zlashtiradi va joriy etadi; subyektlarni iqtisodiy rag'batlantiradi; byudjet, bank va hokozolar bilan hisob-kitoblarni amalga oshiradi.

Yuqorida ta'kidlaganimizdek, korporativ moliya moliya tizimida muhim rol o'ynaydi. Shu bois moliya tizimining mazkur bo'g'inini samarali tashkil etish va rivojlantirish aniq tamoyillarga asoslanadi. Ular korporativ tuzilmalarning ta'sis hujjatlarida belgilab qo'yilgan maqsad va vazifalar bilan bevosita bog'liq va ular quyidagilar:

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

Moliyaviy-xo'jalik faoliyati bo'yicha o'z-o'zini tartibga solish tamoyili mavjud moddiy, mehnat va moliyaviy resurslardan kelib chiqqan holda ishlab chiqarish va ilmiy-texnik taraqqiyot bo'yicha

qarorlar qabul qilish va ularni amalga oshirishda korxonalariga to'liq mustaqillik taqdim etilganligini o'zida ifodalaydi.

Korxonalar ishlab chiqariladigan mahsulot (xizmat)ga talabdan kelib chiqqan holda rivojlanish istiqbollarini belgilaydi va o'z faoliyatini rejalashtiradi. Tezkor va joriy rejalar asosini xaridorlar bilan tuzilgan mahsulot yetkazib berish va mol yetkazib beruvchilar bilan tuzilgan moddiy resurslar bilan ta'minlash bo'yicha tuzilgan shartnomalar tashkil etadi. Moliyaviy rejalar biznes rejada ko'zda tutilgan tadbirlarni pul mablag'lari bilan ta'minlashga, shuningdek, davlat byudjeti bilan hisob-kitoblarni kafolatlashga qaratilgan. Aylanma mablag'larni to'ldirish o'z moliyaviy resurslari (sof foyda), zarur holatlarda qarz mablag'lari va boshqa jalb qilinadigan mablag'lar hisobiga amalga oshiriladi.

O'z xarajatlarini o'zi qoplash tamoyili korxonani rivojlantirish uchun yo'naltirilgan mablag'lar sof foyda va amortizatsiya ajratmalari hisobiga qamrab olinishini nazarda tutadi. Bu mablag'lar tegishli korxonaga xususiy kapitalning minimal iqtisodiy samaradorligini ta'minlashga qaratilgan.

Korxonaga o'z xarajatlarini o'zi qoplashda takror ishlab chiqarish jarayonini o'z manbalari hisobiga moliyalashtiradi va tegishli byudjetlarga soliqlar to'laydi. Amaliyotda mazkur tamoyilga amal qilish barcha korxonalarda samarali ishlashni va zararlarni tugatishni talab qiladi.

O'z xarajatlarini o'zi qoplashdan farqli ravishda o'z-o'zini moliyalashtirish nafaqat samarali faoliyat ko'rsatish imkonini beradi, balki tadbirkorlik faoliyati asosida moliyaviy resurslarni shakllantirish imkonini ham yaratadi. O'z-o'zini moliyalashtirish tamoyili shartnoma majburiyatlariga, kredit-hisob-kitob va soliq intizomiga rioya qilish orqali korxonalarda moddiy javobgarlikni kuchaytirish imkonini beradi. Xo'jalik shartnomalari shartlarini buzish natijasida jarimalar to'lash, shuningdek, boshqa tashkilotlarning zararlarini qoplash mahsulot yetkazib berish bo'yicha majburiyatlarni bajarishdan korxonani ozod qilmaydi.

O'z-o'zini moliyalashtirish tamoyilini amalga oshirish uchun quyidagi shartlarga rioya qilish lozim:

- joriy va investitsion faoliyat bo'yicha xarajatlarni qoplash uchun yetarli miqdorda o'z kapitalini jamg'arish;
- kapitalni joylashtirish uchun maqbul yo'nalishlarni tanlash;
- asosiy kapitalni doimiy ravishda yangilab borish;
- tovar va moliya bozorlari talabiga moslasha olish.

Korporativ moliyani boshqarish amaliyotida pul oqimlari sinxronligini ta'minlash masalasiga alohida e'tibor qaratish talab etiladi. Chunki pul oqimlari o'zaro mosligini ta'minlash faoliyat uzluksizligiga xizmat qiladi. Buning uchun esa kapitalni oqilona joylashtirish va bozor talablariga tez moslashuvchanlik doimiy nazoratga olinishi lozim bo'ladi.

Aylanma mablag'larni shakllantirish manbalarini o'z va qarz manbalariga ajratish tamoyili alohida tarmoqlarda ishlab chiqarishni tashkil etish va texnologik xususiyatlarga ko'ra belgilanadi. Mavsumiylik xususiyatiga ega tarmoqlarda (savdo, oziq-ovqat, qishloq xo'jaligi va boshqalar) aylanma mablag'larni shakllantirishning qarz manbalarining ulushi yuqoriligini kuzatish mumkin. Mavsumiylik xususiyatiga ega bo'lmagan tarmoqlarda (og'ir sanoat, transport, aloqa) aylanma mablag'larni shakllantirish manbalari tarkibida o'z aylanma mablag'lari ustunlikka ega bo'ladi.

Moliyaviy zaxiralar tashkil etish hamkorlar oldida o'z majburiyatlarini bajarmaslik natijasida moddiy javobgarlikning o'sib borishi, bozor konyunkturasi mumkin bo'lgan tebranishlari sharoitida korxonalarda barqaror faoliyatni ta'minlash uchun zarurdir. Aksiyadorlik jamiyatlarida moliyaviy zaxiralar qonunchilikda belgilangan tartibda sof foyda hisobidan shakllantiriladi. Boshqa xo'jalik subyektlarida esa moliyaviy zaxiralar ta'sis hujjatlari asosida tashkil etiladi. Masalan, mas'uliyati cheklangan jamiyatlar o'zining ustavida nazarda tutilgan, lekin o'z ustav kapitalining o'n besh foizidan kam bo'lmagan miqdorda zaxira fondini vujudga keltirishi mumkin. MCHJ zaxira fondi jamiyatning ustavida belgilangan miqdorga yetgunga qadar har yili sof foydadan ajratmalar qilish yo'li bilan

shakllantiriladi. Har yilgi ajratmalar miqdori jamiyat ustavida belgilab qo'yiladi, lekin u jamiyat ustavida belgilangan miqdorga yetgunga qadar sof foydaning besh foizidan kam bo'lishi mumkin emas.

Amaliyotda mazkur tamoyillarga rioya qilishni ta'minlash korporativ moliyani boshqarish tizimlarini tashkil etish va moliyaviy siyosatni ishlab chiqish orqali amalga oshirilishi lozim. Bunda quyidagilarni hisobga olish maqsadga muvofiq:

- faoliyat doirasi va yo'nalishlari (mahalliy yoki xalqaro doirada; eksport yoki import);

- tarmoq xususiyatlari;

- tadbirkorlik faoliyatining tashkiliy-huquqiy shakllari.

Keltirilgan tamoyillarga rioya qilish korxonalarining moliyaviy barqarorligi, to'lovga layoqatliligi, daromadliligi va bozordagi faolligini ta'minlaydi.

Bugungi kunda biznesni tashkil etish uni amalga oshirishning turli xil shakllarini taqozo etadi. Biror bir shaklni tanlash ko'p sonli omillarga bog'liq holda amalga oshiriladi va quyidagilarni aniqlash lozim bo'ladi: belgilangan asosdagi tashkiliy-huquqiy xususiyatlar; kapital egalari o'rtasidagi munosabatni o'zida ifodalovchi mulkchilik shakli; nafaqat texnologik jarayonlar, shu bilan birga resurslar, shu jumladan moliyaviy resurslarni ham talab qilish darajasiga ko'ra faoliyat xususiyatlari. Bulardan tashqari biznesni tashkil etish nuqtai nazaridan tabiiy-iqlim va geografik sharoitlarni ham hisobga olish lozim bo'ladi.

Umuman keltirib o'tilgan sharoitlardan kelib chiqqan holda korxonalardan resurslarni o'zlashtiribgina qolmasdan qo'yilgan maqsadlarga erishish ham talab etiladi. Natijada iqtisodiy, ijtimoiy, ekologik, davlat, milliy, global ahamiyat kasb etuvchi masalalar o'z yechimini topishi mumkin. Shunda tashkil etiladigan biznes faoliyati muvaffaqiyat keltirishi bilan birga kutilgan natijaga erishish va eng asosiysi maqsadlarga erishish imkonini beruvchi biznes jarayonini doimiy yangilab borishga ham imkon beradi.

1.2. Biznesni tashkil etishning korporativ shakllari

Mamlakatimizda biznesni tashkil etishning korporativ shakllari sifatida mas'uliyati cheklangan jamiyatlar va aksiyadorlik jamiyatlari ko'p uchraydi.

Mas'uliyati cheklangan jamiyat deb bir yoki bir necha shaxs tomonidan ta'sis etilgan, ustav kapitali ta'sis hujjatlari bilan belgilab qo'yilgan miqdorlardagi ulushlarga bo'lingan jamiyat tan olinadi. Mas'uliyati cheklangan jamiyatning ishtirokchilari uning majburiyatlari bo'yicha jamiyat faoliyati bilan bog'liq zarar uchun o'zlari qo'shgan hissalar qiymati doirasida javobgar bo'ladilar.

Mas'uliyati cheklangan jamiyat (MCHJ) belgilangan tartibda davlat ro'yxatidan o'tkazilgan paytdan e'tiboran yuridik shaxs maqomiga ega bo'ladi. MCHJ o'z faoliyati davomida belgilangan tartibda boshqa yuridik shaxslarning ta'sischisi bo'lishi va ularning ustav kapitalida ishtirok etishi, vakolatxonalar va filiallar tuzishi mumkin.

Yuridik va jismoniy shaxslar MCHJlarning ishtirokchilari bo'la oladi. Qonunchilikka asosan ayrim toifadagi jismoniy shaxslarning jamiyatda ishtirok etishi taqiqlanishi yoki cheklanishi mumkin. Davlat hokimiyati va boshqaruv organlari, agar qonun hujjatlarida boshqacha qoida belgilangan bo'lmasa, jamiyatning ishtirokchilari bo'lishga haqli emaslar.

Jamiyat bitta shaxs tomonidan ta'sis etilishi mumkin bo'lib, u jamiyatning yagona ishtirokchisiga aylanadi. Jamiyat keyinchalik bir ishtirokchisi bo'lgan jamiyatga aylanishi mumkin. Jamiyat yagona ishtirokchi sifatida bir shaxsdan iborat boshqa xo'jalik jamiyatiga ega bo'lishi mumkin emas. MCHJ ishtirokchilarining soni ellik kishidan oshmasligi lozim.

Agar MCHJ ishtirokchilarining soni belgilangan me'yordan oshib ketsa, jamiyat bir yil ichida ochiq aksiyadorlik jamiyati yoki ishlab chiqarish kooperativi etib qayta tuzilishi kerak. Agar ko'rsatilgan muddat davomida jamiyat qayta tuzilmasa va jamiyat ishtirokchilarining soni belgilangan me'yorga qadar kamaymasa, u

yuridik shaxslarni davlat ro'yxatidan o'tkazuvchi organning talabiga binoan sud tartibida tugatilishi kerak.

MCHJlarni ta'sis etish ta'sischilar tomonidan ta'sis shartnomasini tuzish va jamiyat ustavini tasdiqlashdan boshlanadi. Ta'sischilar tomonidan jamiyatning ijro etuvchi organlari saylanadi yoki tayinlanadi, shuningdek, jamiyatning ustav kapitaliga naqd pulsiz ulushlar qo'shilgan holatlarda, ularning balansga kiritilish bahosini tasdiqlaydilar. Jamiyat ustavini tasdiqlash to'g'risidagi qaror, shuningdek, jamiyat ta'sischilari kiritadigan ulushlarning puldagi bahosini tasdiqlash to'g'risidagi qaror ta'sischilar tomonidan bir ovozdan qabul qilinishi lozim. Boshqa qarorlar esa jamiyatning ta'sischilari tomonidan qonunchilik hujjatlarida va jamiyatning ta'sis hujjatlarida nazarda tutilgan tartibda qabul qilinishi mumkin.

Yuqorida ta'kidlaganimizdek, MCHJlarning ta'sis shartnomasi va ustavi jamiyat ta'sis hujjatlari hisoblanadi. Agar jamiyat bir shaxs tomonidan ta'sis etilsa, shu shaxs tasdiqlagan ustav jamiyatning ta'sis hujjati hisoblanadi. Agarda jamiyat ishtirokchilarining soni ikki va undan ortiq shaxsni tashkil etsa, ular o'rtasida ta'sis shartnomasi tuzilishi shart.

Jamiyat ishtirokchisining, auditorning yoki istalgan manfaatdor shaxsning talabiga binoan jamiyat ularga jamiyatning ta'sis hujjatlari bilan, shu jumladan unga kiritilgan o'zgartishlar bilan tanishish imkoniyatini berishi shart. Jamiyat ishtirokchisining talabiga binoan jamiyat unga jamiyatning ta'sis shartnomasi va ustavi nusxalarini berishi shart. Nusxalarni berganlik uchun jamiyat tomonidan olinadigan haq ularni tayyorlashga ketgan xarajatlardan ortiq bo'lishi mumkin emas.

Jamiyatning ta'sis hujjatlariga o'zgartishlar jamiyat ishtirokchilarining umumiy yig'ilishi qaroriga binoan kiritiladi. Jamiyatning ta'sis hujjatlariga kiritilgan o'zgartishlar ham belgilangan tartibda davlat ro'yxatidan o'tkazilishi kerak.

Ta'sis shartnomasida MCHJlarning ta'sischilari jamiyatni tuzish majburiyatini oladilar va uni tuzish yuzasidan birgalikda faoliyat

yuritish tartibini belgilaydilar. Ta'sis shartnomasida quyidagilar ham belgilab qo'yiladi:

- ta'sischilar tarkibi;
- ustav kapitalining miqdori va har bir ta'sischi ulushi;
- jamiyat ta'sis etilayotganda uning ustav kapitaliga ulushlarni qo'shish tartibi, miqdori, usullari va muddatlari;
- ulushlarni qo'shish bo'yicha majburiyatlarini buzganlik uchun ta'sischilarning javobgarligi;
- ta'sischilar o'rtasida foyda va zararlarni taqsimlash shartlari va tartibi;
- MCHJ organlarining tarkibi va jamiyat ishtirokchilarining jamiyatdan chiqish tartibi.

MCHJ ustavida esa quyidagilar ko'rsatilishi kerak:

- jamiyatning to'liq va qisqartirilgan firma nomi;
- jamiyat faoliyatining predmeti;
- jamiyatning pochta manzili to'g'risidagi ma'lumotlar;
- jamiyat organlarining tarkibi va vakolatlari, shuningdek, jamiyat organlari tomonidan qarorlar qabul qilish tartibi;
- jamiyat ustav kapitalining miqdori to'g'risidagi ma'lumotlar;
- jamiyat har bir ishtirokchisi ulushining miqdori va nominal qiymati to'g'risidagi ma'lumotlar;
- jamiyat ishtirokchilarining huquqlari va majburiyatlari;
- jamiyat ishtirokchisining jamiyatdan chiqish tartibi va uning oqibatlari to'g'risidagi ma'lumotlar;
- jamiyat ustav kapitalidagi ulushning (ulush bir qismining) boshqa shaxsga o'tishi tartibi to'g'risidagi ma'lumotlar;
- jamiyatning hujjatlarini saqlash tartibi hamda jamiyat tomonidan jamiyat ishtirokchilariga va boshqa shaxslarga axborot taqdim etish tartibi to'g'risidagi ma'lumotlar;
- jamiyatning vakolatxonalari va filiallari to'g'risidagi ma'lumotlar va boshqalar.

Mas'uliyati cheklangan jamiyatlarda ustav kapitalini shakllantirish masalalari, ularni qayta tashkil etish yo'llari xususida keyingi boblarda to'xtalib o'tamiz.

Mamlakatimizda aksiyadorlik jamiyatlarini tuzish, ularning faoliyati va ularni tugatish, aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish bilan bog'liq munosabatlar O'zbekiston Respublikasining "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi qonuni va boshqa qonunchilik hujjatlari bilan tartibga solinadi. "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi qonun dastlab 1996 yil 26 aprelda, yangi tahrirdagisi esa 2014 yil 6 mayda qabul qilingan.

Bank, investitsiya va sug'urta faoliyati sohalarida, shuningdek, davlat tashkilotlarini xususiylashtirishda aksiyadorlik jamiyatlarini tashkil etishning va ular huquqiy holatining o'ziga xos xususiyatlari tegishli qonun hujjatlari bilan belgilanadi.

Ustav kapitali aksiyadorlarning aksiyadorlik jamiyatiga nisbatan huquqlarini tasdiqlovchi muayyan miqdordagi aksiyalarga taqsimlangan tijorat tashkiloti aksiyadorlik jamiyati deb e'tirof etiladi. Aksiyadorlik jamiyati yuridik shaxs bo'lib, u o'z mustaqil balansida hisobga olinadigan alohida mol-mulkka, shu jumladan o'zining ustav kapitaliga berilgan mol-mulkka ega bo'ladi, o'z nomidan mulkiy va shaxsiy nomulkiy huquqlarni olishi hamda amalga oshirishi, zimmasiga majburiyatlar olishi, sudda da'vogar va javobgar bo'lishi mumkin.

Aksiyadorlik jamiyati davlat ro'yxatidan o'tkazilgan paytdan e'tiboran yuridik shaxs maqomiga ega bo'ladi va ustavida muddat belgilanmagan bo'lsa, cheklanmagan muddatga tuziladi.

Yangi tahrirdagi "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi qonun qabul qilingunga qadar mamlakatimizda aksiyadorlik jamiyatlari ochiq yoki yopiq bo'lishi mumkin edi. Bunda ochiq aksiyadorlik jamiyatining ta'sisчилari tarkibiga kiruvchilarning eng kam soni cheklanmagan, yopiq aksiyadorlik jamiyatining ta'sisчилari esa kamida uchta shaxsdan iborat qilib belgilangandi. Jamiyatning har bir ta'sisчisi uning aksiyadori bo'lishi lozim edi. Shuningdek, aksiyadorlari o'zlariga tegishli aksiyalarini o'zga aksiyadorlarning roziligisiz boshqa shaxslarga berishi mumkin bo'lgan aksiyadorlik jamiyati *ochiq aksiyadorlik jamiyati* (OAJ), aksiyalari faqat o'z ta'sisчилari yoki

oldindan belgilangan doiradagi shaxslar o'rtasida taqsimlanadigan aksiyadorlik jamiyati esa *yopiq aksiyadorlik jamiyati* (YoAJ) hisoblanardi.

Jahon amaliyotida ochiq va yopiq turdagi aksiyadorlik jamiyatlari faoliyati keng doirada kuzatiladi hamda ular o'rtasidagi farqli jihatlar sifatida quyidagilarni keltirish mumkin (1.1-jadval).

Bugungi kunda esa yangi tahrirdagi qonunga asosan aksiyadorlik jamiyati o'zi chiqarayotgan aksiyalarni ochiq obuna o'tkazish orqali ommaviy joylashtirish yo'li bilan, shuningdek, yopiq obuna o'tkazish orqali xususiy joylashtirishlari mumkin.

Lekin aksiyadorlik jamiyatlari ochiq hamda yopiq aksiyadorlik jamiyatlariga ajratilmaydi.

1.1-jadval

Ochiq va yopiq turdagi aksiyadorlik jamiyatlarining o'zaro farqli jihatlari

Farqli xususiyatlari	Ochiq aksiyadorlik jamiyatlari	Yopiq aksiyadorlik jamiyatlari
Aksiyadorlar soni	Cheklanmagan	Cheklanmagan
Ustav kapitaliga qo'yiladigan minimal talab	1,6 milliard so'm	1,6 milliard so'm
Aksiyalarning joylashtirilishi	Ochiq obuna va fond birjasi orqali erkin savdo tashkil etilishi	Yopiq obuna. Aksiyalar faqat ta'sischi yoki oldindan belgilab qo'yilgan shaxslar o'rtasida joylashtiriladi
Aksiyalar bo'yicha mulk huquqini boshqa shaxsga o'tkazish imkoniyati	Cheklanmagan: aksiyadorlar yoki jamiyat tomonidan rozilik talab qilinmaydi	Boshqa aksiyadorlar aksiyani sotib olishda ustunlikka ega bo'ladi. Aksiyador bo'lmagan boshqa shaxslarga to'g'ridan-to'g'ri sotish bo'yicha chegaralar mavjud
Axborotning oshkor qilinishi	Har yili qonunchilikda belgilangan tartibda axborotni oshkor qilishga majbur	Axborot oshkor qilinishi bo'yicha hech qanday talab mavjud emas

Ochiq obuna tashkil etilganda aksiyadorga aylangan shaxslar o'zlariga tegishli aksiyalarni boshqa aksiyadorlarning va jamiyatning roziligisiz o'zga shaxsga berishga haqli. Agarda aksiyadorlarning soni ellik nafardan oshmasa hamda aksiyalar yopiq obuna shaklida tashkil etilgan bo'lsa aksiyadorlik jamiyati ustavida ushbu jamiyatning boshqa aksiyadorlari tomonidan sotilayotgan aksiyalarni uchinchi shaxsga taklif etilayotgan narx bo'yicha va shartlar asosida, aksiyadorlarning har biriga tegishli aksiyalarning soniga mutanosib ravishda olish yuzasidan aksiyadorlar uchun; agar ushbu jamiyatning boshqa aksiyadorlari o'z imtiyozli huquqlaridan foydalanmagan bo'lsa, jamiyatning aksiyadorlari sotayotgan aksiyalarni olish yuzasidan jamiyat uchun imtiyozli huquq nazarda tutilishi mumkin.

O'z aksiyalarini sotayotgan aksiyador aksiyalarini sotish niyati to'g'risida boshqa aksiyadorlarni aksiyalarning narxini va uchinchi shaxsga taklif etish shartlarini ko'rsatgan holda to'g'ridan-to'g'ri yoxud jamiyat orqali yozma shaklda xabardor qilishi shart.

Aksiyadorlar sotayotgan aksiyalarni olishga doir imtiyozli huquqni amalga oshirish tartibi va muddatlari jamiyat ustavida belgilanadi, bunda imtiyozli huquqdan foydalanish muddati aksiyalar sotuvga qo'yilgan paytdan e'tiboran o'n kundan kam va o'ttiz kundan ko'p bo'lishi mumkin emas.

Aksiyador tomonidan o'ziga tegishli aksiyalar imtiyozli huquq buzilgan holda sotilgan taqdirda, jamiyatning istalgan aksiyadori va (yoki) jamiyat bunday qoidabuzarlik to'g'risida aksiyador yoki jamiyat bilgan yoxud bilishi lozim bo'lgan paytdan e'tiboran uch oy ichida o'ziga sotib oluvchining huquq va majburiyatlari o'tkazilishini sud tartibida talab qilish huquqiga ega. Aksiyalarni olishga bo'lgan ushbu imtiyozli huquqdan boshqa shaxs foydasiga voz kechishga yo'l qo'yilmaydi.

Aksiyadorlik jamiyatlari filiallar tashkil etishlari va vakolatxonalar ochishlari mumkin. Filial jamiyatning jamiyat joylashgan yerdan tashqarida joylashgan hamda uning barcha vazifalarini yoki ularning bir qismini, shu jumladan vakolatxonaning vazifalarini amalga oshiradigan alohida bo'linmasidir. Vakolatxona esa jamiyatning jamiyat joylashgan

yerdan tashqarida joylashgan, uning manfaatlarini ifodalaydigan va bu manfaatlarni himoya qilishni amalga oshiradigan alohida bo‘linmasidir. Aksiyadorlik jamiyati filiallari va vakolatxonalarini yuridik shaxs hisoblanmaydi, ular jamiyatning kuzatuv kengashi tomonidan tasdiqlangan nizom asosida ish yuritadi. Filialga va vakolatxonaga berib qo‘yilgan mol-mulki jamiyatning balansida hisobga olinadi. Filialning yoki vakolatxonaning rahbari jamiyat tomonidan tayinlanadi va jamiyat tomonidan berilgan ishonchnoma asosida ish yuritadi. Filial hamda vakolatxona faoliyati uchun javobgarlik ularni tashkil etgan va ochgan jamiyat zimmasida bo‘ladi.

Jamiyat tomonidan O‘zbekiston Respublikasidan tashqarida filiallar tashkil etish va vakolatxonalar ochish, agar O‘zbekiston Respublikasining xalqaro shartnomasida boshqacha qoida nazarda tutilmagan bo‘lsa, filiallar va vakolatxonalar joylashgan yerdagi mamlakatning qonun hujjatlariga muvofiq amalga oshiriladi.

Jamiyat aksiyadorlik jamiyati yoki mas’uliyati cheklangan jamiyat shaklidagi sho‘ba va tobe xo‘jalik jamiyatlariga ega bo‘lishi mumkin. Sho‘ba xo‘jalik jamiyati o‘zining asosiy jamiyati majburiyatlari yuzasidan javobgar bo‘lmaydi. Sho‘ba xo‘jalik jamiyatiga majburiy ko‘rsatmalar berish huquqiga ega bo‘lgan asosiy jamiyat bunday ko‘rsatmalarni bajarish uchun sho‘ba xo‘jalik jamiyati tomonidan tuzilgan bitimlar yuzasidan sho‘ba xo‘jalik jamiyati bilan solidar javobgar bo‘ladi. Asosiy jamiyatning sho‘ba xo‘jalik jamiyatiga majburiy ko‘rsatmalar berish huquqi faqat sho‘ba xo‘jalik jamiyati bilan tuzilgan shartnomada yoki sho‘ba xo‘jalik jamiyatining ustavida nazarda tutilgan taqdirda asosiy jamiyat bunday huquqqa ega deb hisoblanadi.

Sho‘ba xo‘jalik jamiyati asosiy jamiyatning aybi bilan bankrot bo‘lgan taqdirda asosiy jamiyat sho‘ba xo‘jalik jamiyatining majburiyatlari yuzasidan subsidiar javobgar bo‘ladi.

Agar boshqa ishtirok etuvchi jamiyat xo‘jalik jamiyatining ovoz beruvchi aksiyalarining (ulushlarining) yigirma foizidan ortig‘iga ega bo‘lsa, xo‘jalik jamiyati tobe deb e’tirof etiladi.

Aksiyadorlik jamiyatlari yuridik shaxsni ta'sis etish yoki qayta tashkil etish (qo'shib yuborish, bo'lish, ajratib chiqarish, o'zgartirish) yo'li bilan tashkil etilishi mumkin.

Jamiyatni ta'sis etish yo'li bilan tashkil etish muassislarning (muassisning) qaroriga ko'ra amalga oshiriladi. Jamiyatni ta'sis etish to'g'risidagi qaror ta'sis yig'ilishi tomonidan qabul qilinadi. Jamiyat bir muassis tomonidan ta'sis etilgan taqdirda jamiyatni ta'sis etish haqidagi qaror shu muassis tomonidan yakka tartibda qabul qilinadi.

Jamiyatning muassislari uni tashkil etish to'g'risida o'zaro ta'sis shartnomasini tuzadilar, shartnomada ularning jamiyatni ta'sis etishga doir birgalikdagi faoliyatni amalga oshirish tartibi, jamiyat ustav fondining (ustav kapitalining) miqdori, muassislar o'rtasida joylashtirilishi lozim bo'lgan aksiyalarning turlari, ular uchun to'lanadigan haqning miqdori va uni to'lash tartibi, muassislarning jamiyatni tashkil etishga doir huquq va majburiyatlari belgilanadi.

Jamiyatni ta'sis etish to'g'risidagi qaror muassislarning ovoz berish natijalarini hamda jamiyatni ta'sis etish, uning ustavini tasdiqlash, jamiyatning boshqaruv organlarini shakllantirish masalalari yuzasidan muassislar qabul qilgan qarorlarni aks ettirishi kerak.

Jamiyatni ta'sis etish, uning ustavini tasdiqlash to'g'risidagi va muassis tomonidan jamiyatning aksiyalari haqini to'lash uchun kiritilayotgan qimmatli qog'ozlarning, o'zga mulkiy huquqlarning yoki pulda ifodalanadigan bahoga ega bo'lgan boshqa huquqlarning pulda ifodalangan bahosini tasdiqlash haqidagi qarorlar muassislar tomonidan bir ovozdan qabul qilinadi.

Chet ellik investorlar ishtirokidagi jamiyatni tashkil etish O'zbekiston Respublikasining qonun hujjatlariga muvofiq amalga oshiriladi.

Davlat tashkiloti aksiyadorlik jamiyati etib o'zgartirilayotganda aksiyadorlik jamiyatini ta'sis etish to'g'risidagi qaror davlat mulkini tasarruf etishga vakolatli organ tomonidan qabul qilinadi.

Jamiyat muassislari va aksiyadorlarining soni cheklanmaydi.

Agar qonunda, O'zbekiston Respublikasi Prezidentining yoki O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining qarorida boshqacha

qoida belgilanmagan bo'lsa, davlat organlari jamiyatning muassislari (aksiyadorlari) bo'lishi mumkin emas.

Davlat tashkiloti aksiyadorlik jamiyati etib o'zgartirilayotganda davlat mulkini tasarruf etishga vakolatli organ jamiyatning muassisi bo'ladi.

Jamiyat muassislari o'rtasida aksiyalarni taqsimlash ta'sis hujjatiga muvofiq amalga oshiriladi.

Ta'sis yig'ilishida jamiyatni ta'sis etish to'g'risida qaror qabul qilinadi va uning ustavi tasdiqlanadi; ta'sis etish jarayonida muassislar tomonidan tuzilgan shartnomalar tasdiqlanadi; muassislar tomonidan aksiyalar haqini to'lash tartibi belgilanadi; chiqariladigan aksiyalarning turlari va soni belgilanadi; jamiyatning kuzatuv kengashi, taftish komissiyasi (taftishchisini) saylanadi; jamiyatning ijroiya organi tuziladi. Ta'sis yig'ilishida ovoz berish muassislar kiritadigan ulushlarga muvofiq o'tkaziladi.

Ta'sis yig'ilishi qarorlarni oddiy ko'pchilik ovoz bilan qabul qiladi, bundan ta'sis shartnomasini o'zgartirish to'g'risidagi qarorlar qabul qilinadigan hollar mustasno bo'lib, buning uchun barcha muassislarning roziligi talab etiladi. Ta'sis yig'ilishining qarorlari jamiyatning barcha muassislari tomonidan imzolanadigan bayonnoma bilan rasmiylashtiriladi.

Davlat tashkilotini aksiyadorlik jamiyati etib o'zgartirish davlat mulkini tasarruf etishga vakolatli organ tomonidan qabul qilinadigan qaror asosida ta'sis yig'ilishini o'tkazmasdan amalga oshiriladi.

Bir muassisdan iborat bo'lgan jamiyatda ta'sis yig'ilishi o'tkazilmaydi.

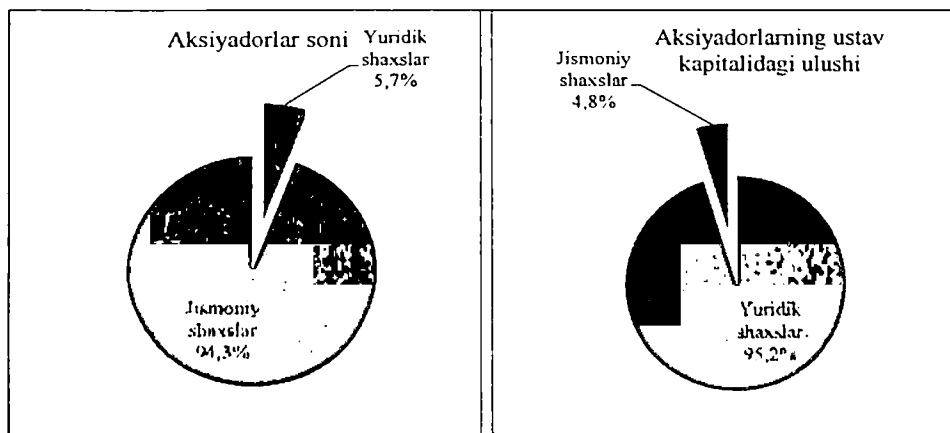
Ustav aksiyadorlik jamiyatining ta'sis hujjati bo'lib, unda quyidagi ma'lumotlar bo'lishi kerak:

- jamiyatning to'liq (agar bo'lsa qisqartirilgan) firma nomi, joylashgan yeri (pochta manzili) va elektron pochta manzili;
- faoliyatining sohasi (asosiy yo'nalishlari) va maqsadi;
- ustav fondining (ustav kapitalining) miqdori;
- jamiyat aksiyalarining soni, nominal qiymati, turlari (oddiy, imtiyozli);

- jamiyat boshqaruvining tuzilmasi, jamiyat kuzatuv kengashining, taftish komissiyasining va ijroiya organining a'zolari soni, bu organlarni shakllantirish tartibi, ularning vakolatlari.

Ustavda jamiyatning ustav kapitalidagi bitta aksiyadorga tegishli bo'lgan ulushning eng ko'p miqdoriga cheklovlar belgilanishi mumkin.

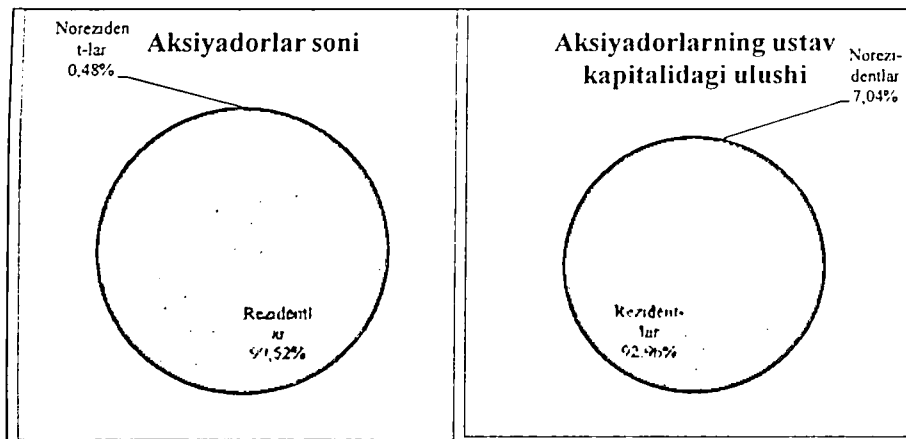
Quyida mamlakatimizda faoliyat yuritayotgan aksiyadorlik jamiyatlarida yuridik va jismoniy shaxs hisoblangan aksiyadorlarning o'zaro nisbati tahlili, aksiyadorlarning jamiyatlar ustav kapitalidagi ulushi tahlili, rezident va norezidentlarning aksiyadorlik jamiyatlari ustavidagi ishtiroki tahlilini ko'rib chiqamiz (1.1-rasm).



1.1-rasm. Aksiyadorlar tarkibi va ularning ustav kapitalidagi ulushi

1.1-rasm ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, aksiyadorlar tarkibida jismoniy shaxslar 94,3 foizni, yuridik shaxslar esa 5,7 foizni tashkil etadi. Boshqa tomondan ustav kapitalidagi ishtiroki bo'yicha teskari nisbatni ko'rishimiz mumkin. Ya'ni yuridik shaxslar 95,2 foiz, jismoniy shaxslar 4,8 foiz aksiyalarga egalik qiladi.

Rezident va norezidentlarning jami aksiyadorlar tarkibidagi ulushi mos ravishda 99,52 foiz va 0,48 foizni tashkil etadi. Rezidentlarning aksiyadorlik jamiyatlari ustav kapitalidagi ulushi 92,96 foizni tashkil etsa, bu borada norezidentlar 7,04 foiz ulushga ega (1.2-rasm).



1.2-rasm. Rezident va norezidentlarning aksiyadorlar tarkibidagi ulushi va ularning ustav kapitalidagi ulushi

Aksiyadorlik jamiyatlarida ustav kapitalini shakllantirish, qimmatli qog'ozlarini joylashtirish, qayta tashkil etish masalalari xususida keyingi boblarda to'xtalib o'tamiz.

1.3. Korporativ moliyaviy siyosat va uning o'ziga xos xususiyatlari

Bozor iqtisodiyoti sharoitida korxonalar faoliyati davomida moliyaviy munosabatlarning to'g'ri tashkil etilishi qo'yilgan maqsadga erishishda muhim ahamiyatga ega hisoblanadi. Shundan kelib chiqqan holda asosiy e'tiborni korxonalar moliyasini samarali tashkil etishga, korxonalar moliyasini boshqarishni to'g'ri tashkil etishga qaratish maqsadga muvofiq. Korporativ moliyani boshqarishni to'g'ri tashkil etish esa bevosita korporativ moliyaviy siyosatga bog'liq.

Korporativ moliyaviy siyosatni ishlab chiqish va amalga oshirish korxonalarining barcha moliyaviy munosabatlarini qamrab olishi lozim. Bunda moliyaviy siyosat – korxonaning ta'sis hujjati (ustavi)da aks etgan strategik va taktik maqsadlarga erishish uchun moliyadan

maqsadga yo'naltirilgan holda foydalanishni o'zida aks ettiradi. Masalan, tovar bozoridagi pozitsiyasini kuchaytirish; mos ravishda aktivlar hamda xususiy kapital rentabelligiga erishish; to'lovga layoqatlilik va balans likvidligini ta'minlash; aksiyadorlar mulkiy imkoniyatlarini oshirish va boshqalar. Umuman, korporativ moliyaviy siyosatda quyidagilar nazarda tutiladi:

- foydani maksimallashtirib borish;
- kapital tarkibi va qiymatini optimallashtirish;
- korporativ tuzilmaning moliyaviy barqarorligi, amaliy va bozor aktivligini ta'minlash;
- aksiyadorlar, investorlar va kreditorlar uchun korporativ tuzilmaning moliyaviy ochiqqligiga erishish;
- qimmatli qog'ozlar emissiyasi, moliyaviy lizing, loyihaviy moliyalashtirish yordamida kapital jalb qilishning bozor mexanizmlaridan foydalanish;
- korxonalar moliyaviy-xo'jalik faoliyatining strategik maqsadlarini hisobga olgan holda moliyaviy holat diagnostikasi asosida korporativ moliyani boshqarish mexanizmini ishlab chiqish;
- ustavda keltirilgan faoliyatni amalga oshirish va korporatsiyaning qarzi majburiyatlarini qoplash uchun zarur moliyaviy resurslarni shakllantirish, pul oqimlari va moddiy zaxiralar balanslilikini ta'minlash.

Korporativ tuzilma pul oqimlari va moddiy zaxiralar o'rtasida balanslilikka erishish uchun quyidagi chora-tadbirlar amalga oshiriladi:

- ustav kapitalini shakllantirish (pul ko'rinishida yoki moddiy ko'rinishda) va faoliyat uchun qo'shimcha mablag'larni (resurslarni) jalb qilishning eng ratsional usullari aniqlanadi;
- pul oqimlarini optimallashtirish imkonini beruvchi moliyaviy boshqaruv tashkiliy tuzilmasi shakllantiriladi;
- soliqlar va majburiy ajratmalarni optimallashtirish maqsadida hisob siyosati ishlab chiqiladi;
- kontragentlar bilan hisob-kitoblar usullari va muddati, jarimalar qo'llanilishi bilan bog'liq xo'jalik shartnomalari shart-sharoitlari aniqlanadi;
- xarajatlar, daromadlar, foyda va investitsiyalar javobgarlik markazlarini yaratish asosida byudjet boshqaruvi tizimi joriy qilinadi;

- bosh kompaniya va uning filiallari o'rtasida pul oqimlari harakati hisobi va nazorati tashkil qilinadi.

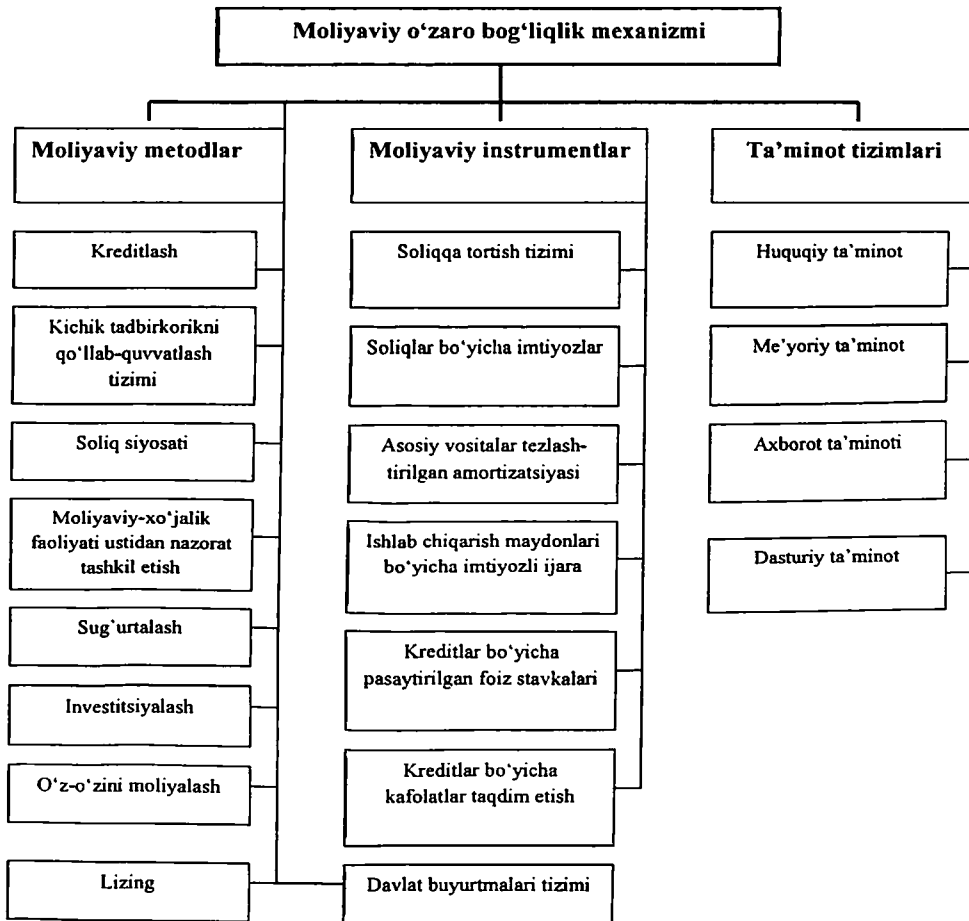
Korporativ moliyani boshqarish tizimini ishlab chiqish jarayonida yetarlicha pul mablag'lari va to'lovga layoqatlilikning yuqori darajasi sharoitida korporatsiyani rivojlantirish va mulkdorlar (aksiyadorlar) manfaatlarini uyg'unlashtirish muammosi paydo bo'ladi. Bunday sharoitda korxonalar faoliyat davomiyligi va qo'yilgan maqsadlar tavsifidan kelib chiqqan holda strategik va taktik moliyaviy vazifalar qo'yiladi. Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda korporativ moliyaviy siyosatni quyidagicha tasvirlashimiz mumkin (3-rasm).



1.3-rasm. Korxonalar moliyaviy siyosati

Yana shuni ham ta'kidlash lozimki, korxonalarining davlat bilan o'zaro moliyaviy bog'liqlik mexanizmini samarali tashkil etish korporativ moliyaviy siyosatda alohida e'tibor talab qiladigan masalalardan biri sanaladi.

Umuman umumdavlat moliyasining korporativ moliya bilan o'zaro bog'liqligini quyidagilarda ko'rish mumkin (1.4-rasm).



1.4-rasm. Moliyaviy o'zaro bog'liqlik mexanizmi

Moliyaviy o‘zaro bog‘liqlik mexanizmidagi har bir element ikki tomonlama ta’sirga ega hisoblanadi. Ya’ni davlat tomonidan yaratilgan qo‘shimcha imkoniyat bir tomondan korporativ moliyaning samarali ishlashiga xizmat qilsa, boshqa tomondan korporativ moliyaning samarali ishlashi davlat moliyasi uchun qo‘shimcha imkoniyatlarni yuzaga keltiradi.

Umumiy holda moliyaviy siyosat yuritishda moliyaviy ta’minot, moliyaviy taqsimot, moliyaviy xavfsizlikni ta’minlash, moliyaviy boshqaruv jarayonida kadrlar masalalariga alohida tartibda yondashuv talab etiladi.

Nazorat savollari

1. Korporativ moliyaning iqtisodiy mohiyatini bilasizmi?
2. Korporativ tuzilmalarda yuzaga keladigan moliyaviy munosabatlarni iqtisodiy mazmuniga ko‘ra tasniflab va tavsiflab bera olasizmi?
3. Korxonada pul mablag‘laridan samarali foydalanish maqsadida tashkil etiladigan pul fondlarini sanab o‘ting va ularning iqtisodiy ahamiyatini izohlang.
4. Korporativ moliyani tashkil etish tamoyillari o‘rtasida o‘zaro bog‘liqlik mavjudmi?
5. O‘z xarajatlarini o‘zi qoplash tamoyili nimaga yo‘naltirilgan?
6. Aylanma mablag‘larni shakllantirish manbalarini o‘z va qarz manbalariga ajratish tamoyilining moliyaviy barqarorlikni ta’minlashga qanday ta’siri bor?
7. Moliyaviy zaxiralar tashkil etishning bozor iqtisodiyoti sharoitidagi ahamiyatini izohlang.
8. Biznesni tashkil etishning korporativ shakllarini sanab o‘ting.
9. Mas’uliyati cheklangan jamiyatlarning tashkiliy xususiyatlarini izohlab bering.
10. Aksiyadorlik jamiyatining tashkiliy xususiyatlarini tavsiflab bering.
11. Sho‘ba va qaram xo‘jalik jamiyatlari faoliyatining o‘zaro farqli xususiyatlarini keltiring.

12. Unitar korxonalar faoliyatining o'ziga xos xususiyatlarini ajratib ko'rsating.

13. Korporativ moliyaviy siyosatning asosiy yo'nalishlarini sanab o'ting.

14. Moliyaviy o'zaro bog'liqlik mexanizmini qanday tushunish mumkin?

Testlar

1. Korporativ tuzilma deganda nimani tushunasiz?

- a) tadbirkorlik faoliyati bilan shug'ullanuvchi yuridik shaxs;
- b) nodavlat ta'lim muassasalari va ularning korporativ filiallari;
- d) davlat notijorat yuridik shaxslari;
- e) xorijiy vakolatxonalar, konsullik idoralari.

2. Har qanday moliyaviy munosabatning moddiy asosi nima hisoblanadi?

- a) pul va manfaat;
- b) foiz undirish;
- d) hukmronlik o'tkazish;
- e) moddiy jihatdan nufuzini oshirib borish.

3. Moliyaviy munosabatning yuzaga kelish asosiy shartini qanday izohlaysiz?

- a) pul mablag'larining subyektlar o'rtasidagi maqsadli harakati;
- b) foydani taqsimlashda pul munosabatlaridan foydalanish;
- d) takror ishlab chiqarishda moliyaviy ta'minot uzluksizligiga erishish;
- e) moliyaviy barqarorlikni oshirib borish.

4. O'z mulkida, xo'jalik yuritishida yoki operativ boshqaruvida alohida mol-mulkka ega bo'lgan hamda o'z majburiyatlari yuzasidan ushbu mol-mulk bilan javob beradigan, o'z nomidan mulkiy yoki shaxsiy nomulkiy huquqlarga ega bo'la

oladigan va ularni amalga oshira oladigan, majburiyatlarni bajara oladigan, sudda da'vogar va javobgar bo'la oladigan tashkilot nima deb ataladi?

- a) yuridik shaxs;
- b) aksiyadorlik jamiyati;
- d) mas'uliyati cheklangan jamiyat;
- e) yuqorida keltirilgan xususiyatlarga ega tashkilot bozor iqtisodiyoti sharoitida amal qilmaydi.

5. O'z xarajatlarini o'zi qoplash tamoyili nimani nazarda tutadi?

- a) korxonani rivojlantirish uchun yo'naltirilgan mablag'lar sof foyda va amortizatsiya ajratmalari hisobiga qamrab olinishini;
- b) xarajatlarni minimallashtirish orqali foydani maksimallashtirishni;
- d) moliyaviy ta'minotni samarali tashkil etishni;
- e) moliyaviy risklarni kamaytirish maqsadida kam daromad bilan cheklanishni.

6. Aksiyadorlari o'zlariga tegishli aksiyalarni o'zga aksiyadorlarning roziligisiz boshqa shaxslarga berishi mumkin bo'lgan aksiyadorlik jamiyati qanday aksiyadorlik jamiyati hisoblanadi?

- a) ochiq obuna o'tkazilgan aksiyadorlik jamiyati;
- b) yopiq aksiyadorlik jamiyati;
- d) unitar jamiyat;
- e) aksiyadorlar har doim o'z aksiyalarini boshqa shaxsga o'tkazish uchun boshqa aksiyadorlardan yozma rozilik olish kerak.

7. O'zbekistonda aksiyadorlik jamiyatlarida yopiq obuna asosida aksiyalar joylashtirilganda aksiyadorlar soni bo'yicha chegarani bilasizmi?

- a) 50 ta shaxsdan ko'p bo'lishi mumkin emas;
- b) aksiyadorlik jamiyatlarida aksiyadorlar soni bo'yicha hech qanday chegara belgilanmaydi;

- d) 50 ta shaxsdan kam bo'lishi mumkin emas;
- e) jamiyat ta'sis yig'ilishi qarori bilan ustavda belgilab qo'yiladi.

8. Aksiyadorlik jamiyatining ta'sis hujjatini bilasizmi?

- a) ustav;
- b) jamiyat ta'sis yig'ilishi bayonnomasi;
- d) Vazirlar mahkamasi qarori;
- e) tadbirkorlik subyektlarini ro'yxatga olish inspeksiyasi tomonidan berilgan guvohnoma.

9. MCHJ ishtirokchilarining soni bo'yicha aniq chegara belgilab qo'yilganmi?

- a) ellik kishidan oshmasligi lozim;
- b) 3 ta shaxsdan kam, 50 ta shaxsdan ko'p bo'lishi mumkin emas;
- d) 50 ta shaxsdan kam bo'lishi mumkin emas;
- e) alohida talab belgilanmagan.

10. Korporativ moliya tushunchasi nimani anglatadi?

- a) korporativ tuzilmalar moliyaviy-xo'jalik faoliyatini yuritish jarayonida yuzaga keladigan barcha pulli moliyaviy munosabatlar tizimini;
- b) davlat va korxonalar o'rtasida yuzaga keladigan moliyaviy munosabatlarni.
- d) aksiyador va kompaniya o'rtasidagi munosabatlarni;
- e) korxonalar faoliyatini boshlash bilan bog'liq jarayonlarni.

II BOB. KORPORATIV MOLIYAVIY MUNOSABATLAR TIZIMI

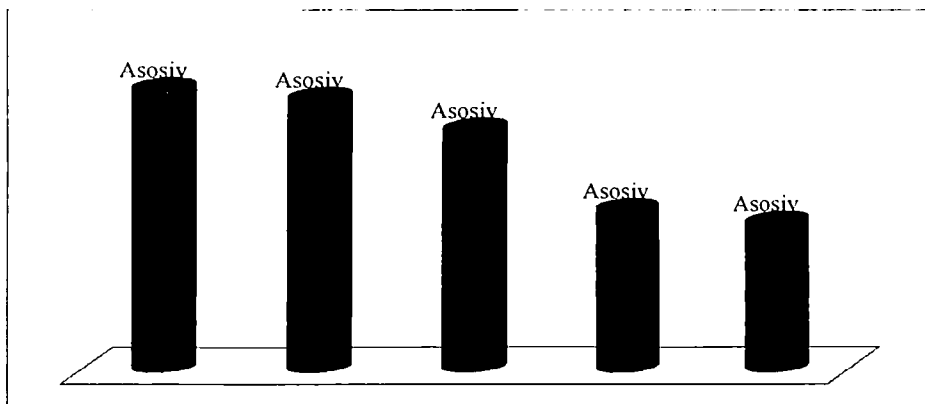
2.1. Korporativ moliyaviy munosabatlar yuzaga kelish sabablari

Moliya tizimining aynan korporativ moliya sohasida iqtisodiyotning turli tarmoqlariga taqsimlanadigan daromadlarning asosiy qismi shakllanadi va bu daromadlar iqtisodiy taraqqiyotning hamda jamiyat ravnaqining asosiy manbasi sifatida xizmat qiladi. Bunda korporativ tuzilmalar daromadlari o'z-o'zini moliyalashtirish uchun, ishchi xodimlar va davlat oldidagi majburiyatlari hamda boshqa yo'nalishlarga taqsimlanadi. Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda korporativ moliyaning moliya tizimi markaziy bo'g'ini sifatida yuzaga chiqishini ko'rishimiz mumkin va korporativ moliyaning amal qilishini samarali tashkil etish jamiyat ijtimoiy-iqtisodiy taraqqiyotida doimiy e'tibor talab qilishini ta'kidlashimiz lozim. Korporativ moliya bugungi kunga kelib xalqaro moliya tizimining asosi sifatida ham xizmat qilmoqda, desak mubolag'a bo'lmaydi. Aynan shunday holatda mamlakatimizda korporativ moliyani samarali tashkil etish mamlakatimiz iqtisodiy taraqqiyotini yuksaltirish bilan birga xalqaro iqtisodiy integratsiyalashuv jarayonining yuksalishiga imkon beradi. Chunki tashqi savdo munosabatlarida aynan davlatlar bilan bir qatorda korporativ tuzilmalar ham faol ishtirok etadi.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida har bir tijorat tashkilotining asosiy maqsadi moliyaviy-xo'jalik faoliyatini samarali tashkil etish orqali yuqori foyda olish va mulkdorlar manfaatlarini qanoatlantirish hamda moddiy farovonligini oshirish hisoblanadi. Erkin bozor munosabatlarida bozorning har qanday subyekti sotuvchi va (yoki) xaridor sifatida qatnashishi mumkin. Umuman bozor munosabatlarini rivojlantirish korporativ moliyaning jamiyatdagi rolini kuchaytirishni talab qiladi.

Har qanday moliyaviy munosabatning moddiy asosi pul hisoblanadi. Pul mablag‘larining subyektlar o‘rtasidagi maqsadli harakati moliyaviy munosabatni yuzaga kelishning asosiy shartidir. Korporativ tuzilma doirasida pul fondlarini shakllantirish va taqsimlash, ulardan foydalanish jarayonlari korporativ moliyaning asosi sifatida xizmat qiladi.

Shu o‘rinda ta’kidlashimiz lozimki, korporativ tuzilma bu tadbirkorlik faoliyati bilan shug‘ullanuvchi yuridik shaxsdir. Yuridik shaxs tushunchasi esa “o‘z mulkida, xo‘jalik yuritishida yoki operativ boshqaruvida alohida mol-mulkka ega bo‘lgan hamda o‘z majburiyatlari yuzasidan ushbu mol-mulk bilan javob beradigan, o‘z nomidan mulkiy yoki shaxsiy nomulkiy huquqlarga ega bo‘la oladigan va ularni amalga oshira oladigan, majburiyatlarni bajara oladigan, sudda da’vogar va javobgar bo‘la oladigan tashkilot”⁶ni anglatadi. Respublikamizda korporativ tuzilmalarning eng keng tarqalgan turlari sifatida aksiyadorlik jamiyatlari va mas’uliyati cheklangan jamiyatlarni keltirishimiz mumkin. 2017 yil 1 yanvar holatiga respublikamizda faoliyat ko‘rsatayotgan aksiyadorlik jamiyatlari soni 659 tani tashkil etadi (2.1-rasm).



2.1-rasm. Respublikamizda faoliyat ko‘rsatayotgan aksiyadorlik jamiyatlari soni⁷

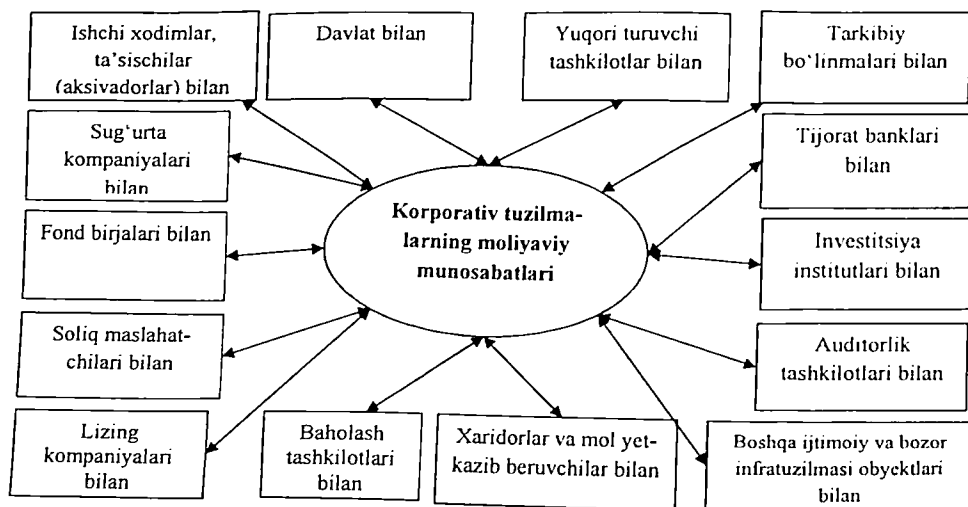
⁶ O‘zbekiston Respublikasi Fuqarolik kodeksi, 39-modda.

⁷ Qimmatli qog‘ozlar bozorini muvofiqlashtirish va rivojlantirish markazi ma’lumotlari asosida tuzildi.

Yuqoridagi 2.1-rasm ma'lumotlari asosida ta'kidlashimiz mumkin, respublikamizda faoliyat ko'rsatayotgan aksiyadorlik jamiyatlari soni pasayish tendensiyasiga ega. Buni samarasiz ishlayotgan aksiyadorlik jamiyatlarining tugatilayotganligi bilan izohlashimiz mumkin.

2.2. Korporativ moliyaviy munosabatlar tasniflanishi

Bozor iqtisodiyoti sharoitida korporativ tuzilmalar quyidagi subyektlar bilan moliyaviy munosabatlarga kirishadi (1.2-rasm):



2.2-rasm. Korporativ tuzilmalar moliyaviy munosabatlarga kirishadigan subyektlar

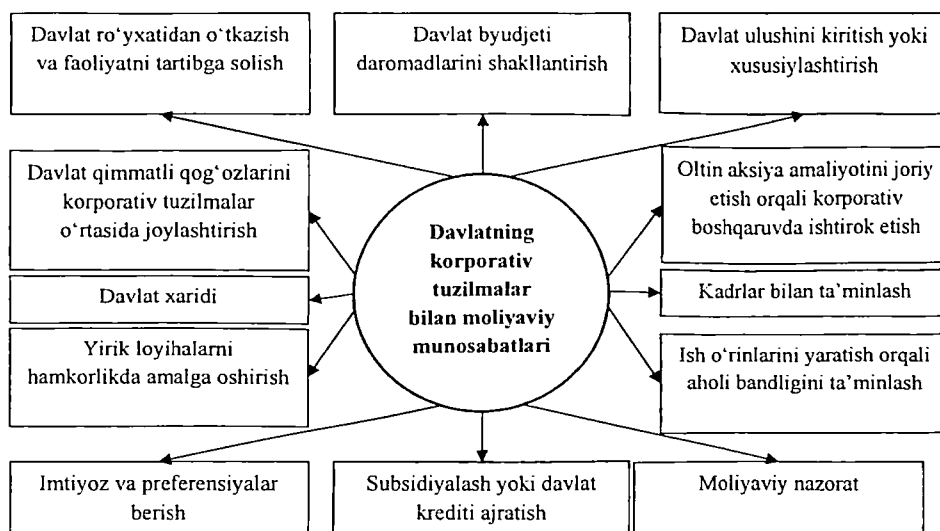
Korporativ tuzilmalarning boshqa subyektlar bilan moliyaviy munosabatlari xususida quyida qisqacha to'xtalib o'tamiz.

Avvalo, *ta'sischi (aksiyador)lar* bilan moliyaviy munosabatlar korporativ tuzilmani tashkil etish (ta'sis etish) bilan bog'liq munosabatlarni o'z ichiga qamrab oladi. Bunda korporativ tuzilma faoliyatini tashkil etishda ta'sischi (aksiyador)larning ulushlarini belgilashlari, ta'sischilar (aksiyador)ning ulush kiritish va o'z

ulushlarini korporativ tuzilmadan olib chiqib ketishlari, uchinchi shaxslarning ta'sischi (aksiyador) sifatida kirish jarayonlarida yuzaga keladigan moliyaviy munosabatlarga alohida e'tibor qaratiladi. Boshqa tomondan erishilgan natija – korporativ tuzilma foydasini ta'sischi yoki aksiyadorlar o'rtasida taqsimlash jarayoni ham korporativ moliyaviy munosabatlarda muhim o'ringa ega ekanligini qayd etib o'tishimiz lozim.

Korporativ moliyaviy munosabatlarda *ishchi-xodimlar* bilan moliyaviy munosabatlarmuntazam ravishda ro'y berib turishi bilan xarakterlidir. Shuningdek, ishchi-xodim aksiyador ham bo'lsa, ular bilan moliyaviy munosabatlar ko'lami yanada kengayadi.

Davlatning korporativ tuzilmalar bilan moliyaviy munosabatlari ko'p tomonlamaligi bilan ajralib turadi. Bunday munosabatlar tarkibini quyida keltirib o'tamiz (2.3-rasm):

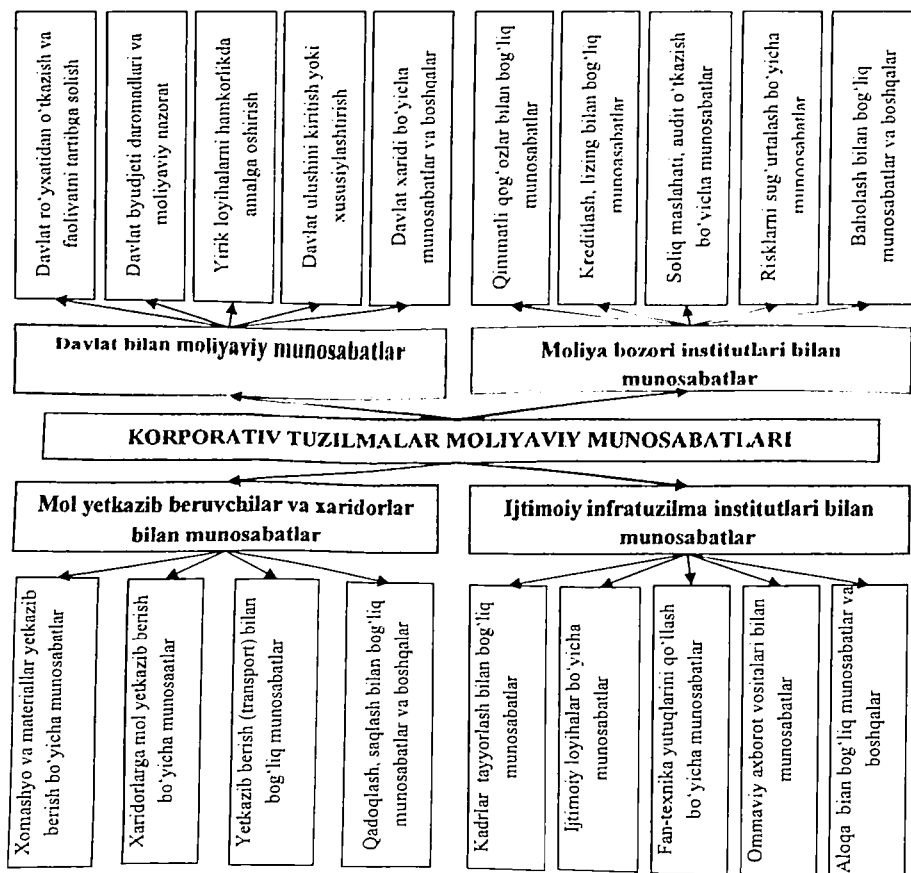


2.3-rasm. Davlatning korporativ tuzilmalar bilan moliyaviy munosabatlari

Yuqoridagi 2.3-rasm ma'lumotlari asosida davlatning korporativ tuzilma bilan moliyaviy munosabatlari bevosita davlat ro'yxatidan o'tkazish va faoliyatga ruxsat berish, faoliyatni tartibga solish, davlat byudjeti daromadlarini shakllantirish, davlat ulushini kiritish yoki xususiy lashtirish maqsadida sotish, korporativ boshqaruvda bevosita

ishtirok etish, davlat ta'lim muassasalarida korporativ tuzilmalar faoliyati uchun kadrlar tayyorlash, ish o'rinlari yaratish orqali aholi bandligini va daromadlilikini ta'minlash, moliyaviy nazorat qilib borish, subsidiyalar yoki davlat kreditlari ajratish, turli imtiyoz va preferensiyalar (xususan, soliq imtiyozlari) berish, yirik loyihalarni hamkorlikda amalga oshirish, iste'molchi sifatida davlat xaridini amalga oshirish, davlat qimmatli qog'ozlarini korporativ tuzilmalar o'rtasida joylashtirish kabi holatlarda namoyon bo'lishini ko'rishimiz mumkin.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida korporativ tuzilmalar moliyaviy munosabatlarini quyidagi to'rtta guruh bo'yicha tasniflash mumkin (2.4-rasm):



2.4-rasm. Korporativ tuzilmalar moliyaviy munosabatlari tasnifi

Bugungi kunga kelib korporativ tuzilmalar o'z faoliyatlarini kengaytirib borishlari natijasida *vakolatxonalar, sho'ba korxonalar, filiallar* tashkil etishga e'tibor qaratadilar. Bunday tarkibiy bo'linmalarining tashkil etilishi va faoliyat yuritishi bilan bog'liq moliyaviy munosabatlar ham korporativ moliyaviy munosabatlarda foydani maksimallashtirib borish hamda mulkdorlar moddiy farovonligini oshirib borish nuqtai nazaridan alohida e'tibor talab qiladi.

Bizga ma'lumki, milliy amaliyotda korporativ tuzilmalarning, ayniqsa aksiyadorlik jamiyatlarining *yuqori turuvchi tashkilotlar* (xo'jalik birlashmalari, xoldinglar, kompaniyalar, uyushmalar, konsernlar va hokazo) bilan bevosita bog'liq holda faoliyat ko'rsatishi keng qo'llaniladi. Bunda xoldinglar aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarining nazorat paketiga bevosita egalik qiladi va natijada moliyaviy qarorlar qabul qilish bevosita xolding qarori asosida tashkil etiladi.

Bugungi kunda korporativ tuzilmalar faoliyatini *tijorat banklarisiz* tasavvur qilib bo'lmaydi. Bu borada birinchi Prezidentimiz I.Karimov ta'kidlaganlaridek, "Iqtisodiy islohotlarni amalga oshirishda bank tizimi amalda lokomotiv vazifasini bajarishi, xo'jalik yurituvchi barcha subyektlarni o'z ishlarini qayta tashkil etishga, bozor mexanizmlarini dadil va jadal egallashga da'vat etuvchi omil bo'lishi darkor".⁸

Tijorat banklari korporativ tuzilmalarning naqd pulsiz hisob-kitoblarini tashkil etishlari bilan birga, bozor iqtisodiyoti sharoitida kreditlash (investitsiyalash), faktoring, lizing va boshqa xizmatlarni ham ko'rsatadi. Amaldagi qonunchilikka ko'ra "Sug'urta deganda yuridik yoki jismoniy shaxslar to'laydigan sug'urta mukofotlaridan, shuningdek, sug'urtalovchining boshqa mablag'laridan shakllantiriladigan pul fondlari hisobidan muayyan voqea (sug'urta hodisasi) yuz berganda ushbu shaxslarga sug'urta shartnomasiga muvofiq sug'urta tovonini (sug'urta pulini) to'lash yo'li bilan ularning manfaatlarini himoya qilish tushuniladi".⁹ Shundan kelib chiqqan holda *sug'urta kompaniyalari* korporativ tuzilmalar faoliyatida yuzaga kelishi

⁸ Karimov I.A. Bank tizimi, pul muomalasi, kredit, investitsiya va moliyaviy barqarorlik to'g'risida. T.: O'zbekiston, 2005. 386-bet. (528)

⁹ O'zbekiston Respublikasi "Sug'urta faoliyati to'g'risida"gi Qonuni, 3-modda.

mumkin bo'lgan moliyaviy risklarni boshqarishda muhim ahamiyat kasb etishi bilan birga bozor iqtisodiyoti sharoitida investitsion institut ham hisoblanadi va moliya bozori orqali korporativ tuzilmalarga investitsiya kiritadi.

Korporativ tuzilmalar tomonidan qimmatli qog'ozlar emissiyasi va ularni joylashtirish *fond birjalari* orqali amalga oshiriladi. Bunda investorlar bevosita fond birjalarida joylashtirilgan korporativ qimmatli qog'ozlarni xarid qilish orqali korporativ tuzilmalar bilan moliyaviy munosabatlarga kirishadi. Bundan tashqari fond birjasi ham aksiyadorlik jamiyati hisoblanadi.

Shu o'rinda mamlakatimizda faoliyat ko'rsatayotgan aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan fond bozori orqali aksiyalar muomalasi tashkil etilganligi, shuningdek, tor doirada korporativ obligatsiyalar muomalasi mavjudligini ta'kidlab o'tishimiz lozim. Respublikamizdagi aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan 2017 yil 1 yanvar holatiga 30463,5 milliard so'mlik aksiyalar muomalaga chiqarilganligini ko'rishimiz mumkin (2.1-jadval).

2.1-jadval

Hududlar kesimida aksiyadorlik jamiyatlarining soni va ular tomonidan muomalaga chiqarilgan qimmatli qog'ozlar¹⁰

№	Hududlar	Aksiyadorlik jamiyatlari		Chiqarilgan qimmatli qog'ozlar hajmi	
		Soni	Jamiga nisbatan foizda	Milliard so'mda	Jamiga nisbatan foizda
1	Qoraqalpog'iston Respublikasi	22	3,34	70,6	0,2
2	Andijon	43	6,53	662,9	2,2
3	Buxoro	38	5,77	124,1	0,4
4	Jizzax	18	2,73	306,8	1,0
5	Qashqadaryo	47	7,13	181,5	0,6
6	Navoiy	22	3,34	833,5	2,7

¹⁰ Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi ma'lumotlari asosida tuzildi.

7	Namangan	29	4,40	151,4	0,5
8	Samarqand	32	4,86	90,8	0,3
9	Surxondaryo	23	3,49	54,4	0,2
10	Sirdaryo	17	2,58	172,2	0,6
11	Toshkent viloyati.	49	7,44	1110,5	3,6
12	Farg'ona	46	6,98	435,8	1,4
13	Xorazm	29	4,40	79,9	0,3
14	Toshkent shahri	244	37,03	26189,3	86,0
JAMI		659	100,0	30463,5	100,0

Yuqoridagi jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, faoliyat ko'rsatayotgan aksiyadorlik jamiyatlarining 244 tasi, ya'ni 37 foizi Toshkent shahrida joylashgan bo'lib, ular tomonidan 26189,3 milliard so'mlik, ya'ni jamiga nisbatan 86 foiz qimmatli qog'ozlar chiqarilgan. Bu borada eng past ko'rsatkich Surxondaryo viloyatiga to'g'ri keladi.

Korporativ tuzilmalar kapital jalb qilish nuqtai nazaridan *investitsiya institutlari*, xususan investitsiya va pay fondlari bilan munosabatlarga kirishadi. Bunda "investorlarning pul mablag'larini jalb etish va ularni investitsiya aktivlariga qo'yish maqsadida aksiyalar chiqarishni amalga oshiruvchi yuridik shaxs – aksiyadorlik jamiyati investitsiya fondidir".¹¹ Keltirilayotgan ta'rifdan ham ko'rishimiz mumkinki, investitsiya fondlari bevosita qimmatli qog'ozlar bozorida faoliyat ko'rsatadi va korporativ qimmatli qog'ozlar bilan ham operatsiyalarga kirishadi.

Milliy qonunchiligimizga ko'ra, "aksiyadorlik jamiyatlari, banklar va boshqa kredit tashkilotlari, sug'urta tashkilotlari, investitsiya fondlari hamda yuridik va jismoniy shaxslarning mablag'larini jamlab turuvchi boshqa fondlar hamda ularning investitsiya aktivlarini ishonchli boshqaruvchilar, manbalari yuridik va jismoniy shaxslarning ixtiyoriy badallari bo'lmish xayriya fondlari va boshqa ijtimoiy fondlar, mablag'larining hosil bo'lish manbalari qonun hujjatlarida nazarda tutilgan, yuridik va jismoniy shaxslar tomonidan qilinadigan majburiy ajratmalar bo'lmish byudjetdan tashqari fondlar, ustav fondida davlatga

¹¹ O'zbekiston Respublikasi "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi Qonuni, 3-modda.

tegishli ulush bo'lgan xo'jalik yurituvchi subyektlar va davlat unitar korxonalari, fond va tovar birjalari har yili majburiy auditorlik tekshiruvidan o'tishi kerak".¹² Shuningdek, qonunchilikda belgilangan tartibda ixtiyoriylik asosida ham auditorlik tekshiruvi jalb qilinishi mumkin. Bundan ko'rinib turibdiki, korporativ tuzilmalar o'z faoliyati davomida auditorlik tashkilotlari bilan moliyaviy munosabatlarga kirishishga majbur. Ayrim moliyaviy qarorlarni qabul qilishda auditorlik xulosasi talab etilishi ham korporativ tuzilmalar va auditorlik tashkilotlarining o'zaro hamkorligiga xizmat qiladi.

Xaridorlar va mol yetkazib beruvchilar bilan moliyaviy munosabatlar o'z-o'zidan muntazam amalga oshirib borilishi bilan xarakterli. Chunki belgilab olingan faoliyatni amalga oshirish orqali qo'yilgan maqsadga erishish, ya'ni foydani maksimallashtirish uchun xaridorlar va mol yetkazib beruvchilar bilan moliyaviy munosabatlar tashkil etilishi talab etiladi.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida aktivlar bahosi bevosita talab va taklif asosida shakllanadi. Shuningdek, ma'lum bir holatlarda aktivlarning bozor bahosini aniqlash baholash tashkilotlari tomonidan amalga oshiriladi. Korporativ tuzilmalar o'z faoliyatlari davomida ma'lum bir moliyaviy operatsiyalarni amalga oshirish uchun baholash tashkilotlari xizmatlaridan foydalanishlariga to'g'ri keladi. Qo'shimcha ravishda qonunchilik talablari asosida baholash tashkilotlari xizmatlaridan foydalanish bo'yicha majburiy holatlar ham mavjud. "Garov to'g'risida"gi Qonunga ko'ra, "Garov narsasini baholash garovga qo'yuvchi bilan garovga oluvchi o'rtasidagi kelishuvga ko'ra yoki baholash faoliyati to'g'risidagi qonun hujjatlari talablariga muvofiq garov narsasini baholashdan o'tkazish orqali amalga oshiriladi".¹³ Baholash to'g'risidagi qonunchilikka ko'ra, "Baholashni o'tkazishni davlatga to'la yoki umumiy mulk huquqida qisman qarashli baholash obyektlari bitim tuzishga jalb etilgan taqdirda, shu jumladan: baholash obyektlarini davlat tasarrufidan chiqarish, xususiylashtirish, ishonchli boshqaruvga topshirish yoki ijaraga berish maqsadida ularning qiymati

¹² O'zbekiston Respublikasi "Auditorlik faoliyati to'g'risida"gi Qonuni, 10-modda.

¹³ O'zbekiston Respublikasi "Garov to'g'risida"gi Qonuni, 10-modda.

aniqlanayotganda; baholash obyektlaridan garov narsasi sifatida foydalanayotganda; baholash obyektlari sotilayotganda yoki o'zga shaxsga boshqacha tarzda o'tkazilayotganda; baholash obyektlari bilan bog'liq qarz majburiyatlaridan boshqaning foydasiga voz kechilayotganda; baholash obyektlari yuridik shaxslarning ustav fondlariga ulush tariqasida berilayotganda majburiydir.

Baholash o'tkazish baholash obyektining qiymati to'g'risida nizo chiqqan taqdirda ham, shu jumladan, mol-mulk natsionalizatsiya qilinayotganda; ipoteka krediti berilayotganda; taraflardan birining talabiga binoan er-xotinning mol-mulki bo'linayotganda; mol-mulk mulkdorlaridan davlat ehtiyojlari uchun sotib olinayotgan yoki qonun hujjatlarida nazarda tutilgan boshqacha tarzda olib qo'yilayotganda; soliqlar va boshqa majburiy to'lovlar to'g'ri to'lanishi ustidan nazorat o'tkazilayotganda majburiydir"¹⁴, deb belgilab qo'yilgan.

Yuqoridagilar asosida ta'kidlash mumkinki, korporativ tuzilmalar bank kreditlarini jalb qilish jarayonida garov ta'minotini baholash yuzasidan baholovchilarga bevosita murojaat qiladi. Umuman baholovchilar faoliyati nafaqat garovni baholash, balki qimmatli qog'ozlarni baholash, biznesni baholash va hokazolarda ham namoyon bo'ladi.

Lizing kompaniyalari bilan moliyaviy munosabatlarning tashkil etilishi natijasida korporativ tuzilmalar o'z faoliyatlariga yangi texnologiyalar, asosiy vositalar jalb qilishlari mumkin. Korporativ tuzilmalarning asosiy vositalar sotib olish imkoniyati cheklangan sharoitda lizing xizmatlaridan foydalanish nisbatan samarali bo'lishi mumkin.

Soliq maslahatchilari bilan munosabatlarda esa soliq imtiyozlaridan samarali foydalanish, soliqlarni rejalashtirish, soliq xatoliklarini bartaraf etish va hokazolarga e'tibor qaratiladi. Bu haqda to'rtinchi bobda atroflicha to'xtalib o'tamiz.

Shuningdek, korporativ tuzilmalar konsalting firmalari, yuridik xizmatlar ko'rsatuvchi subyektlar, ilmiy tadqiqot muassasalari, birjalar

¹⁴ O'zbekiston Respublikasi "Baholash faoliyati to'g'risida"gi Qonuni, 11-modda.

va boshqa ijtimoiy hamda bozor infratuzilmalari subyektlari bilan ham moliyaviy munosabatlarga kirishishlari mumkin.

Nazorat savollari

1. Korporativ moliyaviy munosabatlar yuzaga kelish sabablari.
2. Aksiyadorlar bilan bir tomonlama va ko'p tomonlama munosabatlar.
3. Korporativ tuzilmalarning moliya bozori institutlari bilan munosabatlari.
4. Mol yetkazib beruvchilar va xaridorlar bilan munosabatlar.
5. Korporativ tuzilma va davlat o'rtasidagi ko'p tomonlama munosabatlar.
6. Korporativ tuzilmalarning bank-kredit institutlari bilan munosabatlari.
7. Korporativ tuzilmalarning fond bozori institutlari bilan munosabatlari.
8. Korporativ tuzilmalarning ijtimoiy institutlar bilan hamkorligi.
9. Korporativ tuzilma va davlat byudjeti o'rtasidagi munosabatlar.

III BOB. KORPORATIV TUZILMALARDA MOLIYAVIY MENEJERNING ROLI

3.1. Korporativ tuzilmalarda moliyaviy boshqaruvning xususiyatlari

Korxonalar rahbariyati o'z kundalik faoliyatida moliyaviy rejalashtirish, moliyaviy qarorlar qabul qilish, natijalarni tahlil qilish va baholash hamda boshqa shu kabi bilan bog'liq ko'plab muammolar bilan to'qnash keladi. Tadbirkorga kutilgan natijani (foydani) keltirishi lozim bo'lgan har qanday yangi loyiha ma'lum bir g'oyalar asosida paydo bo'ladi. Bu g'oyalar mahsulot ishlab chiqarish, xizmat ko'rsatish, qayta sotish maqsadida tayyor mahsulotlarni sotib olish va boshqalarga yo'naltirilgan bo'lishi mumkin. Shuningdek, bu daromad olish maqsadida boshqa kompaniyaga o'z pul mablag'larini investitsiyalash to'g'risidagi g'oyalar ham bo'lishi mumkin.

Ko'p sonli imkoniyatlar va bozordagi jiddiy raqobat sharoitida tadbirkor o'ziga to'g'ri yo'nalish belgilab olishni bilishi juda zarur. Faraz qilaylik, siz uyali aloqa xizmati ko'rsatish bo'yicha o'z biznesingizni boshlashni xohlaysiz. Tasavvur qiling, ayni vaqtda hudud bo'yicha bunday xizmat ko'rsatish bilan shug'ullanadigan o'nta kompaniya muvaffaqiyatli ishlab kelmoqda. Bu kompaniyalardan har biri o'z raqobatchilarini diqqat bilan kuzatib boradi. Xizmat ko'rsatish sifati va texnologiyasida orqada qolmaslikka, shuningdek, imkon qadar kengroq abonentlar doirasini qamrab olishga intiladi. Agar barcha uyali aloqa kompaniyalari bir xil texnologiyalardan foydalansa va bir xil maqsad sari intilsa, bu uzoq muddatli planda ko'rinadiki, ular amaliy jihatdan bir xil narx bo'yicha bir xil xizmatlarni iste'molchiga taqdim etadilar. Birorta ham uyali aloqa kompaniyasi raqobatchilariga qaraganda o'z xizmati uchun yuqori narx belgilay olmaydi, aks holda o'z mijozlarini yo'qotadi. Natijada biz mikroiqtisodiyotda ideal raqobat

(sof raqobat) deb ataluvchi holatga ega bo'lamiz. Ideal raqobat sharoitida bitta tarmoqqa kiruvchi kompaniyalar bir xil tovar va xizmatlarni taklif qilgan holda, bir xil narx belgilaydilar va qo'shimcha ravishda deyarli bir xil daromadga ega bo'ladilar.

Agarda ideal raqobat haqiqatda mavjud bo'lganda tadbirkorning jamiyatdagi o'rni va hayoti zerikarli, kelajagi esa yo'q bo'lardi. Haqiqatdan ham bunday sharoitda xususiy biznesni boshlashning umuman keragi ham bo'lmasdi. Ya'ni, oddiy tarzda pul mablag'larini boshqa kompaniyaga joylashtirish va o'zi xohlagan o'rtacha daromadni olish mumkin bo'lardi.

Har bir tadbirkorning ish jarayonidagi ishonchi va umidi bozordagi barqaror balansni buzishga, raqobatchilariga qaraganda yaxshiroq mahsulot ishlab chiqarishga, ish jarayonini yanada samarali tashkil etishga, bozorning mumkin qadar kattaroq qismini egallashga, erkin raqobat sharoitida g'olib chiqishga va bevosita o'z shartlarini o'tkazishga undaydi. Faqatgina ana shunda biznesning uzoq muddatli muvaffaqiyatini va aksariyat raqobatchilarga qaraganda yuqoriroq foyda olishni ta'minlash mumkin. Bozorni egallash va shu orqali foydaning doimiy ravishda o'sib borishini ta'minlashda kompaniya biznesi rivojlantirishning aniq strategiyasi belgilanishi alohida ahamiyat kasb etadi.

Shundan kelib chiqqan holda belgilangan strategik maqsadlarga erishish uchun talab qilinadigan iqtisodiy resurslarni jamlay olishi va ulardan nafaqat ishlab chiqarish nuqtai nazaridan, balki moliyaviy nuqtai nazardan ham eng samarali usullardan foydalana olishi lozim. Bunda moliyaviy samaradorlikni ta'minlash moliyaviy menejerning bosh vazifasi hisoblanadi.

Moliyaviy menejer – bu biznes egasining agenti bo'lib, u mulkdor manfaatlari uchun faoliyat yuritishi lozim. Uning faoliyati kompaniyaning boshqa rahbarlaridan ajralmagan holda amalga oshiriladi. Ya'ni, moliyaviy menejer umumiy strategik maqsadlarga erishish uchun rejalashtirish bo'limi, marketing, buxgalteriya va boshqa asosiy bo'limlar bilan o'aro hamohang tarzda faoliyat yuritishi talab etiladi.

Moliyaviy menejment foydani maksimallashtirish, aksiya kursini va biznes qiymatini maksimallashtirish, aksiyaga to'g'ri keladigan

foyda va dividend darajasini oshirish, shuningdek, xo'jalik subyekti raqobatbardoshligi va moliyaviy barqarorligini oshirish maqsadida pul mablag'lari, moliyaviy resurslarni shakllantirish, taqsimlash va ulardan foydalanish jarayonini boshqarishni anglatadi. Bundan asosiy maqsad kompaniya mulkdorlarining (aksiyadorlarining) boyligini orttirish hisoblanadi. Umumiy holda aksiyadorlar mulkini oshirib borish va biznesning strategik maqsadi hisoblangan foydani maksimallashtirish masalalari bir-biriga o'zaro bog'liqligini ham ta'kidlash lozim. Bunda moliyaviy menejerlar oldiga qo'yiladigan asosiy va strategik masala uzoq muddatli istiqbolda foydani muntazam ravishda maksimallashtirib borish orqali korxonaga bozor bahosini oshirib borish hisoblanadi.

3.2. Korporativ moliyani boshqarishda moliyaviy menejning asosiy vazifalari

Moliyaviy menejning vazifalarini beshta asosiy yo'nalishga ajratish mumkin:

1. Investitsion loyihalar jozibadorligini baholash va ularning ichidan iqtisodiy samara keltiradigan va aksiyador mulkining ortishiga xizmat qiladigan loyihalarni tanlash.

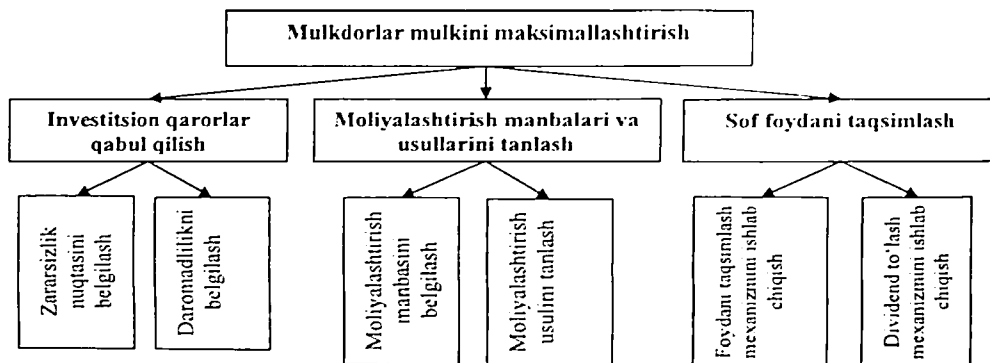
2. Investitsion loyihalarni moliyalashtirish manbalari va usullarini aniqlash va belgilash.

3. Kompaniya likvidliligi va to'lovga layoqatliligini samarali boshqarish.

4. Faoliyat davomida yuzaga kelishi mumkin bo'lgan moliyaviy risklarni baholash va boshqarish.

5. Investorlar (aksiyadorlar) manfaatlarini qanoatlantiruvchi foydani taqsimlash siyosati (mexanizmi)ni ishlab chiqish va amalga oshirish.

Moliyaviy menejning vazifalarini chizma tarzida quyidagi ko'rinishda aks ettirish mumkin (3.1-rasm).



3.1-rasm. Kompaniyalarda moliyaviy menejning vazifalari

Yuqorida keltirilgan vazifalar ijrosini moliyaviy menejerlar tomonidan bajarish jarayonida moliyaviy risklarga ham alohida e'tibor qaratiladi.

Kompaniyalar uchun eng muhim resurs pul hisoblanadi. Chunki uni har qanday boshqa aktivga almashtirish mumkin. Kreditlar bo'yicha foizlar va dividendlar ham pul shaklida to'lanishi lozim. Shuning uchun biznesning muvaffaqiyati ko'p jihatdan pul mablag'larini jalb qilish va ishlab topish bo'yicha kompaniya imkoniyatlariga bog'liq.

Moliyaviy menejer kelgusi jarayonlar uchun ham pul mablag'lari tushumlari va xarajatlarni baholay olishi, moliyaviy rejalashtirish bilan bog'liq ishlarni tashkil eta olishi talab etiladi. Shunday ekan, moliyaviy menejning vazifasi kelgusi pul oqimlari harakati (pul mablag'lari kirimi va chiqib ketishi) ehtimolini hisobga olishi va to'g'ri belgilashi lozim. Boshqacha aytganda moliyaviy menejer loyihalar bo'yicha risklarni baholay olish va ularni boshqarishni bilishi shart.

Davlat iqtisodiy siyosati biznes yuritish shartlariga amaliy ta'sir ko'rsatadi. Ma'lumki, bunda davlatning ta'sirini talab va taklifga, foiz stavkalari va bank kreditlaridan tadbirkorlarning foydalana olish imkoniyatiga, kapital bozoriga, narxlarga, raqobatga va boshqalarda ko'rish mumkin. Shundan kelib chiqqan holda moliyaviy menejer qabul qilinishi kutilayotgan iqtisodiy islohotlarning kompaniya faoliyatiga ta'sirini va yuzaga kelishi mumkin bo'lgan oqibatlarini oldindan tahlil

qila olishi talab etiladi. Bu jihatga korporativ moliyaviy strategiyani ishlab chiqish va amalga oshirishda jiddiy e'tibor qaratiladi.

Ma'lumki, har qanday kompaniyada moliyalashtirishning ikkita tamoyilial manbasi bo'lishi mumkin. Bular qarz mablag'lari va xususiy mablag'lar. Ularni tanlash va kompaniyani moliyalashtirish tarkibidagi ulushini belgilash ko'p jihatdan uning iqtisodiy samaradorligiga bog'liq. Bundan tashqari mijozlarni kreditlash siyosati, qarzlarni undirish, qisqa muddatli ehtiyojlarni moliyalashtirish usullari ham kompaniya faoliyat samaradorligini aniqlashda va qarzarlar bo'yicha foizlarni to'lash imkoniyatini baholashda katta ahamiyat kasb etadi. Aynan keltirib o'tilayotgan jihatlardan kelib chiqqan holda moliyaviy menejer biznesni moliyalashtirishning eng foydali yo'llarini belgilab bera olishi lozim.

Shuningdek, moliyaviy menejerdan erishilgan foydadan foydalanish bo'yicha shunday siyosat ishlab chiqish talab qilinadiki, natijada investorlar (aksiyadorlar)ning manfaatlari qanoatlantirilishi lozim. Bunda dividend siyosatini tanlash investorlarning tiplari va shartlariga ko'p jihatdan bog'liq. Umumiy holda dividend siyosati bir tomondan kompaniya strategik maqsadlari bilan muvofiq kelishi, ikkinchi tomondan aksiyadorlar manfaatlarini qanoatlantira olishi zarur.

Odatda kichik biznes subyektlari moliyaviy menejment sohasidagi mutaxassislarni jalb qilmaydilar. Ba'zida bu vazifani mos bilimlarga ega bo'lgan yagona yoki yirik mulkdor sanalgan kompaniya direktori bajaradi. Umuman olganda esa butun moliyaviy boshqaruv bilan bosh hisobchi shug'ullanadi.

Biznesning yiriklashib borishi bilan kompaniyalarda alohida shtat birligida moliyaviy menejerni qabul qilish imkonini topish foydadan holi bo'lmaydi. Yuqorida ta'kidlaganimiz kichik biznesda moliyaviy menejment sohasini olib borayotgan hisobchilarning korporativ moliyani boshqarishning zamonaviy yondashuvlarini tushunishi va amalda qo'llay olishi soha rivojiga, korxonaning uzoq muddatli muntazam o'sib borishiga zamin yaratadi. Zero bugungi kun amaliyoti risklarni boshqara oluvchilarni haqiqiy moliyachi sifatida tan olmoqda.

Bugungi kunda o'z xususiy biznesini boshlayotgan har bir shaxs faoliyat turidan qat'iy nazar quyidagi uchta savolga javob bera olishi talab etiladi:

1. Sizga qancha miqdorda uzoq muddatli investitsiyalar zarur bo'ladi? Ya'ni siz qaysi sohada faoliyat ko'rsatmoqchisiz va unda qanday turdagi binolar, uskuna va inshootlar talab qilinadi?

2. O'z faoliyatingizni uzoq muddatli moliyalashtirish uchun qanday manbalardan foydalanmoqchisiz? Bunda o'zingizga sherik ham jalb qilmoqchimisiz?

3. Kundalik moliyaviy operatsiyalarni qanday tartibda boshqarmoqchisiz?

Keltirilgan masalalar bugungi kunda korporativ moliyani boshqarishda o'ta muhim masalalar hisoblanadi.

Odatda aksiyadorlarning har kunlik faoliyat bilan bog'liq qarorlar qabul qilish jarayonida to'g'ridan-to'g'ri ishtirok etmasligi yirik kompaniyalar moliyaviy boshqaruvidagi farqli xususiyat hisoblanadi. Buning o'rniga korporatsiya menejerlar yollaydi. Menejerlar ta'sischilar manfaatlarini uchun faoliyat yuritadi va ular nomidan qarorlar qabul qiladi. Yirik korxonalarda yuqorida keltirilgan uchta savolga moliyaviy menejer javob beradi.

Moliyaviy boshqaruv funksiyalari odatda kompaniyaning yuqori darajadagi rahbarlariga yuklatiladi, masalan moliyaviy masalalar bo'yicha boshqaruv raisi o'rinbosari (rivojlangan davlatlarda vitse-prezident) yoki moliyaviy direktor (CFO – chief financial officer).

Korporativ tuzilmalar faoliyatida moliyaviy menejer uchta masalani hal qilish borasida qayg'urishi lozim. Bu masalalar quyidagilar:

- kapital qo'yilmalar byudjetini tuzish;
- kapital tarkibini optimallashtirish;
- aylanma kapitalni boshqarish.

Ularning har biriga to'xtalib o'tamiz.

Kapital qo'yilmalar byudjetini tuzish – bu korxonada uzoq muddatli investitsiyalarni rejalashtirish va boshqarish jarayonidir. Rejalashtirishning mazkur jarayonida moliyaviy menejer korxonada

uchun ahamiyatli bo'lgan investitsion imkoniyatlardan foydalanish orqali ularni o'zlashtirishga harakat qiladi. Kapital qo'yilmalar byudjetini tuzishda kutilayotgan pul mablag'lari tushumlari miqdori va muddati, ularning kelib tushish yoki tushmaslik ehtimoli kabi masalalarga ham e'tibor qaratiladi.

Kapital tuzilmasi – bu qarz kapitali va xususiy kapitalning o'zaro yig'indisidir. Moliyaviy menejer bu masalada korxonaning uzoq muddatli investitsiyalarini amalga oshirish uchun zarur moliyaviy resurslarni jalb qilish manbalariga e'tibor qaratadi. Firmaning kapital tuzilmasi o'z operatsiyalarini moliyalashtirish uchun foylaniladigan xususiy kapital va uzoq muddatli qarzdorlikning yig'indisini o'zida ifodalaydi. Bu sohada moliyaviy menejer oldida har doim muammoli vaziyat paydo bo'ladi. Birinchidan, qancha miqdorda qarz mablag'i olish lozim, boshqa tomondan qarz kapitali va xususiy kapital o'zaro nisbati qanday holatda optimal hisoblanadi. Bunda tanlangan nisbat risklilik darajasiga va kompaniya bozor qiymatiga ta'sir ko'rsatmaslik kerak. Ikkinchidan, firma uchun afzal qanday moliyalashtirish manbalari mavjud.

Aylanma kapitalni boshqarishda esa asosiy e'tibor pul mablag'lari tushumini ta'minlash va majburiyatlarni o'z vaqtida qoplashga yo'naltiriladi.

3.3. O'zbekistonda korporativ boshqaruvni rivojlantirish bo'yicha amalga oshirilayotgan islohotlar

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2015-yil 24-apreldagi "Aksiyadorlik jamiyatlarida zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy etish chora-tadbirlari to'g'risida"gi farmoni asosida mamlakatimizda aksiyadorlik jamiyatlaridagi moliyaviy boshqaruvni takomillashtirishga alohida e'tibor qaratilmoqda. Shuningdek, to'g'ridan-to'g'ri xorijiy investitsiyalarni keng jalb etish, aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining samaradorligini tubdan oshirish, bo'lajak investorlar uchun ularning ochiqligi va jozibadorligini ta'minlash,

zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy qilish, korxonalarni strategik boshqarishda aksiyadorlar rolini kuchaytirish uchun qulay sharoitlar yaratishda ham mazkur farmon alohida ahamiyat kasb etadi.

Mamlakatimizda korporativ boshqaruv tizimini yanada rivojlantirishning asosiy yo'nalishlari etib quyidagilar belgilangan:

- xalqaro tajribani chuqur tahlil qilish va shu asosda zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy etish, ishlab chiqarish, investitsiya, moddiy-texnik, moliyaviy va mehnat resurslaridan foydalanish samaradorligini oshirish;

- chet el kapitali ishtirokida aksiyadorlik jamiyatlarini tashkil etish, aksiyadorlik jamiyatlariga xorijiy investitsiyalarni keng jalb qilish uchun qulay sharoitlar yaratish;

- eski bo'linmalar va lavozimlarni tugatish, zamonaviy xalqaro standartlar va bozor iqtisodiyoti talablariga mos yangi bo'linma va lavozimlarni joriy etishni inobatga olgan holda, aksiyadorlik jamiyatlarini boshqarish tuzilmasini tubdan qayta tashkil etish;

- aksiyadorlik jamiyatlarini strategik boshqarish, boshqaruv xodimlarining samarali faoliyatini nazorat qilishni ta'minlashda aksiyadorlar, jumladan, minoritar aksiyadorlar rolini oshirish;

- yetakchi xorijiy ta'lim muassasalari bilan hamkorlik asosida boshqaruv xodimlarini tayyorlash va ularning kasb darajasini oshirish, shuningdek, aksiyadorlik jamiyatlarida rahbarlik lavozimlariga chet ellik yuqori malakali menejerlarni jalb qilish.

Yetakchi xorijiy kompaniyalarda boshqaruvni tashkil etish tizimini chuqur o'rganish asosida ishlab chiqilgan aksiyadorlik jamiyatining namunaviy tashkiliy tuzilmasi tasdiqlandi.

Aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining samaradorligini oshirish va korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish komissiyasi O'zbekiston Respublikasi Xususiyashtirish, monopoliyadan chiqarish va raqobatni rivojlantirish davlat qo'mitasi, boshqa manfaatdor idoralar va aksiyadorlik jamiyatlarining kuzatuv kengashlari bilan hamkorlikda uch oy muddatda aksiyadorlik jamiyatlari tashkiliy tuzilmasini ularning tarmoq xususiyatlarini inobatga olgan holda, namunaviy tuzilmaga muvofiqlashtirishni ta'minlashi lozimligi belgilandi. Shuningdek,

davlat ulushiga ega aksiyadorlik jamiyatlarining rahbarlari tarkibini uch oy muddatda korporativ boshqaruvning zamonaviy uslublari va tamoyillari, menejment va marketingni, axborot-kommunikatsiya texnologiyalari hamda ularni ishlab chiqarishni boshqarish tizimida qo'llay bilishi bo'yicha attestatsiyadan o'tkazish, attestatsiya yakunlari bo'yicha bo'shagan lavozimlarga yangicha fikrlaydigan, zamonaviy talablarga javob beradigan yuqori malakali rahbarlar, shuningdek, xorijiy menejrlarni jalb etish choralarini ko'rish masalalariga e'tibor qaratilgan.

Aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining samaradorligini oshirish va korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish komissiyasining Germaniya hamda boshqa iqtisodiy rivojlangan davlatlarning yetakchi ta'lim muassasalarini jalb etgan holda, tugatiladigan Oliy biznes maktabi negizida Korporativ boshqaruv ilmiy-ta'lim markazini tashkil etish, uning zimmasiga korporativ boshqaruvning tashkiliy shakllari va zamonaviy uslublarni joriy qilishni metodik ta'minlash, shuningdek, xalqaro talab va standartlarga muvofiq ushbu sohada boshqaruv xodimlarini tayyorlash hamda ularning malakasini oshirish vazifasini yuklash to'g'risidagi taklifi qabul qilingan.

Vazirlar Mahkamasi bir oy muddatda Korporativ boshqaruv ilmiy-ta'lim markazini tashkil etish to'g'risidagi qarorni belgilangan tartibda qabul qilsin va uning vazifalari, tuzilmasi, tinglovchilarni qabul qilish kvotasi, shuningdek, markazning samarali faoliyatini ta'minlash choralarni belgilamoqda. Korporativ boshqaruv tizimini tubdan takomillashtirish bo'yicha chora-tadbirlar dasturi qabul qilingan bo'lib, unda asosiy yo'nalishlar belgilab berilgan. 2015-yil 1-iyuldan boshlab aksiyadorlik jamiyati ijro organining rahbarini tayinlash to'g'risidagi qaror, odatda, xorijiy menejrlar ham ishtirok etishi mumkin bo'lgan tanlov asosida qabul qilinadi; aksiyadorlar, jumladan, minoritar aksiyadorlar xo'jalik sudiga ularning huquqlari va qonuniy manfaatlari buzilgani haqida da'vo arizasi bilan murojaat qilganda, ularga davlat bojini to'lash muddati uzaytiriladi va bu boj aybdor tomonidan undiriladi.

Aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining samaradorligini oshirish va korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish komissiyasi boshqa manfaatdor vazirlik va idoralar bilan hamkorlikda Germaniya hamda boshqa rivojlangan davlatlarning muvaffaqiyatli tajribasi asosida 2015-yil 1-avgustga qadar Korporativ boshqaruv kodeksini ishlab chiqish belgilangan va xalqaro amaliyotni inobatga olgan holda yagona hujjatda quyidagilar aks etishi nazarda tutilgan:

- korporativ boshqaruvning ilg'or uslublarini joriy etish bo'yicha tavsiyalar, jumladan, uzoq muddatli istiqbolda rivojlanish strategiyasi va vazifalari, ichki nazorat tizimlari va ijro organining aksiyadorlar hamda investorlar bilan samarali o'zaro hamkorlik mexanizmlarini belgilash;

- aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining ko'lami, tarmoq xususiyatlari va yo'nalishlarini inobatga olgan holda, namunaviy tashkiliy tuzilmani joriy qilish;

- aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining ochiqligini oshirish, ular tomonidan xalqaro standartlar asosida audit va moliyaviy hisobot axborotini nashr qilish.

2015 yilning 1 iyulidan aksiyadorlik va boshqa xo'jalik jamiyatlari nomlarida ularning ustav kapitalida davlat ulushidan qat'iy nazar, «davlat» so'zidan foydalanishga yo'l qo'yilmasligi belgilab qo'yildi.

2015-2018 yillarda barcha aksiyadorlik jamiyatlari yillik moliyaviy hisobotni nashr etishi va Xalqaro audit standartlari hamda Xalqaro moliyaviy hisobot standartlariga muvofiq tashqi auditni o'tkazishi ma'lumot uchun qabul qilindi. Aksiyadorlik jamiyatlari faoliyatining samaradorligini oshirish va korporativ boshqaruv tizimini takomillashtirish komissiyasi 2015 yilning 1 iyuliga qadar aksiyadorlik jamiyatlarining yillik moliyaviy hisobotini xalqaro standartlarga muvofiq nashr etish jadvalini tasdiqlasin. Aksiyadorlik jamiyatlari boshqaruv xodimlari sifatida jalb qilingan xorijiy mutaxassislarning mehnatiga haq to'lash fondidan yagona ijtimoiy to'lov to'lash; xorijiy mutaxassislarning boshqaruv xodimlari sifatidagi faoliyatidan olgan daromadlari daromad solig'i, to'lov manbaidan olinadigan daromad solig'i, shuningdek, fuqarolarning O'zbekiston Respublikasi Moliya

vazirligi huzuridagi Byudjetdan tashqari pensiya jamg'armasiga to'lanadigan majburiy sug'urta badallaridan ozod etiladi.

Nazorat savollari

1. Bozor iqtisodiyoti sharoitida korporativ moliyaviy boshqaruvni tashkil etishning o'ziga xos xususiyatlarini tavsiflab bering.

2. Moliyaviy boshqaruv oldiga qo'yiladigan asosiy vazifalarni sanab boshqaruvchi sifatida tasavvur qila olasizmi?

3. Investitsion qarorlar qabul qilishda e'tibor qaratiladigan jihatlar haqida to'xtalib o'ting.

4. Korporativ moliyani boshqarishda manfaatlar muvozanatini ta'minlash maqsadida qanday chora-tadbirlar amalga oshiriladi?

5. Rivojlangan davlatlarda moliyaviy menejerning asosiy vazifalari haqida fikr bildiring.

6. Moliyaviy rejalashtirish, prognozlash va operativ moliyaviy boshqarishda moliyaviy menejerga nisbatan qanday talablar qo'yiladi?

7. Bozor iqtisodiyoti sharoitida moliyaviy rejalashtirishga qo'yiladigan talablar haqida qanchalik tasavvurga egasiz?

8. Moliyaviy rejalashtirishda hal qilinishi lozim bo'lgan asosiy vazifalar haqida tasavvurga egasizmi?

Testlar

1. Biznes egasining agenti sifatida mulkdor manfaatlari uchun faoliyat yurituvchi shaxs

- a) moliyaviy menejer;
- b) buxgalter;
- d) ta'minotchi;
- e) injener.

2. Foydani, aksiya kursini va biznes qiymatini maksimallashtirish, aksiyaga to'g'ri keladigan foyda va dividend darajasini oshirish, shuningdek, xo'jalik subyekti raqobatbardoshligi va

moliyaviy barqarorligini oshirish maqsadida pul mablag'lari, moliyaviy resurslarni shakllantirish, taqsimlash va ulardan foydalanish jarayonini boshqarish qaysi soha faoliyat yo'nalishi hisoblanadi?

- a) moliyaviy menejment;
- b) marketing;
- d) innovatsiya;
- e) autsorsing.

3. Moliyaviy menejmentning eng asosiy maqsadi keltirilgan javobni belgilang.

- a) foydani muntazam ravishda maksimallashtirib borish orqali korxonaga bozor bahosini oshirib borish;
- b) xarajatlarni minimallashtirish orqali foydani oshirish;
- d) soliqlarni kamaytirish orqali moliyaviy barqarorlikni ta'minlash;
- e) foydani oshirish orqali to'lovga qobiliyatlikni ta'minlash.

4. Moliyaviy menejmentning asosiy vazifalaridan biri keltirilgan javobni belgilang.

- a) investitsion loyihalar jozibadorligini baholash va ularning ichidan iqtisodiy samara keltiradigan va aksiyador mulkining ortishiga xizmat qiladigan loyihalarni tanlash;
- b) amalga oshirilayotgan har bir moliyaviy-xo'jalik operatsiyasini buxgalteriya hisobida o'z vaqtida to'liq aks ettirish;
- d) bozordagi talab va taklifni o'rgangan holda tovarlar ishlab chiqarish va sotishni tashkil etish;
- e) faoliyat uzluksizligini ta'minlash maqsadida moddiy ta'minot jarayonini samarali tashkil etish.

5. Kompaniyalar uchun eng muhim resurs nima hisoblanadi?

- a) pul;
- b) mehnat resursi;
- d) xomashyo;
- e) suv resurslari.

6. Kapital qo'yilmalar byudjetini tuzish deganda nimani tushunasiz?

- a) korxonada uzoq muddatli investitsiyalarni rejalashtirish va boshqarish jarayonini;
- b) moliyaviy rejalashtirish jarayonini;
- d) moliyaviy prognozlashni;
- e) investitsion risklarni baholash va boshqarish jarayonini.

7. Korxonada moliyaviy-xo'jalik faoliyati davomida yuzaga kelishi mumkin bo'lgan moliyaviy risklarni baholash va boshqarish kimning vazifasi hisoblanadi?

- a) moliyaviy menejerlarning;
- b) hisobchilarning;
- d) marketning bo'limi xodimlarining;
- e) bevosita ishlab chiqarish bilan shug'ullanuvchi xodimlarning.

8. Moliyaviy menejmentning maxsus funksiyalari quyidagilar:

- a) aktivlarni, kapitalni, investitsiyalarni, pul oqimlarini, moliyaviy risklarni boshqarish;
- b) tashkil etish, tahlil, rejalashtirish, motivatsiya va nazorat;
- d) taftish o'tkazish, tekshirish, hisob-kitobni amalga oshirish;
- e) moliyaviy nazoratchilarga hamrohlik qilish, tegishli hujjatlarni tekshiruvchilarga taqdim etish.

9. Pul oqimlarining sinxronligini ta'minlash deganda nimani tushunasiz?

- a) pul mablag'lari kirimi va chiqib ketishining vaqt va miqdor jihatdan o'zaro mos kelishini ta'minlash;
- b) to'lovga layoqatlilikni ta'minlash uchun pul mablag'lari tushumini doimiy nazorat qilib borish;
- d) aksiyadorlar oldidagi majburiyatlardan kelib chiqqan holda pul mablag'lari harakatini qonuniy tashkil etish;

e) davlat va kontragentlar bilan moliyaviy munosabatlarda to'lov majburiyatlarini o'z vaqtida to'liq bajarishni ta'minlashga qaratilgan faoliyat.

10. Korxonaning bozor bahosi deganda nima tushuniladi?

- a) korxonani sotish natijasida egalik qilish mumkin bo'lgan pul miqdori;
- b) korxonada aktivlarining bozor bahosi;
- d) ma'lum bir sanadagi korxonada balans qiymati;
- e) korxonada bozor bahosi degan tushuncha bozor iqtisodiyoti sharoitida amal qilmaydi.

IV BOB. MOLIYA BOZORIDA KORPORATSIYA

4.1. Moliya bozorining korporativ tuzilmalar faoliyatidagi ahamiyati va o‘zaro faoliyat uyg‘unligi

Biznesning tashkiliy shakli sifatida korporatsiyalarning asosiy afzalligi mulk huquqini o‘tkazish va yangi aksiyalar paketini emissiya qilish yordamida qo‘shimcha moliyaviy resurslar jalb qilishning nisbatan osonligida namoyon bo‘ladi. Bu ikkala afzallik moliya bozori orqali amalga oshiriladi va industrial rivojlangan davlatlarda korporativ moliyalashtirish amaliyotida muhim rol o‘ynaydi. Moliya bozori moliyaviy instrumentlari (qimmatli qog‘ozlar) yordamida pul mablag‘lari oqimlarini investorlardan foydalanuvchilarga (qarz oluvchilarga) yo‘naltirishga xizmat qiluvchi barcha bozor institutlari majmuini o‘zida ifodalaydi. Moliya bozori xilma-xillikka ega, lekin ularning oldi-sotdi predmeti bitta – turli xil shakllarda taqdim etiladigan pul hisoblanadi. Moliya bozori tarkibiga eng muhim uchta segment kiritiladi:

- naqd pul va o‘xshash funksiyalarni bajaruvchi qisqa muddatli to‘lov vositasi sifatida bir yilgacha muddatda muomalada bo‘ladigan vositalar (cheklar, solo-veksellar, akkreditivlar va boshqalar) bozori;
- ssuda kapitali bozori, ya‘ni uzoq va qisqa muddatli kreditlar bozori – kredit bozori;
- qimmatli qog‘ozlar bozori – fond bozori.

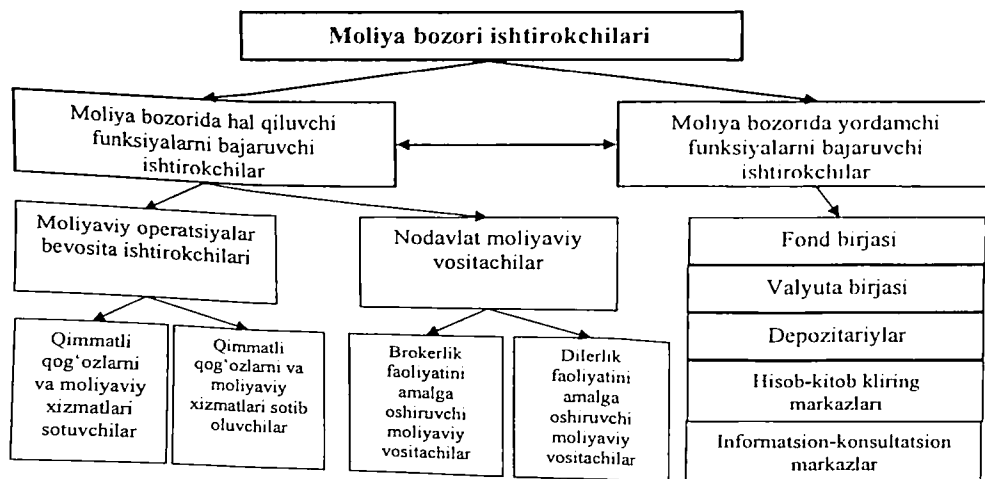
Ko‘pincha, moliya bozori ikkita segmentga pul bozori va kapital bozoriga bo‘linadi.

Moliya bozori amal qilishining obyektiv zarurligini xo‘jalik subyektlarining pul mablag‘lariga bo‘lgan talab va bu talabni qoplash uchun manbalarning har doim ham mos tushavermasligi bilan izohlash mumkin. Amaliyotda bo‘sh pul mablag‘lari kapital egasi (investor) qo‘lida bo‘lsa, bozorning boshqa bir subyekti, ya‘ni emitentda pul mablag‘lariga bo‘lgan talab yuzaga keladi. Bo‘sh pul mablag‘larini

vaqtinchalik qayta taqsimlash uchun moliya bozoridan foydalaniladi. Moliya bozorining funksional vazifasi pul mablag'larini egasidan (investordan) foydalanuvchiga tomon harakatlantirishda vositachi sifatida ishtiroki bilan belgilanadi.

Kelgusida yuqori daromadli moliyaviy aktivlarga investitsiyalash uchun bo'sh pul mablag'larini o'zida jamlagan yuridik va jismoniy shaxslar kapital egalari, ya'ni investorlar sifatida moliya bozoriga chiqadi. Yakka tartibdagi alohida shaxslar (uy xo'jaligi) bevosita (yakka tartibda) yoki moliyaviy vositachilar (moliya-kredit institutlari) orqali o'zlarining jamg'armalarini qo'yilma sifatida amalga oshiradi.

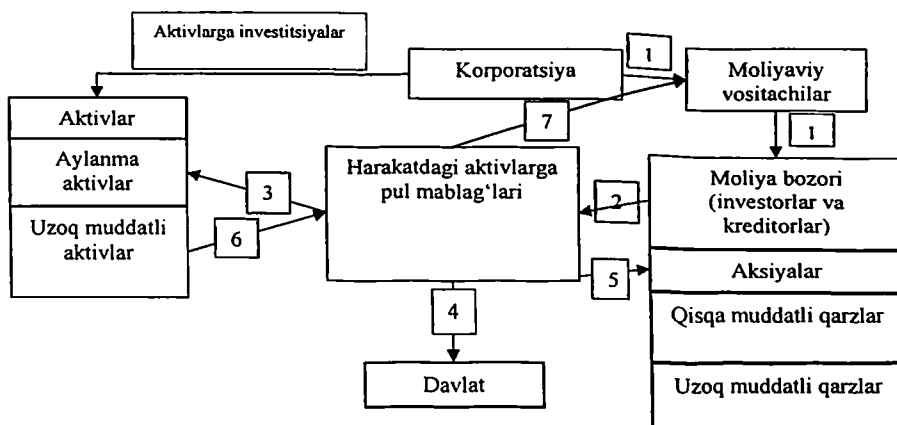
Qo'shimcha foyda olish maqsadida tadbirkorlik faoliyatining turli obyektlariga pul mablag'larini moliya bozoridan oladigan korporativ tuzilmalar mablag'larni jalb qiluvchilar hisoblanadi. Moliya bozori ishtirokchilari o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni quyidagi rasmdan ko'rish mumkin (4.1-rasm).



4.1-rasm. Moliya bozori ishtirokchilari o'rtasidagi o'zaro bog'liqlik

Moliya bozorining amaldagi faoliyati iqtisodiyotda tadbirkorlik faoliyati natijalariga javobgar va to'la xo'jalik mustaqilligiga ega bo'l-

gan real mulkdorlarning mavjudligi bilan chambarchas bog‘liq. Faqatgina ana shunday mulkdorlarning mustaqilligi moliya bozorida tijorat bitimlarini tuzish va moliya bozori instrumentlarini pulga almash-tirishga talab yuzaga kelishiga imkon beradi. Sanoati rivojlangan dav-latlarda institutsional mulkdorlar sifatida aksiyadorlik kompaniyalari qatnashadi. Aksiyadorlik kompaniyalari va moliya bozori o‘rtasidagi o‘zaro ta’sir mexanizmini quyidagi rasm orqali izohlash mumkin (4.2-rasm).



Bu yerda:

1. Pul mablag‘larini jalb qilish uchun qimmatli qog‘ozlar emissiyasi;
2. Korporativ qimmatli qog‘ozlar emissiyasi hisobiga jalb qilingan pul mablag‘lari;
3. Harakatdagi aktivlarga pul mablag‘lari;
4. Davlat foydasiga soliqlar va majburiy ajratmalar;
5. Investorlar va kreditorlarga to‘lanadigan dividendlar va foizlar;
6. Soliqlar to‘langandan so‘ng korporatsiya aktivlariga reinvestitsiya qilinadigan foizlar va dividendlarning bir qismi;
7. Moliyaviy vositachilarga to‘lanadigan komission mukofotlar.

4.2-rasm. Korporatsiyalar va moliya bozori o‘rtasidagi pul oqimlari

Moliya bozori boshqa har qanday bozor kabi sotuvchi va xaridorni uchrashtirish joyi hisoblanadi. Moliya bozorida qarz majburiyatlarini ifodalovchi obligatsiyalar va ulush munosabatini ifodalovchi qimmatli qog‘ozlar aksiyalar sotiladi va sotib olinadi. Lekin, sotiladigan

qimmatli qog'ozlar savdosini tashkil etish, sotuvchilari va xaridorlariga ko'ra ham o'zaro farqlanishi mumkin.

Moliya bozorida qimmatli qog'ozlari bozori birlamchi va ikkilamchi bo'lishi mumkin.

“Birlamchi bozor” atamasi davlat yoki korporatsiya tomonidan qimmatli qog'ozlarni birlamchi savdosini anglatadi. Ikkilamchi bozor esa dastlabki realizatsiyadan keyin moliyaviy instrumentlar qayta oldi-sotdi qilnadigan bozor hisoblanadi. Aksiyalar korporatsiyalar tomonidan muomalaga chiqariladi. Qarz munosabatli qimmatli qog'ozlar esa korporatsiyalardan tashqari davlat tomonidan ham emissiya qilinadi.

Moliya bozori davlat tomonidan boshqaruv obyekti bo'lib hisoblanadi. Boshqaruv obyekti sifatida moliya bozori quyidagi parametrlarga ko'ra tavsiflanadi:

- bozor sig'imi va kon'yunkturasi;
- moliyaviy instrumentlar bo'yicha balanslashtirilgan talab va taklif;
- qimmatli qog'ozlar realizatsiyasi shartlari;
- qimmatli qog'ozlarning daromadliligi va moliyaviy risk darajasi.

Moliya bozori sig'imi tushunchasi aniq bir turdagi qimmatli qog'ozlar bo'yicha ularga bo'lgan talab va taklifdan kelib chiqqan holda mumkin bo'lgan yillik (oylik) savdo ko'lamini anglatadi. Moliya bozoridagi holat ijobiy va salbiy holatlarga ajratiladi. Mamlakatimizda moliyaviy aktivlarga talab ularga bo'lgan taklifga nisbatan sezilarli darajada past. Moliya bozorida kon'yunkturaning o'zgarishi moliyaviy instrumentlar bozor bahosi o'zgarishida namoyon bo'ladi. Moliya bozorining barqaror rivojlanishi moliyaviy aktivlarga talab va taklif o'rtasidagi nisbatning to'g'ri o'rnatilishi, ya'ni balanslilikni talab qiladi. Shunda moliyaviy instrumentlar barqaror va real baholarda sotiladi va sotib olinadi.

Moliya bozorida ham talab va taklif doimiy ravishda o'sib borishi lozim. Bu jihat moliyaviy aktivlarga bo'lgan talabning qanoatlantirilishi bilan bir vaqtning o'zida taklif qilnadigan moliyaviy instrumentlarning bozorda erkin sotilishini ta'minlaydi. Rivojlangan bozorda moliyaviy aktivlar ko'plab sanoat tovarlariga nisbatan

aksariyat holatlarda yuqori likvidli hisoblanadi. Ularni qimmatli qog'ozlar kursi ko'tarilishi yoki pasayishiga qarab qulay sharoitdan foydalangan holda bir onda sotish yoki sotib olish mumkin. Shuning uchun moliya bozorining biror bir subyekti qimmatli qog'ozlarni sotuvchi yoki sotib oluvchi sifatida (muddatli shartnomalar – opsiolar, fyucherslar vositasida) qatnashishi mumkin. Qimmatli qog'ozlarning daromadlilik va risk darajasi o'rtasida to'g'ridan-to'g'ri bog'liqlik amal qiladi. Ya'ni yuqori riskli qimmatli qog'ozlar (masalan yangi tashkil etilgan kompaniya aksiyalari) bo'yicha yuqori daromad ham taklif etiladi.

Moliya bozori nisbatan mustaqil segmentlar tizimini o'zida aks ettiradi. Masalan, korporativ qimmatli qog'ozlar bozori, davlat qarz majburiyatlari bozori, hosilaviy fond instrumentlari (hosilaviy qimmatli qog'ozlar yoki derivativlar) bozori va boshqalar.

Qamroviga ko'ra moliya bozorlarini xalqaro va ichki moliya bozorlariga bo'lish mumkin. O'z navbatida, ichki moliyaviy bozor moliyaviy markazlar (fond birjalari, yirik banklar, moliyaviy kompaniyalar va boshqalar)dan tashkil topgan regional bozorlarga ham bo'linadi. Ayrim mamlakatlar regional moliya bozorlarida regional (munitsipal) majburiyatni ifodalovchi obligatsiyalar ham muomalada bo'lishi mumkin.

Ichki moliya bozorlarda tovar sifatida quyidagilar namoyon bo'ladi:

- qimmatli qog'ozlar – emission va tijorat qimmatli qog'ozlari;
- sug'urta kompaniyalari, nodavlat pensiya fondlari va boshqa moliyaviy vositachilar qat'iy majburiyatlarini o'zida aks ettiruvchi qimmatli qog'ozlar;
- valyuta qimmatliklari (xorijiy valyutalar va xorijiy valyutada aks ettirilgan qimmatli qog'ozlar);
- qimmatbaho metallar va toshlar;
- pullar (milliy banknotalar, depozit va jamg'arma sertifikatlari).

Moliya bozoridan korporativ guruhlar tomonidan jalb qilingan pul mablag'lari quyidagi maqsadlarda foydalaniladi:

- aksiyalarni birlamchi joylashtirishdan olinadigan pul mablag‘lari ta‘sis hujjatlarida ko‘rsatilgan ustav kapitalini shakllantirish manbasi bo‘lib xizmat qiladi;

- aksiyalar qo‘shimcha emissiyasidan tushadigan pul mablag‘lari ustav kapitalini oshirishga yo‘naltiriladi;

- korporativ obligatsiyalarni sotishdan olinadigan pul mablag‘lari real aktivlar (kapital qo‘yilmalar)ni moliyalashtirishga yo‘naltirilishi mumkin;

- aksiyadorlik jamiyati emission daromadi qo‘shimcha kapitalni to‘ldirish manbasi bo‘lib xizmat qiladi;

- tijorat veksellari hamkorlar bilan o‘zaro munosabatlarda to‘lov vositasi sifatida ishtirok etadi.

Umuman, moliyaviy bozorlar orqali korporatsiyalarning mablag‘ jalb qilishi ularning moliyaviy barqarorligi va to‘lovga layoqatliligini oshiradi, shuningdek, iqtisodiy o‘sish uchun moliyaviy asos bo‘lib xizmat qiladi.

4.2. Moliya bozorida korporativ qimmatli qog‘ozlar kursini belgilab beruvchi omillar

Moliya bozorining tarkibiy qismi hisoblangan qimmatli qog‘ozlar bozori boshqa bozor turlaridan o‘z tovarlari xususiyati bilan ajralib turadi. Chunki qimmatli qog‘oz – alohida maxsus xususiyatga ega bo‘lgan tovar hisoblanadi. Qimmatli qog‘ozlar bir vaqtning o‘zida mulkka egalik qilish va daromad olish tituli sifatida xizmat qiladi. Qimmatli qog‘ozlar tovar sifatida o‘z nominal bahosiga ega bo‘lishiga qaramasdan, yuqori bozor bahosi bo‘yicha sotilishi mumkin. Bu holatni qimmatli qog‘ozlarning sanoatga yoki boshqa sohalarga joylashtirilgan kapital bir qismi ekanligidan kelib chiqadi.

Agar qimmatli qog‘ozga bozor talabi taklifdan yuqori bo‘lsa, o‘z o‘zidan bozor qiymati nominal qiymatidan yuqori bo‘ladi. Qimmatli qog‘oz bo‘yicha bozor bahosining uning nominalidan keskin darajada farq qilishi soxta kapital yuzaga kelishiga sabab bo‘ladi. Soxta kapital real kapitalning qog‘ozdagi egizagi hisoblanadi.

Soxta kapital bahosi quyidagi ikki omil orqali aniqlanadi:

1. Kapitalga talab va taklif o'rtasidagi nisbat;
2. Emissiya qilingan qimmatli qog'oz bo'yicha kapitallashgan daromad miqdori.

Fond bozorida real amal qiluvchi kapital (pul va ssuda) bozori sifatida amal qiladi. Makrodarajada uning yordamida milliy xo'jalikdagi iqtisodiy jarayonlar o'z-o'zidan tartibga solinadi. Bunga kapitalni investitsiyalash jarayonini keltirish mumkin. Mazkur jarayon kam daromadli tarmoqlardan yuqori daromadli tarmoqlarga kapital o'tishini anglatadi. Natijada investitsiyalangan kapital bo'yicha foyda miqdorini taqqoslash yuz beradi. Kapitalning bunday harakat mexanizmi ko'pchilikka ma'lum. Ya'ni ma'lum bir tovarga talab oshsa mos ravishda ularning narxлари va ularni ishlab chiqarishdan foyda ham oshadi. Yangi texnologiyalar asosida faoliyat ko'rsatuvchi tarmoqda kapital kam samara bilan ishlovchi xo'jalik tarmog'idan yo'naltiriladi. Bunda qimmatli qog'ozlar mazkur mexanizmning ishlashini ta'minlovchi vosita hisoblanadi. Ular yordamida kompaniyalarda va jismoniy shaxslarda bo'sh kapital jamlanadi va moliyaviy instrumentlar oldi-sotdisi orqali zaruriy yo'nalishlarga yo'naltiriladi. Natijada ijtimoiy ishlab chiqarishning optimal tuzilmasi shakllanadi va defitsitsiz iqtisodiyot amal qilishiga zamin yaratiladi. Mazkur holatda ijtimoiy ishlab chiqarish tushunchasi yalpi talabga mos tovar va xizmatlar yetkazib berishni nazarda tutadi.

Amaliyotda investorlar tomonidan qimmatli qog'ozlarga talab quyidagi omillar ta'siri ostida shakllanadi:

- daromadlilik – dividend, foiz va kurs o'sishi kabi shakllarda daromad keltirish imkoniyati;
- risk darajasi – ma'lum bir darajada moliyaviy yo'qotishlar keltirish ehtimoli;
- likvidlilik – qimmatli qog'ozlar evaziga pul mablag'lari olish imkoniyati.

Investor o'z kapitalini joylashtirish variantlari (o'z mablag'larini bank depozitiga joylashtirish, tovar yoki ko'chmas mulk sotib olish va

boshqalar)ni yuqorida keltirilgan omillarni hisobga olgan holda o‘zaro taqqoslaydi.

Bunda moliyalashtirish jarayonida narx shakllanish omillarini shartli ravishda uchta guruhga ajratish mumkin:

- obyektiv omillar;
- spekulyativ omillar;
- subyektiv omillar.

Obyektiv omillar moliya bozorining makro va mikrodarajasida ko‘zga tashlanadi. Makroiqtisodiy omillar tarkibiga quyidagilar kiradi:

- mamlakat iqtisodiyotining barqarorligi va rivojlanish istiqbollari;
- yalpi ichki mahsulot tarkibida jamg‘arma va iste‘mol ulushlarining o‘zaro nisbati;
- davlat qarzi miqdori va uning yalpi ichki mahsulotdagi salmog‘i;
- kompaniyalar zimmasiga tushayotgan soliq yuki va ssuda foiz stavkasi;
- mamlakatdagi inflyatsiya darajasi;
- barqaror xorijiy valyutalarga nisbatan milliy valyuta kursi;
- faoliyatni rivojlantirish maqsadida korporativ tuzilmalar tomonidan mablag‘ jalb qilish uchun emission qimmatli qog‘ozlardan foydalanish darajasi.

Korporativ qimmatli qog‘ozlarni muomalaga chiqarish hisobiga jalb qilinadigan real kapitaldan foydalanishga obyektiv mikroiqtisodiy omillar ham bevosita ta‘sir ko‘rsatadi. Bunday omillarga asosiy kapitalni yangilash darajasi, kompaniyalar moliyaviy barqarorligi va to‘lovga layoqatliligi, daromadlilik darajasi, tarmoqning istiqbolliligi va boshqalarni kiritish mumkin.

Spekulyativ (bozor) omillari tarkibiga quyidagilarni kiritish mumkin:

- qimmatli qog‘ozlar savdosining aniq bir “dasturga” asolanligi;
- fond bozorida qisqa yakunlovchi pozitsiya holati;
- korporativ tuzilmalarning o‘z aksiyalarini sotib olishi.

Spekulyativ omillarning har biriga to‘xtalib o‘tamiz. Qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha aniq dasturiy savdo fyuchers shartnomalari asosida

aksiyalar kurslari o'rtasida farqdan foyda olish imkoniyatini belgilab beradi. Mazkur omil aksiyalarning birja orqali savdosida qo'shimcha beqarorlikka olib keladi. Dasturiy savdo amalda boshqa barcha omillarga ham ta'sir ko'rsatishi mumkin. Bunday holat aksiyalar bozor bahosining ular haqiqiy bahosiga nisbatan yuqori darajada oshgan vaqtda birja savdolarida yuzaga keladi va aksiyaga talabning pasayishiga xizmat qiladi. Voqeaning bunday rivojlanishi kutilmaganda birja inqiroziga olib keladi. Qisqa muddatli bunday pozitsiya o'z muddatida sotilgan aksiyalarning umumiy miqdorini o'zida aks ettiradi. Agar bu ko'rsatkich yuqori bo'lib ketgan bo'lsa, bu holat ko'plab investorlar bir vaqtning o'zida aksiyalar kursi pasayishiga o'ynashidan kelib chiqishini anglatadi. Bunday holatning yuzaga kelishi emission qimmatli qog'ozlarning birja savdosida qo'shimcha beqarorlikka sabab bo'ladi. Korporativ tuzilmalarning o'z aksiyalarini sotib olishi boshqa kompaniyalar bilan birlashib ketishi mumkinligi sharoitida o'z moliyaviy holatini yaxshilashga intilishi yoki ta'sischilarning aksiyalar nazorat paketi orqali o'z ta'sir ko'lamini mustahkamlashni xohlashiga guvohlik beradi. Har qanday holatda mazkur omil aksiyalar kursiga o'z ta'sirini ko'rsatadi.

Subyektiv omillar ham xilma-xillikka ega. Ularni shartli ravishda quyidagilar bilan bog'liq holda uchta guruhga ajratish mumkin:

- moliya bozori faoliyat ko'rsatishining texnik jihatlari;
- korporativ qimmatli qog'ozlarni moliyaviy tahlil qilish metodlari (fundamental va texnik tahlil);
- yetakchi moliyaviy menejerlar (direktorlar) va kompaniyalar, fond birjalari, yirik banklar va qimmatli qog'ozlar bozorining boshqa institutsional ishtirokchilari pozitsiyalari va yondashuvlari.

Bunday holatda, kapital qo'yilmalarni moliyalashtirish jarayonida emission qimmatli qog'ozlar kurs qiymati dinamikasiga, ularning daromadlilikligi, xavfsizligi va likvidlilikiga ta'sir etuvchi ham obyektiv, ham subyektiv omillarni hisobga olish lozim. Hattoki iqtisodiyotni va korporativ qimmatli qog'ozlar kursi bo'yicha birja operatsiyalarini davlat tomonidan tartibga solish sharoitida ham moliya bozoridagi

holatni tahlil qilish va baholash uchun muhim ko'rsatkichlardan foydalanish tavsiya etiladi.

Nazorat savollari

1. Moliya bozori segmentlari va ularning faoliyat xususiyatlari haqida o'z fikringizni bayon eting.

2. Moliya bozori amal qilishining obyektiv shart-sharoitlarini qanday izohlash mumkin?

3. Moliya bozori ishtirokchilari faoliyat xususiyatlarining o'zaro farqli va bog'liqlik jihatlarini izohlay olasizmi?

4. Korporatsiyalar va moliya bozori o'rtasidagi pul oqimlari harakatini tavsiflang.

5. Moliya bozorini davlat tomonidan boshqarishda e'tibor qaratiladigan jihatlarni sanab o'ting.

6. Moliya bozori qanday belgilarga ko'ra tasniflanadi?

7. Qimmatli qog'ozlar bozorida soxta kapital qanday holatda yuzaga keladi?

8. Qimmatli qog'ozlar bozorida korporativ qimmatli qog'ozlar kursiga ta'sir etuvchi asosiy omillar tavsifini keltiring.

Testlar

1. Biznesning tashkiliy shakli sifatida korporatsiyalarning asosiy afzalligini belgilang.

a) mulk huquqini o'tkazish va yangi aksiyalar paketini emissiya qilish yordamida qo'shimcha moliyaviy resurslar jalb qilishning nisbatan osonligi;

b) korporatsiyalarning tarqatib yuborilishishi osonligi;

d) korporatsiyalarning birlashishi, qo'shib olinishi, ajralib chiqishiga xalqaro darajada yo'l qo'yilmasligi;

e) korporativ qimmatli qog'ozlarni muomalaga chiqarish uchun har doim ham davlat organi ruxsati talab etilmasligi.

2. Moliyaviy instrumentlar yordamida pul mablag‘lari oqimlarini investorlardan foydalanuvchilarga (qarz oluvchilarga) yo‘naltirishga xizmat qiluvchi barcha bozor institutlari majmui o‘zida qaysi tuzilmani ifodalaydi?

- a) moliya bozorini;
- b) tovar xomashyo bozorini;
- d) mehnat vositalari bozorini;
- e) sug‘urta bozorini.

3. Moliya bozori amal qilishining obyektiv zarurligini qanday izohlash mumkin?

a) xo‘jalik subyektlarining pul mablag‘lariga bo‘lgan talab va bu talabni qoplash uchun manbalarning har doim ham mos tushavermasligi;

b) davlat tomonidan majburiy tartibda tashkil etilishi va bu orqali moliyaviy resurslar harakatining maqsadli yo‘naltirilishi;

d) uy xo‘jaligidagi jamg‘armalarning doimiy aylanishda bo‘lishini ta‘minlash maqsadida vositachilikni tashkil etish;

e) moliya bozorining amal qilishi bozor iqtisodiyoti sharoitida obyektiv zarurat hisoblanmaydi.

4. Moliya bozorining funksional vazifasi to‘g‘ri keltirilgan javobni belgilang.

a) pul mablag‘larini egasidan (investordan) foydalanuvchiga tomon harakatlantirishda vositachi sifatida ishtirok etish;

b) davlat byudjeti defitsitini inflyatsiyasiz yo‘llar bilan qoplashni tashkil etish;

d) investorlarni bir joyga jamlash orqali pul mablag‘lari harakatini samarali tashkil etish;

e) real sektor va moliyaviy sektorning o‘zaro bog‘liq faoliyatini samarali yo‘lga qo‘yish.

5. Qaysi tushuncha aniq bir turdagi qimmatli qog'ozlar bo'yicha ularga bo'lgan talab va taklifdan kelib chiqqan holda mumkin bo'lgan yillik (oylik) savdo ko'lamini anglatadi?

- a) moliya bozori sig'imi;
- b) moliya bozori ko'lami;
- d) moliya bozori rivojlanish darajasi;
- e) kredit sig'imi.

6. Moliya bozorining rivojlanishi uchun zarur bo'lgan omillarni to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) talab va taklifning doimiy ravishda o'sib borishi;
- b) talabning doimiy ravishda o'sib borishi;
- c) taklifning doimiy ravishda o'sib borishi;
- d) davlat tomonidan zaruriy shart-sharoit yaratish.

7. Korporativ qimmatli qog'ozlar bozori, davlat qarz majburiyatlari bozori, hosilaviy fond instrumentlari (hosilaviy qimmatli qog'ozlar yoki derivativlar) bozori va boshqalar hisoblanadi.

- a) moliya bozori mustaqil segmentlari;
- b) qimmatli qog'ozlarning alohida sohalari;
- d) qimmatli qog'ozlarning tasniflanishi;
- e) korporativ va davlat qimmatli qog'ozlarning o'zaro farqli jihatlari.

8. Amaliyotda investorlar tomonidan qimmatli qog'ozlarga talab quyidagi omillar ta'siri ostida shakllanadi:

- a) daromadlilik, risk darajasi va likvidlilik;
- b) qimmatli qog'ozlarning faoliyat doirasi, kompaniyaning xalqaro harakati;
- d) davlatning iqtisodiyotga aralashuvi, foyda solig'i stavkasi;
- e) moliyaviy bozorining rivojlanish darajasi, qayta moliyalash stavkasi.

9. Qimmatli qog'oz bo'yicha bozor bahosining uning nominalidan keskin darajada farq qilishi nimaga sabab bo'ladi?

- a) soxta kapital yuzaga kelishiga;
- b) moliya bozori beqarorlashuviga;
- d) qimmatli qog'ozlar bozori rivojlanishiga;
- e) byudjet defitsitining qimmatli qog'ozlar orqali qoplanishiga.

10. Obligatsiya va aksiyaning bir-biridan farqli jihati to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

- a) obligatsiya qarz munosabatini, aksiya ulush munosabatini anglatadi;
- b) obligatsiya ulush munosabatini, aksiya qarz munosabatini anglatadi;
- d) har ikkalasi ham ulush munosabatini anglatadi, faqat aksiya imtiyozli tartibda amal qiladi;
- e) har ikkalasi ham qarz munosabatini anglatadi, faqat obligatsiya bo'yicha majburiyat birinchi so'ndiriladi.

V BOB. PUL MABLAG‘LARINING VAQT BO‘YICHA QIYMATI KONSEPSIYASI

5.1. Pul mablag‘larining vaqt bo‘yicha qiymatining iqtisodiy mohiyati va moliyaviy operatsiyalarda vaqt omilini hisobga olishning ahamiyati

Pul mablag‘larining vaqt bo‘yicha qiymati (*time-value of money*) konsepsiyasi korporativ moliyaning fundamental asoslaridan biri hisoblanadi. Mazkur konsepsiyaga muvofiq biz turli vaqtlarda egalik qiladigan pul mablag‘lari bir xil bo‘lmagan qimmatga egalik qiladi. Ustiga-ustak biznesda va kundalik hayotimizda pulga egalik qilish vaqti pul mablag‘larining miqdoriga nisbatan katta ahamiyatga ega. Masalan, milliy pul birligining bugungi qiymati bir qancha vaqt o‘tgandagiga nisbatan qadrliroq. Ya‘ni u ayni paytda joriy iste‘molni qanoatlantirishga sarflanishi yoki kelajakda qo‘shimcha daromad olish uchun investitsiya sifatida qo‘yilishi mumkin.

Ma‘lum vaqtdan so‘ng zarur miqdordagi pul mablag‘lariga egalik qilish uchun korxonaga ma‘muriyati mavjud pul mablag‘ini hozirning o‘zida yo‘naltirish lozim bo‘ladi. Bunda qaror qabul qilishda kelgusidagi pul oqimlari pul mablag‘larining joriy vaqtdagi qiymati (*present value - PV*)dan kelib chiqqan holda baholashni amalga oshirish lozim. Pul mablag‘larining joriy qiymati va kelgusi qiymatini baholash uchun moliyachilar pul oqimlarini diskontlash bo‘yicha maxsus metodikadan foydalanadilar.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida moliyaviy operatsiyalar o‘tkazish jarayonida vaqt omili muhim rol o‘ynaydi. Shundan kelib chiqqan holda biznesning oltin qoidasi hisoblangan quyidagi fikr shakllangan:

Bugun olingan pul mablag‘i summasi yertaga olinadigan pul mablag‘i summasi ekvivalentidan yuqori.

Korporativ moliyaviy munosabatlarda vaqt omilini hisobga olish foiz hisoblash texnikasi asosidagi diskontlash va o'sib borish metodlaridan foydalangan holda amalga oshiriladi. Bu metodlarning mohiyati hozirgi yoki kelgusidagi talab qilingan turli davrlarga taalluqli pul mablag'lari miqdorini aniqlashni o'zida aks ettiradi. Mazkur jarayonda o'sib boruvchi qiymat me'yori sifatida foiz stavkasi (*interest rate*)dan foydalaniladi.

Tor ma'noda foiz stavkasi qarz mablag'laridan foydalanganlik uchun to'lanadigan summani o'zida aks ettiradi. Lekin korporativ moliyaviy munosabatlarda bu tushuncha kengroq talqin qilinadi. Ya'ni foiz stavkasi quyidagilarda namoyon bo'ladi:

- amalga oshirilayotgan operatsiyalar bo'yicha olinadigan foydaning qo'yilgan mablag' miqdoriga nisbati sifatida hisoblanadigan va foizlarda yoki birlik ulushlarda aks etadigan daromadlilik darajasini belgilovchi vosita sifatida;

- kapitalning muqobil qiymati sifatida.

O'sib borish tushunchasi foiz hisoblash natijasida dastlabki summaning ortib borishi jarayonini anglatadi.

O'sib borish metodining iqtisodiy mazmuni operatsiyalarni amalga oshirish natijasida dastlabki summaga qo'shimcha ravishda olinadigan yoki olinishi mumkin bo'lgan summa miqdorini aniqlashni anglatadi. Boshqacha aytganda o'sib borish metodi ma'lum bir n vaqtlar uchun belgilangan r foiz stavkasidan kelib chiqqan holda joriy qiymat (PV)ning kelgusidagi qiymatini aniqlash imkonini beradi. Bunda foydalaniladigan r stavka ba'zida o'sish stavkasi deb ataladi.

Diskontlash tushunchasi pul mablag'larini joylashtirish jarayonida kelgusida ma'lum bir belgilangan summani olish (egalik qilish) uchun joylashtirish talab etiladigan pul mablag'i miqdorini aniqlashni o'zida aks ettiradi. Iqtisodiy ma'noda diskontlash orqali topiladigan PV miqdori ayni paytda belgilab olingan FV kelgusi qiymat orqali aniqlab olinadi.

Ta'kidlash kerakki, diskontlash mohiyatiga ko'ra mablag'lar miqdori o'sib borishini o'zida aks ettiradi. Bu jarayonda foydalaniladigan foiz stavkasi r diskont normasi deb ataladi. Qayd etib o'tish kerakki, moliyaviy operatsiyalarni amalga oshirish shartlariga bog'liq ravishda

mablag'lar o'sib borishini aniqlash kabi diskontlash ham oddiy, murakkab yoki uzluksiz (muntazam) foizlar qo'llanilishi orqali amalga oshiriladi.

5.2. Oddiy foizlarda pul mablag'larining vaqt bo'yicha qiymatini aniqlash

Qoidaga ko'ra oddiy foizlardan qisqa muddatli, bir yil yoki undan kam muddatlarda o'tkaziladigan moliyaviy operatsiyalarda qo'llaniladi. Bunday holatda har bir davr uchun foiz hisoblashda baza sifatida shartnomadagi dastlabki summa olinadi.

Oddiy foizlar bo'yicha o'sish hisoblanishi

Umumiy holda yillik oddiy foiz stavkalari bo'yicha mablag'lar kelgusi qiymati quyidagi formula bo'yicha hisoblanadi:

$$FV = PV(1 + r \times n), \quad (4.1)$$

bu yerda FV – kelgusi qiymat;

PV – joriy qiymat;

n – davr (yillar soni);

r – foiz stavkasi.

Amaliyotda qisqa muddatli operatsiyalar davomiyligi odatda bir yildan kam bo'ladi. Bunday holatda operatsiya amalga oshiriladigan muddat quyidagi shaklda aks ettiriladi:

$$n = \frac{t}{v}, \quad (4.2)$$

bu yerda t – operatsiya o'tkaziladigan kunlar soni;

v – vaqt bazasi (yil kunlari soni 360, 365 yoki 366).

Operatsiya muddati aniqlashtirilgan holda kelgusi qiymatni quyidagi formula bilan aniqlash mumkin:

$$FV = PV \left(1 + r \times \frac{t}{v} \right). \quad (4.3)$$

Odatda operatsiya muddatini aniqlash jarayonida uning boshlanish va tugash kunlari bir kun hisoblanadi.

Tahlil o'tkazish jarayonida vaqt bazasi (V) sifatida qulaylik uchun shartli ravishda moliya yili 360 kun (12 oy 30 kundan)dan iborat deb olinadi. Bunday baza bo'yicha hisoblanadigan foizlar odatiy yoki tijorat

foizlari deb yuritiladi. Aniq foizlarda esa vaqt bazasi olinayotganda haqiqatdagi yil kunlari soni 365 yoki 366 kun olinadi.

Misol ko'rib chiqamiz.

10 000 birlik qiymatga teng mahsulot 30 kunga to'lov kafolati olingan holda xaridorga tijorat krediti tarzida berildi. Kredit bo'yicha yillik foiz stavkasi 30%. Shartnoma bo'yicha muddat yakunlangach xaridordan qancha mablag' olinadi?

a) Odatiy foizdan foydalangan holda hisoblaymiz:

$$FV = 10\,000x(1+0,30x(30/360)) = 10\,250 \text{ birlik};$$

b) aniq foizlardan foydalangan holda hisoblaymiz:

$$FV = 10\,000x(1+0,30x(30/365)) = 10\,246,57 \text{ birlik}.$$

O'z navbatida, operatsiya davomiyligi muddati t oy bo'yicha olinganda shartli ravishda 30 kun yoki oy bo'yicha haqiqatdagi kunlar soni olinadi.

Shunday qilib, t va V parametrlariga bog'liq holda operatsiya muddati quyidagi variantlarda hisoblanishi mumkin:

- 365/365 – operatsiya amalga oshiriladigan kunlarning aniq soni va yil bo'yicha haqiqatdagi kunlar soni;
- 365/360 – operatsiya amalga oshiriladigan kunlarning aniq soni va moliya yili (12 oy 30 kundan iborat deb olinadi);
- 360/360 – operatsiya amalga oshiriladigan kunlarning taxminiy soni (bir oy 30 kunga teng deb qabul qilinadi) va moliya yili (12 oy 30 kundan iborat deb olinadi).

Odatiy foizlar (360/360) tahliliy hisob-kitoblarda foydalanish uchun juda qulay. Bu jihat ularning ko'plab rivojlangan davlatlar, xususan AQSH va Yevropa mamlakatlari amaliyotida qo'llanilishi bilan izohlanadi. O'zbekiston amaliyotida asosan operatsiya o'tkaziladigan kunlar aniq soni va moliya yili (365/360) amaliyotda qo'llaniladi. Rossiya Federatsiyasi amaliyotida esa aniq foizlar (365/365) qo'llaniladi.

Aniq foizlarni formula bo'yicha hisoblash operatsiyalar o'tkaziladigan kunlarning haqiqatdagi sonini aniqlashni talab etadi. Bunda foizlar bo'yicha ma'lumotlar aks etgan maxsus jadvallardan yoki kompyuter dasturlaridan, masalan Microsoft Excel dasturidan

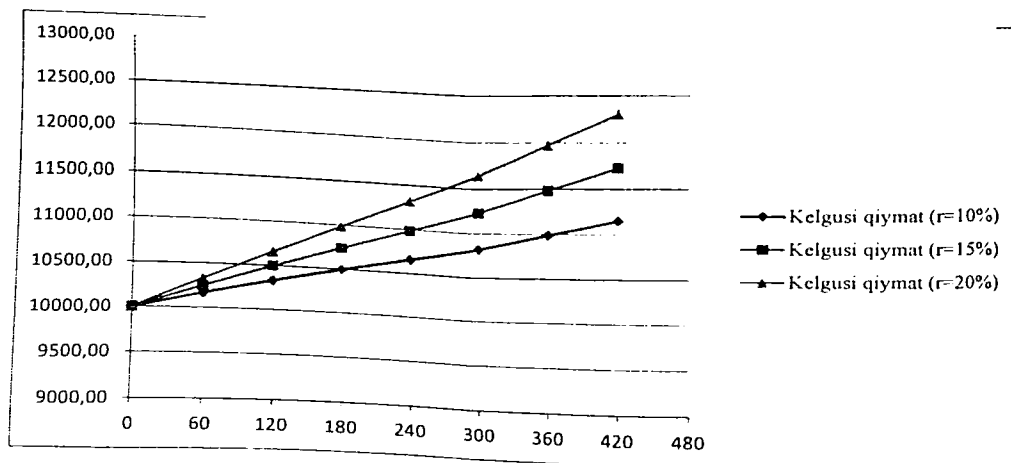
foydalanish tavsiya etiladi. 10 000 birlik pul mablag'ining yillik 10%, 15% va 20%lik stavka bo'yicha kelgusi qiymati quyidagi jadvalda keltirilgan (5.1-jadval).

5.1-jadval

10 000 birlik pul mablag'ining yillik oddiy 10%, 15% va 20%lik stavka bo'yicha kelgusi qiymati

Kunlar	0	60	120	180	240	300	360	420
Kelgusi qiymat (r=10%)	10000	10164,38	10328,77	10493,15	10657,53	10821,92	10986,30	11150,68
Kelgusi qiymat (r=15%)	10000	10246,58	10493,15	10739,73	10986,30	11232,88	11479,45	11726,03
Kelgusi qiymat (r=20%)	10000	10328,77	10657,53	10986,30	11315,07	11643,84	11972,60	12301,37

Aynan yuqorida keltirilgan jadval ma'lumotlari asosida 10 000 birlik pul mablag'ining yillik oddiy 10%, 15% va 20%lik stavka bo'yicha o'sish grafigini keltiramiz (5.1-rasm).



5.1-rasm. Oddiy foizlar bo'yicha o'sib borish grafigi

Oddiy foizlar bo'yicha diskontlash

Oddiy foiz stavkalariga bog'liq ravishda qisqa muddatli moliyaviy operatsiyalarni tahlil qilish jarayonida diskontlashning ikkita metodi – matematik va tijorat diskontlashlar qo'llaniladi. Birinchi holatda joriy qiymatni aniqlash me'yori sifatida o'sib borish jarayonida qo'llaniladigan r stavkadan foydalaniladi. Tijorat diskontlashida esa joriy qiymatni aniqlash me'yori sifatida hisob stavkasi (keyingi o'rinlarda d simvolidan foydalaniladi) qo'llaniladi.

Matematik diskontlash

Matematik diskontlash pul mablag'lar o'sib borishini aniqlashga teskari tartibda FV , r , n ko'rsatkichlari oldindan aniq bo'lgan holda PV miqdorini aniqlash tartibini anglatadi. Bunda qabul qilingan belgilashlarni hisobga olgan holda r stavka bo'yicha diskontlash formulasi quyidagi ko'rinishda bo'ladi:

$$PV = \frac{FV}{(1+r \times \frac{t}{v})}. \quad (4.4)$$

FV va PV o'rtasidagi, ya'ni kelgusi qiymat va joriy qiymat o'rtasidagi farq *diskont* deb ataladi. Bunda foydalaniladigan joriy qiymatni aniqlash me'yori r dekursiv foiz stavkasi deb yuritiladi.

Misol ko'rib chiqamiz.

Nominal qiymati 100 birlikka teng bo'lgan, 90 kundan keyin qoplanadigan, talab qilinadigan daromadlilik me'yori 12% bo'lgan kuponsiz obligatsiyani sotib olish uchun investordan qancha mablag' to'lash talab etiladi?

Odatiy foizlardan foydalanilsa:

$$PV = 100 / (1 + 0,12 \times 90 / 360) = 97,087 \text{ birlik.}$$

Aniq foizlardan foydalanilsa:

$$PV = 100 / (1 + 0,12 \times 90 / 365) = 97,12 \text{ birlik.}$$

Tijorat diskontlash

Diskontlashning bu metodi xorijiy amaliyotda asosan veksellarni banklarda hisobga olishda, shuningdek, ayrim holatlarda qisqa muddatli bank kreditlari berishda qo'llaniladi. Uning mazmunini

operatsiya bo'yicha hisoblanadigan foizlar summasining muddat oxirida qaytarib olinadigan summa tarkibida aks etishida ko'rishimiz mumkin. Bu jarayonda d hisob stavkasi qo'llaniladi. Hisob stavkasi bo'yicha diskontlash formulasi quyidagi ko'rinishga ega:

$$PV = FV(1 - d \times n) = FV \left(1 - d \times \frac{t}{v} \right). \quad (4.5)$$

Hisob stavkasi bo'yicha diskontlash jarayonida ham vaqt bazasi sifatida 360/360, 365/360 yoki 360/365 foiz aniqlash shakllaridan foydalaniladi. Bunda foydalaniladigan d joriy qiymatni aniqlash keltirish me'yori antisipativ foiz stavkasi deb yuritiladi.

Misol ko'rib chiqamiz.

100 000 birlik qiymatga teng oddiy veksel 90 kundan keyin to'lash sharti bilan bankda hisobga olindi. Bank hisob stavkasi 15%. Veksel egasi oladigan summani aniqlang.

$$PV = 100\,000 \times (1 - 0,15 \times 90/360) = 96\,250 \text{ birlik.}$$

Mos ravishda bank tomonidan $100\,000 - 96\,250 = 3\,750$ birlik bank foydasi sifatida hisobga olinadi.

Mazkur amaliyotdan ko'rinib turibdiki, d stavkaning belgilanishi natijasida bank diskont ko'rinishida daromad oladi, veksel egasi esa bankdan veksel nominalidan past summani oladi.

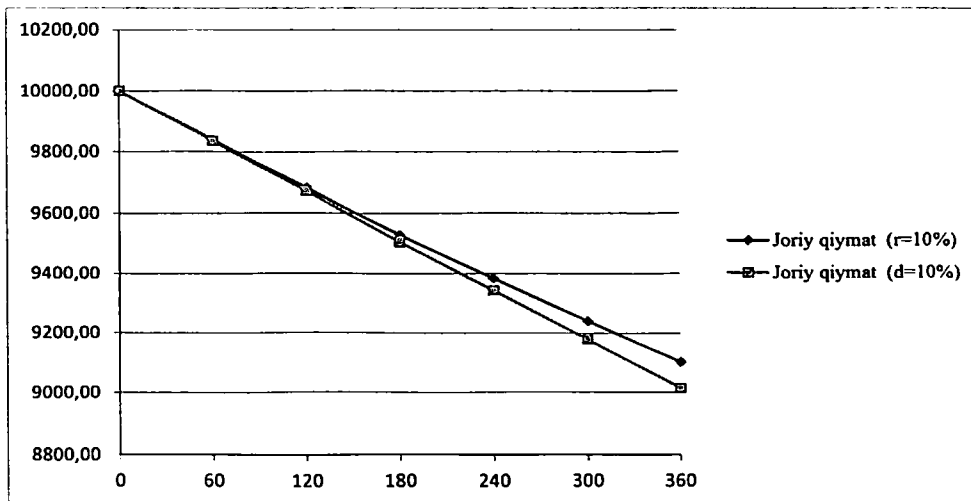
Diskontlashning ikkala ko'rib chiqilgan usullarining qo'llanishi bir-biriga nisbatan turli natijalarni keltiradi. Bu holat $d=r$ da ham shunday. Grafikdan ko'rinib turibdiki, d hisob stavkasi r odatiy stavkaga qaraganda diskontlanayotgan summani bir muncha tezroq kamaytirish imkonini beradi (5.3-jadval).

5.3-jadval

Oddiy foizlar bo'yicha matematik va tijorat diskontlashning o'zaro farqlanishi

Kunlar	0	60	120	180	240	300	360
Joriy qiymat ($r=10\%$)	10000	9838,27	9681,70	9530,03	9383,03	9240,51	9102,24
Joriy qiymat ($d=10\%$)	10000	9835,62	9671,23	9506,85	9342,47	9178,08	9013,70

Yuqoridagi jadval ma'lumotlari asosida oddiy foizlar bo'yicha matematik va tijorat diskontlashning o'zaro farqlanishini grafikda aks ettiramiz (5.2-rasm).



5.2-rasm. Oddiy foizlar bo'yicha diskontlash ($d=r=10\%$)

d hisob stavkasi ba'zida o'sib boruvchi qiymatni aniqlashda oddiy foiz sifatida ham qo'llaniladi. Bunda o'sib boruvchi qiymatni aniqlash natijasida shartnomaning, masalan veksel umumiy summasining kelgusi qiymati paydo bo'ladi. Mazkur holatda kelgusi qiymatni aniqlash formulasi quyidagi ko'rinishga ega:

$$FV = \frac{PV}{1-d \times n} = \frac{PV}{1-d \times \frac{t}{\bar{v}}} \quad (4.6)$$

Misol ko'rib chiqamiz.

Mol yetkazib beruvchi 100 000 birlik qiymatga teng mahsulot pulini veksel bo'yicha to'liq bankdan oldi. Agar bank hisob stavkasi 15% bo'lsa, to'lov muddati hisoblangan 90 kundan keyin mazkur veksel bo'yicha qancha mablag' oladi?

Masaladan ko'rinib turibdiki, o'sib boruvchi qiymat d hisob stavkasidan kelib chiqqan holda hisoblanishi kerak.

$$FV = 100\,000 / [(1 - (90 \times 0,15) / 360)] = 103\,896,10 \text{ birlik.}$$

Foiz stavkasi va operatsiya muddatini aniqlash

r foiz stavkasi va d hisob stavkasi miqdori kelgusi qiymat (4.1) yoki joriy qiymat (4.5)dan kelib chiqqan holda aniqlanishi mumkin. Natijada quyidagi formulalarga ega bo'lamiz:

$$r = \frac{FV - PV}{PV \times n} = \frac{FV - PV}{PV \times t} \times V, \quad (4.7)$$

$$d = \frac{FV - PV}{FV \times n} = \frac{FV - PV}{FV \times t} \times V. \quad (4.8)$$

Misol ko'rib chiqamiz.

Qoplash muddati 90 kun bo'lgan nominal qiymati 100 birlik qiymatga teng qisqa muddatli majburiyat 98,22 birlik baho bo'yicha sotib olingan. Investor uchun operatsiya bo'yicha daromadlilikni aniqlang.

Odatiy foizlar bo'yicha

$$r = \frac{100 - 98,22}{98,22} \times \frac{360}{90} = 0,072 \text{ yoki } 7,2\%.$$

Aniq foiz bo'yicha

$$r = \frac{100 - 98,22}{98,22} \times \frac{365}{90} = 0,0722 \text{ yoki } 7,22\%.$$

Mos ravishda operatsiya muddati quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$t = \frac{FV - P}{PV \times r} \times V, \quad (4.9)$$

$$d = \frac{FV - P}{FV \times d} \times V. \quad (4.10)$$

Yuqorida keltirilgan misol bo'yicha daromadlilik darajasi 7,22% va nominali bo'yicha qoplash amalga oshiriladigan holatda operatsiya muddatini aniqlang.

$$t = \frac{100 - 98,22}{98,22} \times \frac{360}{0,0722} = 90,36$$

r foiz stavkasi va d hisob stavkasining ekvivalentligi

Foiz stavkalarining ekvivalentligi tamoyili moliyaviy va investitsion tahlilda keng qo'llaniladi. Ulardan bitimlar shartlarini

taqqoslashda, operatsiyalar samaradorligini aniqlashda bir stavkani boshqasiga almashtirish orqali va boshqa holatlarda foydalaniladi.

Umumiy holda ikkala turli xil foiz stavkalari bir xil sharoitlarda qo'llanilganda moliyaviy natijalari bo'yicha o'zaro ekvivalentli hisoblanadi.

Ekvivalentlik formulasi qiymat o'sishining mos ko'rsatkichlari o'zaro tengligiga asoslanadi:

$$1 + n \times r = (1 - n \times d) - 1. \quad (4.11)$$

Bir yildan kam bo'lgan davomiylikka ega bo'lgan operatsiyalar uchun ekvivalentlik nisbatini aniqlash 11-formuladan kelib chiqqan holda quyidagicha aniqlanadi:

A) stavkalar bo'yicha vaqt bazasi (V) bir xil va teng (360 yoki 365 kun):

$$r = \frac{V \times d}{V - t \times d}, \quad (4.12)$$

$$d = \frac{V \times r}{V + t \times r}. \quad (4.13)$$

B) r foiz stavkasi bo'yicha vaqt bazasi 365 kun va d hisob stavkasi bo'yicha esa 360 kun bo'lgan holatda quyidagicha aniqlanadi:

$$r = \frac{365 \times d}{360 - t \times d}, \quad (4.14)$$

$$d = \frac{360 \times r}{365 + t \times r}. \quad (4.15)$$

5.3. Murakkab foizlarni qo'llash orqali pul mablag'larining vaqt bo'yicha qiymatini aniqlash

Korporativ moliyaviy munosabatlarda va moliyaviy hisob-kitoblarda murakkab foizlar muhim rol o'ynaydi. Bu haqda quyida atroflicha to'xtalib o'tamiz.

Murakkab foizlar bir yildan ortiq muddat davom etadigan moliyaviy operatsiyalar bo'yicha hisob-kitoblarda keng qo'llaniladi. Shu bilan birgalikda ulardan qisqa muddatli moliyaviy operatsiyalarda ham foydalanish mumkin. Murakkab foizlar obyektiv sabablar tufayli qisqa muddatli moliyaviy operatsiyalarda bitim shartlariga kiritilishi mumkin. Obyektiv sabablar sifatida esa yuqori inflyatsiya darajasi, yuqori riskli holatlarni keltirish mumkin. Bunda operatsiya muddati bo'yicha foiz hisoblash uchun baza sifatida qo'shimcha ravishda muddatlar bo'yicha foizlar hisobiga jamg'ariladigan summani o'z ichiga olgan holda shartnomada belgilangan summa olinadi.

Murakkab foizlar bo'yicha o'sib boruvchi qiymatni aniqlash

Murakkab foizlar bo'yicha o'sib boruvchi qiymatni aniqlash texnologiyasini quyidagi misollarda ko'rib chiqamiz.

100 birlikka teng summa bankka 3 yil muddatga depozitga qo'yilgan. Depozit stavkasi yillik 8%. Depozit bo'yicha foiz bir yilda bir marta hisoblanadi. Muddat yakunidagi depozit miqdorini aniqlang.

Mazkur operatsiya shartlari bo'yicha quyidagi ko'rsatkichlar ma'lum:

Bankka qo'yilgan dastlabki mablag' summasi $PV = 100$ birlik, yillik foiz stavka $r = 8\%$ va muddat $n = 3$ yil.

Birinchi yil oxiriga kelgusi qiymat FV ni aniqlaymiz:

$$FV_1 = PV + PV \times r = PV(1 + r) = 100 \times (1 + 0,08) = 108.$$

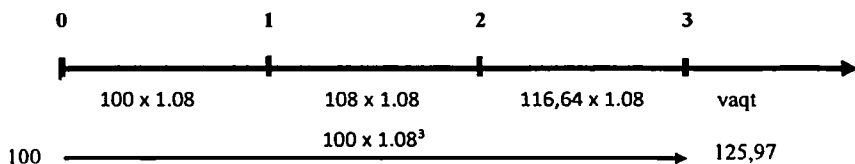
Mos ravishda, ikkinchi yil uchun FV miqdorini aniqlaymiz ($n=2$):

$$FV_2 = FV_1 + FV_1 \times r = PV(1 + r) + PV(1 + r) \times r = PV(1 + r)^2 = 100 \times (1 + 0,08)^2 = 116,64 \text{ birlik.}$$

Oxirgi yil uchun ($n = 3$)

$$FV_3 = FV_2 + FV_2 \times r = PV(1 + r)^3 = 100 \times (1 + 0,08)^3 = 125,97 \text{ birlik.}$$

Mazkur misol uchun murakkab foizlar bo'yicha o'sib boruvchi kelgusi qiymatni aniqlash chizmasi quyidagi rasmda keltirilgan (5.3-rasm):



5.3-rasm. Murakkab foizlar bo'yicha o'sib boruvchi qiymatni aniqlash chizmasi

Rasmdan ko'rinib turibdiki, murakkab foizlar bo'yicha o'sib boruvchi qiymatni aniqlash olinadigan daromadlarni reinvestitsiyalashga asoslanadi. Olinadigan daromadlarni reinvestitsiyalash jarayoni kapitalizatsiyalash deb yuritiladi.

Kelgusi qiymatni aniqlash uchun umumiy munosabat quyidagi ko'rinishga ega:

$$FV_n = PV \times (1 + r)^n \quad (4.16)$$

Qayd etib o'tish lozimki, FV miqdori r va n ko'rsatkichlarining belgilanishiga bevosita bog'liq. Masalan, 1 birlik mablag' yillik 15%lik stavka bo'yicha 100 yildan so'ng 1 174 313,45 birlikni tashkil etadi!

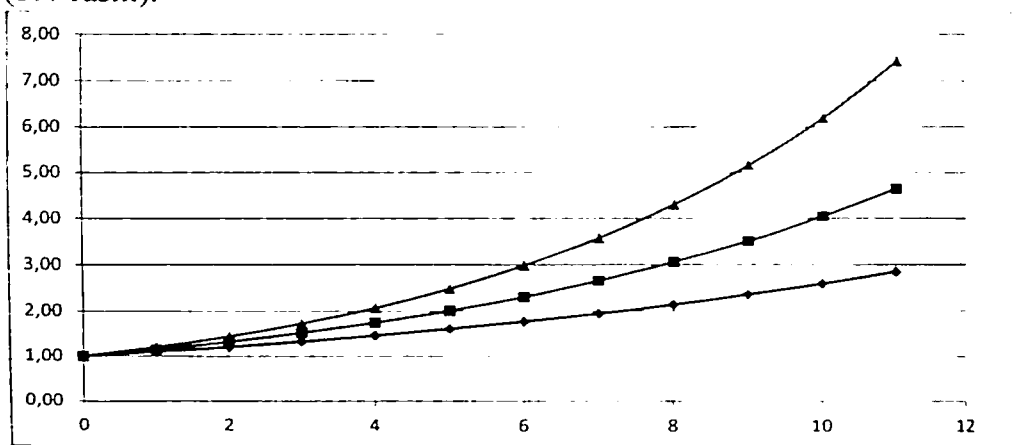
Quyidagi jadvalda 1 birlik mablag'ning turli xil murakkab foiz stavkalari bo'yicha o'sib borishini aks ettiruvchi ma'lumotlar aks ettirilgan (5.4-jadval).

5.4-jadval

1 birlik mablag'ning turli xil murakkab foiz stavkalari bo'yicha o'sib boruvchi kelgusi qiymatlari

Yillar	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Kelgusi qiymat (r=10%)	1,00	1,10	1,21	1,33	1,46	1,61	1,77	1,95	2,14	2,36	2,59	2,85
Kelgusi qiymat (r=15%)	1,00	1,15	1,32	1,52	1,75	2,01	2,31	2,66	3,06	3,52	4,05	4,65
Kelgusi qiymat (r=20%)	1,00	1,20	1,44	1,73	2,07	2,49	2,99	3,58	4,30	5,16	6,19	7,43

Yuqorida keltirilgan jadval ma'lumotlarini grafikda aks ettiramiz (5.4-rasm).



5.4-rasm. 1 birlik mablag'ning turli xil murakkab foiz stavkalari bo'yicha o'sib boruvchi kelgusi qiymatlari grafigi

Amaliyotda moliyaviy bitimlar shartlariga bog'liq ravishda foizlar bir yilda bir necha marta, masalan har oy, har chorakda ham hisoblanishi mumkin. Bunday holatda kelgusi qiymatni hisoblash quyidagi formula bo'yicha amalga oshiriladi:

$$FV_n = PV \times \left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}. \quad (4.17)$$

Bu yerda m – bir yil davomida foiz hisoblashlar soni.

Bo'lishi mumkin bo'lgan holat sifatida oldingi misol bo'yicha foizlar har chorakda, ya'ni bir yilda 4 marta hisoblansa muddat oxiridagi FV ni aniqlaymiz:

$$FV_{3,4} = 100 \times (1 + 0,08/4)^{12} = 126,82 \text{ birlik.}$$

Yuqoridagi fomula (4.17)dan va olinadigan natijadan ham ko'rinib turibdiki, foiz hisoblanadigan davrlar soni oshishi ortib borishi bilan $FV_{n,m}$ ham o'sib boradi.

Ba'zida foiz hisoblashning turlicha davrlarini ko'rib chiqish orqali moliyaviy operatsiyalar shartlarini o'zaro taqqoslash zarurati ham paydo bo'ladi. Bunday holatda mos foiz stavkalarini ularning

ekvivalentiga solishtirish amalga oshiriladi. Bu quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$EPR = (1 + r/m)^m - 1. \quad (4.18)$$

Bu jarayonda olinadigan ko'rsatkich samarali foiz stavkasi (effective percentage rate – *EPR*), yoki taqqoslash stavkasi deb ataladi. Mazkur ko'rsatkich iqtisodiy adabiyotda *APR* (*annual percentage rate*) tushunchasi bilan ham qo'llaniladi.

Misol ko'rib chiqamiz.

10 000 birlik mablag' depozitga 4 yil muddatga murakkab foiz bo'yicha yillik 10 %lik stavka bilan joylashtirildi. Foiz har chorakda hisoblanishi belgilangan. Ikkinchi variantda esa 10 000 birlik mablag' investitsiyaga 4 yillik muddatga 10 foizlik stavka bilan joylashtirilgan. Bu operatsiya bo'yicha foizlar yilda bir marta hisoblanadi. Operatsiyalardan qaysi biri samarali ekanligini aniqlang.

Har ikkala operatsiya bo'yicha samarali stavkani aniqlaymiz:

1) har chorak bo'yicha – $EPR = (1+0,1/4)^4 - 1 = 0,103813$ birlik.

2) har yil bo'yicha – $EPR = (1+0,1)^1 - 1 = 0,10$ birlik.

Shunday qilib, 10 000 birlik mablag'ni joylashtirish shartlariga ko'ra 4 yil muddatga har chorakda foiz hisoblanadigan yillik 10 %lik stavka 10,3813 %ga teng bo'lgan holda ekvivalentli foiz stavkasi bo'ladi. Bundan, birinchi operatsiya investor uchun yuqoriroq samara keltirishini ko'rishimiz mumkin.

O'z navbatida *EPR* miqdori ma'lum bo'lsa, *r* nominal foiz stavkasi quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$r = m(\sqrt[m]{1 + EPR} - 1). \quad (4.19)$$

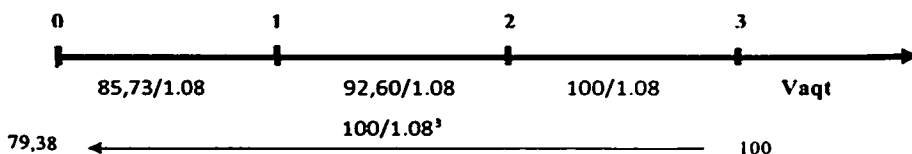
Murakkab foizlar bo'yicha diskontlash

Murakkab foizlar bo'yicha joriy qiymatni aniqlash formulasi 4.16-formuladan keltirib chiqariladi. Ya'ni matematik almashtirishdan foydalangan holda quyidagi formulani shakllantiramiz:

$$PV_n = \frac{FV_n}{(1+r)^n}. \quad (4.20)$$

Misol ko'rib chiqamiz.

3 yil bo'yicha to'lanadigan depozit miqdori 100 birlikni tashkil etdi. Agarda depozit bo'yicha yillik stavka 8% bo'lsa, omonatning dastlabki summasini aniqlang. Quyidagi rasmda ko'rilayotgan misol uchun murakkab foizlar bo'yicha diskontlash jarayoni chizmasi keltirilgan (6.5-rasm):



6.5-rasm. Murakkab foizlar bo'yicha diskontlash chizmasi

Masalaning tahliliy yechimi quyidagi ko'rinishga ega bo'ladi:

$$PV = 100 / (1 + 0,08)^3 = 79,38 \text{ birlik.}$$

Murakkab foizlar bo'yicha diskontlash jarayonini ham Microsoft Excel dasturidan foydalangan holda hisoblash mumkin. Masalan, 1 birlik summani turli xil murakkab foizlarda diskontlash natijalari quyidagi jadvalda keltiramiz (6.5-jadval).

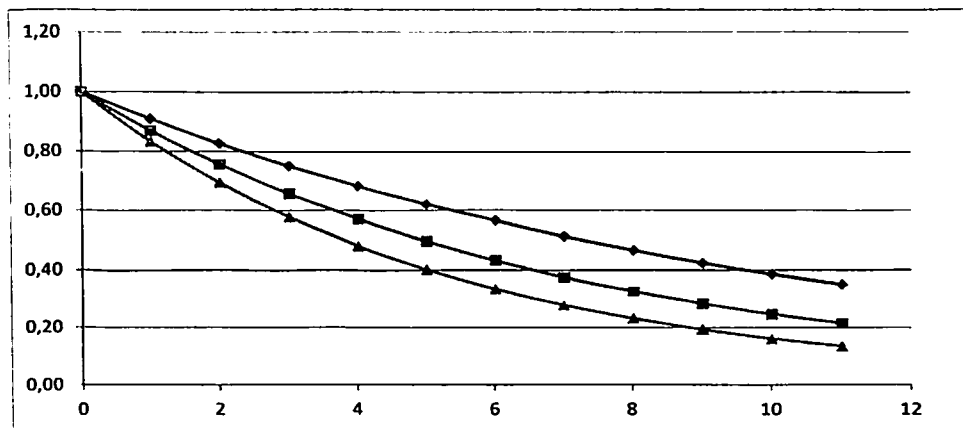
6.5-jadval

1 birlik summani turli xil murakkab foizlarda diskontlash natijalari

Yillar	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
Joriy qiymat (d=10%)	1,00	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	0,56	0,51	0,47	0,42	0,39	0,35
Joriy qiymat (d=15%)	1,00	0,87	0,76	0,66	0,57	0,50	0,43	0,38	0,33	0,28	0,25	0,21
Joriy qiymat (d=20%)	1,00	0,83	0,69	0,58	0,48	0,40	0,33	0,28	0,23	0,19	0,16	0,13

Jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, foiz stavkasi qancha yuqori bo'lsa joriy qiymat miqdori ham shunchalik past bo'ladi. Bu

holat yuqoridagi jadval ma'lumotlari asosida shakllantirilgan grafikda yaqqol o'z aksini topgan (5.6-rasm).



5.6-rasm. 1 birlik summani turli xil murakkab foizlarda diskontlash natijalari

PV miqdor ham operatsiyalar davomiyligi va foiz stavkalariga bevosita bog'liq. Ya'ni r va n ko'rsatkichlar qanchalik yuqori bo'lsa, joriy qiymat shunchalik past bo'ladi.

Agar foiz hisoblash bir yilda m marta amalga oshiriladigan bo'lsa bunda PV miqdor 20-formuladan kelib chiqqan holda quyidagicha aniqlanadi:

$$PV_{n,m} = \frac{FV}{\left(1 + \frac{r}{m}\right)^{mn}}. \quad (4.21)$$

Foiz stavkasi va operatsiya davomiyligini hisoblash

4.16 va 4.20-formulalardan kelib chiqqan holda r va n ko'rsatkichlarini aniqlash mumkin. FV , PV va n ko'rsatkichlari ma'lum bo'lgan holatlarda r foiz stavka quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$r = \left(\frac{FV_n}{PV_n}\right)^{\frac{1}{n}} - 1. \quad (4.22)$$

Masalan, bankka 4 yil oldin joylashtirilgan 10 000 birlikdagi summa bugunga kelib 14 641 birlikni tashkil etgan. Operatsiya bo'yicha foiz stavkasi (daromadlilik)ni aniqlang.

$$r = (14\ 641/10\ 000)^{1/4} - 1 = 0,10 (10\%).$$

Operatsiya davomiyligi n logarifmlash orqali quyidagicha aniqlanadi:

$$n = \frac{\log(FV_n/PV_n)}{\log(1+r)}. \quad (4.23)$$

Masalan, bankka yillik 10%lik stavka bilan 10 000 birlikdagi summa joylashtirilgan bo'lib, bugunga kelib 14 641 birlikni tashkil etgan. Operatsiya muddatini aniqlang.

$$r = \log(14\ 641/10\ 000) / \log(1+0,1) = 4 \text{ yil.}$$

Moliyaviy operatsiyalarda uzluksiz foizlardan qisqa oraliq vaqtlar uchun ko'p marotaba foizlar hisoblanadigan holatlarda foydalaniladi. Bunda har kun, har soat, har minut va hattoki har bir sekund uchun yillik foiz stavkasi asosida foizlar hisoblash amaliyotini misol sifatida keltirish mumkin.

Nazorat savollari

1. Pul mablag'larining vaqt bo'yicha qiymati konsepsiyasi mazmun-mohiyatini izohlab bering.
2. Bugun olingan pul mablag'i summasi ertaga olinadigan pul mablag'i summasi ekvivalentidan yuqoriligini qanday izohlaysiz?
3. Moliyaviy operatsiyalarda vaqt omilini hisobga olish metodlarini izohlab bering.
4. Moliyaviy operatsiyalarda vaqt omilini hisobga olgan holda pul mablag'larining o'sib boruvchi kelgusi qiymati nimani anglatadi?
5. Diskontlash tushunchasi mazmun-mohiyatini izohlab bering.
6. Oddiy foiz stavkalari bo'yicha mablag'lar o'sib borishini aniqlash formulasidan qay darajada foydalana olasiz?
7. Matematik diskontlashning mohiyati va moliyaviy hisob-kitoblardagi ahamiyatini qanday izohlaysiz?

8. Pul mablag'lar o'sib borishini aniqlashga teskari tartibda FV , r , n ko'rsatkichlari oldindan aniq bo'lgan holda yana qanday ko'rsatkichni aniqlash mumkin?

9. Murakkab foizlar bo'yicha o'sib boruvchi kelgusi qiymatni aniqlash formulasidan qaydarajada foydalana olasiz?

10. Murakkab foizlar bo'yicha diskontlashning moliyaviy hisob-kitoblardagi o'rnini izohlang.

11. Moliyaviy hisob-kitoblarda foiz stavkasini va operatsiya davomiyligini aniqlash formulalaridan qaydarajada foydalana olasiz?

12. Pul mablag'larining vaqt bo'yicha qiymatini aniqlashda Microsoft Excel dasturidan qaydarajada foydalana olasiz?

Testlar

1. Biznesning oltin qoidasi hisoblangan fikr to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

a) bugun olingan pul mablag'i ertaga olinadigan pul mablag'iga nisbatan qadrliroq;

b) ertaga olinadigan pul mablag'i bugun olingan pul mablag'iga nisbatan qadrliroq;

d) pul topish oson, sarflash undanda oson;

e) xarajatlarni amalga oshirishda inflyatsiyani hisobga olish kerak.

2. Foiz hisoblash natijasida dastlabki summaning ortib borish jarayoni nima deb ataladi?

a) o'sib borish yoki kelgusi qiymat;

b) diskontlash;

d) joriy qiymat;

e) diskont yoki o'sib borish me'yori.

3. Diskontlash tushunchasi nimani anglatadi?

a) kelgusida ma'lum bir belgilangan summani olish uchun joylashtirish talab etiladigan pul mablag'i miqdorini aniqlashni o'zida aks ettiradi;

b) foiz hisoblash natijasida dastlabki summaning ortib borish jarayonini o'zida aks ettiradi;

d) oddiy foiz stavkalari bo'yicha mablag'lar o'sib borishini anglatadi;

e) murakkab foiz stavkalari bo'yicha mablag'lar o'sib borishini anglatadi.

4. Oddiy foiz stavkalari bo'yicha mablag'lar kelgusi qiymatini aniqlash formulasi to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

a) $FV = PV(1 + r \times n)$;

b) $FV = PV(1 - r \times n)$;

d) $FV = PV \left(1 + \frac{r}{n}\right)$;

e) $FV = PV \left(1 - \frac{r}{n}\right)$.

5. $FV = PV(1 + r \times \frac{t}{v})$ formulasi qanday holatlarda qo'llaniladi?

a) operatsiya muddati aniq kunlarda belgilangan hollarda kelgusi qiymatni aniqlash uchun;

b) operatsiya muddati bir yildan ortiq bo'lgan holatlarda kelgusi qiymatni aniqlash uchun;

d) oddiy foiz stavkalari bo'yicha mablag'lar joriy qiymatini aniqlash uchun;

e) kelgusi va joriy qiymatlar aniq bo'lgan holatlarda operatsiya muddati va foiz stavkasini aniqlash uchun.

6. Operatsiya muddati va moliya yili parametrlariga bog'liq holda O'zbekistonda qo'llaniladigan mezon to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

a) 365/360;

b) 365/365;

d) 360/360;

e) 360/365.

7. Murakkab foizlarda kelgusi qiymatni aniqlash formulasi to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) $FV_n = PV \times (1 + r)^n$;
- b) $FV_n = PV / (1 + r)^n$;
- d) $FV_n = PV \times (1 - r)^n$;
- e) $FV_n = PV \times (1 + rn)^n$.

8. 1 birlik mablag'ning 10, 15, 20 foizlik murakkab foiz stavkalari bo'yicha 11 yildan keyingi kelgusi qiymatlari to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) 2,85; 4,65; 7,43;
- b) 2,85; 4,65; 7,83;
- d) 3,85; 4,65; 7,43;
- e) 2,85; 5,65; 7,43.

9. $PV_n = \frac{FV_n}{(1+r)^n}$ formulasi nimani anglatadi?

- a) murakkab foizlar bo'yicha diskontlashni;
- b) oddiy foizlar bo'yicha kelgusi qiymatni aniqlashni;
- c) murakkab foizlar bo'yicha o'sish qiymatini aniqlashni;
- d) oddiy foizlar bo'yicha diskontlashni.

10. 1 birlik mablag'ning 10, 15, 20 foizlik murakkab foiz stavkalari bo'yicha 11 yildan keyingi diskontlash natijalari to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) 0,35; 0,21; 0,13;
- b) 0,28; 0,21; 0,13;
- c) 0,35; 0,24; 0,13;
- d) 0,35; 0,21; 0,07.

VI BOB. KORXONALARNI MOLİYALASHTIRISHNING O‘Z MANBALARI

6.1. Korxonalarda o‘z mablag‘larini shakllantirishning ichki manbalari

Korxonalarda moliyaviy ta‘minot uzluksizligini ta‘minlash takror ishlab chiqarish jarayonining davomiyligiga xizmat qiladi. Faoliyatni moliyaviy ta‘minlash o‘z va qarz mablag‘lari hisobiga amalga oshirilishi mumkin. O‘z navbatida, moliyaviy ta‘minotning o‘z va qarz manbalari ham qator xususiyatlariga ko‘ra tasniflanadi. Jumladan, korxonalarining o‘z manbalari hisobiga moliyalashtirish shakllari sifatida ichki va tashqi moliyalashtirish manbalari keltiriladi.

O‘z mablag‘larining ichki manbalari moliyaviy-xo‘jalik faoliyati jarayonida shakllantiriladi va har qanday korxonada muhim ahamiyat kasb etadi va o‘z-o‘zini moliyalashtirish qobiliyati sifatida baholanadi. Shunday ekan, korxonada o‘z moliyaviy talablarini to‘liq yoki zaruriy darajada qoplay olishi qo‘shimcha kapitalni jalb qilish bo‘yicha talabning kamayishi va mablag‘lar jalb qilish bilan bog‘liq risklarni pasaytirish hisobiga iqtisodiy o‘shish uchun qulay imkoniyatlar va sezilarli darajada raqobatdagi ustunlikka ega bo‘ladi.

Har qanday tijorat korxonasida moliyalashtirishning asosiy ichki manbalari sifatida sof foyda, amortizatsiya ajratmalari, foydalanil-mayotgan aktivlarni sotish yoki ijaraga berish va boshqalarni keltirish mumkin.

Hozirgi sharoitda korxonada ixtiyorida qolgan foydasini mustaqil taqsimlaydi. Foydadan to‘g‘ri foydalanish korxonaning istiqboldagi rivojlanish bo‘yicha rejalarini amalga oshirish, shuningdek, mulkdorlar, investorlar va xodimlar manfaatdorligini ta‘minlash imkonini beradi. Umumiy holatda foyda qanchalik ko‘proq moliyaviy-xo‘jalik faoliyatini kengaytirishga yo‘naltirilsa, qo‘shimcha

moliyalashtirishga bo'lgan talab shunchalik kamroq bo'ladi. Taqsimlanmagan foyda miqdori xo'jalik faoliyati rentabelligi, shuningdek, mulkdorlarga to'lovlar bo'yicha munosabatlarga qaratilgan korxonasiyosati (dividend siyosati)ga bog'liq.

Foydani reinvestitsiyalashning afzalliklari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- tashqi manbalardan kapital jalb qilish bilan bog'liq xarajatlarning oldi olinishi;

- mulkdorlar tomonidan korxonasi faoliyati ustidan nazorat qilishning saqlab qolinishi;

- moliyaviy barqarorlikni oshirish va tashqi manbalardan mablag'lar jalb qilish uchun qulay imkoniyatlar yuzaga kelishi.

O'z navbatida, mazkur manbadan foydalanishning kamchiliklari sifatida ko'rsatkichlarning o'zgaruvchanligi va chegaralanganligini, prognozlashning murakkabligini, shuningdek, korxonasi boshqaruvi tomonidan korxonasi faoliyatiga ta'sir qiluvchi tashqi omillar (bozor kon'yunkturasi, iqtisodiy sikl fazasi, talab va narx o'zgarishi va boshqalar) bilan bog'liq jihatlarni nazorat qilish imkonini bermasligi kabilarni keltirish mumkin.

Amortizatsiya ajratmalari korxonalarda o'z-o'zini moliyalashtirishning yana bir muhim manbasi sifatida xizmat qiladi.

Ular asosiy vositalar va nomoddiy aktivlar eskirishini o'zida aks ettirib korxonasi xarajatlariga kiritiladi, sotilgan mahsulot va xizmatlar hisobiga tushgan pul mablag'lari tarkibida mavjud bo'ladi. Ularning asosiy vazifasi asosiy vositalar va nomoddiy aktivlarni qayta sotib olish uchun imkoniyat yaratishdan tashqari takror ishlab chiqarish jarayonini kengaytirish ham hisoblanadi.

Moliyalashtirish manbasi sifatida amortizatsiya ajratmalarining afzalligi shundaki, u korxonaning har qanday moliyaviy holatida amal qiladi va har doim o'z ixtiyorida qoladi.

Investitsiyalarni moliyalashtirish manbasi sifatida amortizatsiya miqdori ko'p jihatdan davlat tomonidan o'rnatilgan tartibga, shuningdek, tanlangan hisoblash usuliga bog'liq.

Amortizatsiya hisoblashning tanlangan usuli korxonada hisob siyosatida qayd etiladi va asosiy vositadan foydalanish muddati davomida qo'llaniladi.

Tezlashtirilgan amortizatsiya hisoblash usullarini qo'llash asosiy vositalardan foydalanishning dastlabki yillarida amortizatsiya ajratmalarini yuqori miqdorda hisoblash va bu o'z navbatida, qo'shimcha aylanma mablag'ni korxonada ixtiyorida qoldirish imkonini beradi.

Ayrim holatlarda foydalanilmayotgan asosiy vositalar va nomoddiy aktivlarni sotish yoki ijaraga berish hisobiga ham o'z moliyaviy resurslarini shakllantirish mumkin. Lekin bu amaliyot bir martalik xususiyatga ega hisoblanadi va pul mablag'larini tizimli ravishda jalb qilish imkonini bermaydi.

Korxonaning o'z-o'zini moliyalashtirish (*self financing* – *SF*) qobiliyatini baholash uchun va mos davrlar bo'yicha uning miqdorini prognozlash quyidagi formuladan foydalangan holda aniqlanishi mumkin:

$$SF = (EBIT - I) \times (1 - T) + DA \times T - DIV$$

Bu yerda:

EBIT – foiz va soliqlar to'langunga qadar foyda;

I – qarzlarga xizmat ko'rsatish bo'yicha xarajatlar (foiz to'lovlari);

T – foyda solig'i stavkasi;

DA – amortizatsiya;

DIV – mulkdorlarga dividend to'lovlari.

Yuqoridagi formuladan ko'rinib turibdiki, korxonaning o'z-o'zini moliyalashtirish qobiliyatiga moliyaviy-xo'jalik faoliyati davomida amalga oshiriladigan qarz, amortizatsiya va dividend siyosati bevosita ta'sir ko'rsatadi.

Moliyalashtirishning ichki manbalari afzalliklariga qaramasdan, ular miqdor jihatdan korxonada moliyaviy-xo'jalik faoliyatini kengaytirishga, investitsion loyihalarni amalga oshirishga, yangi texnologiyalarni joriy etishga va boshqalarga yetarli emas. Shundan kelib chiqqan holda tashqi manbalar hisobiga o'z moliyaviy resurslarini qo'shimcha shakllantirish zarurati yuzaga keladi.

6.2. Korxonalarda o'z mablag'larini shakllantirishning tashqi manbalari

Korxonada ta'sischi'larning qo'shimcha badallari va qo'shimcha aksiyalar chiqarish hisobiga ustav kapitalini oshirish yo'li bilan o'z mablag'larini shakllantirish mumkin. Qo'shimcha xususiy kapital jalb qilish imkoniyatlari va usullari biznesni tashkil etishning huquqiy shakliga bevosita bog'liq.

MCHJlar ustav kapitali uning ishtirokchilari ulushlarining nominal qiymatlaridan tarkib topadi. Bunda ustav kapitalining minimal miqdori jamiyatni davlat ro'yxatidan o'tkazish uchun hujjatlarni taqdim etish sanasidagi eng kam oylik ish haqining qirq baravaridan kam bo'lmasligi lozim.

MCHJning har bir ishtirokchisi ta'sis hujjatlarida belgilangan va jamiyat davlat ro'yxatidan o'tkazilgan paytdan boshlab bir yildan oshmaydigan muddat mobaynida jamiyatning ustav kapitaliga o'z hissasini to'liq kiritishi kerak. Agarda MCHJ faqat kredit tashkiloti sifatida davlat ro'yxatidan o'tkazilayotgan bo'lsa, ro'yxatdan o'tish sanasiga qadar har bir ta'sischi ta'sis hujjatlarida ko'rsatilgan jamiyatning ustav kapitalidagi o'z hissasining kamida o'ttiz foizini kiritishi shart.

Naqd pul yoki naqd pulda ma'lum bir bahosiga ega bo'lgan boshqa mol-mulklar MCHJlarning ustav kapitaliga qo'shiladigan hissalar bo'lishi mumkin. MCHJ ta'sischi'lari va jamiyatga qabul qilinadigan uchinchi shaxslar tomonidan jamiyatning ustav kapitaliga qo'shiladigan mol-mulklarning naqd puldagi bahosi jamiyat ishtirokchilari umumiy yig'ilishida barcha ta'sischi'lardan tomonidan bir ovozdan qabul qilinadigan qaror bilan tasdiqlanishi lozimligi belgilab qo'yilgan.

MCHJ ustav kapitali to'liq shakllantirilgandan so'ng ustav kapitalini oshirish to'g'risida qaror qabul qilish mumkin. Ustav kapitalini oshirish quyidagi yo'llar bilan amalga oshirilishi mumkin:

- jamiyatning mol-mulki hisobiga;
- ta'sischi yoki mulkdorlarning qo'shimcha hissalarini hisobiga;

- jamiyatga qabul qilinadigan uchinchi shaxslarning hissalarini hisobiga.

MCHJ ustav kapitalini jamiyatning mol-mulki hisobiga oshirish oldingi hisobot yillarida erishilgan moliyaviy natijadan kelib chiqqan holda korxonada ixtiyorida qolgan foydani ustav kapitaliga yo'naltirish orqali amalga oshiriladi.

Ta'asischi (mulkdor)lar tomonidan qo'shimcha hissalar qo'shish hisobiga jamiyat ustav kapitalini oshirish to'g'risidagi qaror qabul qilishda qo'shimcha hissalarining muayyan umumiy qiymati, jamiyat har bir ishtirokchisining qo'shimcha hissasi qiymatining miqdori, ishtirokchilar tomonidan qo'shimcha hissalarini to'liq qo'shish muddatini belgilanishi kerak.

Agar MCHJ ta'asis hujjatlarida ustav kapitalida boshqa shaxslarning ishtiroki taqiqlanmagan bo'lsa, boshqa shaxslarni jamiyatga qabul qilish va hissa qo'shish to'g'risidagi arizalari asosida jamiyatning ustav kapitalini oshirish to'g'risida bir ovozdan qaror qabul qilishi mumkin. Bu borada ham qaror qabul qilishda hissani qo'shish tartibi, miqdori, usullari va muddatini ko'rsatilgan bo'lishi talab etiladi.

Qo'shimcha hissalarini qo'shishning muddatini tugagan kundan e'tiboran bir oydan kechiktirmay o'zgartishlarni jamiyatning ta'asis hujjatlariga kiritish to'g'risida jamiyat ishtirokchilarining umumiy yig'ilishi tomonidan qaror qabul qilinishi kerak.

Aksiyadorlik jamiyatining ustav kapitali aksiyadorlar olgan jamiyat aksiyalarining nominal qiymatidan tashkil topadi va O'zbekiston Respublikasining milliy valyutasida ifodalanadi. Muomalaga chiqariladigan barcha aksiyalarning nominal qiymati bir xil bo'ladi.

Aksiyadorlik jamiyatlari oddiy aksiyalarni joylashtirishi shart, shuningdek, imtiyozli aksiyalarni ham joylashtirish imkoniyatiga ham egalar. Joylashtirilgan imtiyozli aksiyalarning nominal qiymati jamiyat ustav kapitalining yigirma foizidan oshmasligi kerak.

Aksiyadorlik jamiyati ustav kapitalining eng kam miqdori jamiyat davlat ro'yxatidan o'tkazilgan sanada 1,6 milliard so'mdan kamni tashkil etmasligi kerak. Jamiyatning ustav kapitalini jamiyat ustavida nazar-

da tutilgan miqdorda shakllantirishning eng ko'p muddati jamiyat davlat ro'yxatidan o'tkazilgan paytdan e'tiboran bir yildan oshmasligi lozim.

Shu o'rinda boshqa aksiyadorlik jamiyatlari ustav kapitali bo'yicha ham minimal talablarni keltirish maqsadga muvofiq.

O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki Boshqaruvining 2009-yil 15-avgustdagi "Banklarni ro'yxatga olish va ular faoliyatini litsenziyalash tartibi to'g'risidagi nizomni tasdiqlash haqida"gi qarori bilan tasdiqlangan "Banklarni ro'yxatga olish va ular faoliyatini litsenziyalash tartibi to'g'risida"gi Nizomga asosan tijorat banklari ustav kapitali eng kam miqdori quyidagicha belgilangan edi:

- banklar uchun – 10 mln yevro ekvivalentida;
- xususiy banklar uchun – 5 mln yevro ekvivalentida.

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017 yil 29 sentyabrdagi PF-5197-sonli farmoniga asosan yangidan tashkil etilayotgan tijorat banklari ustav kapitalining eng kam miqdori 100,0 milliard so'm qilib belgilandi. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki tijorat banklari bilan birgalikda 2019 yilning 19 yanvariga qadar tijorat banklarining ustav kapitali miqdorlarining 100 milliard so'mga yetishini ta'minlashi lozimligi belgilab qo'yilgan/

O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 2011-yil 31-maydagi "Sug'urtachilarning moliyaviy barqarorligini yanada oshirishga oid chora-tadbirlar to'g'risida"gi qaroriga asosan sug'urta kompaniyalari ustav kapitali eng kam miqdori quyidagi jadvalda keltirilgan (6.6-jadval):

6.6-jadval

Sug'urtachilar uchun ustav kapitalining eng kam miqdorlari

ming yevro ekvivalentida

Sug'urta faoliyati turlari	2012 yil 1 iyuldan	2014 yil 1 iyuldan
Umumiy sug'urta sohasida	1125	1500
Hayotni sug'urtalash sohasida	1500	2000
Majburiy sug'urtalash bo'yicha	2250	3000
Faqat qayta sug'urtalash bo'yicha	5000	6000

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2017 yil 29 sentyabrdagi PF-5197-sonli farmoniga asosan sug‘urta tashkilotlari ustav kapitali minimal miqdori quyidagicha belgilandi:

- umumiy sug‘urtalash tarmog‘ida – 7,5 milliard so‘m;
- hayotni sug‘urtalash tarmog‘ida – 10 milliard so‘m;
- majburiy sug‘urtalash bo‘yicha – 15 milliard so‘m;
- faqat qayta sug‘urtalash bo‘yicha – 30 milliard so‘m.

O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2007-yil 4-apreldagi “Auditorlik tashkilotlari faoliyatini yanada takomillashtirish hamda ular ko‘rsatayotgan xizmatlar sifati uchun javobgarlikni oshirish to‘g‘risida”gi Qarori bilan tasdiqlangan “Auditorlik tashkilotlari to‘g‘risida”gi Nizomga asosan auditorlik tashkilotlari ustav kapitali eng kam miqdori quyidagi jadvalda keltirilgan (6.7-jadval).

6.7-jadval

Auditorlik tashkilotlari ustav kapitali eng kam miqdorlari

EKIH baravarida

№	Auditorlik tekshiruvlari yo‘nalishlari	Minimal talab
1	Faqat tashabbuskorlik asosida auditorlik tekshiruvi o‘tkazuvchilar uchun	1500
2	Ochiq aksiyadorlik jamiyatlari, banklar va sug‘urta tashkilotlaridan tashqari xo‘jalik yurituvchi subyektlarda tashabbuskorlik asosida va majburiy auditorlik tekshiruvlarini amalga oshiruvchilar uchun	3000
3	Barcha xo‘jalik yurituvchi subyektlarda auditorlik tekshiruvini o‘tkazuvchi	5000

Aksiyadorlik jamiyatlarida ustav kapitali aksiyalarning nominal qiymatini oshirish yoki qo‘shimcha aksiyalarni joylashtirish yo‘li bilan ko‘paytirilishi mumkin.

Aksiyadorlik jamiyatlarida ustav kapitalini aksiyalarning nominal qiymatini oshirish yo‘li bilan ko‘paytirish to‘g‘risidagi va jamiyat ustaviga tegishli o‘zgartishlar kiritish haqidagi qarorlar aksiyadorlarning umumiy yig‘ilishi tomonidan yoki, agar jamiyat ustaviga yoxud aksiyadorlar umumiy yig‘ilishining qaroriga muvofiq

jamiyatning kuzatuv kengashiga bunday qarorlar qabul qilish vakolati berilgan bo'lsa, jamiyatning kuzatuv kengashi tomonidan qabul qilinadi. Qo'shimcha aksiyalar e'lon qilingan jamiyat ustavida belgilangan aksiyalarning soni doirasidagina jamiyat tomonidan joylashtirilishi mumkin. Jamiyatning ustav kapitalini qo'shimcha aksiyalarni joylashtirish yo'li bilan ko'paytirish to'g'risidagi va jamiyat ustaviga tegishli o'zgartishlar kiritish haqidagi qarorlar aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi tomonidan yoki, agar jamiyat ustaviga yoxud aksiyadorlar umumiy yig'ilishining qaroriga muvofiq jamiyatning kuzatuv kengashiga bunday qarorlar qabul qilish huquqi tegishli bo'lsa, jamiyatning kuzatuv kengashi tomonidan qabul qilinadi.

Jamiyatning ustav kapitalini qo'shimcha aksiyalarni joylashtirish yo'li bilan ko'paytirish to'g'risidagi qarorda joylashtiriladigan qo'shimcha oddiy aksiyalarning va imtiyozli aksiyalarning soni, ularni joylashtirish muddatlari va shartlari belgilangan bo'lishi kerak.

Jamiyatning ustav kapitalini aksiyalarning nominal qiymatini oshirish yo'li bilan ko'paytirish qonun hujjatlarida belgilangan tartibda faqat jamiyatning o'z kapitali hisobidan amalga oshiriladi. Ustav kapitalini qo'shimcha aksiyalarni joylashtirish yo'li bilan oshirish esa jalb qilingan investitsiyalar, jamiyatning o'z kapitali va hisoblangan dividendlar hisobidan belgilangan tartibda amalga oshirilishi mumkin.

Ustav kapitalini aksiyadorlik jamiyatining o'z kapitali hisobidan qo'shimcha aksiyalarni joylashtirish yo'li bilan ko'paytirishda bu aksiyalar barcha aksiyadorlar o'rtasida taqsimlanadi. Bunda har bir aksiyadorga qaysi turdagi aksiyalar tegishli bo'lsa, ayni o'sha turdagi aksiyalar unga tegishli aksiyalar soniga mutanosib ravishda taqsimlanadi. Ustav kapitalining oshirilishi natijasida ko'paytirish summasining bitta aksiyaning nominal qiymatiga muvofiqligi ta'minlanmaydigan bo'lsa, jamiyatning ustav kapitalini ko'paytirishga yo'l qo'yilmaydi.

Aksiyalarning nominal qiymati besh ming so'mdan ortiq bo'lishi mumkin emas.

Aksiyalarini joylashtirish chog'ida ularga haq to'lash pul va boshqa to'lov vositalari, mol-mulk, shuningdek, pulda ifodalanadigan

bahoga ega bo'lgan huquqlar (shu jumladan, mulkiy huquqlar) orqali amalga oshiriladi. Jamiyatni ta'sis etish chog'ida uning aksiyalariga haq to'lash tartibi jamiyatni tashkil etish to'g'risidagi ta'sis shartnomasida yoki jamiyat ustavida, qo'shimcha aksiyalar va boshqa qimmatli qog'ozlarga haq to'lash esa, ularni chiqarish to'g'risidagi qarorda belgilab qo'yiladi.

Jamiyatning qo'shimcha aksiyalariga ushbu aksiyalarni chiqarish to'g'risidagi qarorda ko'rsatilgan joylashtirish muddati ichida haq to'lanishi lozim.

Jamiyat ustavida aksiyalar haqini to'lash majburiyatini bajarmaganlik uchun neustoyka (jarima, penya) undirish nazarda tutilishi mumkin.

Jamiyatni ta'sis etishda aksiyalarga to'lanadigan haq sifatida kiritilayotgan mol-mulkning pulda ifodalanadigan bahosi muassislar o'rtasidagi shartnomaga muvofiq chiqariladi.

Agar jamiyatning puldan o'zga vositalar bilan haqi to'lanayotgan aksiyalari va boshqa qimmatli qog'ozlarining nominal qiymati qonun hujjatlarida belgilangan eng kam ish haqining ikki yuz baravaridan ko'pni tashkil etsa, jamiyatning aksiyalari va boshqa qimmatli qog'ozlarining haqi sifatida kiritilayotgan mol-mulkning pulda ifodalangan bahosi baholovchi tashkilot tomonidan chiqarilishi zarur.

Aksiyadorlik jamiyatlari ustavida nazarda tutilgan, ammo uning ustav kapitalining o'n besh foizidan kam bo'lmagan miqdorda zaxira fondi tashkil etiladi. Zaxira fondi jamiyat ustavida belgilangan miqdorga yetguniga qadar sof foydadan har yilgi majburiy ajratmalar orqali shakllantiriladi. Har yilgi ajratmalarning miqdori jamiyat ustavida nazarda tutiladi, ammo bu miqdor jamiyat ustavida belgilangan miqdorga yetguniga qadar sof foydaning besh foizidan kam bo'lmاسligi kerak. Zaxira fondi boshqa mablag'lar mavjud bo'lmagan holatda aksiyadorlik jamiyati zararlari o'rnini qoplash, korporativ obligatsiyalarni muomaladan chiqarish, imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar to'lash va jamiyatning aksiyalarini qaytarib sotib olish uchun mo'ljallanadi. Zaxira fondidan boshqa maqsadlar uchun foydalanish mumkin emas.

Investitsiyaga talabdan kelib chiqqan holda aksiyadorlik jamiyatlari ochiq yoki yopiq tartibda qo‘shimcha aksiyalarni joylashtirishni amalga oshirishlari mumkin.

Nazorat savollari

1. Korxonalarda moliyaviy ta‘minotning tashkiliy masalalari xususida to‘xtalib o‘ting.
2. Korxonalarni moliyalashtirishning asosiy ichki manbalarini sanab o‘ting.
3. Foydani reinvestitsiyalashning qanday afzalliklari mavjud?
4. Amortizatsiya ajratmalarining ahamiyatli jihatlarini tavsiflab bering.
5. Korxonaning o‘z-o‘zini moliyalashtirish qobiliyatini baholash mumkinmi?
6. Korxonalarda o‘z mablag‘larini shakllantirishning tashqi manbalarining ahamiyatli jihatlarini sanab o‘ting.
7. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish amaliyotining moliyaviy ta‘minotdagi o‘rmini izohlang.
8. Oddiy aksiyalar emissiyasi hisobiga moliyalashtirish va IPO operatsiyalari afzalliklari va kamchiliklarini sanab o‘ting.
9. IPO operatsiyalarining jahon miqyosida qo‘llanilish xususiyatlarini izohlab bering.

Testlar

1. **Korxonalarda moliyaviy ta‘minot uzluksizligini ta‘minlashning obyektiv zarurligini qanday tushunish mumkin?**
 - a) takror ishlab chiqarish jarayonining davomiyligiga xizmat qiladi;
 - b) moliyalashtirishning tashqi manbalariga murojaat qilishga zarurat tug‘iladi;
 - d) xarajatlarning kechiktirish orqali aylanma mablag‘ning korxonada ixtiyorida bo‘lishiga erishiladi;

e) moliyalashtirishning ichki manbalariga murojaat qilishga zarurat tug'iladi.

2. Korxonada o'z moliyaviy talablarini to'liq yoki zaruriy darajada qoplay olishi qo'shimcha kapitalni jalb qilish bo'yicha talabning kamayishi va mablag'lar jalb qilish bilan bog'liq risklarni pasaytirish hisobiga nimaga erishish mumkin?

a) iqtisodiy o'sish uchun qulay imkoniyatlar va sezilarli darajada raqobatdagi ustunlikka ega bo'ladi;

b) xorijiy kapitalni jalb qilish imkoniga ega bo'ladi;

d) soliq imtiyozlaridan foydalanish imkoniyati paydo bo'ladi;

e) kapital bahosini aniqlash orqali tannarx kamaytiriladi.

3. Mas'uliyati cheklangan jamiyat ustav kapitali qanday yo'llari orqali oshirilishi mumkin?

a) jamiyatning mol-mulki, ta'sischi yoki mulkdorlarning qo'shimcha hissalarini va jamiyatga qabul qilinadigan uchinchi shaxslarning hissalarini hisobiga;

b) soliq imtiyozlari va davlat subsidiyalari hisobiga;

d) taqsimlanmagan foyda, olinadigan dividendlar va dotatsiyalar hisobiga;

e) xorijiy kapital va bank kreditlari hisobiga.

4. Mas'uliyati cheklangan jamiyatlar ustav kapitali bo'yicha belgilangan minimal talab to'g'ri belgilangan javobni ko'rsating.

a) jamiyatni davlat ro'yxatidan o'tkazish uchun hujjatlarni taqdim etish sanasidagi eng kam oylik ish haqining qirq baravaridan kam bo'lmasligi lozim;

b) ta'sis yig'ilishi o'tkazilgan sanadagi eng kam oylik ish haqining qirq baravaridan kam bo'lmasligi lozim;

d) 400 ming AQSH dollari so'm ekvivalentidan kam bo'lmasligi lozim;

e) jamiyatni davlat ro'yxatidan o'tkazish uchun hujjatlarni taqdim etish sanasidagi eng kam oylik ish haqining 50 baravaridan kam bo'lmashligi lozim.

5. Aksiyadorlik jamiyatning ustav kapitali qanday yo'llar bilan oshirilishi mumkin?

- a) aksiyalar nominal qiymatini oshirish yoki qo'shimcha aksiyalarni joylashtirish orqali;
- b) bank kreditlari va xorijiy kapital jalb qilish orqali;
- d) soliq imtiyozlaridan samarali foydalanish orqali;
- e) aksiyalarni maydalash va qayta joylashtirish yo'li bilan.

6. Aksiyadorlik jamiyati ustav kapitalining eng kam miqdori to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) jamiyat davlat ro'yxatidan o'tkazilgan sanada 1,6 milliard so'mdan kam bo'lmashligi kerak;
- b) ta'sis yig'ilishi o'tkazilgan sanadagi eng kam oylik ish haqining qirq baravaridan kam bo'lmashligi lozim;
- d) jamiyatni davlat ro'yxatidan o'tkazish uchun hujjatlarni taqdim etish sanasidagi eng kam oylik ish haqining qirq baravaridan kam bo'lmashligi lozim;
- e) jamiyat davlat ro'yxatidan o'tkazilgan sanada O'zbekiston Respublikasi Markaziy bankining kursi bo'yicha 1000 ming AQSH dollariga teng bo'lgan summadan kam bo'lmashligi kerak.

7. Aksiyadorlik jamiyati ixtiyorida qolgan foydani taqsimlash vakolati qaysi organga birlashtirilgan?

- a) aksiyadorlar umumiy yig'ilishi;
- b) davlat raqobat qo'mitasi;
- d) kuzatuv kengashi;
- e) moliyaviy menejerlar.

8. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish qisqacha qanday ataladi?

- a) IPO;

- b) APO;
- c) LIFO;
- d) FIFO;

9. AQSHda yuqori texnologiyali kompaniyalar aksiyalari kotirovkasini avtomatik tizim asosida aniqlashga ixtisoslashgan tashkilot nomi?

- a) NASDAQ;
- b) FOREX;
- c) STANDART & POORS;
- d) NYSE.

10. Aksiyadorlik tijorat banklari uchun ustav kapitali minimal miqdori to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) 100 milliard so'm;
- b) 10 million dollar so'm ekvivalentida;
- c) 5 million yevro so'm ekvivalentida;
- d) 5 million dollar so'm ekvivalentida.

VII BOB. KORPORATIV MOLIYAVIY REJALASHTIRISH

7.1. Korporativ moliyaviy rejalashtirishning nazariy jihatlari

Korporativ moliyada moliyaviy rejalashtirish moliyaviy menejer oldidagi asosiy vazifalardan biri hisoblanadi. Aynan faoliyatga bog‘liq har bir jihatning to‘g‘ri rejalashtirilishi korporativ tuzilma samaradorligiga o‘z ta‘sirini ko‘rsatadi. Shundan kelib chiqqan holda mazkur paragrafda moliyaviy rejalashtirish xususida to‘xtalib o‘tamiz.

Moliyaviy rejalashtirish korporativ moliyani boshqarish tizimining ajralmas qismi sifatida korxonalar moliyaviy-xo‘jalik faoliyatiga doir qaror qabul qilish asoslarini ta‘minlaydi. Moliyaviy rejalashtirishning korxonalar faoliyati uchun alohida dolzarbligi shundaki, u keskin raqobat sharoitida uzluksiz rivojlanish yo‘lini belgilab beradi. Moliyaviy rejalashtirishning noto‘g‘ri tashkil etilishi bir tomondan bozorning ma‘lum bir mahsulotga nisbatan to‘yinishi, ikkinchi tomondan esa boshqa bir mahsulotga nisbatan taqchillikning yuzaga kelishiga olib keladi. Natijada esa bozor muvozanati buziladi. “Bozor uchun eng maqbul holat talab va taklif o‘rtasidagi muvozanatning ta‘minlanishidir. Shundagina iqtisodiyot bir maromda rivojlanadi”.¹⁵ Moliyaviy rejalashtirish resurslardan samarali va to‘g‘ri foydalanish orqali bozor muvozanatini ta‘minlashga xizmat qiladi.

Moliyaviy rejalashtirish jarayonida moliyaviy menejerlar va boshqa mutaxassislar tomonidan aniq moliyaviy mexanizmlar ishlab chiqilishi, ishlab chiqilgan mexanizmlarni amalga oshirish uchun qarorlar qabul qilinishini ko‘rish mumkin. Umuman moliyaviy rejalashtirish ko‘rsatkichlar tizimiga asoslangan moliyaviy

¹⁵ O‘lmasov A., Vahobov A. Iqtisodiyot nazariyasi. Darslik. T.: Sharq, 2006, 256 b.

boshqaruvda qo'llaniladigan asosiy bosqichlardan hisoblanadi.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida korxonalarda moliyaviy rejalashtirish buyruq elementi sifatida ifodalanmaydi. Aksincha, uning maqsadi – xo'jalik faoliyati muvaffaqiyati uchun optimal imkoniyatlarni ta'minlash, buning uchun zarur mablag'larni jalb qilish, korxonaning raqobatbardoshligi va foydaliligiga erishish, shuningdek, korxonaning daromad va xarajatlarini, pul mablag'lari harakatini rejalashtirishdir. Bundan ko'rinib turibdiki, moliyaviy rejalashtirish keskin raqobat sharoitida xo'jalik subyekti raqobatbardoshligi va faoliyat samaradorligini oshirish maqsadida pul mablag'lari harakatini, ya'ni daromad va xarajatlarni to'g'ri tashkil etishga qaratilgan faoliyatdir.

Moliyaviy rejalashtirish korporativ moliyani boshqarishda muhim va dastlabki bosqich sifatida ko'zga tashlanadi. Bu jarayonni korporativ boshqaruvda moliyaviy qarorlar qabul qilish jarayoni bilan izohlash mumkin.

Rivojlangan mamlakatlar iqtisodiyotida yuzaga kelgan ma'lum bir tanazzul moliyaviy globallashuv va iqtisodiy integratsiyalashuv tufayli butun dunyo iqtisodiyotiga ta'sir ko'rsatishini moliyaviy-iqtisodiy inqiroz holatlari ko'rsatib turibdi. Shundan kelib chiqqan holda bugungi globallashuv va jahon iqtisodiyotiga integratsiyalashuv sharoitida moliyaviy rejalashtirish jarayoni nafaqat moliyaviy resurslar harakatini to'g'ri tashkil etish, shu bilan birga, rejalashtirish asosida ishlab chiqilgan mexanizmlarni amalga oshirish jarayonida yuzaga kelishi mumkin bo'lgan har qanday kutilmagan holatlarni ko'ra bilish va baholay olishni ham o'z ichiga olishi lozim. Bunda asosiy e'tibor korxonalar faoliyati davomida yuzaga kelishi hamda moliyaviy-xo'jalik faoliyatiga ta'sir ko'rsatishi mumkin bo'lgan moliyaviy risklarga ham qaratilishi maqsadga muvofiq. Shundan kelib chiqqan holda bugungi kunda moliyaviy rejalashtirish haqida so'z yuritilganda aynan moliyaviy risklarni kamaytirishga ham alohida e'tibor qaratilmoqda. Shuningdek, moliyaviy rejalashtirish avvalo takror ishlab chiqarish jarayonini pul bilan ta'minlashga xizmat qilishini unutmaslik lozim. Mutaxassislarning fikricha, rejalashtirishning sifati xo'jalik subyekti muvaffaqiyatli faoliyat yuritishining muhim omillaridan biri sifatida ko'zga tashlanadi va

rejalashtirish tizimidagi kamchilik uning imkoniyatlarini 20-30%ga pasaytirishi mumkin.

Korporativ moliyani boshqarishda moliyaviy rejalashtirishdan asosiy maqsad ham takror ishlab chiqarishni moliyaviy resurslar bilan ta'minlashni samarali tashkil etish, ham moliyaviy resurslardan foydalanish samaradorligini oshirishdir. Bunda rejalashtirish jarayonida tadbirkorlik faoliyatiga jalb etilgan kapital daromadlilikini oshirish orqali firma barqarorligini ta'minlash, shuningdek, risklarni kamaytirish bo'yicha chora-tadbirlar ishlab chiqiladi.

Moliyaviy rejalashtirishning asosiy maqsadidan kelib chiqqan holda uning asosiy vazifalari sifatida quyidagilarni belgilash maqsadga muvofiq:

- operativ (xo'jalik), investitsion va moliyaviy faoliyatlarni zarur moliyaviy resurslar bilan ta'minlash;
- pul mablag'laridan samarali foydalanish hisobiga korxonaning foydasini oshirish maqsadida ichki zaxiralarni qidirib topish;
- kapitalni samarali joylashtirish yo'llarini aniqlash, undan oqilona va samarali foydalanishni baholash;
- byudjet va byudjetdan tashqari maqsadli fondlar bilan o'zaro moliyaviy munosabatlarni to'g'ri tashkil etish;
- hamkorlar bilan qisqa muddat ichida samaradorlik jihatdan yuqori moliyaviy munosabatlarni o'rnatish;
- rejalashtirilgan daromadlar va xarajatlar real balanslilikini ta'minlash maqsadida korxonaning moliyaviy barqarorlik ko'rsatkichlari, to'lovga layoqatliligi ustidan ichki nazorat tartibini belgilash.

Moliyaviy rejalashtirishning mohiyati, maqsad va vazifalaridan kelib chiqqan holda iqtisodiyotni modernizatsiyalash sharoitida xo'jalik yurituvchi subyektlar miqyosida moliyaviy rejalashtirish quyidagi yo'nalishlarda tashkil etilishi maqsadga muvofiq:

- xo'jalik subyekti taraqqiyotining asosiy tendensiyalarini belgilash va ularni amalga oshirish chora-tadbirlarini ishlab chiqish;
- keskin raqobat sharoitida inqiroz (bankrotlik) holatlari oldini olish va moliyaviy risklarni kamaytirish bo'yicha chora-tadbirlarni belgilash;

- xo'jalik subyekti miqyosida strategik, joriy va operativ moliyaviy rejalashtirishni yo'lga qo'yish va rejalashtirilgan ko'rsatkichlarga erishish texnologiyalarini ishlab chiqish;

- investitsiyalarning ahamiyatidan kelib chiqqan holda xo'jalik subyektiga investitsiyalar jalb qilish yoki xo'jalik subyektining mablag'larini investitsion faoliyatga yo'naltirish bo'yicha chora-tadbirlar belgilash.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida moliyaviy rejalashtirish xo'jalik subyektlarida maqsadni aniq belgilashga, oldinga qo'yilgan maqsadga erishishga to'sqinlik qiluvchi moliyaviy risklarni aniqlash va ularni kamaytirish bo'yicha chora-tadbirlarni belgilashga, eng asosiysi bozor muvozanatini ta'minlashga xizmat qiladi. Shundan kelib chiqqan holda korxonalarda moliyaviy rejalashtirishning nazariy hamda amaliy masalalarini chuqurroq o'rganish talab etiladi¹⁶.

7.2. Qisqa muddatli moliyalashtirishni prognozlash¹⁷

Qisqa muddatli moliyaviy rejalashtirishning birinchi bosqichi kompaniyaning kelajakdagi pul oqimini prognozlashdan iborat. Bu vazifaning ikki yaqqol obyektlari mavjud. Birinchisi, kompaniya har bir davrda ortiqcha mablag'ga ega bo'lishi yoki mablag' yetishmasligini aniqlash uchun o'zining pul oqimi haqida taxminlar qiladi. Ikkinchisi, boshqaruvda mablag' ortiqchaligi yoki yetishmasligi vaqtinchalik yoki doimiy ekanligidan kelib chiqqan holda aniq qarorlar qabul qilishga to'g'ri keladi. Agar u doimiy bo'lsa, bu firmaning uzoq muddatli moliyaviy qarorlariga ta'sir qilishi mumkin. Masalan, agar kompaniyaga keragidan ortiqcha mablag' kirib kelishi kutilayotgan bo'lsa, u o'z dividend to'lovlarini ko'paytiradi. Uzoq muddatli loyihalardagi sarmoyalar tufayli yuzaga keluvchi yetishmovchiliklarga

¹⁶ Korxonalarda moliyaviy rejalashtirish amaliyotini chuqurroq o'rganish uchun X.Axmedovning "Xo'jalik yurituvchi subyektlarda moliyaviy rejalashtirishni samarali tashkil etish va takomillashtirish" (Toshkent: Tamaddun, 2013. – 120 b.) nomli ilmiy monografiyasidan foydalanish tavsiya etiladi.

¹⁷ Jonathan Berk, Peter DeMarzo. Corporate finance. USA, Pearson, 2014. 1141 p. (27-bob asosida yozildi).

aksiya yoki uzoq muddatli shartnomalar kabi uzoq muddatli kapital manbalar orqali mablag' ajratiladi.

Qisqa muddatli moliyaviy rejalashtirishda vaqtinchalik va qisqa muddatli bo'lgan keragidan ortiqcha mablag' yoki yetishmovchiliklarga alohida e'tibor qaratish talab etiladi. Kompaniya qisqa muddatli moliyaviy ehtiyojlarini tahlil qilayotganda odatda choraklar o'rtasidagi pul oqimlarini tekshiradi. Bunda savdoning o'sishi hisobiga pul oqimlarini to'g'ri boshqarish yoki savdoning pasayishi natijasida zarur bo'lgan qo'shimcha mablag'larga e'tibor qaratiladi. Ayrim korxonalarda ortiqcha pul mablag'larining yuzaga kelishi keyingi yil va undan keyin ham uzoq muddat davom etishi ehtimoldan holi emas. Shunday sharoitda rivojlangan davlatlardagi korxonalar ortiqcha pul mablag'larini dividend sifatida to'lash yoki xususiy aksiyalarni sotib olish amaliyotlar, faoliyatni kengaytirish masalalariga e'tibor qaratadi.

Odatda firmalar uch sababga ko'ra qisqa muddatli moliyalashtirishga ehtiyoj sezadi: mavsumiylik, pul oqimining salbiy zarbasi, pul oqimining ijobiy zarbasi.

Ko'plab firmalar uchun savdo mavsum bilan bog'liqdir. Savdo bir necha oy davomida jamlansa, manbalar va xarajatlar ham mavsumiydek tuyuladi. Bunday holatda firmalarning bir necha oylar davomida olgan ortiqcha mablag'lari qolgan oylarda yuzaga keluvchi yetishmovchiliklarni qoplashga ham etadi. Shunga qaramay, vaqtlar orasidagi farq tufayli bunday firmalar qisqa muddatli moliyalashtirishga ehtiyoj sezadi.

Mavsumiy savdoning boshlanishi qisqa muddatli mablag'lar oqimlarida jiddiy o'zgarishlarga olib keladi. Pul mablag'laridagi mavsumiylik ikki natijaga olib keladi. Birinchisi, tovarlar narxi savdo bilan tengma-teng o'zgarayotgan bir paytda boshqa xarajatlar (ma'muriy xarajatlar) o'zgarmaydi va firmaning choraklik sof foydasida keskin o'zgarishlarga olib keladi. Ikkinchisi, sof aylanma kapital o'zgarishlari yaqqol namoyon bo'ladi.

Vaqt vaqti bilan kompaniya kutilmagan sabablarga ko'ra pul oqimi manfiyligi hisobiga noqulay holatlarga tushib qoladi. Biz pul

oqimining salbiy zarbasi deb ataluvchi ana shunday holatga e'tibor qaratamiz. Mavsumiylik kabi, pul oqimining salbiy zarbasi ham qisqa muddatli mablag' ajratishga bo'lgan ehtiyojlarni yuzaga keltirishi mumkin. Bunday holatda qisqa muddatli moliyalashtirishga ehtiyoj tug'iladi. Shu boisdan qisqa muddatli moliyaviy rejalashtirishda manfiy pul oqimlarining ortib ketish holatlari oldindan bashorat qilingan holda qisqa muddatli kapital jalb qilish imkoniyatlarini rejalashtirish talab etiladi.

Endi esa biz qisqa muddatli moliyalashtirish ehtiyojlariga pul oqimining ijobiy zarbasi ta'sir ko'rsatgan holatni tahlil qilamiz. Garchi bunday holat yaxshi yangilik bo'lsa ham, u hali hanuz qisqa muddatli moliyalashtirishga ehtiyojni yuzaga keltiradi. Firmaning umumiy savdosi hajmi ortishi ko'zda tutilayotgan joriy xarajatlarning ham ortishiga olib keladi. Shuningdek savdoning o'sishi talab qilinadigan aylanma kapitalga ham ta'sir ko'rsatadi.

Nazorat savollari

1. Bozor iqtisodiyoti sharoitida moliyaviy rejalashtirishning ahamiyatli jihatlari.
2. Moliyaviy rejalashtirish tamoyillari.
3. Bozor talabi asosida moliyaviy rejalashtirish.
4. Pul oqimlarini bashoratlash.
5. Moliyaviy ta'minot uzluksizligini rejalashtirish.
6. Investitsiya qaytimini bashoratlash.
7. Korporativ tuzilmalarda mavsumiylik asosida moliyaviy rejalashtirish.

VIII BOB. QARZ MABLAG'LARI HISOBIGA MOLIYALASHTIRISH

8.1. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirish manbalari va ularning tasniflanishi

Korxonaning o'z moliyaviy-xo'jalik faoliyatini qarz mablag'larini jalb qilmagan holda samarali davom ettirishi bozor iqtisodiyoti sharoitida murakkab masala hisoblanadi. Qarz mablag'laridan foydalanish moliyaviy-xo'jalik faoliyatini mos ravishda kengaytirish, xususiy kapitaldan yanada samarali foydalanishni ta'minlash, turli xil maqsadli moliyaviy fondlarni shakllantirish jarayonini tezlashtirish, nihoyat korxonaning bozor qiymatini oshirish imkonini beradi.

Xususiy kapital har qanday biznes asosini tashkil etsada, qator tarmoq korxonalarida foydalaniladigan qarz kapitali miqdori xususiy kapital miqdoridan sezilarli darajada yuqori bo'ladi. Aynan shu holat bilan bog'liqlikda qarz kapitalini jalb qilish va undan samarali foydalanishni boshqarish korporativ moliyani boshqarishning muhim funksiyalaridan biri hisoblanadi. Bu funksiya korxonada moliyaviy-xo'jalik faoliyati bo'yicha yuqori natijalarga erishishni ta'minlashga yo'naltiriladi.

Korxonalarda foydalaniladigan qarz kapitali jami moliyaviy majburiyatlar miqdori bilan tavsiflanadi. Bunday majburiyatlarni quyidagicha tabaqalashtirish mumkin:

1. Uzoq muddatli moliyaviy majburiyatlar. Ularga korxonalarda amal qiluvchi foydalanish muddati bir yildan ortiq bo'lgan qarz kapitalining barcha shakllarini kiritish mumkin. Uzoq muddatli bank kreditlari va boshqa uzoq muddatli qarz mablag'lari (moliyaviy lizing, soliq krediti bo'yicha qarzdorlik, muomalaga chiqarilgan obligatsiyalar bo'yicha qarzdorlik, moliyaviy yordam bo'yicha qarzdorlik, qaytarish

sharti bilan berilgan boshqa mablag'lar) uzoq muddatli moliyaviy majburiyatlarning asosiy shakllari hisoblanadi.

2. Qisqa muddatli qarz kapitali. Bir yilgacha bo'lgan muddatda foydalanish uchun jalb qilingan qarz kapitalining barcha shakllarini qisqa muddatli moliyaviy majburiyatlarga kiritish mumkin. Bunday majburiyatlarning asosiy shakllari sifatida qisqa muddatli bank kreditlari va boshqa qisqa muddatli qarz mablag'lari (muomalaga chiqarilgan qisqa muddatli moliyaviy obligatsiyalar, bir yilgacha taqdim etilgan soliq kreditlari, berilgan veksellar, olingan avanslar)ni keltirish mumkin.

O'z moliyaviy majburiyatlarini qoplash chora-tadbirlari bo'yicha korxonani rivojlantirish jarayonida qo'shimcha qarz mablag'larini jalb qilishga talab yuzaga keladi. Bunda korxonadan jalb qilinadigan qarz mablag'larini quyidagicha tasniflash mumkin:

- jalb qilish manbalari bo'yicha: mamlakat ichkarisidan va tashqi manbalardan yoki moliya institutlaridan, real sektor korxonalaridan, jismoniy shaxslardan;

- jalb qilish muddati bo'yicha: qisqa muddatli (bir yilgacha) va uzoq muddatli (bir yildan ortiq);

- jalb qilish shakli bo'yicha: pul shaklida (moliyaviy kredit), asosiy vosita (uskuna) shaklida (moliyaviy lizing), tovar shaklida (tijorat krediti) va boshqa moddiy va nomoddiy shakllarda.

Iqtisodiy munosabatlarda har qanday qarz mablag'i shak-shubhasiz majburiyat va olingan qarz mablag'ini belgilangan muddatda qaytarish, shuningdek, foydalanganlik uchun foiz ko'rinishidagi mukofot summasini mablag' egasiga o'tkazib berish asosida taqdim etiladi.

Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirish manbalari va shakllari yetarli darajada xilma-xillikka ega. Quyida milliy va xalqaro tajribada qo'llaniladigan keng tarqalgan qarz mablag'lari manbalari mohiyati va xususiyatlari tavsifiga to'xtalib o'tamiz.

Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirish quyidagi muhim tamoyillarga asoslanadi:

- qaytarishlik;
- to'lovlilik;

- muddatlilik.

Qaytarish tamoyili qarzdor tomonidan olingan summa (asosiy qarz summasi)ni belgilangan muddatda to'liq qoplash zaruriyatini o'zida aks ettiradi. Amaliyotda qarzdorning bu talabni bajarishi uning moliyaviy natijalari barqarorligiga, shuningdek, qarzning ta'minlanish sifatiga bog'liq hisoblanadi. Shuning uchun ham bank kreditlarini taqdim etishda *ta'minlanganlik* tamoyiliga ham e'tibor talab etiladi.

To'lovlilik tamoyili taqdim etilgan mablag'lardan foydalanish huquqi uchun qarz oluvchining kreditorga foiz to'lash majburiyatini o'zida aks ettiradi. Qarz mablag'lari bo'yicha foiz stavkasi pul mablag'larining miqdori va foydalanish muddatiga, risklilik va likvidlilik darajasiga va kreditor tomonidan qo'yiladigan boshqa talablarga bog'liq holda belgilanadi.

Muddatlilik tamoyili berilgan qarz mablag'ining aniq vaqt oralig'idan so'ng kreditorga qaytarilishi bilan tavsiflanadi.

Yuqorida keltirilgan tamoyillarga qo'shimcha tarzda ba'zi qarz mablag'lari shakllari beriladigan mablag' va unga mos foiz to'lovlarining *ta'minlanganligi* asosida ham ko'rib chiqiladi. Bunga bank kreditlarini misol sifatida keltirishimiz mumkin.

Umumiy holda qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirish jalb qilish shaklidan qat'iy nazar quyidagi afzalliklarga ega:

- qat'iy belgilangan qiymat va muddat pul oqimlarini rejalashtirishda aniqlikni ta'minlashga xizmat qiladi;

- foydalanganlik uchun to'lov miqdori firma daromadiga bog'liq emas, ya'ni mulkdorlar buyrug'i asosida daromadning o'sish holatlarida qo'shimcha daromadni saqlash imkonini beradi;

- moliyaviy richagdan foydalanish hisobiga xususiy kapital rentabelligini oshirish imkoniyatini yaratadi;

- foydalanganlik uchun to'lov foyda solig'i bazasidan chegiriladi va natijada jalb qilingan kapital qiymatini pasaytiradi;

- boshqaruv huquqini olish va moliyaviy-xo'jalik faoliyatiga aralashishni nazarda tutmaydi.

Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishning umumiy kamchiliklari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- belgilangan foiz miqdori va asosiy qarz summasini qoplashning majburiyligi moliyaviy natijalarga bog'liq emas;

- moliyaviy riskning ortishi;

- firma moliyaviy siyosatiga ta'sir etishi mumkin bo'lgan chegaralovchi shartlarning yuzaga kelishi (masalan, dividend to'lash, boshqa qarz mablag'lari jalb qilish, qo'shilish va ajralib chiqish, aktivlarni garov sifatida rasmiylashtirish va boshqalarning cheklanishi);

- ta'minlanganlik bo'yicha talablarning qo'yilishi;

- jalb qilish miqdori va foydalanish muddati bo'yicha cheklovlar.

Qo'shimcha sifatida ta'kidlash lozimki, qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishning har bir shakli o'zining alohida afzalliklari va kamchiliklariga ega.

8.2. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirish shakllari va ularning tasniflanishi

Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishning asosiy shakllari bank krediti (*bank loan*), obligatsiyalar (*bond*), ijara yoki lizing (*leasing*) hisoblanadi.

Bank krediti.

Kredit (lotinchadan *credo* – ishonaman) korxonalarda qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishning eng keng tarqalgan va ko'pchilikka ma'lum bo'lgan shakli hisoblanadi.

Kreditorlar tomonidan qarz oluvchilardan talab qilinadigan shartlarga javob beruvchi va qarz munosabatlari asosida pul mablag'larini olishga talabgor yuridik va jismoniy shaxslar *kreditlash subyektlari* hisoblanadi.

Yuridik shaxslar uchun kredit olish imkoniyati quyidagi omillarga bog'liq:

- makroiqtisodiy holat;

- biznes yuritishning tashkiliy-huquqiy shakli;

- tarmoq xususiyatlari va faoliyat turi;

- korxonaning moliyaviy holati va kreditni qaytarib to'lay olishga qodirligi.

Qarz oluvchining mablag' talab qilayotgan maqsadlari kreditlash obyektlari hisoblanadi. Odatda, korxonada tomonidan kredit olish jarayonida quyidagi maqsadlar kuzatiladi:

- aylanma kapitalni moliyalashtirish (joriy faoliyat uchun);
- investitsion loyihalarni moliyalashtirish (kapital qo'yilmalar uchun);
- oldin jalb qilingan qarz mablag'larini qayta moliyalashtirish;
- birlashish va ajralib chiqish bo'yicha bitimlarni moliyalashtirish va boshqalar.

Aylanma mablag'larni to'ldirish uchun kreditlar qisqa muddatli hisoblanadi va odatda ularni olish xalqaro amaliyotda ikki haftagacha bo'lgan muddat talab qiladi. Aksariyat holatlarda banklar tomonidan bunday kreditlar taqdim etishda asosiy vosita ko'rinishidagi garov ta'minoti talab qilinmaydi. Bunda korxonaning kelgusidagi tushumlari yoki likvidli tovar zaxiralari ta'minot vositasi bo'lib xizmat qiladi. Lekin tijorat banklari tomonidan tovar zaxiralarini nazorat qilish imkoniyati cheklanganligi qo'shimcha talab qo'yishga sabab bo'lishi mumkin. Qo'shimcha sifatida keltirish mumkinki, yuqori nufuzga ega va moliyaviy holati barqaror bo'lgan korxonalarining aylanma mablag'larni to'ldirish uchun kredit olishlari bir muncha yengil hisoblanadi. Milliy va xalqaro amaliyotda bank mijozi hisoblangan yirik korxonalar aylanma kapitalini kreditlar orqali moliyalashtirish bo'yicha alohida dasturlar har bir bankda amal qiladi.

Kapital qo'yilmalarni moliyalashtirish – murakkab jarayon bo'lib, odatda, katta miqdordagi mablag'larni talab qiladi va kreditlash muddati bir yildan ortiqni tashkil etadi. Bunda korxonaning moliyaviy ko'rsatkichlari, nufuzi, faoliyat ko'lamidan qat'iy nazar tijorat banklariga garov ta'minoti taqdim etiladi. Investitsion loyihalarni moliyalashtirish uchun bank kreditlaridan foydalanishni alohida yo'nalish sifatida belgilash mumkin.

Ilgari jalb qilingan qarz mablag'larini *qayta moliyalashtirish* – shartlari nisbatan foydali bo'lgan yangi kredit olish va uning yordamida oldingi qarz mablag'ini qoplashni anglatadi. Qayta moliyalashtirish bo'yicha bunday operatsiyalar bir tomondan foiz stavkalaridagi farq

sabab obyektiv asosga ega hisoblanadi, lekin boshqa tomondan, muddat va talab qilinadigan xarajatlar tufayli operatsiya samaradorligi past hisoblanadi.

Qarz mablag'laridan foydalangan holda *birlashish va ajralib chiqish bo'yicha bitimlarni moliyalashtirish* – yuqori darajada riskli operatsiyalar sifatida tavsiflanadi. Bunday maqsadlar uchun kreditlar taqdim etishda tijorat banklari o'z risklarini pasaytirishni ta'minlash uchun yuqori darajada garov ta'minoti va yuqori foiz stavkalarini belgilashga intiladi.

Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishda kredit va kredit liniyasini o'zaro farqlash lozim. Kreditni taqdim etish natijasida mijoz hisobraqamida berilgan kredit summasi to'liq aks etadi va bu summaga nisbatan kredit shartnomasiga muvofiq foiz hisoblanadi. Bunda qarz oluvchi bilan kredit shartnomasi imzolanadi. Kredit taqdim etish mijozning hisob-kitob yoki valyuta hisobraqamiga kredit summasini bir marta yoki ko'rsatilgan hisobraqamga kelishilgan grafik bo'yicha aniq sanalarda o'tkazib berish orqali amalga oshiriladi.

Kredit liniyalarini taqdim etish holatida qarz oluvchi tomonidan haqiqatda foydalanilgan qarz mablag'ini o'zida ifodalab, aynan shu qiymat bo'yicha foiz hisoblanadi. Bunda qarz oluvchi foydalanishi mumkin bo'lgan doirada kredit resurslari bo'yicha chegara belgilanadi.

Moliyaviy amaliyotda kreditlarning turli shakllari qo'llaniladi. Eng keng tarqalgan kredit shakli *muddatli yoki oddiy kredit* deb nomlanadi va bank tomonidan qat'iy belgilangan muddatda aniq foiz asosida maqsadli foydalanish uchun taqdim etiladi.

Overdraft – ta'minot rasmiylashtiruvizsiz mijoz hisobraqami bo'yicha mablag'larning belgilangan limit ko'rsatkichidan yuqori bo'lishini ta'minlashga qaratilgan kredit shaklidir. Bu amaliyot mijozning kredit tarixi, bankdagi o'rtacha oylik oboroti barqarorligi va boshqa omillarni hisobga olgan holda oddiy ta'minotga ega kreditlarga nisbatan yuqori foizda amalga oshiriladi.

Investitsion kredit – bu faoliyat yuritayotgan korxonalarda loyihalar yoki dasturlarni amalga oshirishga yo'naltiriladigan uzoq muddatli kredit (kredit liniyasi) shaklidir. Bunda qarz oluvchiga

nisbatan kredit berish bo'yicha talablar oddiy kreditlar kabi amal qiladi. Mazkur amaliyotda tijorat banklari tomonidan amalga oshirish uchun mablag' so'ralayotgan loyiha (dastur) bo'yicha binos-reja yoki texnik-iqtisodiy asosnoma diqqat bilan o'rganib chiqiladi.

Sindikatsiyalashgan kredit bitta qarz oluvchining keng ko'lamli xo'jalik dasturlari yoki yirik investitsion loyihalarni amalga oshirishni moliyalashtirish maqsadida kreditorlar tomonidan o'zaro birlashgan holda taqdim etiladigan uzoq muddatli kredit hisoblanadi. Bunday kreditlarning asosiy xususiyatlari quyidagilar:

- umumiy javobgarlik – qarz oluvchi bilan munosabatlarda kreditorlar bitta tomon sifatida ishtirok etadi, ya'ni barcha kreditorlar qarz oluvchi oldida umumiy javobgarlikni o'z zimmasiga oladi;

- kreditorlarning teng huquqliligi – banklardan birortasi ham qarzni undirish bo'yicha alohida ustunlikka egalik qila olmaydi;

- kreditni qoplash bo'yicha tushgan barcha mablag'lar taqdim etilgan summaga proporsional tartibda ishtirokchilar o'rtasida teng taqsimlanadi;

- hujjatlashtirishning yagonaligi – barcha shartnomalar ko'p tomonlama imzolanadi;

- bitimning barcha ishtirokchilari uchun axborotning yagonaligi amal qiladi.

Kredit olish shakllari va shartlarining xilma-xilligi korxonalarda bu jarayonni boshqarishning aniq siyosatini ishlab chiqish zaruratini belgilaydi. Kredit olish jarayonini shartli ravishda to'rtta bosqichga bo'lish mumkin. Har bir bosqich xususida batafsil to'xtalamiz.

Birinchi bosqichda qarz oluvchining kredit resurslariga talabini va qarz mablag'i parametrlari (kredit shakli, miqdori, muddati, maqbul foiz stavkalari va boshqalar)ni aniqlash, shuningdek, ulardan foydalanishni iqtisodiy asoslash amalga oshiriladi.

Pul mablag'larini bir vaqtda yoki moliyalashtirilayotgan loyihaning aniq bosqichlariga mos ravishda davriy tartibda bosqichma-bosqich jalb qilish mumkin. Masalan, qurilishda kredit mablag'larini olish turli xil pudratchilarga ish (xizmat) haqlarini to'lash muddatlari

bilan bog'liq bo'lishi mumkin. Bunday holatda kreditni alohida transhlar ko'rinishida taqdim etish yoki olish maqsadga muvofiq.

Qarz mablag'lariga talabning iqtisodiy asoslanishiga alohida e'tibor qaratilishi lozim. Aksariyat ekspertlar va tijorat banklari mutaxassislarining fikriga ko'ra mahalliy korxonalar uchun qarz oluvchilarning sifatli biznes-reja yoki texnik-iqtisodiy asosnoma taqdim etish qobiliyatiga ega emasligi dolzarb masala bo'lib turibdi. Iqtisodiy asoslash sifatining pastligi kredit foiz stavkasining oshishiga yoki bank tomonidan kredit taqdim etishning rad etilishiga sabab bo'lishi ham mumkin.

Mazkur bosqichda garov ta'minoti predmeti bo'yicha dastlabki tanlov ham amalga oshirilishi lozim va bunda garov ta'minotiga asosiy talab uning bozor qiymati kredit miqdorining 125 foizini tashkil etishi lozim.

Ikkinchi bosqich – tijorat bankini tanlash va potensial kreditor bilan dastlabki konsultatsiyalarni o'tkazish hisoblanadi. Mazkur bosqichda korxonalar kredit bitimlarining mavjud shartlarini aniqlash va korxonalar uchun qulay bo'lgan bankni tanlashi lozim.

Bankni tanlash jarayonida banklar faoliyati bo'yicha majburiy iqtisodiy normativlar hisobga olinishi kerak. Banklarning likvidligi va ishonchliligi, normativlar tahlili tijorat banki tomonidan taqdim etilishi mumkin bo'lgan maksimal kredit mablag'i miqdorini aniqlash imkonini beradi.

Amalda banklarning kredit berishlari uchun majburiy shartlar sifatida qarz oluvchining o'z majburiyatlarini to'liq va o'z vaqtida bajarishini ta'minlash keltiriladi.

Mamlakatimizda kredit berish (olish) "O'zbekiston Respublikasi banklarida kredit hujjatlarini yuritish tartibi to'g'risida"gi Nizomga asosan amalga oshiriladi va bu nizom banklar tomonidan beriladigan barcha kreditlarga va kredit liniyalariga nisbatan qo'llaniladi.

Uchinchi bosqichda hamkorlik qiladigan bank belgilab olingandan so'ng kredit olishning tegishli shartlari kelishilgandan so'ng korxonalar tomonidan yuridik hujjatlar, moliyaviy hisobotlar, texnik-iqtisodiy asosnoma yoki biznes-reja va boshqa hujjatlar taqdim etiladi:

talab qilinadigan hujjatlar tarkibi bank talablari va kreditning aniq parametrlariga bog‘liq hisoblanadi. Mazkur bosqichning davomiyligiga barcha zaruriy hujjatlarning mavjud emasligi yoki talabga javob bermasligi sezilarli darajada ta’sir ko‘rsatadi.

Yuqorida qayd etib o‘tilganidek bank mutaxassisleri tomonidan ko‘p holatlarda taqdim etilgan loyihalarning biznes-rejalari va texnik-iqtisodiy asosnomalari sifatining pastligini aniqlanishi ham bosqich davomiyligiga o‘z ta’sirini ko‘rsatadi. Shuning uchun ham kredit maqsadini asoslashga bo‘lgan jiddiy yondashuv mos ravishda kredit olish jarayonining soddalashuviga xizmat qiladi. Bunda qo‘shimcha ravishda korporativ miqyosda moliyaviy boshqaruv sifatining yuqoriligi kredit komissiyasining yakuniy qaror qabul qilishida muhim rol o‘ynashini unutmazlik lozim.

To‘rtinchi bosqichda zarur hujjatlar bankka taqdim etilgandan so‘ng qarz oluvchini baholash jarayoni boshlanadi va asosiy e’tibor kreditga layoqatlilikni aniqlashga yo‘naltiriladi.

Odatda, banklar qarz oluvchi va kredit arizasi bo‘yicha ko‘p tomonlama ekspertiza o‘tkazadi. Bu jarayonda asosiy uchta omillar guruhi baholanadi: huquqiy, moliyaviy va boshqa ijtimoiy omillar.

Huquqiy omillar tahlili jarayonida yuridik xizmat ta’sis hujjatlarini, bank bilan shartnoma imzolash vakolatiga ega mansabdor shaxslar vakolat doiralarini, ta’minot bo‘yicha hujjatlarni tekshirib chiqadi. Agarda kredit investitsion loyihalarni moliyalashtirish uchun, aniq shartnoma va kelishuvlar bo‘yicha hisob-kitoblar uchun mo‘ljallangan bo‘lsa bank majburiy tartibda bu hujjatlar bo‘yicha yuridik ekspertiza o‘tkazadi.

Moliyaviy baholash biznes-reja ma’lumotlari va korxonalar moliyaviy hisobotlari asosida o‘tkaziladi. Har bir bank o‘z uslubi bo‘yicha baholashni amalga oshiradi, lekin aniqlanadigan ko‘rsatkichlar barcha banklar uchun amalda bir xil – likvidlilik, rentabellik, to‘lovga layoqatlilik koeffitsientlari. Amaliyotda ko‘plab banklar tovar realizatsiyasi bo‘yicha tushum, bozorda egallagan ulushi va boshqa baholash mezonlari asosida korxonaning faoliyat ko‘lamiga ham jiddiy e’tibor qaratadi. Shuningdek, qarz oluvchi korxonaning

asosiy hamkorlari, ta'sisчилari, sho'ba korxonalari ham o'rganib chiqiladi.

Boshqa ijtimoiy omillarga korxonaning nufuzi, kredit tarixi va boshqaruv sifati kabilarni kiritish mumkin.

Umuman, mamlakatimiz va xalqaro bank amaliyotida qarz oluvchining kreditga layoqatliligini baholash mezonlari sifatida quyidagilarga e'tibor qaratiladi:

- qarz oluvchi korxonada faoliyatining qonuniyligi;
- qarz oluvchi korxonada boshqaruv sifati darajasi;
- kredit amal qilish muddatidagi shart-sharoitlar;
- kreditning ta'minlanganligi;
- korxonaning xususiy kapitali holati va moliyalashtirilayotgan operatsiyaga o'z kapitalini yo'naltirish darajasi;
- kredit olgach moliyaviy-xo'jalik faoliyati davomida qarzni uzish uchun pul oqimi harakatining tashkil etilish sifati.

Barcha banklarda kredit taqdim etish jarayoni deyarli bir xil. Bank xizmatchilari taqdim etilgan hujjatlarni ko'rib chiqadi va o'z xulosalarini beradi. Agar xulosalar ijobiy bo'lsa, kredit taqdim etish to'g'risidagi masala bank kredit qo'mitasiga ko'rib chiqish uchun taqdim etiladi. Kredit qo'mitasi tasdiqlagach, korxonada bilan kredit shartnomasi tuziladi. Shu o'rinda ta'kidlash kerakki, mahalliy korxonalarda loyihalarni moliyalashtirish uchun kredit resurslariga bo'lgan talab juda yuqori.

8.3. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishda korporativ obligatsiyalar

Korporativ amaliyotda qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishning yana bir shakli korporativ obligatsiyalar muomalaga chiqarish hisoblanadi. O'zbekiston Respublikasining "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi qonuniga asosan, **korporativ obligatsiyalar** – aksiyadorlik jamiyatlari va o'zining tashkiliy-huquqiy shaklidan qat'i nazar tijorat banklari tomonidan chiqariladigan obligatsiyalardir.

Korporativ obligatsiyalar quyidagi shartlarga rioya etgan holda:

- emitentning bunday obligatsiyalar chiqarish to'g'risida qaror qabul qilingan sanadagi, auditorlik tashkiloti xulosasi bilan tasdiqlangan o'z kapitali miqdori doirasida;

- keyingi uch yilda rentabellik, to'lovga qobiliyatlilik, moliyaviy barqarorlik va likvidlilikning auditorlik tashkiloti xulosalari bilan tasdiqlangan ijobiy ko'rsatkichlariga ega bo'lgan, shuningdek, qonun hujjatlarida belgilangan tartibda mustaqil reyting bahosini olgan emitentlar tomonidan;

- investorlarga tegishli mablag'larning emitentlar tomonidan to'lanishi bo'yicha to'lov agentlari vazifasini bajaruvchi tijorat banklari ishtirokida chiqariladi.

Korporativ obligatsiyalar ularning egalariga aksiyadorlik jamiyatini va boshqa tashkiliy-huquqiy shaklda tashkil etilgan tijorat bankini boshqarishda ishtirok etish huquqini bermaydi.

O'zbekiston Respublikasi "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi Qonuniga asosan aksiyadorlik jamiyatlari qonun hujjatlariga va o'z ustaviga muvofiq korporativ obligatsiyalarni va boshqa qimmatli qog'ozlarni muomalaga chiqarishlari hamda joylashtirishlari mumkin.

Aksiyadorlik jamiyatining korporativ obligatsiyalari jamiyat aksiyalariga ayirboshlanadigan qimmatli qog'ozlar bo'lishi mumkin. Aksiyadorlik jamiyatlari mol-mulk bilan ta'minlangan korporativ obligatsiyalarni ularni chiqarish to'g'risida qaror qabul qilish sanasidagi o'z kapitali miqdori doirasida chiqarishga haqli hisoblanadi.

Aksiyadorlik jamiyatlarida korporativ obligatsiyalarni chiqarish, shu jumladan aksiyalarga ayirboshlanadigan korporativ obligatsiyalarni chiqarish aksiyadorlar umumiy yig'ilishining qaroriga ko'ra yoki, agar jamiyat ustaviga yoki aksiyadorlar umumiy yig'ilishining qaroriga muvofiq jamiyat kuzatuv kengashiga bunday qaror qabul qilish huquqi tegishli bo'lsa, jamiyat kuzatuv kengashining qaroriga ko'ra amalga oshiriladi. Kuzatuv kengashining qaroriga ko'ra aksiyalarga ayirboshlanadigan korporativ obligatsiyalar chiqarilgan taqdirda,

mazkur qaror jamiyat kuzatuv kengashining barcha a'zolari tomonidan bir ovozdan qabul qilinishi kerak.

O'zbekistonda korporativ obligatsiyalarni muomalaga chiqarish keng miqyosda qo'llanilmaydi. Qimmatli qog'ozlar bozori yuqori darajada rivojlangan AQSHda korporativ obligatsiyalar bozorining jami kapitallashuvi 3,5 trln dollarni tashkil etadi.

Umumiy holda korporativ obligatsiyalarning quyidagi afzalliklarini alohida keltirish mumkin:

- xalqaro amaliyotda keng doirada qo'llaniladigan qarz amal qilish muddati uzaytirilishi mumkinligi;

- ochiq kredit tarixi shakllantiriladi, bu o'z navbatida, kelgusida jalb qilinishi mumkin bo'lgan qarz mablag'larining bahosini pasaytirish va ularni jalb qilish muddatini uzaytirish, shuningdek, xalqaro kapital bozorlariga chiqish imkoniyatini beradi;

- kreditorlar (investorlar) sonini oshirish hisobiga qarz olish manbalarini diversifikatsiyalash va bitta kreditorga bog'liqlikning oldi olinishi imkonini beradi;

- ikkilamchi bozorda operatsiyalar o'tkazish hisobiga qarz tarkibini operativ boshqarish;

- korxonada aksiyalarini ochiq joylashtirish uchun sharoit yaratish va boshqalar.

Lekin alohida ta'kidlash kerakki, obligatsiyalarni muomalaga chiqarish va joylashtirish bank krediti olishga qaraganda yuqoriroq miqdorda xarajat talab qiladi.

Qimmatli qog'ozlarni joylashtirish amaliyotiga ko'ra obligatsiyalarni muomalaga chiqarish va joylashtirish to'g'risida qaror qabul qilish jarayoni bir necha bosqichlarni amalga oshirishni talab etadi. Bunda obligatsiyalarni muomalaga chiqarish bo'yicha moliyaviy konsultant (tashkilotchi) tanloviga aniqlik kiritilishi, moliyaviy konsultant tomonidan korxonaning talabidan kelib chiqqan holda obligatsiyalarning asosiy parametrlari va uning tarkibiy tuzilmasi, obligatsiyalarga talab bo'yicha bozorning real qobiliyati, shuningdek, potensial investorlarni topish bo'yicha masalalarga e'tibor qaratiladi.

8.4. Qarz mablag‘lari hisobiga moliyalashtirishda lizing munosabatlari

Mamlakatimizda lizing munosabatlari O‘zbekiston Respublikasi Fuqarolik kodeksi, “Lizing to‘g‘risida”gi qonuni va boshqa tegishli qonun hujjatlari bilan tartibga solinadi.

Lizing – moliyaviy ijaraning alohida turi bo‘lib, unda lizing beruvchi lizing oluvchining topshirig‘iga binoan sotuvchidan lizing shartnomasida shartlashilgan mol-mulkni (lizing obyektini) mulk qilib oladi va uni lizing oluvchiga shu shartnomada belgilangan shartlarda haq evaziga egalik qilish va foydalanish uchun o‘n ikki oydan ortiq muddatga beradi. Bunda lizing shartnomasi quyidagi talablardan biriga javob berishi kerak:

- lizing shartnomasi muddati tugagach, lizing obyektini lizing oluvchining mulki bo‘lib o‘tishi;

- lizing shartnomasining muddati lizing obyektini xizmat muddatining sakson foizidan ortig‘ini tashkil etishi yoki lizing obyektining lizing shartnomasi tugaganidan keyingi qoldiq qiymati uning boshlang‘ich qiymatining yigirma foizidan kam bo‘lishi;

- lizing shartnomasi davri uchun lizing to‘lovlarining joriy diskontlangan (hisobga olingan) qiymati lizing obyektining lizingga topshirish paytidagi joriy qiymatining to‘qson foizidan ortiq bo‘lishi. Joriy diskontlangan (hisobga olingan) qiymat buxgalteriya hisobi to‘g‘risidagi qonun hujjatlariga muvofiq belgilanadi.

Lizing uch taraflama (sotuvchi – lizing beruvchi – lizing oluvchi) yoki ikki taraflama (lizing beruvchi – lizing oluvchi) lizing shartnomasi bo‘yicha amalga oshiriladi.

Lizing beruvchi va sotuvchi o‘rtasida ikki taraflama lizing shartnomasi tuzilayotganida qo‘shimcha ravishda lizing obyektining oldi-sotdi shartnomasi tuziladi.

Tadbirkorlik faoliyati uchun foydalaniladigan iste‘mol qilinmaydigan har qanday ashyolar, shu jumladan, korxonalar, mulkiy komplekslar, binolar, inshootlar, uskunalar, transport vositalari hamda boshqa ko‘char va ko‘chmas mulk lizing obyektlari bo‘lishi mumkin.

Yer uchastkalari va boshqa tabiiy obyektlar, shuningdek, muomaladan chiqarilgan yoki muomalada bo'lishi cheklangan boshqa mol-mulk lizing obyektlari bo'lishi mumkin emas.

Lizing beruvchi, lizing oluvchi va sotuvchi lizing subyektlaridir.

Lizing obyekti lizing oluvchining krediti (qarzi) hisobidan olingan taqdirda, aniq lizing obyektiga nisbatan lizing beruvchining kreditori va lizing oluvchi bir shaxs timsolida ish ko'rishiga yo'l qo'yilmaydi.

Lizing uning uchta subyekti ishtirok etadigan to'g'ridan-to'g'ri shaklda ham, lizing oluvchi va sotuvchi bo'lib bir shaxsning o'zi ishtirok etadigan qaytariladigan shaklda ham amalga oshirilishi mumkin.

Lizing oluvchi lizing beruvchi oldida lizing shartnomasi yuzasidan javobgar bo'lib qolgani holda, lizing shartnomasi bo'yicha olgan lizing obyektini lizing beruvchining yozma roziligi bilan vaqtinchalik egalik qilish va foydalanish uchun uchinchi shaxsga qo'shimcha lizingga topshirishga haqli. Bunda amaldagi qoidalar qo'shimcha lizing shartnomasida qo'shimcha lizing beruvchiga, qo'shimcha lizing oluvchiga va sotuvchiga nisbatan muvofiq ravishda lizing beruvchiga, lizing oluvchiga va sotuvchiga bo'lganidek qo'llaniladi.

Qo'shimcha lizing shartnomasining amal qilish muddati lizing shartnomasining amal qilish muddatidan ortiq bo'lishi mumkin emas.

Lizing obyekti lizing oluvchi balansida hisobga olinadi va lizing muddati davomida amaldagi soliq qonunchiligiga ko'ra yuridik shaxslar mol-mulk solig'idan ozod qilinadi.

Lizing faoliyati lizing beruvchi tomonidan o'z mablag'lari va jalb etilgan mablag'lar hisobidan lizing obyektining sotib olinishi va uni lizing shartnomasi bo'yicha lizing oluvchiga berilishi borasidagi investitsiya faoliyati turidir.

Lizing shartnomasi yozma shaklda, qonun hujjatlarida belgilangan tartibda tuziladi. O'zbekiston Respublikasi Fuqarolik kodeksining 27-bobida shartnomalarni tuzish tartibi nazarda tutilgan.

Lizing shartnomasi shartnoma taraflaridan birining talabiga ko'ra, lizing obyekti bo'yicha tuziladigan bitimlar qonunga muvofiq notarial tasdiqlanishi talab qilinadigan hollarda notarial tasdiqlanishi lozim.

Bunda O'zbekiston Respublikasi Fuqarolik kodeksiga muvofiq avtomototransport vositalari va ko'chmas mulk bilan bog'liq alohida bitimlarning notarial tasdiqlanishi talab etiladi.

Quyidagilar lizing shartnomasining muhim shartlari hisoblanadi:

- lizing obyektining tavsiflanishi (lizing obyektining miqdori, sifati, ro'yxati, shartnoma qiymati va boshqa ko'rsatkichlari) va shartnoma umumiy summasining ko'rsatilishi;

- taraflarning lizing obyektini olish va berish bilan bog'liq majburiyatlari;

- lizing obyektini berish tartibi, shu jumladan lizing obyektini yetkazib berish, montaj qilish va foydalanishga topshirish tartibi;

- lizing to'lovlarini to'lash shartlari, miqdorlari, muddatlari va tartibi;

- lizing obyektidan foydalanish, uni saqlab turish va ta'mirlash yuzasidan taraflarning majburiyatlari;

- shartnomaning amal qilish muddati;

- sotuvchi va lizing obyektini tanlash uchun mas'ul tarafning ko'rsatilishi.

Taraflarning kelishuviga binoan lizing shartnomasiga quyidagi shartlar kiritilishi mumkin:

- lizing obyektini sotib olish tartibi va muddatlari;

- lizing shartnomasini o'zgartirish va bekor qilish;

- lizing obyektini sug'urta qilish;

- fors-major holatlar;

- lizing beruvchi tomonidan qo'shimcha xizmatlar ko'rsatish bilan bog'liq holatlar;

- lizing subyektlari tomonidan lizing shartnomasi shartlariga rioya etilishini nazorat qilish tartibi va boshqalar.

Lizing shartnomasini o'zgartirish va bekor qilish qonunchilikda belgilangan tartibda tomonlar kelishuviga binoan amalga oshirilishi mumkin.

Lizing amaliyotida lizing beruvchi quyidagi huquqlarga ega:

- lizing oluvchining lizing obyektidan qanday sharoitlarda foydalanayotganligini va uni belgilangan maqsadiga muvofiq ishlatayotganligini lizing shartnomasi shartlariga muvofiq nazorat qilish;

- lizing oluvchining roziligi bilan lizing obyektini va uning sotuvchisini tanlash;

- qonun hujjatlarida yoki lizing shartnomasida nazarda tutilgan hollarda va tartibda lizing oluvchidan lizing obyektini talab qilib olish;

- lizing oluvchi lizing shartnomasini jiddiy tarzda buzgan taqdirda barcha lizing to'lovlarini muddatidan ilgari to'lashni yoxud yetkazilgan zararni undirib olish yoki lizing obyektini qaytib olgan tarzda shartnomani bekor qilishni talab etish.

Agar lizing obyektini lizing beruvchining aybi bilan yetkazib berilmagan bo'lsa yoki lizing shartnomasi shartlariga nomuvofiq bo'lsa, lizing beruvchi lizing oluvchining roziligi bilan o'zi lozim darajada bajarmagan lizing shartnomasi shartlarini tuzatib bajarishga yoki lizing oluvchiga boshqa lizing obyektini taklif etishga haqli.

Lizing beruvchi o'z zimmasiga quyidagi majburiyatlarni olishi shart:

- lizing shartnomasi bo'yicha mol-mulkni olishi va uni lizing oluvchiga egalik qilish hamda foydalanish uchun berishi;

- lizing oluvchi uchun mol-mulk olayotganda mol-mulk muayyan shaxsga lizingga berishga mo'ljallanganligini sotuvchiga ma'lum qilishi;

- lizing obyektini, agar shartnomada shunday shartlar nazarda tutilgan bo'lsa, saqlab turish, ta'mirlash va unga texnik xizmat ko'rsatish bo'yicha lizing oluvchi oldida o'z zimmasiga olingan majburiyatlarni o'z vaqtida va to'liq bajarishi.

O'z navbatida, lizing oluvchi quyidagi huquqlarga ega:

- lizing obyektini mustaqil aniqlash va sotuvchini tanlash;

- lizing beruvchidan lizing shartnomasini bajarmaganlik yoki lozim darajada bajarmaganlik tufayli yetkazilgan zarar qoplanishini talab qilish;

- sotuvchiga lizing obyektini oldi-sotdi shartnomasidan kelib chiquvchi talablarni, jumladan uning sifati va butligi, topshirish muddati, kafolatli ta'mirlashi va hokazolar xususida talablar qo'yish;

- lizing obyektini yetkazib berilmagan, to'liq yetkazib berilmagan, yetkazib berish muddati o'tkazib yuborilgan yoki sifati talab darajasida bo'lmagan lizing obyektini yetkazib berilgan taqdirda, agar shartnomada boshqacha qoida nazarda tutilgan bo'lmasa, lizing to'lovlari to'lashni kechiktirish, yetkazib beriladigan lizing obyektidan voz kechish va lizing shartnomasining bekor qilinishini talab etish;

- lizing shartnomasi muddatidan oldin bekor qilingan taqdirda, o'zi ilgari avans sifatida to'lagan to'lovlarni lizing obyektidan foydalanishdan olingan foydaning qiymatini chegirib tashlagan holda, qaytarib berishni talab qilish.

Uchinchi shaxs undiruvni lizing obyektiga qaratganda lizing oluvchi lizing shartnomasini bekor qilish va lizing obyektini mulk qilib olish bilan bir paytda lizing shartnomasi bo'yicha tegishli lizing to'lovlari qoldig'ini lizing beruvchining qolgan davrda oladigan daromadini chegirib tashlagan holda bir yo'la to'lashga haqli.

Lizing oluvchi:

- lizing obyektini qabul qilib olishi va undan lozim darajada foydalanishi, uni shartnoma shartlariga muvofiq saqlab turishi;

- lizing to'lovlarini o'z vaqtida to'lab turishi, agar lizing shartnomasida boshqacha tartib belgilanmagan bo'lsa, lizing obyektini o'z hisobidan joriy ta'mirlashi, uni saqlab turishga doir boshqa xarajatlar qilishi shart.

Lizing shartnomasi bekor qilinganda lizing oluvchi lizing obyektini lizing beruvchidan qanday holatda olgan bo'lsa, shunday holatda, normal eskirish va taraflarning kelishuvida shartlashilgan o'zgarishlarni hisobga olgan holda qaytarishi shart. Lizing oluvchining lizing obyektini ta'mirlash va unga texnik xizmat ko'rsatishga doir huquqi va majburiyati sotuvchi bilan alohida tuzilgan shartnomada belgilanishi mumkin.

Lizing obyektining oldi-sotdi shartnomasi lizing beruvchi va sotuvchi o'rtasida tuzilib, unga ko'ra lizing beruvchi lizing oluvchining

topshirig'iga binoan lizing obyektini keyinchalik lizing oluvchiga berish uchun o'z mulki qilib oladi.

Lizing obyektini oldi-sotdi shartnomasini tuzish paytida lizing beruvchi lizing obyektini qaysi maqsadda olinayotganligidan sotuvchini oldindan xabardor qilishi, buni oldi-sotdi shartnomasida qayd etishi shart.

Lizing shartnomasining amal qilish muddati tugagunga qadar barcha lizing to'lovlari lizing beruvchining lizing shartnomasi muddati tugagunga qadar qolgan davrda oladigan daromadi chegirib tashlangan holda to'langan taqdirda, agar lizing shartnomasida boshqacha qoida nazarda tutilgan bo'lmasa, lizing obyektiga bo'lgan mulk huquqi lizing oluvchiga o'tishi mumkin.

Lizing oluvchi bankrot bo'lgan va uning mol-mulki davlat organlari tomonidan ro'yxatga olingan yoki musodara qilingan taqdirda, lizing obyektini lizing oluvchining umumiy mol-mulkidan ajratiladi va lizing beruvchiga qaytarilishi lozim, u mol-mulkni o'z xohishiga ko'ra tasarruf etishi mumkin.

Yo'qolish, o'g'irlash, shikastlanish, buzilish va barvaqt eskirish xavfi bilan bog'liq bo'lgan tarzdagi har qanday yetkazilishi mumkin bo'lgan zarardan lizing obyektini sug'urtalash taraflarning kelishuviga binoan amalga oshiriladi. Bunday kelishuv bo'lmagan taqdirda, lizing oluvchi lizing obyektini sug'urtasi uchun javobgar bo'ladi.

Lizing obyektini bilan bog'liq barcha xavflar, shu jumladan, uning tasodifan yo'qolishi yoki tasodifan buzilishi, shuningdek, o'g'irlanishi, barvaqt eskirishi, shikastlanishi xavflari lizing shartnomasida nazarda tutilgan tartibda lizing oluvchiga o'tadi. Xavflar lizing oluvchiga o'tgan daqiqadan e'tiboran lizing oluvchi lizing obyektini har qanday tarzda yo'qolishi yoki shikastlanishi uchun lizing shartnomasi amal qiladigan muddat davomida javobgar bo'ladi.

Lizing beruvchi lizing oluvchining oldindan roziligini olmay turib, lizing obyektidan garov sifatida foydalanish huquqiga ega emas. O'z navbatida, lizing oluvchi ham lizing obyektini garov sifatida ishlatishga haqli emas. Lizing to'lovlari lizing beruvchiga lizing obyektini qiymatining lizing oluvchi tomonidan qoplanishidan, shuningdek, lizing beruvchining foizli daromadidan iborat bo'ladi.

Lizing to'lovlari shartnomaning butun amal qilish muddatiga taqsimlanadi va bo'lib-bo'lib to'lanadi. Lizing to'lovlarining miqdorlari va davriyligi lizing shartnomasi bilan belgilanadi. Lizing beruvchi tomonidan lizing oluvchidan pul summasini talab qilib olish va lizing obyektini olib qo'yish tartibi ham mavjud bo'lib, bunday holat shartnoma shartlari bajarilmagan holatlarda yuzaga kelishi mumkin. Lizingga oid masalalar O'zbekiston Respublikasi Fuqarolik kodeksining 587-599 moddalarida ham aks ettirilgan.

Nazorat savollari

1. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirish manbalarini sanab o'ting.
2. Qarz mablag'larini jalb qilish tamoyillarini izohlab bering.
3. Qarz mablag'laridan foydalanishning afzalliklarini tavsiflab bera olasizmi?
4. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishning umumiy kamchiliklari sifatida qaysi jihatlarni keltirish mumkin?
5. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishning asosiy shakllarini sanab o'ting.
6. Yuridik shaxslarning kredit olish imkoniyatiga qanday ta'sir etuvchi omillar mavjud?
7. Aylanma mablag'larni to'ldirish uchun kreditlarning ahamiyati va jalb qilish tartibini bilasizmi?
8. Kapital qo'yilmalarni moliyalashtirishda qarz mablag'larining o'rnini izohlang.
9. Qarz mablag'laridan foydalangan holda birlashish va ajralib chiqish bo'yicha bitimlarni moliyalashtirish amaliyoti haqida nimalarni bilasiz?
10. Kredit olish jarayonini ko'z oldingizga keltira olasizmi?
11. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishda korporativ obligatsiyalarning o'rnini haqida to'xtaling.
12. Emissiya risolasi va unda aks etadigan ma'lumotlar haqida fikr bildiring.

13. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishda lizingdan foydalanish tartibi haqida ma'lumot bering.

Testlar

1. Uzoq muddatli moliyaviy majburiyatlari bu ...

- a) korxonalarda amal qiluvchi foydalanish muddati bir yildan ortiq bo'lgan qarz kapitalining barcha shakllari;
- b) korxonalarda amal qiluvchi foydalanish muddati ikki oydan ortiq bo'lgan qarz kapitalining barcha shakllari;
- d) bunday tushuncha mavjud emas;
- e) korxonalarda amal qiluvchi foydalanish muddati besh oydan ortiq bo'lgan qarz kapitalining barcha shakllari.

2. Qisqa muddatli qarz kapitali bu ...

- a) Foydalanish muddati bir yilgacha bo'lgan jalb qilingan qarz kapitalining barcha shakllari;
- b) Foydalanish muddati uch yilgacha bo'lgan jalb qilingan qarz kapitalining barcha shakllari;
- d) Qarz kapitali qisqa muddatli xarakterga ega emas;
- e) Foydalanish muddati besh yilgacha bo'lgan jalb qilingan qarz kapitalining barcha shakllari.

3. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirish tamoyillari qaysi javobda to'g'ri ko'rsatilgan?

- a) qaytarishlik, ta'minlanganlik, to'lovlilik, muddatlilik;
- b) qaytarishlik, ishonchlilik, qoniqarlilik;
- d) axborot ochiqligi, maxfiylik, adolatlilik;
- e) yig'iluvchanlik, undiruvchanlik, maqsadlilik.

4. Kredit so'zining ma'nosi ...

- a) ishonaman;
- b) vaqtinchalik;
- d) qaytaraman;

e) foydalanasan.

5. Kreditorlar tomonidan qarz oluvchilardan talab qilinadigan shartlarga javob beruvchi va qarz munosabatlari asosida pul mablag‘larini olishga talabgor yuridik va jismoniy shaxslar hisoblanadi?

- a) kreditlash subyektlari;
- b) kreditlash obyektlari;
- d) kreditorlar;
- e) kreditlash manbalari.

6. Korporativ moliyaviy amaliyotda kreditlarning eng keng tarqalgan kredit shakli nima deb ataladi?

- a) muddatli oddiy kreditlar;
- b) muddatsiz foizli kreditlar;
- d) ta‘minlangan xorijiy bank kreditlari;
- e) murakkab foizli kredit notalari.

7. Ta‘minot rasmiylashtiruviziz mijoz hisobraqami bo‘yicha mablag‘larning belgilangan limit ko‘rsatkichidan yuqori bo‘lishini ta‘minlashga qaratilgan kredit shakli bu ...

- a) overdraft;
- b) investitsion kredit;
- d) qayta moliyalash krediti;
- e) sindikatsiyalashgan kredit.

8. Bitta qarz oluvchining keng ko‘lamli xo‘jalik dasturlari yoki yirik investitsion loyihalarni amalga oshirishni moliyalashtirish maqsadida kreditorlar tomonidan o‘zaro birlashgan holda taqdim etiladigan uzoq muddatli kredit nima deb ataladi?

- a) sindikatsiyalashgan kredit;
- b) overdraft;
- d) qayta moliyalash krediti;
- e) investitsion kredit.

9. Aksiyadorlik jamiyatlari va tijorat banklari tomonidan chiqariladigan obligatsiyalar nima deb ataladi?

- a) korporativ obligatsiyalar;
- b) moliyaviy obligatsiyalar;
- d) zayomlar;
- e) davlat obligatsiyalar.

10. Bugungi kunga kelib AQSHda korporativ obligatsiyalar bozorining jami kapitallashuvi necha trillion dollarni tashkil etadi?

- a) 3,5 trillion;
- b) 4,5 trillion;
- d) korporativ obligatsiyalar yevroobligatsiyalar bo'lganligi sababi AQSHda amal qilmaydi
- e) 5,5 trillion.

IX BOB. KORPORATIV MOLIYADA KOLLEKTIV MOLIYALASHTIRISH AMALIYOTI

9.1. Kollektiv investitsiyalashning iqtisodiy mohiyati, paydo bo'lishi va ahamiyatli jihatlari

Rivojlangan davlatlarda kollektiv investitsiyalash (moliyalashtirish) institutlari faoliyati bo'yicha boy tajriba to'plangan. Kollektiv investitsiyalash institutlari faoliyatining xalqaro darajada yo'lga qo'yilishi kapital bozorining yanada rivojlanishiga, hamda kapital bahosining pasayib borishi orqali muntazam ravishda o'sib borgan korporativ tuzilmalardagi kapitalga bo'lgan talabning qondirilishiga xizmat qilgan. Shundan kelib chiqqan holda respublikamizda ham investitsiya va pay fondlarini rivojlantirishga alohida e'tibor qaratilmoqda.

Bugungi kunda investitsiya va pay fondlari moliya bozorining muhim ishtirokchilari qatorida tilga olinadi. Investitsiya fondlari rivojlangan davlatlar moliya bozorlarida ham keng miqyosda faoliyat ko'rsatib kelmoqda. Shundan kelib chiqqan holda quyida mazkur masala xususida to'xtalib o'tamiz.

Investitsiya fondlari ko'plab investorlar tomonidan tanlangan investitsion vositachilar hisoblanadi. Bunda "Investitsiya fondlari moliyaviy vositachilar sifatida individual investorlarga aksiyalarni sotish orqali fond shakllantiradilar va fond mablag'larini aksiya va obligatsiyalar bilan diversifikatsiyalangan investitsiya portfelini sotib olishga yo'naltiradilar".¹⁸

Investitsiya fondlari faoliyati o'z aksiyalarini joylashtirish orqali jalb qilingan kapitalni boshqa moliyaviy aktivlarga, xususan qimmatli qog'ozlarga kiritish orqali daromad olish hamda olingan daromadni

¹⁸ Frederic Mishkin, Stanley Eakins. Financial markets and institutions. – 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 30.

aksiyadorlar o'rtasida taqsimlash asosida tashkil etiladi. Bunda daromad olish deganda kurs oshganda qimmatli qog'ozlarni (xorijiy valyutalarni) qayta sotish, olinadigan foiz yoki dividend ko'rinishilagi tushumlar nazarda tutiladi.

Investitsiya fondlari aksiyalar muomalaga chiqarishidan ham ko'rinib turibdiki, milliy va xalqaro amaliyotda ular aksiyadorlik jamiyatlari shaklida tashkil etiladi. Investitsiya fondlari mustaqil korporativ tuzilmalar hisoblanadi.

“Investitsiya fondlarining paydo bo'lishi 1800-yillar o'rtalarida Angliya va SHotlandiyaga to'g'ri keladi. Investitsion kompaniyalar cheklangan resurslarga ega investorlarning pul mablag'larini birlashtirish hisobiga tashkil etilgan bo'lib, o'z navbatida yig'ilgan pullar turli qimmatli qog'ozlarga yo'naltirilgan. Amerika qo'shma shtatlari iqtisodiy o'sishi uchun Amerika temir yo'l kompaniyalari obligatsiyalariga kapital kiritila boshlangach, bunday investitsion kompaniyalar nihoyatda ommalashadi. 1824 yilda Bostonda birinchi investitsiya fondi asosiy sohalarga investitsiyalar kiritish uchun mablag'lar jalb qilish maqsadida aksiyalar muomalaga chiqargan”.¹⁹

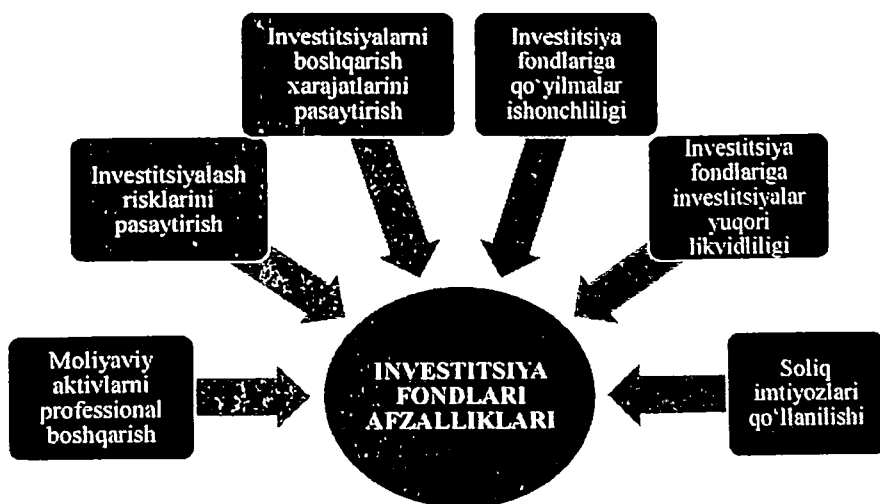
Birinchi investitsiya fondi faoliyat muvaffaqiyatli kechgach, bunday fondlar ko'plab tashkil etila boshlandi. 1929-1933 yildagi jahon iqtisodiy inqirozi investitsiya fondlari rivojlanishiga salbiy ta'sir ko'rsatdi. Xususan, “1929 yildagi fond bozorining qulashi investitsiya fondlari rivojlanishini bir necha o'n yillar davomida to'xtatib qo'ydi, chunki mayda investorlarning aksiyalarga investitsiyalar va qisman investitsiya fondlariga ham ishonchini pasaytirdi. 1940 yilda AQSHda to'lovlar va investitsiya siyosati bilan bog'liq munosabatlarni oshkor qilish siyosatiga doir ko'plab talablarni o'z ichiga olgan “Investitsiya kompaniyalari to'g'risida”gi qonun qabul qilindi. Natijada investitsiya fondlari faoliyatida barqaror o'sish va sanoatni qo'llab-quvvatlash qaytadan boshlandi”.²⁰

¹⁹ Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. – 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 490.

²⁰ Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. – 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 490.

Investitsiya fondlariga investorlar jalb qilinishidagi asosiy jihat investitsion faoliyatni markazlashgan tartibda diversifikatsiyalashdir. Bunda kapital egalarning investitsiya fondlari bilan hamkorlikda ishlashiga yetakchi tarmoq va sohalardagi aksiyadorlik kompaniyalari aksiyalarini mayda investorlarning sotib ololmasligi, investitsiya fondlari tomonidan risklarni hisobga olishga alohida e'tibor qaratishi ham sabab bo'ladi. Shuni alohida qayd etish kerakki, investitsiya fondlari faoliyati fond bozorida operatsiyalarni amalga oshirish bo'yicha hech qanday tajribaga ega bo'lmagan kapital egalari uchun ham ahamiyatga ega. Chunki ularning risklarni to'g'ri baholay olmasligi natijasida moliyaviy yo'qotishlar yuzaga kelishi mumkin.

Umumiy holda investitsiya fondlari afzalliklari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin (9.1-rasm):



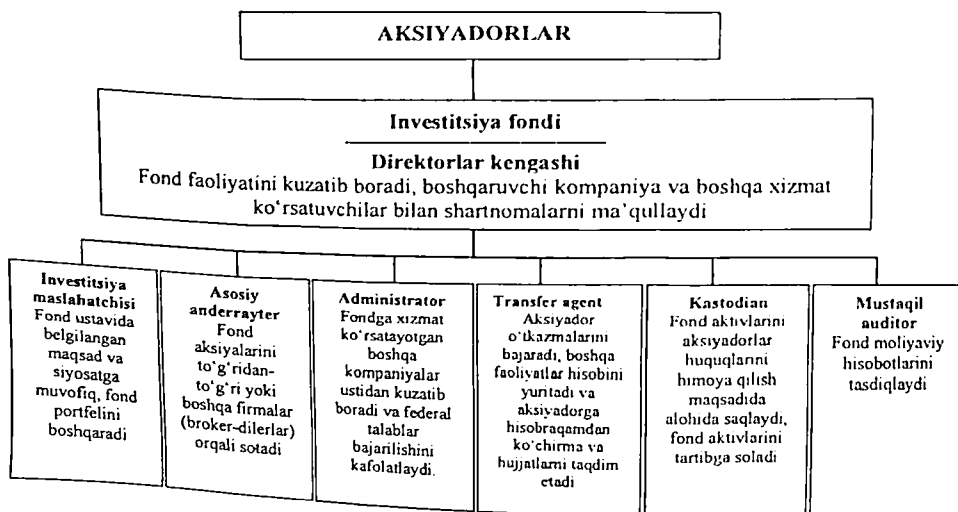
9.1-rasm. Investitsiya fondlari afzalliklari

Yuqoridagi rasmdan ko'rishimiz mumkin, investitsiya fondlari risklarni professional baholashdan tashqari afzalliklarga ega. Shu boisdan ko'plab mamlakatlarda investitsiya fondlari faoliyati bo'yicha soliq imtiyozlari qo'llaniladi. Yuqoridagilarga qo'shimcha ravishda

investitsiya fondlari faoliyatlari quyidagilarda ham muhim ahamiyat kasb etadi:

- moliya bozorining rivojlanishida;
- aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan moliyaviy resurslarni jalb qilishda;
- mayda investorlarning qimmatli qog'ozlar bilan operatsiyalarni amalga oshirishida va hokazo.

Umumiy holda investitsiya fondlari tomonidan investitsiya portfelini diversifikatsiyalash bo'yicha qat'iy talablar har bir mamlakatda belgilab qo'yilganligi ham yuqoridagi afzalliklarga erishishda muhim hisoblanadi. Shundan kelib chiqqan holda xorijiy mamlakatlar amaliyotida investitsiya fondlari boshqaruvida professional mutaxassislarni jalb qilishga e'tibor qaratiladi (9.2-rasm).



9.2-rasm. Investitsiya fondlari tashkiliy tuzilmasi²¹

AQSH tajribasiga ko'ra, investitsiya fondlari o'z faoliyatlarini tashkil etishda boshqaruvchi kompaniyalar bilan birga investitsiya

²¹ Frederic S.Mishkin, Stanley G.Eakins. Financial markets and institutions. 7th ed. USA: Pearson, 2012. P. 496.

maslahatchilari, asosiy andarrayterlar, administratorlar, transfer-agentlar, kastodian va mustaqil auditorlar xizmatlaridan ham foydalaniladi.

9.2. O‘zbekistonda investitsiya fondlari faoliyat mexanizmi

Mamlakatimizda investitsiya va pay fondlari faoliyati 2015 yil 25 avgustda O‘RQ-392-son bilan qabul qilingan “Investitsiya va pay fondlari to‘g‘risida”gi qonun bilan tartibga solinadi. Unga ko‘ra, “Investorlarning pul mablag‘larini jalb etish va ularni investitsiya aktivlariga qo‘yish maqsadida aksiyalar chiqarishni amalga oshiruvchi yuridik shaxs – aksiyadorlik jamiyati investitsiya fondidir”²². Investitsiya fondi o‘z faoliyatini qimmatli qog‘ozlar bozorini tartibga solish bo‘yicha vakolatli davlat organi hisoblangan Qimmatli qog‘ozlar bozorini muvofiqlashtirish va rivojlantirish markazi tomonidan beriladigan litsenziya asosida amalga oshiradi.

Investitsiya fondi quyidagi turda bo‘lishi mumkin:

- o‘zi chiqargan aksiyalarni qaytarib sotib olish majburiyatiga ega bo‘lgan investitsiya fondi;

- o‘zi chiqargan aksiyalarni qaytarib sotib olish majburiyatiga ega bo‘lmagan investitsiya fondi.

Investitsiya fondining turi fondning ta‘sis hujjatlarida ko‘rsatiladi.

Investitsiya fondi yangi yuridik shaxsni ta‘sis etish yoki boshqa investitsiya fondini qayta tashkil etish yo‘li bilan tashkil etiladi. Investitsiya fondini investitsiya fondi bo‘lmagan boshqa yuridik shaxsni qayta tashkil etish orqali tashkil etishga yo‘l qo‘yilmaydi. Investitsiya fondi tijorat tashkiloti bo‘lib, u o‘zining alohida hisobga olinadigan mol-mulkiga, shu jumladan ustav kapitaliga berilgan mol-mulkka ega bo‘ladi. Yuridik va jismoniy shaxslar investitsiya fondining muassislari (aksiyadorlari) sifatida ish yuritishi mumkin.

²² Ўзбекистон Республикаси “Инвестиция ва пай фондлари тўғрисида”ги Қонуни, 3-модда.

Investitsiya fondini davlat ro'yxatidan o'tkazish O'zbekiston Respublikasi Adliya vazirligi tomonidan amalga oshiriladi.

Investitsiya fondini tashkil etishda uning aksiyalari qiymatini to'lash pul mablag'lari, qimmatli qog'ozlar, ulushlar, shuningdek ko'chmas mulk va boshqa mol-mulk, mulkiy huquqlar bilan amalga oshiriladi. Bunda uning ustav kapitalining kamida 75 foizi pul shaklida to'lanishi kerak. Investitsiya fondining aksiyalarini joylashtirish fond birjasida amalga oshiriladi.

Aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi va kuzatuv kengashi, shuningdek vakolatlarini ishonchli boshqaruvchi amalga oshiradigan ijroiya organi investitsiya fondining boshqaruv organlaridir.

Investitsiya fondi:

- faoliyatni litsenziya olmasdan amalga oshirishga;
- korporativ obligatsiyalar va infratuzilma obligatsiyalari, shuningdek imtiyozli aksiyalar chiqarishga;
- investitsiya fondi sof aktivlarining 10 foizidan ortig'ini bir emitentning qimmatli qog'ozlariga yoki mas'uliyati cheklangan jamiyatning ulushiga investitsiya qilishga;
- to'lanishi lozim bo'lgan qarzlarning jami hajmi kredit va (yoki) qarz bitimi imzolangan sanadagi investitsiya fondi sof aktivlari qiymatining 15 foizidan oshib ketgan taqdirda, kredit va (yoki) qarz mablag'larini jalb etishga (bunda kredit va (yoki) qarz muddati uch oydan oshib ketmasligi kerak);
- kafil bo'lishga, mol-mulknini yoki mulkiy huquqlarni garovga qo'yishga;
- tashkiliy-huquqiy shakli o'z ishtirokchilarining qo'shimcha javobgarligini nazarda tutadigan xo'jalik jamiyatlarining qimmatli qog'ozlariga va ulushlariga investitsiyalarni amalga oshirishga;
- ishonchli boshqaruvchi, auditorlik tashkilotlari tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlarga investitsiyalarni amalga oshirishga, shuningdek ularning ustav kapitalidagi ulushlarini olishga;

- boshqa investitsiya fondlarining aksiyalarini olishga va ularga ega bo'lishga;

- investitsiya faoliyati bilan bog'liq bo'lmagan bitimlar tuzishga, opsiyonlar yoki fyucherslar olishga;

- umumiy summasi fond sof aktivlarining 10 foizidan ortiq investitsiyalarni amalga oshirishga (bundan qimmatli qog'ozlarga qo'yish mustasno) haqli emas.

Investitsiya fondi investitsiya fondi sifatida o'z faoliyatini tugatmasdan yuridik shaxsning boshqa tashkiliy-huquqiy shakllariga o'zgartirilishga haqli emas.

Ishonchli boshqaruvchi bo'lmagan taqdirda, investitsiya fondining kuzatuv kengashi uch oy ichida ishonchli boshqaruvchi yollashi yoxud investitsiya fondini tugatish tashabbusi bilan chiqishi shart.

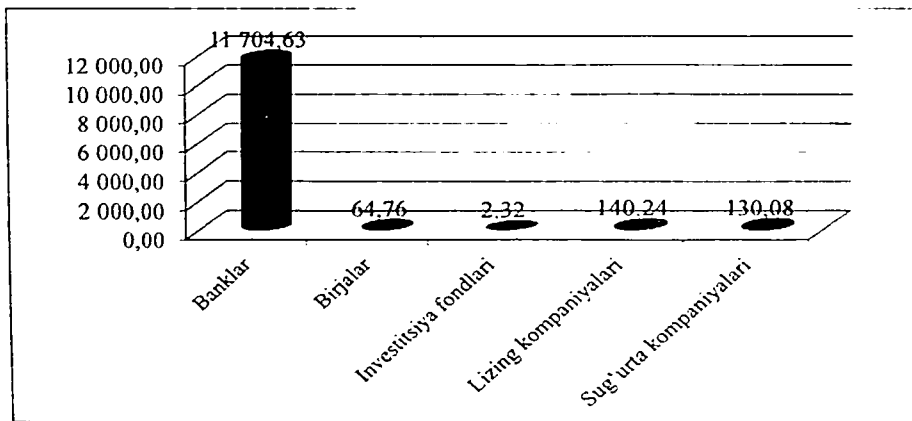
Investitsiya fondlari tomonidan chiqarilgan va ularga tegishli qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olish, shuningdek ularni saqlash, agar qonun hujjatlarida boshqacha qoida belgilanmagan bo'lsa, Qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi tomonidan amalga oshiriladi.

Investitsiya aktivlari ishonchli boshqaruvchida alohida balansda aks ettiriladi va u bo'yicha mustaqil hisob yuritiladi. Ishonchli boshqarish bilan bog'liq faoliyat bo'yicha hisob-kitoblar uchun alohida bank hisobvarag'i ochiladi.

Investitsiya fondining buxgalteriya hisobini yuritish hamda moliya, soliq hisobotlarini va boshqa hisobotlarni tuzish ishonchli boshqaruvchi tomonidan amalga oshiriladi.

Ishonchli boshqaruvchi fond investitsiya aktivlarining alohida hisobini yuritadi, ularning yaxlitligini va but saqlanishini ta'minlaydi, shuningdek investitsiya fondining moliya, soliq hisobotlari hamda boshqa hisobotlarining to'g'riligi va ishonchliligi uchun javobgar bo'ladi.

2018 yil 15 fevral holatiga mamlakatimizda 9 ta investitsiya fondi faoliyat ko'rsatmoqda. Ular tomonidan muomalaga chiqarilgan aksiyalar emissiya hajmi 2,32 milliard so'mni tashkil etadi (9.3-rasm).



9.3-rasm. Mamlakatimizda moliya institutlari tomonidan chiqarilgan aksiyalar emissiya hajmi, mlrd so'mda

Yuqoridagi rasmdan ko'rinib turibdiki, moliya institutlari ichida aynan investitsiya fondlari ulushni nihoyatda past.

2016 yilda dunyodagi barcha tartibga solinadigan ochiq turdagi investitsiya fondlarining sof aktivlari 2008 yilga nisbatan 60,9 foizga oshgan va qariyb 40,3 trln AQSH dollariga yetgan. 2016 yilda AQSHning jami tartibga solinadigan ochiq turdagi investitsiya fondlari sof aktivlaridagi salmog'i 46,7 foizni tashkil etgan. Yevropaning ushbu ko'rsatkichi esa 34,9 foizga yetgan.

Yevropa davlatlari ichida Lyuksemburg investitsiya fondlari rivojlanishi bo'yicha yetakchi davlat hisoblanadi. Uning tartibga solinadigan ochiq turdagi investitsiya fondlari sof aktivlari 2016 yilda 3,9 trln AQSH dollarini tashkil etgan holda Yevropaning tartibga solinadigan ochiq turdagi investitsiya fondlari sof aktivlari tarkibida 27,6 foiz salmoqqa ega bo'lgan.

**Jahondagi tartibga solinadigan ochiq turdagi investitsiya
fondlarining yalpi sof aktivlari dinamikasi,
mlrd. AQSH dollari, yil oxiriga²³**

Jahon qit'alari va mamlaka tlar	2009 y.	2010 y.	2011 y.	2012 y.	2013 y.	2014 y.	2015 y.	2016 y.	2016 y./ 2009 y. o'zgarish %da
Butun dunyo	25088,9	27374,4	27884,9	31869,2	36331,1	38020,1	38155,7	40364,1	+60,9
Amerika qit'asi	13355,4	14591,5	14583,5	16486,4	18862,4	20007,8	19556,0	21093,0	+57,9
Shu jum- ladan, AQSH	11889,7	12825,4	12680,7	14391,6	16723,7	17847,9	17751,1	18868,1	+58,7
Yevropa	8912,1	9573,9	10255,2	11915,4	13585,8	13808,0	13738,8	14116,9	+58,4
SHu jum- ladan, Lyuk- semburg	2538,9	2799,0	2712,7	3145,2	3606,8	3757,6	3817,2	3901,3	+53,7
Osiyo va Tinch okeani	2715,2	3067,3	2921,3	3322,2	3740,0	4057,8	4738,8	5008,3	+84,5
Afrika	106,3	141,6	125,0	145,2	142,9	146,5	122,1	145,8	+37,2

Nazorat savollari

1. Investitsiya fondlarining iqtisodiy mohiyati va yuzaga kelishi.
2. Investitsiya fondlarining bozor sharoitidagi ahamiyatli jihatlari.
3. Xorijiy amaliyotda investitsiya fondlari tashkiliy tuzilmasi.
4. Mamlakatimizda kollektiv investitsiyalash amaliyotining tashkiliy-huquqiy asoslari.
5. Investitsiya fondlarini davlat ro'yxatidan o'tkazish tartibi.
6. Investitsiya fondlari investitsiya portfelini diversifikatsiyalash.
7. Mamlakatimizda investitsiya fondlari faoliyatining amaliy jihatlari.
8. Pay fondlari tashkiliy jihatlari va faoliyat tartibi.

²³ Султонбоева М.Б. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантиришнинг концептуал жиҳатлари. Иқтисодиёт фанлари доктори илмий даражасини олиш учун тақдим этилган диссертация автореферати. Т. 2018. 23-б.

X BOB. KORPORATIV MOLIYADA XORIJIY KAPITALNI JALB ETISH

10.1. Korporativ tuzilmalarga xorijiy bank kreditlarini jalb etish

Bugungi kunda mahalliy korxonalarda o'rta yoki uzoq muddatli davrlar uchun ma'lum qiymat asosida moliyaviy resurslarni yetarli darajada jalb qilish muammoli holat hisoblanadi. Mazkur muammoni hal qilish usullaridan biri sifatida xorijiy kapitalni jalb qilishni keltirish mumkin.

Xorijiy kapitalni jalb qilish shakllari xilma-xillikka ega. Bugungi kun amaliyotida keng miqyosda qo'llanilayotgan shakllar sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- xorijiy bank kreditlarini jalb qilish;
- qarz munosabatini anglatuvchi qimmatli qog'ozlarni xorijda joylashtirish;
- aksiyalarni xalqaro fond birjalarida joylashtirish va boshqalar.

Xorijiy kapitalni jalb qilishning keltirib o'tilgan usullari xususida qisqacha tavsif berib o'tamiz.

Bugungi kunda kompaniyalar loyihalarni amalga oshirish uchun xorijiy banklardan uzoq muddatli kreditlar jalb qiladi.

Xorijiy kreditlarning keng tarqalishi zarur miqdordagi moliyaviy resurslarni nisbatan past foiz stavkalarida jalb qilish imkoniyati bilan izohlanadi. Xorijiy banklar tomonidan odatda, suzib yuruvchi foiz stavkalari qo'llaniladi. Bunda asos sifatida ba'zi indikativ har kunlik o'zgaruvchan stavkalar, masalan LIBOR (*London Interbank offered rate* – London banklararo o'rtacha foiz stavkasi), PIBOR (*Paris Interbank offered rate* – Parij banklararo o'rtacha foiz stavkasi), AQSH bazis stavkasi (*prime rate*) va boshqalar olinib, ularga individual mukofot summalari qo'shiladi. Bankning individual mukofot miqdori

0,5 foizdan 5 foizgacha amal qiladi. Har qanday korxonada xorijiy kreditlar olish uchun xorijiy bankka yoki uning vakolatxona, bo‘linma, filiallariga murojaat qilishi mumkin. Banklar hududiy joylashuvidan qat’iy nazar qarzni olish uchun quyidagi majburiy talablar amal qiladi:

- moliyalashtiriladigan loyihaning asoslangan biznes-rejasi mavjudligi;

- xalqaro standartlar asosida tuzilgan moliyaviy hisobotlar taqdim etish;

- dunyoga mashhur, masalan “katta to‘rttalik”ga kiradigan auditorlik tashkilotlari xulosalari;

- yuqori darajadagi rentabellik va qat’iy belgilangan moliyaviy ko‘rsatkichlarning ta’minlanganligi;

- korxonada moliyaviy-xo‘jalik faoliyati va tashkiliy tuzilishining shaffofligi va boshqalar.

Qayd etib o‘tish kerakki, hozirgi kunda aksariyat xorijiy banklar mamlakatimizda faoliyat yuritayotgan dunyoga mashhur bo‘lgan korxonalariga kredit ajratishga tayyor.

Xalqaro amaliyotda xorijiy kreditlar sindikatli kreditlar shaklida jalb qilinadi. Qarzni oluvchiga taqdim etiladigan sindikatli kreditlar xorijiy kreditlar amaliyotida ham risklarni kamaytirish imkonini beradi. Bu jarayonda qarzni taqdim etish to‘g‘risidagi arizani qabul qilgan bank shakllantiriladigan sindikatni boshqaradi. Bunday kredit qiymati foiz stavkasidan tashqari odatda umumiy kredit summasining 0,5 foizdan 2 foizgacha miqdorda belgilanadigan sindikat komissiya to‘lovini ham o‘z ichiga oladi. Moliyalashtirishning mazkur shakli keng ko‘lamli loyihalarni amalga oshiruvchi yirik qarzni oluvchi kompaniyalar uchun juda qulay. Xorijiy ekspertlarning baholashi bo‘yicha dunyo miqyosida 80 foizga yaqin yirik loyihalar aynan sindikatli kreditlardan foydalanish orqali moliyalashtiriladi.

Sindikatli kreditlarga misol sifatida “Gazprom” OAJ tomonidan “Sibneft” OAJni sotib olish uchun jalb qilingan 13,091 milliard AQSH dollari miqdoridagi kreditni keltirishimiz mumkin. Bunda kredit Dresdner Bank va ABN Amro bank boshchiligidagi oltita bank

sindikati tomonidan uch va besh yil muddatga mos ravishda LIBOR + 0,7% va LIBOR + 0,75% stavkalarda taqdim etilgan edi.

Umumiy holda xorijiy kreditlarning afzalliklari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- foiz stavkalarining ancha pastligi va kreditdan foydalanish muddatining uzoqligi (3 yildan 10 yilgacha);

- garov sifatida debitorlik qarzlari yoki eksport shartnomalari bo'yicha tushumlardan foydalanish imkoniyatining mavjudligi;

- xorijdan mablag' jalb qilishning boshqa shakllariga nisbatan taqqoslaganda rasmiylashtirish qiymatining yuqori emasligi va boshqalar.

Xorijiy banklardan kreditlar jalb qilishning kamchiliklari sifatida esa quyidagilarni keltirish mumkin:

- ko'p sonli talablar va kelishuvlarning amal qilishi;

- valyuta riskining yuzaga kelishi;

- xalqaro yuridik me'yorlarga asoslanuvchi huquqiy tartiblarga asoslanishi va boshqalar.

Ta'minot taqdim etish zarurligi va qarzni boshqarishning qulay mexanizmi mavjud emasligi xorijiy bank kreditlari bilan bog'liq bo'lgan salbiy holatlardan hisoblanadi.

10.2. Kredit notalari

Jahon amaliyotida kredit notalari (*credit linked notes – CLN*) ta'minlanmagan qarz mablag'lari ajratish usuli sifatida ko'zga tashlanadi. Hozirgi kunga kelib bu instrument xalqaro amaliyotda yirik sanoat korxonalarida o'rtasida keng ko'lamda qo'llanilmoqda.

Qarz oluvchi nuqtai nazaridan *CLN* xorijiy bankning valyutadagi kreditini o'zida aks ettiradi. Lekin bu amaliyotning asosiy farqli xususiyati bank kredit taqdim etgandan so'ng birdaniga qimmatli qog'ozlardagi qarzdorlikni qayta tarkiblab, *CLN*ni bozorda sotadi.

Texnik tomondan *CLN* chiqarish yevroobligatsiya chiqarishga o'xshash. Bunda *CLN* chiqarish bilan shug'ullanuvchi lid-menejer sifatida odatda banklar ishtirok etadi.

Bank tomonidan *CLN* muomalaga chiqarishni tashkil etishning dastlabki bosqichida investorlar o'rtasida qarz oluvchining majburiyatlariga nisbatan potensial talabni baholash amalga oshiriladi. Qarz oluvchining faoliyati va moliyaviy holati, tarmoq xususiyatlari, bozor kon'yunkturasi atroflicha o'rganiladi, investorlar bilan faol muzokaralar olib boriladi. Ijobiy qarorga kelingan holatdagina *CLN* emitenti hisoblangan bank qarz oluvchiga xorijiy bank krediti taqdim etadi. Odatda, emitent sifatida yuqori reytingga, *CLN* dasturini amalga oshirish bo'yicha tajribaga ega bank tanlanadi. *CLN* muomalaga chiqarish bir nechta bosqichli dastur asosida tashkil etiladi. Qarz oluvchining kredit bo'yicha majburiyatlarini bajarish holatida *CLN* bo'yicha to'lovlarni bank-emitent amalga oshiradi. Agarda kredit oluvchi korxonada o'z vaqtida va to'liq olingan kreditni qaytara olmasa yuzaga kelishi mumkin bo'lgan risklar bank-emitent zimmasiga emas, balki *CLN* sotib oluvchilar zimmasiga tushadi.

CLN muomalaga chiqarilgandan so'ng ularning savdosi ikkilamchi bozorda tashkil etiladi. Kredit notalari birjadan tashqari bozorlarda muomalada bo'ladi.

Korporativ yevroobligatsiyalarga nisbatan kredit notalari bo'yicha risklarning yuqoriligidan kelib chiqqan holda bunday qimmatli qog'ozlar qo'shimcha mukofotlar e'lon qilingan holda sotiladi. Shuningdek, ham iqtisodiy, ham yuridik ma'lumotlar ochiqligi aniq belgilab qo'yilgan standartlarga mos kelishi talab qilinadi.

Yevroobligatsiyaga nisbatan *CLN*ning asosiy afzalligi sifatida ularni muomalaga chiqarishning birmuncha tezligi va arzonligini keltirish mumkin. Xalqaro amaliyotda *CLN* muomalaga chiqarish uchun 8 haftadan 12 haftagacha vaqt ketadi. *CLN* muomalaga chiqarish qiymati respublikamizdagi ko'pgina mahalliy korxonalar uchun og'irlik qiladi. Xorijda bu qiymat 30 mingdan 50 ming AQSH dollarigacha xarajatni talab qiladi va bu qiymat rivojlangan davlatlar kompaniyalari uchun juda past hisoblanadi. *CLN* muomalaga chiqarishda alohida talablar mavjud bo'lib, emissiya risolasida axborotning to'laligicha ochiqligi, shuningdek, yuqori reyting ko'rsatkichlari berilganligi va xalqaro auditorlik kompaniyalari tomonidan qarz oluvchi va operatsiya tashkilotchisining

mustaqil baholanishi kabilarga alohida e'tibor qaratiladi. Kredit notalarini muomalaga chiqarish yevroobligatsiya muomalasi oldidan kredit tarixini shakllantirishning samarali usuli sifatida xizmat qiladi. Masalan "AFC Sistema" kompaniyasi tomonidan 100 million AQSH dollarlik kredit notalari chiqarilgandan so'ng ikki oy o'tib kompaniya yevroobligatsiya emissiyasini amalga oshirgan. Lekin boshqa tomondan kredit notalari o'rtacha foiz stavkasi yevroobligatsiyalarga nisbatan 1 – 2 foiz yuqori belgilanadi.

Bugungi kunda xalqaro amaliyotda 250 million dollardan yuqori bo'lgan yillik oborotga ega kompaniyalar kredit notalarini 100 million dollardan kam bo'lmagan miqdorda muomalaga chiqarmoqda.

10.3. Yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish

Bugungi kun amaliyotida kompaniyalar milliy valyutadagi korporativ obligatsiyalari bilan bir qatorda yevroobligatsiya deb ataluvchi xorijiy valyutadagi qimmatli qog'ozlarning ham xalqaro fond birjalaridagi muomalasi ham kuzatilmoqda.

Yevroobligatsiyalar (ingl. *eurobond*) mamlakatdan tashqarida qattiq valyutada sotiladigan obligatsiyalardir. Ularga misol sifatida yevrodollar obligatsiyalari, yevroien obligatsiyalarini keltirish mumkin. Bunda obligatsiya so'ziga yevro so'zining qo'shib ishlatilishini AQSH kompaniyalarining Yevropa fond birjalarida sotish uchun maxsus obligatsiyalar chiqarganligi bilan izohlanadi. Lekin bugungi kunga kelib yevroobligatsiyalar har qanday mamlakatda chiqarilishi mumkin va aksariyat holatlarda yevro yoki AQSH dollarida muomalaga chiqarilmoqda.

Yevroobligatsiyalar muomalaga chiqarish ma'lum bir tayyorgarlik ishlarini va xarajatlarni talab qiladi. Lekin boshqa tomondan nisbatan past foizlarda uzoq muddatli yuqori miqdordagi moliyaviy resurslar jalb qilish imkonini beradi.

Odatda, yevroobligatsiyalar kamida 3 yilga chiqariladi, eng keng tarqalgan muddat sifatida 5 yillik muddat keltiriladi. Dunyoga mashhur kompaniyalar (masalan, Gazprom) tomonidan muomalaga chiqariladi-

gan yevroobligatsiyalar 15 yildan 30 yilgacha bo'lgan muddat bo'yicha amal qiladi.

Yuqorida qayd etib o'tganimizdek, yevroobligatsiyalar bozoriga chiqish tayyorgarlik ko'rish va emissiya qilish, chet eldan moliyaviy konsultantlar va anderrayterlar jalb qilish, xalqaro investorlar uchun taqdimotlar o'tkazish, huquqiy xizmat uchun to'lovlar va boshqalar bilan bevosita bog'liq bo'lgan yuqori miqdordagi xarajatlarni talab qiladi.

Yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish bilan shug'ullanuvchi dunyoga mashhur tashkilotchilar sifatida Deutche Bank, ABN Amro, CSFB, UBS, DrKW, Citigroup, J.P.Morgan kabilarni keltirish mumkin.

Rivojlangan mamlakatlar hukumati tomonidan yevroobligatsiyalar bozorini tartibga solishning biror bir mezonini o'rnatilmaganligiga qaramasdan emitentlar odatda Xalqaro obligatsiyalar birlamchi bozori ishtirokchilari assotsiatsiyasi Xalqaro qimmatli qog'ozlar bozori ishtirokchilari assotsiatsiyasi standartlari va talablari asosida boshqarib boriladi. Mazkur qimmatli qog'ozlarning asosiy savdo markazi tarixan London hisoblanadi. Shundan kelib chiqqan holda yevroobligatsiyalar muomalasi Angliya moliya xizmatlari agentligi tomonidan ham tartibga solinadi va bu agentlik tegishli hujjatlarni tayyorlash bo'yicha talablar bajarilishining qat'iy nazoratini amalga oshiradi. Bunda xalqaro standartlar bo'yicha tuzilgan uch yillik ijobiy auditorlik hisoboti, S&P, Fitch, Moody's va boshqa yetakchi agentliklarning kredit reytingi majburiy talablar sifatida belgilangan. Shuningdek, kompaniya egalari haqidagi axborotlarning to'liq ochiqligi, qarz oluvchining asosiy aksiyadorlari pasport nusxasigacha talab qilinadi.

Yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish jarayonida yuristlar xizmatlari bo'yicha xarajatlar miqdori 600 mingdan 1 million AQSH dollarigacha tashkil etishi kuzatiladi. Anderrayterning o'rtacha komissiya haqi esa odatda muomalaga chiqarilgan yevroobligatsiya umumiy summasining 0,5 – 0,7 foizini tashkil etadi.

Yevroobligatsiyalar odatda, London yoki Lyuksemburg fond birjalarida sotiladi. Lekin ular savdosining kattagina qismi birjadan tashqari bozorlar hissasiga to'g'ri keladi.

Moliyalashtirish manbasi sifatida yevroobligatsiyalarning asosiy afzalliklari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- jalb qilinadigan mablag' miqdorining yuqoriligi (muomalaga chiqarishning o'rtacha qiymati – 300 million AQSH dollari);
- muomala muddatining uzoqligi (3 yildan – 30 yilgacha);
- foiz stavkalarining juda pastligi (yillik 5%);
- ta'minot va garov bo'yicha talablarning mavjud emasligi;
- xalqaro miqyosda kredit tarixi yuzaga kelishi.

Qarz mablag'lari jalb qilishning mazkur instrumenti kamchiliklari sifatida esa quyidagilarni keltirish mumkin:

- axborotlarni oshkor etish bo'yicha qarz oluvchiga nisbatan jiddiy talablarning mavjudligi;
- yevroobligatsiya muomalaga chiqarish jarayonining yuqori miqdorda xarajatlar talab qilishi;
- jahon miqyosidagi yetakchi reyting agentliklarining biridan kredit reytingi olish zarurati;
- qimmatli qog'ozlarni tayyorlash va joylashtirishning ko'p vaqt talab qilishi (4–6 oy);
- valyuta riskining yuzaga kelishi va boshqalar.

Yuqori miqdordagi xarajatlar va ko'p vaqt talab qilishiga qaramasdan 500 million dollarlik yevroobligatsiyani 5 yil muddatga joylashtirish bugungi xalqaro amaliyotda o'zini oqlamoqda. Bundan tashqari xalqaro bozorlarda IPO o'tkazish uchun yaxshigina repititsiya vazifasini ham o'tamoqda.

Nazorat savollari

1. Xorijiy kapitalni jalb qilishning qanday shakllarini bilasiz?
2. Xorijiy banklardan kreditlar olish tartibini bilasizmi?
3. Qarz munosabatini anglatuvchi qimmatli qog'ozlarni xorijda joylashtirish bo'yicha qanday talablar amal qiladi?
4. Aksiyalarni xalqaro fond birjalarida joylashtirish tartibini bilasizmi?

5. Banklar hududiy joylashuvidan qat'iy nazar qarz olish uchun qo'yiladigan majburiy talablarni sanab o'ting.

6. Sindikatli kreditlar va ularning o'ziga xos xususiyatlari haqida fikr bildiring.

7. Xorijiy kreditlar qanday afzalliklarga ega?

8. Xorijiy banklardan kreditlar jalb qilishning kamchiliklarini bilasizmi?

9. Jahon amaliyotida kredit notalarining qo'llanish xususiyatlarini izohlang.

10. Yevroobligatsiyalar va ularning o'ziga xos xususiyatlarini tavsiflab bering.

11. Yevroobligatsiyalar muomalaga chiqarish bo'yicha majburiy talablarni sanab o'ting.

12. Moliyalashtirish manbasi sifatida yevroobligatsiyalarning asosiy afzalliklarini sanab o'ting.

13. Yevroobligatsiyalar orqali mablag' jalb qilishning kamchiliklarini izohlab bering.

Testlar

1. Korporativ moliyada xorijiy kapitalni jalb qilish shakllari keltirilgan javobni belgilang.

a) xorijiy bank kreditlari, yevroobligatsiyalar, kredit notalari, aksiyalarni xalqaro fond birjalarida joylashtirish;

b) opsiyonlar, fyucherslar, derivativlar, oddiy bank krediti;

d) davlat kafolati ostidagi investitsiyalar va korporativ obligatsiyalar;

e) moliyaviy lizing, aksiyalar muomalaga chiqarish, overdraft.

2. LIBOR qisqartma so'zi nimani anglatadi?

a) London banklararo o'rtacha foiz stavkasi;

b) Lyuksemburg banklararo o'rtacha foiz stavkasi;

d) banklar tomonidan muomalaga chiqarilgan obligatsiyalarning o'rtacha daromadlilik darajasi;

e) London banklararo o'rtacha qayta moliyalash stavkasi.

3. Xorijiy bank kreditlari taqdim etish jarayonida suzib yuruvchi foiz stavkalariga qo'shimcha tarzda belgilanadigan individual mukofot miqdori to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

- a) 0,5 foizdan 5 foizgacha;
- b) 0,7 foizdan 7 foizgacha;
- d) bu jarayonda suzib yuruvchi foiz stavkalarining o'zi qo'llaniladi;
- e) 0,2 foizdan 2 foizgacha.

4. Xorijiy bank kreditlari olish uchun belgilangan majburiy talablar to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

a) biznes-reja, xalqaro standartlar asosida tuzilgan moliyaviy hisobotlar, dunyoga mashhur, masalan "katta to'rttalik"ka kiradigan auditorlik tashkilotlari xulosalari, qat'iy belgilangan moliyaviy ko'rsatkichlarning ta'minlanganligi, korxonalar moliyaviy-xo'jalik faoliyati va tashkiliy tuzilishining shaffofligi;

b) biznes-reja, milliy standartlar asosida tuzilgan moliyaviy hisobotlar, yuqori darajadagi rentabellik va qat'iy belgilangan moliyaviy ko'rsatkichlarning ta'minlanganligi, korxonalar moliyaviy-xo'jalik faoliyati va tashkiliy tuzilishining shaffofligi;

d) texnik asosnoma, balans, foyda va zararlar to'g'risidagi hisobot, dunyo bo'yicha "katta to'rttalik"ka kiradigan auditorlik tashkilotlari xulosalari, yuqori darajadagi rentabellik, korxonalar tashkiliy tuzilishining shaffofligi;

e) korxonalar xorijiy bank krediti olish uchun davlat kafolat vazifasini bajarishi kerak.

5. Qarz oluvchiga taqdim etiladigan sindikatli kreditlar deganda nimani tushunasiz?

a) bir necha xorijiy banklarning yirik loyihalarni moliyalashtirish uchun kredit taqdim etishi;

b) bitta loyihani bir necha shaxslar birgalikda o'z ulushini qo'shgan holda amalga oshirishi;

d) risklarni taqsimlash uchun turli mamlakatlarga kredit taqdim etish amaliyoti;

e) korxonalarni moliyalashtirishda sindikatli kreditlardan jahon amaliyotida foydalanilmaydi.

6. Jahon amaliyotida ta'minlanmagan qarz mablag'lari ajratish usuli sifatida ko'zga tashlanadigan xorijiy kapital jalb etish usuli to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

a) kredit notalari;

b) xorijiy bank kreditlari;

d) yevroobligatsiyalar;

e) xalqaro kredit liniyalari.

7. Mamlakatdan tashqarida qattiq valyutada sotiladigan obligatsiyalar nima deb ataladi?

a) yevroobligatsiyalar;

b) opsion obligatsiyalar;

d) amerika opsionlari;

e) fyuchers opsionlari.

8. Yevroobligatsiyalar asosiy savdo markazi tarixan qaysi shahar hisoblanadi?

a) London;

b) Lyuksemburg;

d) Parij;

e) Chikago.

9. Yevroobligatsiyalar muomalasi va ularni muomalaga chiqarish bo'yicha hujjatlarga qo'yilgan talablar bajarilishining qat'iy nazoratini amalga oshiruvchi agentlik to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

a) Angliya moliya xizmatlari agentligi;

- b) London fond birjasi agentligi;
- d) Xalqaro fond birjalari agentligi;
- e) yevroobligatsiyalar muomalasini tartibga soluvchi maxsus agentlik faoliyat yuritmaydi.

10. Yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish jarayonida anderraytning o'rtacha komissiya haqi to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

- a) muomalaga chiqarilgan yevroobligatsiya umumiy summasining 0,5 – 0,7 foizi;
- b) 600 mingdan 1 million AQSH dollarigacha;
- d) 300 mingdan 3 million AQSH dollarigacha;
- e) muomalaga chiqarilgan yevroobligatsiya umumiy summasining 0,5 foizigacha.

XI BOB. AKSIYALARNI OMMAVIY JOYLASHTIRISH

11.1. Aksiyalarni ommaviy joylashtirishning iqtisodiy mohiyati, afzalliklari va kamchiliklari

Bugungi kunda mamlakatimizda korporativ moliyaviy munosabatlarni samarali tashkil etishga alohida e'tibor qaratilmoqda. Chunki korporativ moliyaviy munosabatlar natijasida ham davlat, ham uy xo'jaligi bevosita daromadlarga ega bo'ladilar, shuningdek xalqaro mehnat taqsimotida mamlakatning egallab turgan o'zni mustahkamlanadi. Shundan kelib chiqqan holda bu borada qonunchilik hujjatlari muntazam ravishda takomillashtirililib, korporativ tuzilmalar faoliyatini rivojlantirish masalasiga jiddiy yondashilmoqda. Birinchi Prezidentimiz I.Karimov ta'kidlaganlaridek "korporativ yoki aksiyadorlik birlashmalarimizning faoliyati samaradorligini tanqidiy baholash, ularni xorijiy davlatlardagi ana shunday korxonalar bilan taqqoslab ko'rish zarur. Chunki, bugungi kunda iqtisodiy rivojlangan mamlakatlarda, ayniqsa, sanoat sohasida mulkchilikning bunday shakli muhim o'rin tutadi."²⁴

Ma'lumki, aksiyadorlik jamiyatlari qimmatli qog'ozlar bozori emitenti sifatida o'z aksiyalarini ochiq va yopiq obuna tartibida joylashtirishlari mumkin. Mamlakatimizda faoliyat ko'rsatayotgan aksiyadorlik jamiyatlarining xalqaro darajada raqobatbardoshligini oshirishda xorijiy kapital jalb qilish masalasi muhim ahamiyatga ega. Bu masala aksiyalarni ochiq obuna tarzida xalqaro fond birjalarida joylashtirish orqali ham amalga oshiriladi hamda ishlab chiqarish va

²⁴ Karimov I.A. 2015 yilda iqtisodiyotimizda tub tarkibiy o'zgarishlarni amalga oshirish, modernizatsiya va diversifikatsiya jarayonlarini izchil davom ettirish hisobidan xususiy mulk va xususiy tadbirkorlikka keng yo'l ochib berish – ustuvor vazifamizdir. O'zbekiston Prezidenti I.Karimovning mamlakatimizni 2014 yilda ijtimoiy-iqtisodiy rivojlantirish yakunlari va 2015 yilga mo'ljallangan iqtisodiy dasturning eng muhim ustuvor yo'nalishlariga bag'ishlangan Vazirlar Mahkamasining majlisidagi ma'ruzasidan. www.uza.uz

xizmat ko'rsatish sifatining o'sishiga bevosita o'z ta'sirini ko'rsatadi. Shu boisdan quyida aynan shu masala xususida to'xtalib o'tamiz.

Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish amaliyoti qisqacha IPO (ing. "Initial Public Offering") deb yuritiladi. IPO emitent tomonidan aksiyalarni bozorda birlamchi ochiq obuna usulida joylashtirish bo'lib, bu jarayon davomida ular investorlarning keng doirasiga kirib boradilar va fond birjasida erkin savdoni amalga oshiradilar. Boshqacha qilib aytganda IPO deganda emitent kompaniyaning aksiyalarini ochiq bozorda birinchi marta sotuvga chiqarishi tushuniladi. Shu yo'l bilan kompaniya "yopiq"dan "ochiq"ga o'zgaradi, ya'ni shu kompaniya aksiyalariga qiziqib qolgan investorlar ularni fond birjasida erkin sotib olishlari mumkin. Kompaniya qimmatli qog'ozlarining birjada muomalaga chiqishi natijasida ularni erkin savdo-sotiq predmeti bo'lishiga, likvidligi oshishiga va ularning bozor bahosining maksimal o'sishiga olib keladi. IPO yordamida kompaniyada joriy xarajatlarni qoplashga va yirik loyihalarni amalga oshirish uchun uzoq muddatli tashqi moliyaviy resurslarni jalb qilish imkoni tug'iladi. IPO uchun talab qilinadigan jarayonlar va ularning amalga oshirilishi kompaniyaning shaffofligini oshiradi va uning moliyaviy holatini obyektiv baholash imkonini beradi. Umumiy holda oddiy aksiyalar emissiyasi hisobiga moliyalashtirish IPO operatsiyalarining afzalliklari va kamchiliklari sifatida quyidagilarni keltirishimiz mumkin (9.1-jadval).

9.1-jadval

Oddiy aksiyalar emissiyasi hisobiga moliyalashtirish va IPO operatsiyalari afzalliklari va kamchiliklari

№	Afzalliklar	Kamchiliklar
1	Bu manba o'zida majburiy to'lovni o'zida aks ettirmaydi, ya'ni dividend to'lash to'g'risidagi qaror direktorlar kengashi tomonidan qabul qilinadi va aksiyadorlar umumiy yig'ilishida tasdiqlanadi	Korxonani boshqarishda va foydani taqsimlashda ishtirokchilar soni ortadi

2	Aksiyalar qoplanishi bo'yicha qat'iy belgilangan muddatga ega emas, chunki aksiyalar doimiy kapital manbasi bo'lib xizmat qiladi	Qo'shimcha aksiyalar emis-siyasi investorlar tomonidan salbiy signal sifatida qabul qilinishi mumkin va bu qisqa muddat ichida aksiyalar kursining pasayishiga olib kelishi mumkin
3	Aksiyalar likvidligining oshishi va kapital qiymati pasayganda yirik, uzoq muddatli moliyalashtirish manbasiga ega bo'lishi	Moliyaviy va yuridik ma'lumotlarning oshkorligi
4	Kelajakda pozitsiyalari kuchliroq kompaniya bilan o'zaro birlashishning osonlashishi	IPOni tashkil etish bilan bog'liq xarajatlarning yuqoriligi
5	Investorlar va mulkdorlar uchun biznesdan chiqish yo'lining osonlashishi	"Dushman" aksiyadorlarning kompaniya faoliyatiga kirib kelish ehtimoli
6	Kompaniya nufuzining oshishi, uning bozorda tanilishi va investitsion jozibadorlikning ta'minlanishi va boshqalar	Kompaniyaning investitsion tarixi bo'lishi shartligi

Aksiyalarni ochiq obuna tartibida ommaviy joylashtirishda yuqorida keltirilgan afzalliklar va kamchiliklarni hisobga olish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

11.2. Aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotini tashkil etish va o'tkazish bosqichlari

IPO jarayoni ko'p bosqichli bo'lib, uzoq vaqt (bir necha yillarni) va yuqori miqdordagi moliyaviy xarajatlarni talab qiladi. Kompaniyaning ichki tayyorgarligidan va barcha zaruriy jarayonlardan o'tishidan tashqari, IPOning amalga oshish vaqti iqtisodiyotning joriy holati bilan bog'liqligini ham alohida ta'kidlash lozim. Chunki bozordagi nobarqaror holat kapitalni joylashtirish bo'yicha risk darajasini keskin oshirishi va kutilayotgan kapitallashuv darajasiga erishish imkoniyatini

pasaytirishi mumkin. Kompaniya o'z ichki imkoniyatlarini tahlil qilgan holda IPO operatsiyalarini amalga oshirish to'g'risida qaror qabul qilgandan keyin, tayyorgarlik jarayonini boshlaydi. Bu jarayon bir necha yillarni o'z ichiga qamrab olgan to'rtta bosqichni o'zida aks ettiradi. Har bir bosqich haqida quyida to'xtalib o'tamiz.

Birinchi bosqichda tashkilotchilar va IPO ishtirokchilari guruhi tuziladi hamda ular tomonidan kompaniya moliyaviy strategiyasi belgilanadi va mos ravishda biznes-reja ishlab chiqiladi. Shuningdek, kompaniya tayyorgarlik darajasi moliyaviy tomondan baholanadi. Bu jarayonda xalqaro standartlar asosida moliyaviy hisobotlar tayyorlanadi.

Ikkinchi bosqichda tashqi hamkorlar, maslahatchilar, yirik potensial investorlar tomonidan kompaniya moliyaviy holatining ishonchliligini tekshirish (ingl. "due diligence") jarayoniga katta e'tibor qaratiladi. Bu jarayon o'z ichiga oladigan jihatlar quyidagi jadvalda keltirilgan (11.1-jadval).

11.1-jadval

Kompaniya moliyaviy holatining ishonchliligini tekshirish jarayonlari

Moliyaviy tahlil va baholash	Audit va moliyaviy tekshiruv	Huquqiy hamkorlik va hamrohlik
1. Amalga oshiradigan mutaxassislar		
Moliyaviy analitiklar, korxonada biznesni baholash bo'yicha ekspertlar	Yuqori malakali auditorlar	Maxsus ixtisoslashgan yuristlar
2. Jamoaning ish maqsadi		
Investitsiyalash obyektining haqiqiy qiymatini aniqlash, xaridorga uning kelgusidagi foydalanishi yuzasidan turli xil variantlar bo'yicha korxonada qiymati dipazazonini belgilash.	Korporativ moliyaviy tekshiruv o'tkazish, korxonada faoliyatini ekspertizadan o'tkazish, foyda va soliq risklarini belgilash.	Kompaniya faoliyatini yuridik va huquqiy ekspertizadan o'tkazish, uni xarid qilish bilan bog'liq risklarni maksimal darajada aniqlash.

3. Amalga oshiriladigan ishlar		
<p>- xaridorning korxonada faoliyatining amaldagi tartibini saqlab qolish yoki navbatdagi biznes birligi sifatida xolding tarkibiga qo'shib olish nuqtai nazaridan korxonaning bozor, investitsion va tugatish qiymatlari baholanadi;</p> <p>- moliyaviy analitiklar buyurtmachiga qimmatli qog'ozlarni sotib olish to'g'risida qaror qabul qilish uchun bir necha xil standartlar orqali aniqlanadigan narx diapazonini taklif qiladi.</p>	<p>- korxonada tushumlari va xarajatlari tarkibi tahlil qilinadi;</p> <p>- ichki nazorat tizimi baholanadi;</p> <p>- asosiy vositalar, moliyaviy qo'yilmalar, debitorlik va kreditorlik qarzlari, zaxiralar tahlil qilinadi;</p> <p>- kredit shartnomalari va majburiyatlar tahlili, shartli majburiyatlar tahlili amalga oshiriladi;</p> <p>- aktivlar va majburiyatlar hisobining to'liqligi va ishonchiligi tekshiriladi;</p> <p>- yuzaga kelishi mumkin bo'lgan soliq risklari va natijani (foydani) belgilash;</p> <p>- shuningdek yuzaga kelishi mumkin bo'lgan soliq majburiyatlari miqdorini va uning moliyaviy natijaga ta'siri aniqlanadi.</p>	<p>- ta'asis hujjatlari, yuridik status, korporativ boshqaruv to'g'risidagi hujjatlar, boshqaruv organlari hay'at qarorlari, asosiy ishonchnomalar bo'yicha sharh tayyorlanadi;</p> <p>- aksiyalar bo'yicha asosiy bitimlar, aksiyadorlar va ularning mulkiy va nomulkiy huquqlari haqida ma'lumotlar tahlil qilinadi;</p> <p>- korxonada faoliyatini davlat tomonidan tartibga solish, asosiy shartnomalar va korxonaning mulkiy huquqlari, mehnat munosabatlari va shikoyat-da'vo faoliyati o'rganiladi.</p>
4. Ish natijalari		
<p>Korxonada biznesini yoki aksiyalar paketini baholash to'g'risida hisobot.</p>	<p>Moliyaviy ekspertiza to'g'risida hisobot.</p>	<p>Kompaniya yuridik ekspertizasi to'g'risida hisobot.</p>

Shuningdek, qimmatli qog'ozlarni joylashtirish bo'yicha PR-agentlar, investorlar bilan ishlashga jiddiy yondashilib, potensial

investorlar oldiga borib taqdimotlar o'tkaziladi. Taqdimotlar o'tkazish uchun potensial investorlarni tanlashda investor faoliyati tashkil etilgan davlatda soliqqa tortish darajasini ham hisobga olish talab etiladi. Chunki dividendlarga nisbatan soliq yuki yuqori bo'lgan davlatlarda aksiyalar sotib olish orqali daromad ko'rishga intilish darajasi nihoyatda past bo'ladi.

Bundan tashqari mazkur bosqichda savdo maydonini tanlash, ya'ni qimmatli qog'ozlar bo'yicha oldi-sotdi bitimlari ro'yxatga olinadigan fond birjasi va ochiq bozorga chiqish vaqti aniqlab olinadi.

IPO o'tkazish bosqichlaridan eng asosiysi hisoblangan **uchinchi bosqichda** qimmatli qog'ozlarni davlat organlarida va birjada ro'yxatdan o'tkazish, joylashtirilishi kutilayotgan qimmatli qog'ozlar narx diapazonini belgilash, birlamchi emissiya prospektini chop etish amalga oshiriladi.

Yakuniy to'rtinchi bosqichda esa kompaniya aksiyalarining birjada muomalasi boshlanib, unda aksiyadorlar va menejerlardan tashqari anderrayterlar, moliyaviy, yuridik va soliq maslahatchilari, potensial investorlar va moliya bozorining boshqa ishtirokchilari qatnashadi. Shuningdek, strategik ahamiyatga ega kompaniyalar aksiyalarini joylashtirishda davlat organlari ham ishtirok etishi mumkin. Bunda anderrayterlar birlamchi bozorda aksiyalarni kafolatli joylashtirish bilan shug'ullansa, soliq maslahatchilari aksiyalarni joylashtirishda soliqqa oid masalalar yuzaga kelganda bevosita ishtirok etadi. Yuqorida ta'kidlab o'tganimizdek, IPO operatsiyalarini o'tkazish ma'lum darajada xarajatlarni talab qiladi. Bunda aksiyalarni joylashtirishga ketadigan xarajatlarni shartli ravishda boshlang'ich va asosiy xarajatlarga bo'lish mumkin. IPO o'tkazishning maqsadga muvofiqligini baholashga ketgan xarajatlar boshlang'ich xarajatlar sifatida baholanadi. Asosiy xarajatlar bevosita tayyorgarlikka ketgan xarajatlardir. Umumiy holda, IPO qiymati quyidagi xarajatlardan kelib chiqadi:

- yuridik due diligence;
- moliyaviy va soliqlar bo'yicha due diligence;
- auditorlik hisobotlarini tayyorlash;

- aktivlarni baholash;
- anderrayterlar bilan shartnomalar tuzish va anderrayter mukofoti;
- aksiyalar emissiyasi va ularni ro'yxatdan o'tkazish xarajatlari;
- soliqlar, bir martalik yig'imlar va boshqa xarajatlar.

Eng ko'p xarajat talab qiladigan jarayon bu kompaniya moliyaviy holatining ishonchligini tekshirish jarayonidir.

IPO o'tkazish bo'yicha asosiy xarajatlardan biri Xalqaro fond birjalariga listing uchun dastlabki to'lovlar va har yillik badallar hisoblanadi. Quyida xalqaro fond birjalarida amal qiluvchi listing uchun dastlabki va har yillik badallarni keltirib o'tamiz (11.2-jadval).

11.2-jadval

Xalqaro fond birjalarida listing uchun dastlabki va har yillik to'lovlar²⁵

№	Fond birjasi nomi	Listing uchun dastlabki to'lovlar	Har yillik badallar
1	NASDAQ Dubai	70000-250000 AQSH dollari	20000-50000 AQSH dollari
2	Gongkong fond birjasi	150000-650000 Gongkong dollari	145000-1188000 Gongkong dollari
3	London fond birjasi	6,4 mln funt sterlingdan 369,7 mln funt sterlinggacha	Bozor kapitalizatsiyasiga bog'liq ravishda 4200 funt sterlingdan 41400 funt sterlinggacha
4	Nyu York fond birjasi	<75 mln AQSH dollari bo'lsa 0.0048; 75-300 mln AQSH dollari bo'lsa 0.00375; >300 mln AQSH dollari bo'lsa 0.0019 koeffitsient	Bozor kapitalizatsiyasining 0.00093 koeffitsienti, minimum 38000 AQSH dollari
5	Moskva fond birjasi	105000 rubldan 265000 rublgacha	15000 rubl

²⁵ [http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Comparing-global-stock-exchanges-Eng/\\$FILE/Comparing-global-stock-exchanges-Eng.pdf](http://www.ey.com/Publication/vwLUAssets/Comparing-global-stock-exchanges-Eng/$FILE/Comparing-global-stock-exchanges-Eng.pdf)

Yuqoridagi jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, xalqaro fond birjalarida aksiyalarni joylashtirish bo'yicha xarajatlar nisbatan yuqori. Lekin shuni ham alohida ta'kidlashimiz lozimki, IPO ni tashkil etish va o'tkazish yuqori miqdordagi xarajatlarni talab qilsada, shunga mos ravishda yuqori miqdordagi kapitalni ham jalb qilish imkonini beradi. Buni fond bozori tarixidagi eng yuqori o'ntalikka kirgan aksiyalarni birlamchi ochiq joylashtirish operatsiyalari haqidagi quyidagi jadvaldan ham ko'rsak bo'ladi (11.3-jadval).

11.3-jadval

Fond bozori tarixidagi eng yuqori o'ntalikka kirgan aksiyalarni birlamchi ochiq joylashtirish operatsiyalari²⁶

№	Kompaniya nomi	Jalb qilingan kapital miqdori	Faoliyat sohasi
1	Alibaba (Xitoy)	25 mlrd AQSH dollari	Internet savdo
2	Visa (AQSH)	17,9 mlrd AQSH dollari	To'lov tizimi
3	Enel S.p.A (Italiya)	16,5 mlrd AQSH dollari	Elektroenergetika
4	Facebook (AQSH)	16 mlrd AQSH dollari	Axborot texnologiyalari
5	General motors (AQSH)	15,8 mlrd AQSH dollari	Avtosanoat
6	Deutsche Telekom (Germaniya)	13 mlrd AQSH dollari	Telekommunikatsiya
7	AT&T Wireless (AQSH)	10,6 mlrd AQSH dollari	Telekommunikatsiya
8	Kraft Foods (AQSH)	8,7 mlrd AQSH dollari	Oziq-ovqat sanoati
9	France Telecom (Fransiya)	7,3 mlrd AQSH dollari	Telekommunikatsiya
10	Telstra (Avstraliya)	5,6 mlrd AQSH dollari	Telekommunikatsiya

Yuqoridagi jadvalda keltirilgan IPO bo'yicha eng yuqori o'ntalik 2014 yildan buyon o'zgarmasdan kelmoqda. Ularning har biri bilan tanishib chiqamiz.

№10. Telstra – 5,6 milliard AQSH dollari

²⁶ https://inventure.com.ua/news/world/rejting_top_10_ipo_zh_vsyu_istoriyu сайти асосида тузилди.

Telstra kompaniyasi bir necha milliardlik yillik daromadi bilan Avstraliya telekompaniyalari o'rtasida ikkinchi o'rinni egallaydi. Bu kompaniya yuqori sur'atlarda rivojlanayotgan mamlakat telekommunikatsiya bozorining liderlaridan biri hisoblanadi. Shuning uchun ham investorlar bu kompaniya tomonidan tashkil etilgan IPOga jiddiy qiziqish bildirdilar. Ilgari Telstra kompaniyasining asosiy mulkdori Avstraliya hukumati edi va 1997-yildan boshlab kompaniyani xususiyashtirish boshlandi. Aynan 1997-yilda kompaniyaning 83 foiz aksiyasini ochiq bozorda joylashtirish natijasida 5,6 milliard AQSH dollari miqdorida mablag' jalb qilishga erishildi, qolgan 17 foiz aksiya esa mamlakat hukumati ixtiyorida qoldirildi. Keyinchalik 2011-yilda hukumat ixtiyorida qoldirilgan aksiyalar ham ochiq bozorda joylashtirildi hamda Telstra kompaniyasi to'laligicha xususiyashtirildi.

№9. France Telecom – 7,3 milliard AQSH dollari

Orange S.A. oldin Fransiya hukumati egaligidagi yirik telekompaniya hisoblangan France Telecom nomi bilan faoliyat ko'rsatgan. 1997-yilga kelib France Telecom IPO o'tkazishga qaror qiladi va 7,3 milliard AQSH dollari miqdoridagi mablag' jalb qilishga erishadi. Bu pullar Orange kompaniyasini sotib olish uchun ishlatilgan. Bu bitim France Telecom uchun muammo keltiradi, chunki birlashish jarayoni murakkab kechadi va kutilgan foydani keltirmaydi. 2004-yilda Fransiya hukumati kompaniyaning oxirgi aksiyalarini ham sotadi, 2013-yilda esa kompaniya nomi qayta nomlanib, shunchaki Orange deb yuritila boshlandi.

№8. Kraft Foods – 8,7 milliard AQSH dollari

2001-yildan mashhur sigaret ishlab chiqaruvchi Phillip Morris kompaniyasi Kraft va boshqa bir nechta boshqa brendlarga egalik qiladi. 27 foiz aksiyasini Phillip Morrisga sotgan Kraft oziq-ovqat kompaniyasi 2007-yilga kelib o'z nomini Altriaga o'zgartiradi. 2001-yilda Kraft oziq-ovqat kompaniyasi o'zining 81 foiz aksiyasini ochiq joylashtirishi 8,7 milliard AQSH dollari miqdorida mablag' jalb qilish imkonini beradi. Qayd etib o'tish kerakki, kompaniya pishloq o'rmini bosuvchi tovarlar ishlab chiqaruvchi sifatida o'z faoliyatini boshlagan.

№7. AT&T Wireless – 10,6 milliard AQSH dollari

2000-yilda AT&T telekompaniyasi o'z simsiz aloqaga ixtisoslashgan AT&T Wireless sho'ba korxonasini fond birjasida savdoga qo'yadi va natijada 10,6 milliard AQSH dollari miqdoridagi mablag' jalb qiladi. Bu kompaniya Amerika Qo'shma Shtatlaridagi ikkinchi yirik simsiz aloqa provayderi hisoblanadi. Kompaniya hozirgi kunda ham AT&T brendi ostida faoliyat ko'rsatmoqda.

№6. Deutsche Telekom – 13 milliard AQSH dollari

Deutsche Telekom 1996-yilda dunyodagi eng yirik uchinchi telekommunikatsiya operatori edi. Kompaniya o'sha yili aksiyalarni ochiq joylashtirish natijasida 13 milliard AQSH dollari miqdorida mablag' jalb qildi, lekin tezda kompaniya aksiyalari qiymati tushib ketdi. Bu holat investorlarni sarosimaga tushirgan bo'lsada, kompaniya o'z moliyaviy holatini qisqa vaqt ichida o'nglashga erishadi. Bugungi kunga kelib xususiy investorlar kompaniyaning 68 foiz, Germaniya hukumati esa 32 foiz aksiyasiga egalik qiladi.

№5. GM – 15,8 milliard AQSH dollari

Xalqaro miqyosda avtomobil ishlab chiqaruvchi General Motors kompaniyasi amerika mashinasozligining yuragi hisoblanadi. 2008-yilga kelib o'zining yuz yilligini nishonlash arafasida turgan kompaniya jahon moliyaviy inqirozidan jiddiy zarar ko'radi. Amerika qo'shma shtatlari hukumati kompaniyani qutqarib qolish maqsadida 50 milliard AQSH dollari miqdorida subsidiya ajratadi. Bir yarim yildan so'ng General Motors yana foyda ko'rib boshlaydi va IPO o'tkazish natijasida 15,8 milliard AQSH dollari miqdorida mablag' jalb qilishga erishadi.

№4. Facebook – 16 milliard AQSH dollari

Facebook aksiyalari atrofidagi shov-shuv IPO o'tkazgunga qadar bir necha oy davomida ko'plab investorlar diqqat-e'tiborida turadi. Shunday taassurot yuzaga keldiki, go'yoki dunyodagi har bir investor ijtimoiy tarmoqning bir qismiga egalik qilishni hohlardi. Bu jarayon 2012-yilda IPO o'tkazish belgilangan kunda texnik muammo yuzaga kelib savdolar yarim soatga kechikkanligi bilan ham tarixga kiradi. Operatsiya esa Facebook kompaniyasiga Oculus va WhatsApp kompaniyalarini o'ziga qo'shib olish uchun yo'naltirilgan 16 milliard AQSH dollarini jalb qilish imkonini berdi.

№3. Enel S.p.A – 16,5 milliard AQSH dollari

Enel italyan elektroenergetika kompaniyasi dunyodagi eng yirik energetika kompaniyalaridan biri sanaladi. O‘z qarzlaridan chiqish uchun kompaniya IPO o‘tkazishga qaror qiladi. Aksiyalar bahosining sezilarli o‘sishi yuz bermasada aksiyalarni ochiq joylashtirish kompaniyaga 16,5 milliard AQSH dollari keltiradi. Keyinchalik bu operatsiya investorlar uchun umidsizlikka sabab bo‘ladi va 2007-yilda kompaniya aksiyalari birjadan muomaladan chiqariladi.

№2. Visa – 17,9 milliard AQSH dollari

2008-yil kuz oylarida jahon moliyaviy inqirozi ayni avj olgan bir paytda Visa kompaniyasi IPO o‘tkazish bo‘yicha jiddiy tayyorgarlik ko‘rish bilan birga uni muvaffaqiyatli amalga oshiradi. Natijada 2008-yil oxirida kompaniya 17,9 milliard AQSH dollari miqdoridagi mablag‘ jalb qilishga erishadi. Barcha investorlar bu kompaniya butun dunyo bo‘yicha 1,5 milliarddan ortiq kredit kartalariga xizmat qilishini bilardi. Birinchi yilning o‘zidayoq birjadagi Visa aksiyalari bahosi 219 foizga o‘sishi kuzatiladi.

№1. Alibaba – 25 milliard AQSH dollari

IPO o‘tkazish va amalga oshirish bo‘yicha rekord elektron tijorat faoliyati bilan shug‘ullanuvchi xitoy gigant kompaniyasi Alibabaga tegishli. Kompaniya asoschisi Jek Ma Gonkong fond birjasi bilan o‘zaro kelisha olmadi va shuning uchun operatsiyani Nyu-Yorkka ko‘chiradi. Aksiyalarni ochiq joylashtirish 2014-yilning sentyabr oyida tashkil etilib, natijada Alibaba elektron tijorat kompaniyasi 25 milliard AQSH dollari miqdoridagi mablag‘ jalb qilishga erishdi. Investorlar kompaniyaning kelajagiga so‘zsiz ishonmoqda va sig‘imi bo‘yicha dunyodagi eng katta bozor sifatida baholamoqda. Mazkur operatsiya kompaniya asoschisi Jek Mani sayyoramizdagi eng boy odamga aylantirdi.

Kompaniyalarning aksiyalarini joylashtirish bo‘yicha listing uchun to‘lovlardan tashqari fond birjalari tomonidan belgilab qo‘yilgan alohida talablar ham mavjudligini qayd etib o‘tish lozim. Masalan, Nyu-York fond birjasida kompaniya aksiyalarini listingdan o‘tkazish uchun oxirgi moliya yili bo‘yicha soliqlar to‘lngunga qadar daromad

2,7 million AQSH dollaridan, oxirgi ikki yil davomidagi foyda 3 million AQSH dollaridan, moddiy aktivlarning sof qiymati 18,0 million AQSH dollaridan, aksiyalar kurs qiymati 19 million AQSH dollaridan, oxirgi olti oy davomida emitent aksiyalari savdolarining o'rtacha oylik hajmi 100 ming AQSH dollaridan kam bo'lmashligi, shuningdek 100 ta va undan ortiq aksiyalarga egalik qiluvchi aksiyadorlar soni kamida ikki mingtani tashkil etishi shart. London fond birjasi tomonidan esa kompaniyalar tijorat, moliyaviy va boshqaruvga oid axborotlarining ochiqligi bilan birga bozor kapitalizatsiyasi 700 ming funt sterlingdan kam bo'lmashligi, muomalaga chiqarilgan aksiyalar erkin muomalada bo'lishi, kamida 25 foiz aksiyalar kompaniya direktorlari hisoblanmagan aksiyadorlarga tegishli bo'lishi, birorta ham aksiyador 30 foizdan ortiq ovozga ega bo'lmashligi talab etiladi.

11.3. Mamlakatimizda aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyoti

O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2017 yil 10 maydagi "Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklifini o'tkazishni tashkil etish to'g'risida"gi 268-sonli qarori bilan mamlakatimizda ham aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan aksiyalarni birlamchi ochiq joylashtirish (IPO) va aksiyalarni ikkilamchi ochiq joylashtirish (SPO) operatsiyalarni o'tkazish tartibi belgilandi. Shuningdek bunday amaliyotlardan davlat mulkini xususiylashtirishda keng foydalanish masalasi qo'yildi. Respublikamizda birinchi marta quyidagi aksiyadorlik jamiyatlari bo'yicha IPO va SPO o'tkazilishi belgilandi (11.4-jadval).

11.4-jadval jadvalda keltirilgan IPO va SPO o'tkazishi belgilangan aksiyadorlik jamiyatlari ustav kapitalining 10 foizi ommaviy joylashtirilishi belgilangan. Bunda har investor aksiyalarni sotib olishi mumkin bo'lgan maksimal chegara belgilab qo'yilgan bo'lib, bu ko'rsatkich ommaviy taklif qilinayotgan aksiyalarning 0,05 foizidan yuqori bo'lishi mumkin emas.

"Kvars" AJ tomonidan o'tkazilayotgan aksiyalarni ommaviy joylashtirish (IPO) amaliyotida obuna kampaniyasi 2017 yil 5 dekabrda

boshlanib 2018 yil 3 aprelga qadar davom etishi belgilangan. Bunda aksiya bahosi diapazoni 3000 so‘mdan 9100 so‘mgacha belgilangan. Listingga kirish sanasi esa 2018 yil 9 aprel belgilangan.

11.4-jadval

Aksiyalarni birlamchi (IPO) va ikkilamchi (SPO) ommaviy taklif qilish yo‘li bilan aksiyalari sotiladigan aksiyadorlik jamiyatlari ro‘yxati

№	Aksiyadorlik jamiyati nomi	Aksiyalarni ommaviy taklif qilish tashabbuskori	Aksiyalarni ommaviy taklif qilish tashkilotchisi	Amalga oshirish shakli
1	“Kvars”AJ	“Kvars”AJ	TIF Milliy banki	IPO
2	“Shahrisabz vino-aroq” AJ	Davlat raqobat qo‘mitasi	“Asaka” ATB	SPO
3	“Qo‘qon mexanika zavodi” AJ	“O‘zneftgazmash” AK	TIF Milliy banki	SPO

Shuningdek, O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2017 yil 10 maydagi “Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklifini o‘tkazishni tashkil etish to‘g‘risida”gi 268-sonli Qarori bilan IPO o‘tkazishning tavsiyaviy bosqichlari ham belgilangan bo‘lib, ular ketma-ketligi quyidagi jadvalda keltirilgan (11.5-jadval).

11.5-jadval

Aksiyalarni birlamchi ommaviy taklifi (IPO)ni o‘tkazish bosqichlari²⁷

Bosqichlar	Subyektlar	Amalga oshiriladigan chora-tadbirlar	Amalga oshirish muddati
1-bosqich	IPO tashabbuskori boshqaruv organlari	Qo‘shimcha aksiyalar chiqarish va IPO o‘tkazish to‘g‘risida qaror qabul qilish	IPO tashabbusi tartibida amalga oshiriladi
	IPO tashabbuskori	IPO tashkilotchisini aniqlash uchun tanlov e‘lon qilish	IPO tashabbuskori boshqaruv organi qarori bilan belgilangan muddatda
		Tashkilotchi bilan shartnoma tuzish	

²⁷ Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги “Фонд биржасида акцияларни оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида”ги 268-сонли Қарори асосида тайёрланди.

Bosqichlar	Subyektlar	Amalga oshiriladigan chora-tadbirlar	Amalga oshirish muddati
2-bosqich	Tashkilotchi IPO tashabbuskori bilan hamkorlikda	Dastlabki o'rganishni o'tkazish	Tashkilotchi bilan shartnoma tuzilgach, 60 kun davomida
	Aksiyadorlik jamiyati	AJ barcha zaruriy axborotlari va hujjatlarini taqdim etish	
	Tashkilotchi IPO tashabbuskori bilan hamkorlikda	Moliyaviy, yuridik, marketing, maslahat xizmatlari ko'rsatuvchi auditorlik, baholash va boshqa tashkilotlar tomonidan ekspert muhokamasi o'tkazish	
	Tashkilotchi	Baho diapazonini belgilash	
3-bochqich	IPO tashabbuskori	QQBni tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organiga barcha hujjatlarni taqdim etish	Baho diapazoni belgilangach, 5 kun ichida
	QQBni tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi	Aksiyalar chiqarilishini davlat ro'yxatidan o'tkazish	Davlat ro'yxatidan o'tkazish uchun hujjatlar qabul qilingach, 10 kun ichida
4-bosqich	IPO tashabbuskori bilan hamkorlikda tashkilotchi	Axborot hujjatlarini tayyorlash (flaerlar, bukletlar, bannerlar, memorandumlar, audio-videoroliklar va boshqalar)	Tashkilotchi bilan shartnoma tuzilgach, 60 kun davomida
	Tashkilotchi, IPO tashabbuskori bilan hamkorlikda boshqa manfaatdor shaxslar	Obuna kampaniyasini o'tkazish grafigini ishlab chiqish va tasdiqlash Investorlar o'rtasida axborot hujjatlarini tarqatish, shuningdek joylarda arizalar va to'lovlar qabul qilishni nazarda tutuvchi obuna kampaniyasini respublika hududlari bo'ylab o'tkazish	
5-bosqich	Tashkilotchi IPO tashabbuskori bilan hamkorlikda, "Toshkent" RFB, boshqa manfaatdor shaxslar	IPOni yakuniga yetkazish bo'yicha chora-tadbirlarni amalga oshirish	IPO tashabbuskori boshqaruv organi tomonidan belgilangan kunda
	Tashkilotchi "Toshkent" RFB bilan hamkorlikda	Kotirovkalanadigan joylashtirish bahosini e'lon qilish orqali bitimlarni ro'yxatga olish	IPO tashabbuskori boshqaruv organi tomonidan belgilangan kunda
	Tashkilotchi	Fond birjasida belgilangan kotirovka bahosi bo'yicha aksiyalar chiqarilishining joylashtirilmagan qismini tashkilotchidan sotib olish (joylashtirilmagan holatda)	Bitim ro'yxatga olingandan keyin, 10 kun davomida
	Tashkilotchi IPO tashabbuskori bilan hamkorlikda	Axborotlarni oshkor qilish	Bitim ro'yxatga olingandan keyin 5 kun davomida
	Tashkilotchi, investitsion vositachilar	Zayavkalar qanoatlantirilmaganda pul mablag'larini qaytarish	Bitim ro'yxatga olingan kundan boshlab 15 kun davomida

Bosqichlar	Subyektlar	Amalga oshiriladigan chora-tadbirlar	Amalga oshirish muddati
6-bosqich	Aksiyadorlik jamiyati, tashkilotchi, boshqa manfaatdor shaxslar	Mos bitim mavjud holatda	Bitim ro'yxatga olingandan keyin 30 kun davomida
	Tashkilotchi, Toshkent RFB, boshqa manfaatdor shaxslar	Aksiyadorlik jamiyati aksiyalari bahosi, ularga talab va taklifni saqlab turish	Bitimda belgilangan muddatlarda

“Kvars” AJ tomonidan o'tkazilgan aksiyalarni ommaviy joylashtirish (IPO) amaliyotida obuna kompaniyasi 2017 yil 5 dekabrda boshlanib 2018 yil 3 aprelga qadar davom etdi. Bunda aksiya bahosi diapazoni 3000 so‘mdan 9100 so‘mgacha belgilangan holda 4 574 934 dona aksiya savdoga qo‘yilgan edi. Listingga kirish sanasi 2018 yil 9 aprel kuni kelib tushgan arizalar to‘liq qanoatlantirilgan holda IPO natijalari quyidagicha bo‘ldi (11.6-jadval).

11.6-jadval

Haqiqatda taklif qilingan baho va bitim summasi bo‘yicha o‘tkazilgan auksion natijalari²⁸

№	Ariza berish bahosi (so‘mda)	Qimmatli qog‘ozlar soni (dona)	Arizalar soni	Aksiyalar taqsimlanishi soni (dona)	Aksiya uchun to‘langan summa (so‘mda)
1.	9 100,00	20	1	20	182 000
2.	8 300,00	50	1	50	415 000
3.	7 000,00	200	1	200	1 400 000
4.	6 000,00	450	2	450	2 700 000
5.	5 000,00	11 961	16	11 961,00	59 805 000
6.	4 800,00	200	1	200	960 000
7.	4 700,00	4 574	2	4 574,00	21 497 800
8.	4 550,00	2 000	1	2 000,00	9 100 000
9.	4 500,00	2 212	3	2 212,00	9 954 000
10.	4 100,00	955	1	955	3 915 500
11.	4 000,00	19 830	16	19 830,00	79 320 000
12.	3 827,00	2 287	1	2 287,00	8 752 349
13.	3 700,00	4 574	2	4 574,00	16 923 800
14.	3 640,00	2 425	9	2 425,00	8 827 000
15.	3 634,18	100	1	100	363 418

²⁸ www.dalal.uz – “DALAL STANDARD” MЧЖ вебсайтидан олинди.

№	Ariza berish bahosi (so'mda)	Qimmatli qog'ozlar soni (dona)	Arizalar soni	Aksiyalar taqsimlanishi soni (dona)	Aksiya uchun to'langan summa (so'mda)
16.	3 500,00	18 650	65	18 650,00	65 275 000
17.	3 400,00	4 927	3	4 927,00	16 751 800
18.	3 300,00	5 012	6	5 012,00	16 539 600
19.	3 200,00	15 356	23	15 356,00	49 139 200
20.	3 160,00	7 074	4	7 074,00	22 353 840
21.	3 155,00	1 400	1	1 400,00	4 417 000
22.	3 150,00	2 015	3	2 015,00	6 347 250
23.	3 111,00	13 722	6	13 722,00	42 689 142
24.	3 106,00	1 000	1	1 000,00	3 106 000
25.	3 101,00	1 000	1	1 000,00	3 101 000
26.	3 100,00	48 293	63	48 293,00	149 708 300
27.	3 086,00	385	1	385	1 188 110
28.	3 080,00	535	1	535	1 647 800
29.	3 055,00	1 400	1	1 400,00	4 277 000
30.	3 051,00	900	2	900	2 745 900
31.	3 050,00	23 545	21	23 545,00	71 812 250
32.	3 040,00	897	3	897	2 726 880
33.	3 033,30	1 600	2	1 600,00	4 853 280
34.	3 033,00	635	5	635	1 925 955
35.	3 031,00	81	1	81	245 511
36.	3 030,00	18 535	28	18 535,00	56 161 050
37.	3 025,00	8 647	5	8 647,00	26 157 175
38.	3 021,00	2 412	3	2 412,00	7 286 652
39.	3 020,00	75 418	50	75 418,00	227 762 360
40.	3 018,00	580	1	580	1 750 440
41.	3 017,00	3 577	2	3 577,00	10 791 809
42.	3 015,00	27 128	24	27 128,00	81 790 920
43.	3 013,00	1 400	1	1 400,00	4 218 200
44.	3 011,00	600	1	600	1 806 600
45.	3 010,00	56 982	48	56 982,00	171 515 820
46.	3 007,00	2 287	1	2 287,00	6 877 009
47.	3 006,00	9 148	4	9 148,00	27 498 888
48.	3 005,00	49 786	26	49 786,00	149 606 930
49.	3 004,00	64	1	64	192 256
50.	3 003,00	5 334	4	5 334,00	16 018 002
51.	3 002,00	5 000	3	5 000,00	15 010 000
52.	3 001,00	87 853	47	87 853,00	263 646 853

№	Ariza berish bahosi (so'mda)	Qimmatli qog'ozlar soni (dona)	Arizalar soni	Aksiyalar taqsimlanishi soni (dona)	Aksiya uchun to'langan summa (so'mda)
53.	3 000,50	1 000	1	1 000,00	3 000 500
54.	3 000,00	1 919 253	2784	1 919 253,00	5 757 759 000
JAMI		2 475 269	3 305	2 475 269	7 523 817 149
Cavdoga qo'yilgan aksiyalar soni		4574934	Savdodagi jami aksiyalarga nisbatan	54,11%	

Yuqoridagi jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, savdoga qo'yilgan 4574934 dona aksiyaning 54,11 foizi joylashtirilgan. Bunda tushgan barcha aksiyalar bo'yicha arizalar to'liq qanoatlantirilgan.

Rasmiy broker hisoblangan "DALAL STANDARD" MCHJ hamda Tashqi iqtisodiy faoliyat Milliy banki bo'limlari tomonidan qabul qilingan arizalar haqida ma'lumot quyidagi jadvalda berilgan (11.7-jadval):

11.7-jadval

"DALAL STANDARD" MCHJ bo'yicha bajarilgan arizalarning hududlar bo'yicha taqsimlanishi²⁹

№	Filial nomi	Qimmatli qog'ozlar soni	Summa (ming so'mda)	Arizalar soni donada
1	"DALAL STANDARD" MCHJ	147 887	449 984	129
2	Milliy bank Toshkent shahar bo'limi	39 677	120 278	40
3	Milliy bank Guliston bo'limi	18 645	56 169	20
4	Milliy bank Qashqadaryo bo'limi	4 561	19 268	12
5	Milliy bank Buxoro bo'limi	9 821	29 692	11

²⁹ www.dalal.uz – "DALAL STANDARD" МЧЖ вебсайтидан олинди.

6	Milliy bank Toshkent viloyat bo'limi	12 388	38 417	90
7	Milliy bank Farg'ona bo'limi	76 360	237 226	232
8	Milliy bank Andijon bo'limi	9 618	28 854	9
9	Milliy bank Samarqand bo'limi	2 827	8 496	4
10	Milliy bank Navoiy bo'limi	5 299	16 029	95
11	Milliy bank Jizzax bo'limi	6 063	18 195	12
12	Milliy bank Namangan bo'limi	1 405	4 583	10
13	Milliy bank Nukus bo'limi	2 506	7 518	7
14	Milliy bank Xorazm bo'limi	14 944	44 874	10
Jami		352 001	1 079 582	681

Yuqoridagi jadval ma'lumotlaridan ko'rinib turibdiki, "DALAL STANDARD" MCHJ va Milliy bank Farg'ona bo'limi eng ko'p ariza qabul qilgan hamda mos ravishda eng yuqori savdo ham ikkala tashkilotga to'g'ri keladi.

"Kvars" AJ aksiyalarini ommaviy joylashtirish bo'yicha o'tkazilgan savdolar yakunlarining hududlar kesimidagi tahili quyidagi jadvalda keltirilgan (11.8-jadval).

11.8-jadval

"Kvars" AJ aksiyalari xaridi uchun amalga oshirilgan buyurtmalar va ular ijrosining hududlar o'rtasida taqsimlanishi³⁰

№	Hudud	Aksiya soni (dona)	Miqdori (mln so'm)
1.	Toshkent sh.	655715	1 975,9
2.	Farg'ona	1641787	5 006,3
3.	Sirdaryo	18645	56,2
4.	Qashqadaryo	10250	36,3
5.	Buxoro	9821	29,7
6.	Toshkent vil.	12388	38,4
7.	Andijon	47650	143,5
8.	Surxondaryo	41275	123,8

³⁰ www.dalal.uz – "DALAL STANDARD" МЧЖ вебсайти маълумотлари асосида тайёрланди.

9.	Samarqand	2947	8,9
10.	Navoiy	5299	16,0
11.	Jizzax	6063	18,2
12.	Namangan	1405	4,6
13.	Qoraqalpog'iston Resp.	7080	21,2
14.	Xorazm	14944	44,9
	Jami	2475269	7 523,8

Yuqoridagi jadval ma'lumotlari ko'rinib turibdiki, eng ko'p arizalar va xarid qilingan aksiyalar Farg'ona viloyati va Toshkent shahri hissasiga to'g'ri keladi. Buni "Kvars" AJning Farg'ona viloyatida joylashganligi va talabgorlarning emitent faoliyati bilan yaqindan tanishligi bilan izohlash mumkin.

Umuman yuqoridagilardan kelib chiqqan holda aksiyalarni ochiq obuna tarzida xalqaro fond birjalarida joylashtirish, ya'ni IPO operatsiyalarining tashkiliy xususiyatlariga doir quyidagi xulosalarni alohida keltirib o'tish mumkin:

Birinchidan, aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish nisbatan yuqori miqdordagi xarajatlarni, ko'p vaqtni talab qilsada katta miqdordagi kapitalni ham jalb qilish imkonini beradi. Bu o'z navbatida yangidan-yangi istiqbolli loyihalarni amalga oshirish imkonini beradi.

Ikkinchidan, rivojlanayotgan davlatlardagi strategik ahamiyatga ega korporativ tuzilmalar tomonidan IPO operatsiyalarini tashkil etish va o'tkazish jarayonida mazkur amaliyotning kamchiliklarini e'tibordan chetda qoldirmaslik zarur. Chunki dushmanlik kayfiyatidagi investorlarning korporativ tuzilmalar faoliyatiga kirib kelishi kompaniya moliyaviy xavfsizligiga putur yetkazishi bilan bir vaqtda mamlakat iqtisodiyotiga ham jiddiy salbiy ta'sir ko'rsatishi mumkin.

Uchinchidan, potensial investorlarni jalb qilish maqsadida taqdimotlar o'tkazish jarayonida investor faoliyati tashkil etilgan davlatda soliqqa tortish darajasini ham hisobga olish lozim. Chunki dividendlarga nisbatan soliq yuki yuqori bo'lgan davlatlarda aksiyalar sotib olish orqali daromad ko'rishga intilish darajasi nihoyatda past bo'ladi.

To'rtinchidan, mamlakatimizda faoliyat ko'rsatayotgan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarini xalqaro fond birjalariga ochiq joylashtirish amaliyotini tashkil etishda listing talablaridan biri hisoblangan dastlabki to'lovlar va har yillik to'lovlar darajasini hisobga olish lozim. Chunki bunday to'lovlarning amalga oshirilishi aksiyadorlik jamiyatlari moliyaviy holatiga jiddiy ta'sir ko'rsatmasligi talab etiladi.

Beshinchidan, xalqaro yetakchi fond birjalarining IPO bo'yicha talablariga mamlakatimizda faoliyat ko'rsatayotgan barcha aksiyadorlik kompaniyalarining ham javob bera olmasligidan kelib chiqqan holda mintaqaviy fond birjalarini rivojlantirish yoki talablari nisbatan qulayroq bo'lgan fond birjalariga aksiyalarni joylashtirish bo'yicha strategik moliyaviy rejalar mamlakat miqyosida qabul qilinishi va amalga oshirilishi maqsadga muvofiq, deb o'ylaymiz.

Nazorat savollari

1. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalarining mazmun-mohiyati va o'ziga xos xususiyatlari.
2. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalarini tashkil etish bosqichlari.
3. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalarini o'tkazish.
4. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalarining afzalliklari.
5. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalarining kamchiliklari.
6. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalari bo'yicha xalqaro fond birjalari talablari.
7. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalarini tashkil etishda kompaniya moliyaviy holatining ishonchliligini tekshirish.

8. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalarini o'tkazishda potensial investorlar oldida taqdimotlar o'tkazish.

9. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalarini tashkil etishda soliq maslahatchilari faoliyati.

10. Dunyo bo'yicha eng muvaffaqiyatli aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalari.

Testlar

1. IPO qisqartma so'zining ma'nosi nima?

- a) birlamchi ommaviy joylashtirish;
- b) ikkilamchi qimmatli qog'ozlar bozori;
- d) birlamchi qimmatli qog'ozlar bozori;
- e) birlamchi yopiq obuna.

2. Aksiyadorlik jamiyatlari tomonidan aksiyalarni joylashtirish usullari qaysi javobda to'g'ri berilgan?

- a) ochiq va yopiq obuna;
- b) ommaviy va ochiq obuna;
- d) yopiq va tor doiradagi obuna;
- e) ikkilamchi va birlamchi obuna.

3. Aksiyalarni ommaviy ochiq joylashtirishning afzalliklari keltirilgan javobni belgilang.

a) kompaniya nufuzining oshishi, bozorda tanilishi va investitsion jozibadorlikning ta'minlanishi, aksiyalarning muddatsiz joylashtirishi;

b) dividendlarning muntazam oshib borishi, banklar ishonchli hamkorga aylanishi, mahsulot raqobatbardosh bo'lishi;

d) mahsulotga talabning ortishi, bozorda yuqoriga ulushga ega bo'lish, foydaning muntazam ortib borishi;

e) soliqlarni minimallashtirish imkoniyatlari oshishi, aksiya kursining muntazam ortib borishi; xarajatlarning kamaytirish.

4. Aksiyalarni ommaviy ochiq joylashtirishning kamchiliklari keltirilgan javobni belgilang.

a) g'arazli qo'shib olishlar riski oshishi, qo'shimcha aksiyalar emissiyasi bozorda salbiy signal sifatida qabul qilinishi va bu qisqa muddat ichida aksiyalar kursining pasayishiga olib kelishi;

b) foydani taqsimlashga davlat aralashuvi yuzaga kelishi, moliyaviy hisobotlar muntazam e'lon qilinishi axborotlar ochiqligiga olib kelishi;

d) dividendlar kamayib borishi va korporativ nizolarga sabab bo'lishi;

e) davlat moliyaviy nazorati o'rnatilishi, xorijiy investitsiyalar kirib kelishining ortishi;

5. Aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotida e'tibor qaratish lozim bo'lgan jihatlarni belgilang.

a) ko'p xarajat talab qilishi, iqtisodiyotning joriy holati bilan bog'liq holda amalga oshirish lozimligi;

b) iqtisodiy inqiroz sharoitida o'tkazish lozimligi, aksiya kursi pasayishi mumkinligi hisobga olinishi;

d) brokerlar asosiy maydonga chiqishi va ular tomonidan yuqori haq talab qilinishi;

e) qisqa muddat talab qilinishi va rivojlangan davlatlar investorlari qatnashishi shartligi.

6. IPO o'tkazishda kompaniya moliyaviy holatining ishonchligini tekshirish jarayonlari kimlar tomonidan amalga oshiriladi?

a) moliyaviy analitiklar, korxonalar biznesini baholash bo'yicha ekspertlar, yuqori malakali auditorlar, ixtisoslashgan yuristlar;

b) brokerlar, investitsiya vositachilar, reklama agentliklari, fond birjalari vakillari;

d) soliq maslahatchilari, investitsiya fondlari, sug'urta kompaniyalari, fond birjalari;

e) professional buxgalterlar, hakamlar sudlari, kredit institutlari, soliq organlari.

7. IPO o'tkazishda "road show" amaliyotlari nimani nazarda tutadi?

- a) potensial investorlar oldida taqdimotlar o'tkazishni;
- b) aksiyalar joylashtiriladigan davlatlardagi soliq yukini baholashni;
- d) aksiyalarga bo'lgan real talabni o'rganishni;
- e) aksiyalar bo'yicha narx diapazonini belgilashni.

8. IPO operatsiyalarini o'tkazish uchun talab qilinadigan xarajatlar turlari qaysi javobda berilgan?

- a) moliyaviy holatni baholash xarajatlari, anderrayter mukofoti, aksiyalarni ro'yxatdan o'tkazish xarajatlari, listing to'lovlari;
- b) aksiyalarni sotib olish xarajatlari, broker mukofoti, solikli xarajatlar;
- d) aksiyalarni qayta joylashtirish xarajatlari, dilerlik xarajatlari;
- e) buxgalteriya xarajatlari, soliq to'lovlari, komission xarajatlar.

9. Muvaffaqiyatli o'tkazilgan IPO amaliyotlarida eng yuqori ko'rsatkich qaysi kompaniyaga tegishli va qancha mablag' jalb qilingan?

- a) Alibaba (Xitoy), 25 milliard AQSH dollari;
- b) Facebook (AQSH), 16 milliard AQSH dollari;
- d) Kvars (O'zbekiston), 42 milliard so'm;
- e) General motors (AQSH), 15,8 milliard AQSH dollari.

10. O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2017 yil 10 maydagi "Fond birjasida aksiyalarni ommaviy taklifini o'tkazishni tashkil etish to'g'risida"gi 268-sonli Qarori qabul qilinishidan maqsad nima?

- a) milliy aksiyadorlik jamiyatlarida IPO va SPO o'tkazishni tartibga solish;
- b) milliy aksiyadorlik jamiyatlarida xususiy aksiyalar qayta sotib olinishini tartibga solish;
- d) davlat ishtirokidagi aksiyadorlik jamiyatlarini xususiylashtirish;

e) fond birjasining aksiyalarni joylashtirish bo'yicha listing talablarini tartibga solish.

11. "Kvars" AJ tomonidan o'tkazilayotgan aksiyalarni ommaviy joylashtirish (IPO) amaliyotida aksiyalar narx diapazoni to'g'ri berilgan javobni belgilang?

- a) 3000 – 9100 so'm;
- b) 5 – 7 AQSH dollari;
- d) 3100 – 9000 so'm;
- e) 3 – 5 AQSH dollari.

12. IPO o'tkazishda qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi ishtiroki nima bilan belgilanadi?

- a) aksiyalarni davlat ro'yxatidan o'tkazish;
- b) aksiyalar muomalasini vaqtinchalik to'xtatish;
- d) andarrayterlar bilan shartnoma tuzishda vositachilik qilish;
- e) IPO natijalari bo'yicha hisobot berish.

Qo'shimcha topshiriqlar

1. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalari afzalliklari va kamchiliklari bo'yicha jadvalni to'ldiring.

Afzalliklari	Kamchiliklari
1	1
2	2
...	...

2. Aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish operatsiyalarini tashkil etishda kompaniya moliyaviy holatining ishonchligini tekshirish jarayonlari bo'yicha bajariladigan ishlar yuzasidan jadvalni to'ldiring.

Moliyaviy tahlil va baholash	Audit va moliyaviy tekshiruv	Huquqiy hamkorlik va hamrohlik
1. Amalga oshiradigan mutaxassislar		
.....
2. Jamoaning ish maqsadi		
.....
3. Amalga oshiriladigan ishlar		
.....
4. Ish natijalari		
.....

3. Yetakchi xalqaro fond birjalarining listing talablarini o‘rganing (obyektlar darsdan bir hafta oldin talabalarga beriladi).

XII BOB. KAPITAL TARKIBI VA BAHOSI

12.1. Kapital tarkibi va bahosi tushunchasi

Bozor iqtisodiyoti sharoitida resurslarning asosiy turlari hisoblangan moddiy, mehnat va moliyaviy resurslarsiz tadbirkorlik faoliyatini yuritish mumkin emas. Bu resurslar, o'z navbatida, tekin emas. Ularni qidirib topish, jalb qilish, boshqarish va boshqa jihatlar ma'lum bir xarajatlarni talab qiladi. O'xshash xarajatlarni ratsional va samarali boshqarish ko'p jihatdan korxonada moliyaviy faoliyati yakuniy natijalarini oldindan belgilab beradi. Foydalanilgan resurslarning qiymatini oshirish orqali loyihalarni amalga oshirish natijasida daromad olingan holatlarda korxonada qo'shimcha qiymat yaratiladi va samarali ishlayotgan hisoblanadi.

Moliyaviy resurslar ham bundan mustasno emas. Bozor iqtisodiyoti sharoitida korporativ moliyada turli xil moliyalashtirish manbalaridan keng doirada foydalanish imkoniyati mavjud. Bunda korporativ moliyaviy boshqaruvning asosiy vazifasi korxonada bozor qiymatini maksimallashtirish va mulkdorlar moliyaviy barqarorligi yanada o'sishini ta'minlovchi faoliyatni moliyalashtirish manbalarining optimal variantini topish hisoblanadi. Shuning uchun korxonada moliyaviy-xo'jalik faoliyati uchun zarur moliyaviy resurslarni jalb qilish, ularning optimal tarkibini belgilash, foydalanish uchun to'lovlar borasida qaror qabul qilish masalalari bugungi kun korporativ moliya nazariyasi va amaliyotining keng qamrovli masalalaridan biri sanaladi.

Qayd etib o'tish kerakki, korporativ tuzilmalarning moliyaviy strukturasi shakllantirishga doir turli xil nazariyalar, konsepsiya va yondashuvlar amal qilsada, bu borada yagona xulosaga hali-hamon kelinmagan. Lekin boshqa tomondan, kapital tarkibi nazariyasining asosiy qoidalarini bilish biznesni moliyalashtirish va qo'shimcha qiymat yaratish tamoyillarini chuqur anglash kapital tarkibini

optimallashtirish bo'yicha samarali boshqaruv qarorlarini qabul qilish imkonini beradi.

Korxonada o'z faoliyati uchun turli manbalardan zaruriy kapitalni oladi. Bu jarayonda foydalaniladigan kapital manbalari jalb qilish shakli va bahosi bo'yicha o'zaro farqlanadi. Shunga qaramasdan o'xshash jihatlarga ko'ra kapital manbalari umumiy holatda xususiy va qarz kapitaliga bo'linadi. Bunday bog'liqlikdan kapital tarkibi tushunchasi korxonani moliyalashtirishda xususiy kapital va qarz kapitali o'rtasidagi o'zaro nisbatni anglatadi.

Kapitalni jalb qilish uchun to'lov keng qamrovga ega hisoblanadi. Biror bir korxonaga mablag' qo'yishda mulkdorlar belgilangan daromadlarni dividend ko'rinishida olish yoki kapital o'sib borishini hisob-kitob qiladilar. O'z navbatida, kreditorlar olinadigan foizli daromadlarni hisob-kitob qiladilar. Hattoki, mavjud mablag'lardan foydalanish rad etilganda ham korxonada tomonidan mablag'larni qayta joylashtirish qo'shimcha xarajatlarning yuzaga kelishiga sabab bo'ladi. Shunday qilib, bozor iqtisodiyoti sharoitida tekin kapital manbalari bo'lmaydi.

Ma'lum bir kapital manbasidan foydalanish hisobiga to'lanishi lozim bo'lgan umumiy summa va kapital hajmi o'rtasidagi nisbatning foizlarda aks ettiriladigan miqdori kapital bahosi (Cost of Capital – CC) deb ataladi.

$$\text{Kapital bahosi} = \frac{\text{Kapital egasiga to'lovlar}}{\text{Jalb qilingan kapital}} \times 100\%.$$

Mos ravishda korxonada kapitalining umumlashgan bahosi uning alohida komponentlari bahosi qo'shilgan holda aniqlanadi.

Korporativ moliyani boshqarishda kapital bahosi asosiy ko'rsatkichlardan biri hisoblanadi va quyidagilarni hal qilishda keng foydalaniladi:

- investorlar tomonidan qo'yilgan mablag' bo'yicha talab qilinadigan qaytimni o'zida aks ettiradi;

- investitsiyalarning bir necha xil variantlaridan birini to'g'ri tanlash imkonini beradi;

- moliyalashtirish manbalari tarkibini boshqarishning asosi hisoblanadi;

- korxonada faoliyatining va mulkdorlar uchun qo'shimcha qiymat yaratishning samaradorligini oshirish richaglaridan biri sifatida yuzaga chiqadi va boshqalar.

Amaliyotda asosiy murakkablik mos manbalardan olinadigan kapitalning alohida komponentlari bahosini aniqlashda kuzatiladi. Ba'zi manbalar uchun kapital bahosini aniqlash birmuncha oson. Masalan kreditlar bo'yicha kredit shartnomasida keltirilgan foiz to'lovlari, yoki obligatsiyalar bo'yicha emissiya prospektida qat'iy belgilangan foiz stavkasi kapital bahosini o'zida ifodalaydi. Boshqa aksariyat manbalar bo'yicha esa kapital bahosini aniqlash birmuncha murakkab hisoblanadi va aniq hisoblash imkoniyati mavjud emas. Lekin taqdim etilgan kapitaldan foydalanish hisobiga kapital egasi tomonidan talab qilinadigan to'lovlar, jalb qilish bilan bog'liq xarajatlar (emissiya xarajatlari, kredit shartnomasini rasmiylashtirish, sug'urtalash, garov, maslahatchilar jalb qilish va boshqa xarajatlar) korxonada tomonidan aniqlanishi mumkin. Kapital bahosi mablag'larni jalb qilish uchun sarflanadigan vaqt va risk omillari ta'sirini baholashni ham taqozo etadi.

Lekin, e'tibor qaratish talab etiladigan darajada murakkabliklar, aniqlik darajasini pasaytiruvchi obyektiv va subyektiv omillar mavjudligiga qaramasdan kapital yoki uning alohida komponentlari bahosini aniqlash, hech bo'lmaganda taxminiy bahosini belgilash masalasiga korporativ moliyani boshqarish amaliyotida moliyaviy boshqaruv oldidagi o'tkir zarurat sifatida qaralishi lozim. Bu jihatni moliyaviy boshqaruvchilar tomonidan korxonada va uning bo'linmalari faoliyat samaradorligini baholash investitsion samaradorlikni baholash kabi muhimligi bilan izohlash mumkin.

Korporativ moliya amaliyotida keng tarqalgan kapital manbalari bahosini aniqlashning konseptual yondashuvlarini quyida ko'rib

chiqamiz. Shuningdek, bu jarayonda foydalaniladigan metodlar va modellarga alohida to'xtalib o'tamiz.

12.2. Moliyalashtirishning qarz manbalari bahosini aniqlash

Korxonada kapitalni shakllantirishning uzoq muddatli qarz manbalari an'anaviy turlari sifatida bank kreditlari, obligatsiyalar, lizing va boshqalarni keltirish mumkin.

Aksariyat qarz manbalarining manbasi haqiqatda jalb qilingan summa va uning qoplanishi bo'yicha to'lovlar oqimi asosida aniqlanishi haqida yuqorida ham ta'kidlandi. Buning uchun bizga ma'lum bo'lgan pul oqimlari bo'yicha daromadlilikning ichki me'yori (*IRR*)ni hisoblash formulasidan foydalanamiz.

$$\sum_{t=1}^N \frac{CF_t}{(1+R)^t} - (D_0 - TC) = 0, \quad 8.1$$

bu yerda, CF_t – pul oqimi (qoidaga ko'ra annuitet);

R – qarz mablag'ining to'liq qiymati (mazkur to'lovlar oqimlari bo'yicha daromadlilikning ichki me'yori, *IRR*);

N – to'lovlar umumiy soni;

$D_0 - t = 0$ davrda jalb qilingan qarz mablag'i miqdori;

TC – qarz mablag'ini olish bilan bog'liq jami xarajatlar miqdori.

Umumiy holatda har qanday qarz mablag'ining muhim xususiyatlaridan biri sifatida qarz mablag'lari bo'yicha to'lanadigan foiz to'lovlarining foyda solig'i bo'yicha soliqqa tortiladigan bazadan chegirilishi yoki mahsulot tannarxiga kiritilishini keltirish mumkin. Shuning uchun 1-formuladan olingan R miqdor mazkur natijani aks ettirish maqsadida $(1 - T)$ ko'paytuvchiga to'g'rilanadi.

Shunday qilib, qarz kapitalining yakuniy bahosi to'lanadigan foyda solig'i ta'sirini hisobga olgan holda quyidagicha aniqlanadi:

$$k_D = R \times (1 - T),$$

bu yerda, k_D – qarz kapitali bahosi;

T – foyda solig'i stavkasi.

Misol ko'rib chiqamiz.

Korxonada nominal qiymati 1000 birlikka teng, qoplash muddati 10 yil, yillik kupon stavkasi 10% va bir yilda bir marta to'lanadigan obligatsiya muomalaga chiqardi. Emissiya hajmi – 100 000 dona. Obligatsiyalar nominalga nisbatan 93,2% kurs bo'yicha joylashtirilgan. Har bir obligatsiyani muomalaga chiqarish bo'yicha xarajatlar 50 birlikni tashkil etgan. Foyda solig'i stavkasi 20%. Qarz mablag'i qiymatini aniqlang.

Masala ma'lumotlarini 1-formulaga qo'yib chiqamiz

$$\sum_{t=1}^{10} \frac{100}{(1+R)^t} + \frac{1000}{(1+R)^{10}} - (932 - 50) = 0.$$

Mazkur tenglikni yechish 0,1210 ga teng bo'lgan miqdorni beradi (tekshirib ko'rish kerak). Shunda foyda solig'ini hisobga olgan holda obligatsion qarz qiymati 2-formulaga asosan

$$k_D = 0,1210 \times (1 - 0,2) = 0,0968 = 9,68\%.$$

1-formuladan va keltirilgan misoldan ko'rinib turibdiki, soliqni hisobga olmasdan obligatsiyaning oldingi bahosi amaliy jihatdan uning haqiqiy bahosiga va istisno ravishda aniqlanadigan pul oqimiga bog'liqlik kasb etmaydi. O'z navbatida, 2-formulaga muvofiq obligatsiyaning haqiqiy bahosi amaliyotda uni jalb qilishga ketgan xarajatlarni ham hisobga olgan holda nominaldan (kapital egasi talab qiladigan nominaldan ham) past narxda bo'lib ko'rinadi. Qarz kapitali qiymatini pasaytirishning ko'rib chiqilayotgan ta'sir natijasi "soliq orqali himoya" deb yuritiladi. Lekin agarda firma zarar bilan ishlayotgan bo'lsa, qarz kapitali bahosi moliyaviy xarajatlarga mustasno ravishda real imkoniyatlar yo'qligi sababli o'zgarmaydi.

Qarz mablag'lari jalb qilish orqali moliyalashtirishda kapital bahosini aniqlashda 1-formulaga universal yondashuv sifatida qaraladi. Shuning uchun lizing, veksel, kreditlar bo'yicha ham kapital qiymatini baholashda 1-formuladan foydalanish mumkin. Qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirishning murakkab instrumentlari hisoblangan konversiyalanadigan yoki chaqirib olinadigan obligatsiyalar va boshqalar bo'yicha kapital qiymatini baholash birmuncha murakkab jarayon hisoblanadi.

Kredit bahosi haqida soʻz yuritganda qarz oluvchi tomonidan kredit jalb qilish va undan foydalanish uchun toʻlanadigan barcha xarajatlarni nazarda tutish lozim. Boshqacha aytganda, kredit bahosi tarkibiy jihatdan kredit shartnomasida belgilangan kredit foiz stavkasi va bank tomonidan belgilangan qoʻshimcha toʻlovlar, biznesni rejalashtirish boʻyicha boshqa xarajatlardan tashkil topadi. Bank tomonidan joriy etilgan kredit boʻyicha toʻlovlarga kredit buyurtmasini koʻrib chiqish va kreditni rasmiylashtirish uchun haq, kredit berganlik uchun vositachilik haqi, kredit hisobvaragʻini yuritish va uni boshqarish uchun toʻlov, kredit boʻyicha oʻtkaziladigan toʻlovlar boʻyicha komission haq, mijoz majburiyatlari oʻz vaqtida toʻliq bajarilmagan holatlarda toʻlanadigan penya kabilarni kiritish mumkin. Kredit bahosiga taʼsir qiluvchi tashqi omillar sifatida mamlakatdagi (hududdagi) ijtimoiy-siyosiy holat, Markaziy bankning pul-kredit siyosati, qayta moliyalash stavkasining oʻzgarishi, banklararo raqobat muhiti, kreditga boʻlgan talab darajasi (iqtisodiyotda kreditning tutgan oʻmi), inflyatsiya darajasi, byudjet-soliq siyosati (soliq yuki darajasi) va boshqalarni keltirish mumkin. Ichki omillar sifatida esa tijorat banklarining kredit siyosati, foiz siyosati, jalb qilingan moliyaviy resurslarning miqdori va qiymati, qarz oluvchining moliyaviy holati va kredit tarixi, kredit taʼminoti, risklilik darajasi, kredit muddati va toʻlash shartlari, kredit berilayotgan valyuta, kredit miqdori va boshqa shu kabilarni keltirish mumkin.³¹

12.3. Moliyalashtirishning oʻz manbalari bahosini aniqlash

Xususiy kapitalni tashkil etuvchi oddiy va imtiyozli aksiyalar, taqsimlanmagan foyda va unga tenglashtirilgan vositalar korxonalarini moliyalashtirishning oʻz manbalari hisoblanadi.

Nazariy jihatdan xususiy kapital bahosi korxonalar mulkdorlari tomonidan talab qilinadigan daromadlilikka teng deb olinadi va

³¹ Kredit bahosini aniqlash masalalari bilan I. Qullievning “Tijorat banklarida kredit bahosining shakllanish amaliyoti va uni takomillashtirish” (Toshkent: “Iqtisod-moliya”, 2013. – 128 bet) nomli ilmiy monografiyasi orqali batafsil tanishish mumkin.

dividend to'lanish darajasidan kelib chiqqan holda aniqlanishi mumkin. Lekin amaliyotda xususiy kapital elementlari bahosini aniqlash yetarli darajada murakkab masalalardan biri hisoblanadi. Muammoli tomoni shundaki, xususiy kapital elementlarining umumiy iqtisodiy mohiyati bir-biridan farqli xususiyatlarga ega. Buni quyidagi ikki jihat bilan izohlash mumkin.

Birinchidan, oddiy va imtiyozli aksiyalar manbasiga ko'ra xo'jalik faoliyatini yuritish natijasida shakllanadigan foyda kabi jalb qilishda qo'shimcha xarajatlar talab qilmaydigan tashqi yoki jalb qilingan hisoblanadi.

Ikkinchidan, oddiy va imtiyozli aksiyalar o'rtasida farq ham mavjud. Korxonadan imtiyozli aksiyalardan foydalanish natijasida ustavda yoki emissiya prospektida belgilangan miqdorda dividend to'lash bo'yicha majburiyat paydo bo'ladi. Mazkur xususiyatiga ko'ra imtiyozli aksiyalarni qarz instrumentlariga o'xshatish mumkin. Bu holat bir tomondan investorlar uchun risk darajasini pastligi ta'minlaydi, boshqa tomondan esa mos ravishda aksiya bo'yicha kamroq daromad olishga roziligini bildiradi. Shuning uchun bunday manbaning qiymatini baholash, odatda, oddiy aksiyalarni baholash va qarz manbalarini baholash o'rtasidagi oraliq holat sifatida ko'rib chiqiladi. Keltirilgan bu jihat oddiy va imtiyozli aksiyalar, shuningdek, taqsimlanmagan foyda qiymatini aniqlashda turli xil yondashuvlarning qo'llanilishini shart qilib qo'yadi.

Agar aksiyadorlik jamiyati *imtiyozli aksiyalar (preferred stock – PS)* muomalaga chiqargan, P_{PS} kurs bo'yicha joylashtirgan va DIV_{PS} miqdorda qat'iy belgilangan dividend to'lashni rejalashtirgan bo'lsa, emissiya bo'yicha barcha xarajatlar (*flotation cost*) ni hisobga olgan holda muddatsiz renta daromadliligi sifatida kapital bahosini quyidagi usulda aniqlash qulay:

$$k_{PS} = \frac{DIV_{PS}}{P_{PS} \times (1 - fc)}, \quad (8.2)$$

bu yerda fc – emissiya bo'yicha xarajatlar, foizda.

Misol ko'rib chiqamiz.

Kompaniya nominal qiymati 750 birlik bo'lgan jami 30 000 birlikka teng imtiyozli aksiya muomalaga chiqardi. Imtiyozli aksiya bo'yicha dividend miqdori bir yilga 80 birlik qat'iy belgilab qo'yilgan. Bitta aksiyani muomalaga chiqarish uchun xarajatlar 50 birlikni tashkil etgan. Aksiyalar nominal qiymati bo'yicha joylashtirilgan. Mazkur kapital bahosini aniqlang.

$$k_{PS} = 80 / (750 \times (1 - (50/750))) = 0,1143 \text{ yoki } 11,43\%.$$

Oddiy aksiyalar qiymatini baholash ular bo'yicha to'lanadigan dividendlar miqdori oldindan noma'lumligi sababli birmuncha murakkabroq. Umumiy holda oddiy aksiyalardan foydalanish orqali mablag'lar jalb qilishning qiymati (k_S)ni faqatgina taxminan hisoblash mumkin. Bugungi kunda amaliyotda bunday kapital qiymatini hisob-kitob qilishda bir nechta asosiy yondashuvlar qo'llaniladi. Ular:

- dividendlarni diskontlashning turli xil modellari (*DDM*);
- kapital aktivlarni baholash modeli (*CAPM*);
- Modilyani – Miller modeli (*MM*);
- koeffitsientli model va boshqalar.

Oldingi bo'limdan ma'lumki, *DDM* oddiy aksiyalar bo'yicha kapital bahosini aniqlashning bir muncha tushunarli turi bo'lib, dividendlarning doimiy o'sib borishini nazarda tutuvchi Gordon modeli oddiy aksiyalar emissiyasiga xarajatlarni hisobga olgan holda quyidagi formula bo'yicha hisoblanadi:

$$k_S = \frac{DIV_S}{P_S(1-fc)} + g, \quad (8.3)$$

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

P_S – joylashtirish bahosi;

fc – emissiya bo'yicha xarajatlar foizda;

g – dividendlar o'sish sur'ati.

Misol ko'rib chiqamiz.

Firma nominal bahosi 1000 birlik bo'lgan jami 250 000 birlikka teng bo'lgan oddiy aksiyalar muomalaga chiqargan. Har bir aksiya bo'yicha kutilayotgan dividend 100 birlik bo'lib, uning o'sish sur'ati 10%. Bitta aksiyani muomalaga chiqarish xarajatlari 85 birlikni tashkil etgan. Chiqarilgan aksiyalar bahosini aniqlang.

Yuqoridagi formuladan kelib chiqqan holda

$$k_S = 100 / (1000 \times (1 - 85 / 1000)) + 0,1 = 0,2093 \text{ yoki } 20,93\%.$$

Gordon modeli muntazam ravishda dividend to'lovchi korxonalar uchun qo'llanilishi mumkin. Bu jarayonda hisoblanadigan kapital bahosi dividend o'sish sur'ati (g)ga juda ta'sirchan bo'lib, uning miqdorini aniq prognoz qilishga ham ko'p jihatdan bog'liqdir.

Rivojlangan kapital bozori sharoitida *CAPM* modelini qo'llash yuqori darajada asosli natijani beradi. Buning uchun korxonalar aksiyalari yoki uning biznes-analogi fond birjasida muomalada bo'lishi lozim.

Bizga ma'lumki, *CAPM* modeliga muvofiq oddiy aksiyalar bo'yicha risklar tizimli va tizimsiz risklarga bo'linadi. Tizimli risklarga shartli ravishda moliya bozorlaridagi qochib bo'lmaydigan risklar kiritiladi. Aksiyalar bo'yicha tizimsiz risklar esa uning emitenti faoliyat xususiyatlari va vaziyatidan kelib chiqadi. Ularni diversifikatsiyalash yo'li bilan kamaytirish mumkin.

Mos ravishda o'xshash qimmatli qog'ozlar daromadlilikligi ikkita tarkibiy qismga bo'lingan holda aniqlanishi mumkin:

- risksiz foiz stavka R_F ;

- investordan talab qilinadigan tizimli riskka borish natijasidagi mukofot.

CAPM da tizimli risk β deb nomlanuvchi koeffitsient yordamida baholanadi. Bu koeffitsient qiymati baholanayotgan qimmatli qog'oz bilan bog'liq bozor riskini o'lchashga xizmat qiladi.

Shunda oddiy aksiyalar yordamida kapital jalb qilishning qiymati k_S *CAPM* modeli yordamida quyidagi formula bilan aniqlanadi:

$$k_S = R_F + \beta_S(R_M - R_F),$$

bu yerda, R_F – risksiz foiz stavka (masalan, davlat obligatsiyalari bo'yicha)

R_M – daromadlilikning o‘rtacha bozor stavkasi (masalan, fond indeksi daromadliliği);

β_S – qimmatli qog‘oz bilan bog‘liq tizimli bozor riski.

β koeffitsient -1 dan $+1$ gacha oraliqda fond bozorida kotirovka-lanuvchi korxonalar aksiyalari uchun statistik tahlil metodlaridan foydalangan holda aniqlanadi. Ular birja byulletenlarida, axborot agentliklari va investitsion kompaniyalar tahliliy sharhlarida, biznesga doir nashrlarda va boshqalarda chop etiladi.

Muomalaga yangi chiqarilgan aksiyalar qiymatini baholashda emission xarajatlarni ham hisobga olish kerak.

Nazorat savollari

1. Kapital bahosi deganda nimani tushunasiz va u qanday iqtisodiy asosga ega?

2. Kapital bahosi qanday aniqlanadi va unga ta’sir etuvchi omillarni izohlab bera olasizmi?

3. Korporativ moliyani boshqarishda kapital bahosi qaysi jarayonlarda bevosita qo‘llanadi?

4. Qarz mablag‘lari orqali moliyalashtirishda kapital bahosini aniqlash tartibini izohlab bera olasizmi?

5. Kredit bahosini aniqlash tartibi va unga ta’sir etuvchi omillarni izohlab bering.

6. Imtiyozli aksiyalar bo‘yicha kapital bahosini aniqlashda qaysi ko‘rsatkichlardan foydalaniladi?

7. Oddiy aksiyalar bo‘yicha kapital bahosini aniqlashda qo‘llaniladigan metodlarni izohlab bering.

8. Obligatsiyalar bo‘yicha kapital bahosini aniqlashning o‘ziga xos xususiyatlarini qanday tavsiflash mumkin?

Testlar

1. Faoliyatni tashkil etish uchun zarur bo'lgan asosiy resurslar to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

- a) moddiy, mehnat va moliyaviy resurslar;
- b) inson resurslari va innovatsion resurslar;
- d) xomashyo va tabiiy resurslar;
- e) aqliy, moliyaviy va madaniy resurslar.

2. Kapital bahosini aniqlash tartibi to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) $Kapital\ bahosi = \frac{Kapital\ jalb\ qilis\ uchun\ to'lovlar}{Jalb\ qilingan\ kapital} \times 100\%$;
- b) $Kapital\ bahosi = \frac{Jami\ kapital}{Jalb\ qilingan\ kapital} \times 100\%$;
- d) $Kapital\ bahosi = \frac{Jalb\ qilingan\ kapital}{Jami\ kapital} \times 100\%$;
- e) $Kapital\ bahosi = \frac{Jami\ to'lanadigan\ foizlar}{Jalb\ qilingan\ kapital} \times 100\%$.

3. Kapital tarkibi to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) xususiy kapital va qarz kapitali;
- b) zayom kapital va uzoq muddatli kapital;
- d) moliyaviy kapital va qisqa muddatli kapital;
- e) asosiy va qo'shimcha kapital.

4. Xususiy kapital tarkibi qaysi javobda to'g'ri belgilangan?

- a) ustav kapitali, qo'shimcha kapital, rezerv kapital, taqsimlanmagan foyda;
- b) asosiy va qo'shimcha kapital;
- d) zayom kapital va uzoq muddatli kapital;
- e) moliyaviy lizing, oddiy aksiyalar, korporativ obligatsiyalar, kredit.

5. Korporativ obligatsiyalar bo'yicha kapital bahosini aniqlashda e'tiborga olinadigan jihatlar quyidagilar:

- a) foiz stavkasi, emissiya xarajatlari, nominaldan past bahoda joylashtirilganda o'rtadagi salbiy farq;
- b) dividend, qo'shimcha bonuslar, emissiya xarajatlari;

- d) emissiya xarajatlari, royalti, gudvill;
- e) nominaldan past bahoda joylashtirilganda o'rtadagi salbiy farq va to'lanadigan dividendlar.

6. Imtiyozli aksiyalar bo'yicha kapital bahosini aniqlashda qaysi ko'rsatkichlardan foydalaniladi?

- a) qat'iy belgilangan dividend summasi, aksiyani joylashtirish bahosi, emissiya xarajatlari;
- b) qat'iy belgilangan foizli to'lovlar, aksiya bozor bahosi;
- d) emission xarajatlar, imtiyozli aksiya nominal bahosi;
- e) emission xarajatlarning imtiyozli aksiya bozor bahosiga nisbatining foizdagi ifodasi.

7. Kredit bahosi aniqlanayotganda nima uchun foyda solig'i stavkasi hisobga olinadi?

- a) foiz xarajatlari foyda solig'i bazasidan chegirilganligi uchun;
- b) foyda solig'i foydaga nisbatan hisoblangani uchun;
- d) foyda solig'i va kredit bahosi o'rtasida hech qanday bog'liqlik yo'q;
- e) foizli daromadlar foyda solig'i stavkasida soliqqa tortilganligi uchun.

8. Kredit bahosi tarkibiy jihatdan quyidagi xarajatlar hisobiga shakllanadi:

- a) kredit foiz stavkasi va bank tomonidan belgilangan qo'shimcha to'lovlar, sug'urta xarajatlari, kredit olish bilan bog'liq biznesni tashkil etish xarajatlari;
- b) qayta moliyalash stavkasi, kredit stavkasi, sug'urta mukofoti bo'yicha xarajatlar;
- d) biznes-reja tuzish bilan bog'liq xarajatlar va kreditlar bo'yicha chegirmalar;
- e) foiz stavkasi, tashkiliy xarajatlar, kredit tanlovi bo'yicha xarajatlar.

9. Mamlakatdagi ijtimoiy-siyosiy holat, Markaziy bankning pul-kredit siyosati, qayta moliyalash stavkasining o'zgarishi, banklararo raqobat muhiti, kreditga bo'lgan talab darajasi,

inflyatsiya darajasi, soliq yuki darajasi qaysi kapital bahosiga ta'sir etuvchi tashqi omillar hisoblanadi?

- a) kredit bahosiga;
- b) munitsipal obligatsiyalar bahosiga;
- d) imtiyozli aksiya bahosiga;
- e) oddiy aksiya bahosiga.

10. Dividendlarni diskontlashning turli xil modellari (*DDM*), kapital aktivlarni baholash modeli (*CAPM*), Modilyani – Miller modeli (*MM*), koeffitsientli model kabilar qaysi kapital bahosini aniqlashga xizmat qiladi;

- a) oddiy aksiyalar;
- b) imtiyozli aksiyalar;
- d) korporativ obligatsiyalar;
- e) kredit.

XIII BOB. MOLIYAVIY AKTIVLARNI BAHOLASH MODELI³²

13.1. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining ishlab chiqilishi

Investorlar investitsiya kiritayotgan moliyaviy aktivlarni baholashda moliyaviy aktivlarni baholash modeli (CAPM – capital asset pricing model) muhim va dunyo tajribasida keng qo‘llanilishi bilan ajralib turadi. Shundan kelib chiqqan holda quyida korporativ moliya amaliyotlarida mazkur modelning qo‘llanish xususiyatlari xususida to‘xtalib o‘tamiz. Mamlakatimiz iqtisodiyotining liberallashtirish jarayonida investorlar uchun yaratilayotgan qulay investitsion muhit va investitsion jozibadorlik muhim ahamiyat kasb etmoqda. Buning uchun mamlakatimizda investitsion munosabatlarni amalga oshirish va uning huquqiy tizmini tashkil etuvchi muayyan huquqiy asoslar yaratilgan. Qonun va qonunosti hujjatlarda investitsion munosabatlarga taalluqli barcha jarayonlarga va tushunchalarga aniqliklar kiritilgan. Shu bilan birga investitsion faoliyatni samarali tashkil qilish uchun korxonalar investitsion loyihalari bahosini hisoblab chiqish metodologiyasiga talab yuqori hisoblanadi.

Investitsion loyiha yoki boshqa moliyaviy aktivning kapital bahosini hisoblash uchun rivojlangan mamlakatlar amaliyotida keng qo‘llaniladigan model 1964-1966 yillarda bir-biridan mustaqil tarzda uchta amerikalik iqtisodchi olimlar – V. Sharp, J. Lintner va Ya. Mossin (*William Sharpe, John Lintner, Jan Mossin*)lar tomonidan ishlab chiqildi va moliyaviy aktivlarni baholash modeli (SARM-capital asset pricing model) deb nomlandi.³³

³² Mazkur bob M. Зокиржоновнинг “Капитал активни баҳолаш модели” номли илмий мақоласи асосида тайёрланди (“Молия” илмий журнали, 2018 йил 1-сон. 120-125 бетлар).

³³ Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. М.: Инфра-М, 2001. С. 258-310.

Mualliflar tomonidan ushbu modelda quyidagi cheklovchi shartlar belgilangan: bozor samarali hisoblanadi; aktivlar likvidli va bo'linadigan hisoblanadi; soliqlar, transaksion xarajatlar va bankrotlik mavjud emas; barcha investorlar teng kutilishga ega va o'z foydasini maksimallashtirish maqsadida ratsional harakatlanishadi; risksiz stavkada kredit olish va qarz berish imkoniyati mavjud; daromadlilik faqat risk funksiyasi hisoblanadi; davr bir vaqt oralig'i deb qaraladi; moliyaviy aktiv narxining o'zgarishi oldingi narxlarga bog'liq emas.³⁴

SARMda risk va kutilayotgan daromadlilikning o'zaro bog'liqlilik darajasini grafik yordamida kapital bozori chizig'i (Capital Market Line) bilan tasvirlash mumkin. Ya'ni SML to'g'ri chizig'i risk va kutilayotgan daromadlilik o'rtasidagi bog'liqlikni ifodalaydigan to'g'ri chiziq.

CML chizig'ining xossasidan kelib chiqib uni quyidagi tenglama orqali ifodalasak bo'ladi:

$$y = a + bx,$$

bu yerda:

u – kutilayotgan daromadlilik;

a – risksiz foiz stavka;

b – SML chizig'ining og'ish burchagi;

x – daromadliliği aniqlanayotgan i-nchi portfel riski.

Risksiz foiz stavka (r_f) – risk mavjud emas deb qabul qilingan holdagi minimal daromadlilikni beruvchi foiz stavkasidir. Umuman olganda risksiz foiz stavka – bu, davlat uzoq-muddatli obligatsiyalari uchun belgilanadigan foiz ko'rinishidagi daromadlilik hisoblanadi³⁵.

SML to'g'ri chizig'ining og'ish burchagi esa daromadlilikni riskka nisbatini anglatadi. Bunda daromadlilik investorning qabul qilgan bir birlik riski uchun oladigan mukofot miqdorini tavsiflaydi. Ya'ni investor bozor portfeliga investitsiya kiritib, bozor riskini zimmasiga olgani evaziga riskka mukofotni talab qiladi.

³⁴ Lintner J. «The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets» – Review of Economics and Statistics, February. 1965.

³⁵ Robert Bruner, et al., “Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis” Financial Practice and Education (1998): 13-28.

Bozor riski uchun mukofot – bu investorning bozorda risk qilishi natijasida olish mumkin bo‘lgan daromadlilik miqdorini o‘zida ifodalaydi. Risk uchun mukofot bozordagi o‘rtacha daromadlilik darajasi ($E(r_m)$)dan risksiz foiz stavka(r_f)sini chegirish orqali hisoblanadi, ya’ni:

$$E(r_m) - r_f \quad (1).$$

Demak og‘ish burchagi bozor riski uchun mukofotni bozor portfeli riskiga nisbati orqali aniqlanadi, ya’ni quyidagicha:

$$b = \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m} \quad (2).$$

Aktivga egalik qilish bilan bog‘liq risk ikkiga bo‘linadi: bozor riski va bozordan tashqari risk yoki diversifikatsiya qilinadigan risk.

13.2. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining qo‘llanilishi

SARM shartlariga ko‘ra investor qo‘shimcha xarajatsiz aktivlarni erkin sotishi va sotib olishi hamda bozordan tashqari risklarni diversifikatsiya qilish orqali, ya’ni portfel shakllantirib, bartaraf qilishi mumkin.

Demak bozor portfeli bilan bog‘liq risk σ_m – bu portfel shakllantirib diversifikatsiya qilish orqali bartaraf qilib bo‘lmaydigan bozor riski hisoblanadi. U dispersiya va standart chetlanish ko‘rsatkichlari bilan aniqlanadi. Yuqoridagi SML chizig‘ining tenglamasidagi o‘zgaruvchanlarni aniqlangan ifodalarga almashtirib, tenglamani quyidagi formula orqali ifodalashimiz mumkin:

$$\bar{r}_i = r_f + \frac{E(r_m) - r_f}{\sigma_m} \sigma_i \quad (3),$$

bu yerda:

\bar{r}_i – i -nchi portfeldan kutilayotgan daromadlilik;

σ_i – daromadliliği aniqlanayotgan i -nchi portfel riski.

Bozor muvozanati sharoitida CML chizig‘ida faqat samarali

portfellar joylashadi. Samarali portfellar bozor bilan mutlaq korrelyatsiyalashgan bo'ladi. Risk standart chetlanish orqali aniqlanadi. CML portfelning hamma riskini hisobga oladi. Bunda daromadliligi aniqlanayotgan i -nchi portfel riski (σ_i) va bozor portfeli riski (σ_m)ning nisbati umumiy riskning standart chetlanish (σ_i/σ_m) ko'rinishidagi ifodasi hisoblanadi.

SARM modelining yakuniy tenglamasini esa SML (Security Market Line – aktiv bozori chizig'i) to'g'ri chizig'i yordamida tuziladi. Chunki bozor muvozanati sharoitda CML chizig'idan farqli tarzda SML chizig'ida barcha portfellar: ham samarali, ham samarasiz va ham alohida aktivlar joylashadi va ular bozor bilan mutlaq korrelyatsiyalashmagan bo'ladi. Shu sababdan ham SML chizig'i portfelning faqat bozor riskini hisobga oladi va u beta orqali belgilanadi.

Beta koeffitsienti aktivlar daromadliligi va bozor daromadliligining o'zaro bog'liqligini o'zida aks ettiradi, ya'ni aktivlar daromadliligining bozor daromadliligiga nisbatan ta'sirchanligini baholaydi.

Buni quyidagi formula orqali hisoblash mumkin:

$$\beta_i = \frac{\sigma_i}{\sigma_m} \text{Corr}_{i,m} \quad (4),$$

yoki

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}_{i,m}}{\sigma_m^2} \quad (5),$$

bu yerda:

β_i – i -nchi aktiv (portfel) betasi;

$\text{Cov}_{i,m}$ – i -nchi aktiv daromadliligi bilan bozor portfeli daromadliligining kovariatsiyasi (standart chetlanish);

$\text{Corr}_{i,m}$ – i -nchi aktiv daromadliligi bilan bozor portfeli daromadliligining korrelyatsiyasi;

σ_m^2 – bozor daromadliligining dispersiyasi.

Kengaytirilgan ko'rinishda (5) formulani quyidagicha ifodalash mumkin:

$$\beta_i = \frac{\sum_{t=1}^n (r_{it} - E(r_i)) * (r_{mt} - E(r_m))}{\sum_{t=1}^n (r_{mt} - E(r_m))^2} \quad (6),$$

bu yerda:

r_{it} – i -nchi aktivning t davrdagi daromadliligi;

$E(r_i)$ – i -nchi aktivning o‘rtacha daromadliligi;

r_{mt} – m bozor portfelining t daromadliligi;

$E(r_m)$ – m bozor portfelining o‘rtacha daromadliligi;

n – kuzatishlar soni.

(6) formulaga asosan beta koeffitsientini aniqlash uchun quyidagi shartli ko‘rsatkichlar yordamida hisoblash mumkin. Buning uchun kompaniya aksiyalari va bozor portfeli daromadliligining ketma-ket o‘n kunlik ma’lumotini 13.1-jadvalda qayd qilib olamiz. Ushbu ma’lumotlarni formulaga kiritish orqali beta koeffitsientni aniqlab olamiz.

13.1-jadval

Kompaniya aksiyalari va bozor portfeli daromadliligining dinamikasi

№	Sana	Kompaniya aksiyasining daromadliligi, (%)	Bozor portfelining daromadliligi, (%)
1	01.10.2017	4,25	2,27
2	02.10.2017	4,47	2,39
3	03.10.2017	4,68	3,47
4	04.10.2017	4,71	3,21
5	05.10.2017	4,77	2,95
6	06.10.2017	5,25	2,97
7	07.10.2017	5,45	3,32
8	08.10.2017	5,33	3,65
9	09.10.2017	5,55	3,97
10	10.10.2017	5,85	3,81

Aksiya va bozor portfelining o‘rtacha daromadliligi ularning ma’lum davr oralig‘idagi kunlik daromadliliklarining o‘rtacha arifmetigiga

teng, ya'ni:

$$E(r_i) = \frac{4,25 + 4,47 + 4,68 + 4,71 + 4,77 + 5,25 + 5,45 + 5,33 + 5,55 + 5,85}{10} = 5,031\%$$

$$E(r_m) = \frac{2,27 + 2,39 + 3,47 + 3,21 + 2,95 + 2,97 + 3,32 + 3,65 + 3,97 + 3,81}{10} = 3,201\%$$

Ushbu ma'lumotlardan foydalanib, beta koeffitsientni (6) formula orqali quyidagicha aniqlaymiz:

$$\begin{aligned} \beta = & ((4,25 - 5,031) * (2,27 - 3,201) + (4,47 - 5,031) * (2,39 - 3,201) \\ & + (4,68 - 5,031) * (3,47 - 3,201) + (4,71 - 5,031) \\ & * (3,21 - 3,201) + (4,77 - 5,031) * (2,95 - 3,201) \\ & + (5,25 - 5,031) * (2,97 - 3,201) + (5,45 - 5,031) \\ & * (3,32 - 3,201) + (5,3 - 5,031) * (3,65 - 3,201) \\ & + (5,55 - 5,031) * (3,97 - 3,201) + (5,85 - 5,031) * (3,81 \\ & - 3,201)) / ((2,27 - 3,201) * 2 + (2,39 - 3,201) * 2 \\ & + (3,47 - 3,201) * 2 + (3,21 - 3,201) * 2 + (2,95 - 3,201) * 2 \\ & + (2,97 - 3,201) * 2 + (3,32 - 3,201) * 2 + (3,65 - 3,201) * 2 \\ & + (3,97 - 3,201) * 2 + (3,81 - 3,201) * 2) = 0,755. \end{aligned}$$

Aktivning β koeffitsienti, uning riski bozor portfeli riskidan qancha yuqori yoki pastligini bildiradi. Agar $\beta > 1$ bo'lsa, aktiv riskli hisoblanadi yoki $\beta < 1$ bo'lsa, aktiv riski bozor riskidan past hisoblanadi. $\beta = 1$ bo'lsa, aktiv riski bozor portfeli riski bilan teng hisoblanadi. Shundan kelib chiqib, ko'rilayotgan misoldagi aniqlangan beta koeffitsienti aktiv riski bozor portfeli riskidan pastligini ko'rsatmoqda. Shartli misol bo'yicha aniqlangan beta koeffitsienti (0,755) orqali SARMni hisoblashimiz mumkin.

SML bozor muvozanat holatida aktivning kutilayotgan daromadliligi \bar{r}_i , bozor riski uchun mukofot $[E(r_m) - r_f]$ ning beta koeffitsientga ko'paytmasini risksiz foiz stavkasi r_f yig'indisiga tengligini bildiradi, ya'ni³⁶:

$$\bar{r}_i = r_f + \beta * [E(r_m) - r_f] \quad (7).$$

³⁶ Sharp W. F. «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk» — Journal of Finance-September, 1964.

Ushbu yakuniy formula orqali aksiyaning kutilayotgan daromadliligini aniqlash uchun tenglamada qatnashayotgan o'zgaruvchanlar bo'yicha quyidagi 2-jadvalga shartli ravishda ma'lumotlar kiritib, SARMni hisoblab chiqamiz.

13.2-jadval

SARM modelining o'zgaruvchanlari va shartli ifodalari

№	SARM tarkibidagi o'zgaruvchanlar	O'zgaruvchan belgisi	O'zgaruvchan ifodasi
1	Risksiz foiz stavka	r_f	1,754%
2	Bozordagi o'rtacha daromadlilik darajasi	$E(r_m)$	3,201%
3	Beta koeffitsienti	β	0,755

Jadval ma'lumotlaridan kelib chiqqan holda kompaniya aksiyasini kutilayotgan daromadliligini SARM yordamida aniqlaymiz. Buning uchun (7) formulaga jadvaldagi ma'lumotlarni kiritib, tenglamani quyidagicha hisoblab chiqamiz:

$$\bar{r}_i = 1,754\% + 0,755 * [3,201\% - 1,754\%] = 2,847\%.$$

Demak kompaniya aksiyasining kutilayotgan qiymati 2,847% tashkil qildi va bozordagi o'rtacha daromadlilik darajasidan past bo'ldi. Bu albatta investor uchun aksiyaga kiritgan investitsiyasi qiymati tushayotganini anglatadi.

Shunday qilib, bozor muvozanati sharoitida aktivning diversifikatsiya qilinmaydigan riskiga mos ravishdagi daromadni ta'minlashi kutiladi. Qimmatli qog'ozning diversifikatsiya qilinmaydigan risk darajasi qancha yuqori bo'lsa, investorlar undan shuncha ko'p daromadni kutishadi. Kutilayotgan daromad va diversifikatsiya qilinmaydigan risk o'rtasidagi nisbatni aniqlash asosida aktivni baholash CAPM mohiyatini tashkil etadi.

Model afzalligi – bozor riski darajasi va aksiyani kelgusidagi daromadlilik darajasi o'rtasidagi bog'liqlik bo'yicha fundamental prinsip hisoblanadi.

Model kamchiliklari: modelda aksiyani kelgusi daromadiga ta'sir etuvchi omilni bittasidan foydalaniladi; model bir nechta cheklavlarga

ega: soliqlar, transaksion xarajatlar, moliyaviy bozor transparentligi va h.k. inobatga olinmaydi; kelgusi daromadlilikni prognozlashda bozor riskining retrospektiv darajasini ishlatilinishi.

Hozirgi kunda moliyaviy bozorlar nobarqarorligida modeldan aktivlarni uzoq muddatli bahosini aniqlashda ishlatish noo'rin.

Demak kapital aktivlarni baholash, ya'ni ularning yaqin kelajak uchun daromadlilikini aniqlashda CAPM modelidan foydalanish investorlar uchun aktivning kelgusi daromadlilikiga bozor riskining ta'sir kuchini tahlil qilishda foydalanish mumkin. Ya'ni zamonaviy moliya tizimida investorlar egalik qilmoqchi bo'lgan aktiv bilan bog'liq bozor riskini to'g'ri talqin qilish undan samarali foydalanishlari uchun kapital aktivning baholash modelidan foydalanish maqsadga muvofiq hisoblanadi.

Nazorat savollari

1. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining mazmuni.
2. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining ishlab chiqilishi.
3. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining qo'llanish xususiyatlari.
4. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining afzalliklari.
5. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining kamchiliklari.
6. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining investorlar uchun ahamiyatli jihatlari.
7. Moliyaviy aktivlarni baholash modelini mamlakatimizda qo'llash imkoniyatlari.

XIV BOB. MOLIYAVIY AKTIVLAR DAROMADLILIGINI BAHOLASH

14.1. Moliyaviy aktivlarning mohiyati va tasniflanishi

Pul mablag'larining vaqt bo'yicha qiymati konsepsiyasidan kelib chiqqan holda pul oqimlari tavsifini belgilash korxonalar moliyaviy-xo'jalik faoliyatining ajralmas qismi bo'lgan turli xil moliyaviy aktivlar bilan operatsiyalar samaradorligini tahlil qilishning bazaviy asoslariga tayanadi.

Xususiy yoki qarz kapitalini jalb qilish, bo'sh pul mablag'larini daromad olish maqsadida joylashtirish, boshqa kompaniyalar kapitalida ishtirok etish va boshqa shu kabi uzoq muddatli operatsiyalar o'tkazish korporativ moliyani boshqarish sohasida malakali mutaxassislar tayyorlashda amaliyotda foydalaniladigan moliyaviy instrumentlar mohiyatini chuqur anglash, ularni tahlil qilishning nazariy-metodologik tamoyillari va metodlarini bilish talab etiladi.

Bunday operatsiyalarning maqsadi turli xil bo'lishiga qaramasdan, ularni o'zining iqtisodiy mohiyatiga ko'ra ikkita kategoriyaga – aktiv (turli xil moliyaviy aktivlarga mablag'larni joylashtirish) va passiv (korxonalar moliyaviy-xo'jalik faoliyatini zarur moliyaviy resurslar bilan ta'minlash)ga bo'lish mumkin.

Mazkur bobda bevosita daromad olishga qaratilgan moliyaviy aktivlar xususida to'xtalib o'tamiz. Iqtisodiyotda va korxonalar moliyaviy-xo'jalik faoliyatida muhim rol o'ynovchi uzoq muddatli moliyaviy instrumentlarning asosiy turlari aksiyalar va obligatsiyalar hisoblanadi. Aksariyat holatlarda ular bilan o'tkaziladigan operatsiyalar samaradorligini baholash metodlari va ko'rsatkichlariga e'tibor qaratiladi. Shu o'rinda ta'kidlash kerakki, keltirib o'tiladigan metodlar va modellarni har qanday moliyaviy aktivga nisbatan qo'llash mumkin.

Moddiy shaklga ega obyektlardan farqli ravishda moliyaviy aktivlar hujjatli yoki elektron (hujjatsiz) ko‘rinishda amal qiluvchi bitimlarni o‘zida aks ettiradi. Bunday bitimlarga misol sifatida tijorat banklariga joylashtirilgan depozitlar yoki investitsiya va pensiya fondlari paylarini sotib olish haqidagi shartnomalar, sug‘urta polislar, turli xil qimmatli qog‘ozlar va boshqalarni keltirish mumkin.

Bunday bitimlarning xilma-xilligiga qaramasdan, ularning umumiy xususiyati egalik qiluvchi shaxs (xaridor) uchun ular investitsiyalash obyekti hisoblanishida namoyon bo‘ladi hamda ifodalash uchun maxsus *moliyaviy aktiv* atamasidan foydalaniladi.

Qayd etib o‘tilganidek, moliyaviy aktivlar mulkchilik shakliga bog‘liq holda mulkiy huquqni (masalan aksiyalar) yoki qarz munosabatlari bo‘yicha mulkiy huquqni (masalan, davlat va korporativ obligatsiyalar, bank depozitlari, depozit va jamg‘arma sertifikatlar, veksellar va boshqalar) tasdiqlovchi hujjatlar yoki bitimlarni o‘zida aks ettiradi.

Moliyaviy aktivlarning iqtisodiy mohiyatini anglatuvchi eng muhim xususiyat ularning daromad keltirishi hisoblanadi. Bu mulkdor uchun uning kapitali vazifasini bajaradi. Lekin bunday kapital real kapitaldan farqli ravishda ishlab chiqarish jarayonida bevosita ishtirok etmaydi.

Moliyaviy aktivlarning muhim o‘ziga xos xususiyatlari sifatida *huquqiy tan olinishi, muomalada bo‘lishi* (erkin oldi-sotdi obyekti sifatida bozorda amal qilishi), *aniq standartlarga ega bo‘lishi* (qonunchilik bilan belgilangan majburiy rekvizitlarga egaligi), *likvidiligi* (pulga aylanish qobiliyatiga egaligi), *riskliligi* (kutiladigan daromad miqdorini har doim ham aniq belgilash imkonining mavjud emasligi) kabilarni keltirish mumkin.

Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda moliyaviy aktiv tushunchasiga quyidagicha ta’rif berish mumkin. *Moliyaviy aktiv* – bu pullik qiymatga ega, mulkiy huquqni o‘zida ifodalovchi, bozorda mustaqil muomalada bo‘ladigan, oldi-sotdi yoki boshqa bitimlar obyekti bo‘la oladigan, shuningdek, daromad olish manbasi sifatida xizmat qiluvchi hujjat yoki bitim hisoblanadi.

Moliyaviy aktivlarni bozorda bajaradigan funksiyalariga qarab ikkita katta guruh: pul bozori instrumentlari (muomalada bo'lish vaqti bir yildan oshmaydigan moliyaviy instrumentlar) va kapital bozori instrumentlari (bir yildan ortiq muddatda muomalada bo'ladigan moliyaviy instrumentlar)ga bo'lish mumkin.

Ifodalaydigan iqtisodiy mohiyatiga bog'liq ravishda *qarz* (obligatsiyalar, depozitlar va depozit sertifikatlari, veksellar, bank kreditlari), *ulush* (oddiy va imtiyozli aksiyalar) va *hosilaviy* (fyucherslar, opsiyonlar, forvardlar, svoplar, varrantlar) munosabatlarni anglatuvchi moliyaviy instrumentlarni ajratib ko'rsatish mumkin.

Moliyaviy aktivlarni muomalada bo'lish muddatiga ko'ra qisqa muddatli, o'rta muddatli, uzoq muddatli va muddatsiz moliyaviy aktivlarga bo'lish mumkin.

Moliyaviy aktivlarni daromadlar shakllanishi va to'lanishi mexanizmiga ko'ra *qat'iy belgilangan* (imtiyozli aksiyalar, obligatsiyalar, depozitlar va jamg'arma sertifikatlari, veksellar, bank kreditlari va boshqalar), *suzib yuruvchi* (qarz instrumentlarining ayrim turlari, masalan suzib yuruvchi kupon stavkalariga ega obligatsiyalar) va *o'zgaruvchan daromadga ega* (oddiy aksiyalar, fyucherslar, opsiyonlar va boshqalar) aktivlarga bo'lish mumkin.

Risklilik darajasiga ko'ra *risksiz* (daromad ololmaslik va qo'yilgan kapitalni yo'qotish riskining rasmiy jihatdan yo'qligi), *o'rtacha riskli* (risk darajasi o'rtacha bozor riskiga o'zaro mos keladi) va *yuqori riskli* (daromad olish ehtimoli kam, boshqa tomondan yuqori daromad ham olish mumkin bo'lgan) moliyaviy aktivlarni ajratib ko'rsatish mumkin.

Muomala tavsifiga ko'ra moliyaviy aktivlarni *bozor* (erkin muomalada va fond bozorlarida oldi-sotdi obyektini hisoblanuvchi moliyaviy aktivlar) va *nobozor* (erkin oldi-sotdi obyektini hisoblanmaydigan, masalan bank depozitlari, sug'urta polislar va boshqalar) aktivlarga ajratish mumkin.

Umuman moliyaviy aktivlarni boshqa belgilariga ko'ra ham tasniflash mumkin.

Moliyaviy aktivlar investitsiyalashda eng likvidli aktivlar hisoblanadi. Lekin bunday aktivlar bahosi ularning nominal yoki

haqiqiy qiymatidan sezilarli darajada farq qilishi mumkin. Bunda moliyaviy aktivlarga qo'yilmalarning yuqori risklar bilan bog'liqligini ham hisobga olish lozim.

Hozirgi vaqtda investitsiyalash uchun obyekt sifatida qatnashishi mumkin bo'lgan ko'plab moliyaviy instrumentlar turlari amal qiladi. Lekin bugungi kun tajribasi bunday qo'yilmalar orasida qimmatli qog'ozlarning yuqori ulushga ega ekanligini ko'rsatib turibdi.

Moliyaviy aktivlar bilan operatsiyalar o'tkazish ularning son va sifat jihatdan muhim tavsifini ifodalovchi **qiymat, daromadlilik va risk** dastlabki tahlilini shart qilib qo'yadi. Bu jihat o'z-o'zidan moliyaviy aktivlarni baholash ularning **haqiqiy qiymatini baholash**, ular keltiradigan **daromadlilikni baholash** hamda ularning **risklilik darajasini baholashni** o'z ichiga olishini anglatadi.

Aynan shunday yondashuvdan kelib chiqqan holda moliyaviy aktivlarni baholash ikkita asosiy masalani hal qilish – moliyaviy aktivlar haqiqiy qiymati (*fair value* – V)ni va daromadlilikini aniqlashga qaratiladi. Ular umumiy holda qaror qabul qilish uchun zarur minimum mezonlar vazifasini bajaradi.

Moliyaviy munosabatlarda har qanday aktivning haqiqiy qiymati (V) kelgusi pul oqimlari harakatidan kelib chiqqan holda diskontlangan qiymatga teng, ya'ni:

$$V = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CF_t}{(1+r)^t},$$

bu yerda V – aktivning haqiqiy qiymati;

CF_t – t vaqtda aktiv bo'yicha to'lovlar;

r – talab qilinadigan yoki muqobil daromad stavkasi.

Shunday qilib, moliyaviy aktivlarni baholash muammosini hal qilish to'lovlar oqimlari, ularni amalga oshirish vaqti va diskontlash stavkalarini oldindan aniqlay olish darajasiga bog'liq.

Qayd etib o'tilganidek, bozor iqtisodiyoti sharoitida va korxonalar moliyaviy-xo'jalik faoliyatida muhim rol o'ynovchi moliyaviy aktivlarning asosiy turlari aksiyalar va obligatsiyalar hisoblanadi.

Shundan kelib chiqqan holda quyida ular qiymati va daromadlilikini baholashning bazaviy metodlari va modellarini ko'rib chiqamiz.

14.2. Obligatsiyalar qiymati va daromadlilikini baholash

Bizga ma'lumki, obligatsiyalar qarz munosabatlarini anglatuvchi qimmatli qog'ozlar hisoblanadi. Xalqaro tajribaga ko'ra obligatsiyalar emitentlariga ko'ra davlat, munitsipal va korporativ obligatsiyalarga bo'linadi. Qarz munosabatini anglatuvchi moliyaviy instrumentlar sifatida obligatsiyalar qat'iy belgilangan daromad keltiruvchi qimmatli qog'ozlar toifasiga kiritiladi. Bunday toifaga qat'iy belgilangan miqdorda dividend to'lash belgilab qo'yilgan imtiyozli aksiyalarni ham kiritish mumkin.

"Qat'iy belgilangan daromad" umumqabul qilingan atamasini qat'iy ravishda tushunmaslik lozim. Bu atama bunday qimmatli qog'ozlar bo'yicha operatsiya o'tkazish vaqtida nazariy jihatdan to'lovlar muddatlari va miqdorlarining oldindan ma'lum qilinishini anglatadi.

Obligatsiyalarning turli xil turlari amal qilishiga qaramasdan ularni daromad to'lash shakllari bo'yicha quyidagicha tasniflash mumkin:

- *kuponli*, qat'iy belgilangan yoki suzib yuruvchi kupon stavkali obligatsiyalar;

- *diskontli (kupsiz)*, yoki *nollik kuponli obligatsiyalar*;

- *qoplash vaqtida daromad to'lanadigan obligatsiyalar*.

Kuponli obligatsiyalar qarzning asosiy summasi qaytarilishi bilan bir vaqtda davriy ravishda pul to'lovlarini ham nazarda tutadi. Bunday to'lovlarning miqdori nominalga nisbatan foizlarda ifodalanadigan kupon stavkasida belgilanadi. Kuponli to'lovlar odatda bir yil davomida bir, ikki yoki to'rt marta amalga oshiriladi.

Bunday qimmatli qog'ozlar harakati natijasidagi pul oqimlari qat'iy belgilangan kuponda operatsiya muddatining oxirida obligatsiyaning diskontlangan nominal qiymatiga qo'shiladigan annuitetni o'zida aks ettiradi. Soddalashtirish maqsadida diskontlash yagona r stavka bo'yicha amalga oshirilishini shart qilib qo'yamiz.

Shunda kuponli obligatsiya qiymati quyidagi formula bo'yicha aniqlanishi mumkin:

$$V = \sum_{t=1}^{mn} \frac{(N \times k) \div m}{(1 + r \div m)^t} + \frac{F}{(1 + r)^{nm}},$$

bu yerda F – qoplash summasi (qoidaga ko'ra nominal);

k – yillik kupon stavkasi;

r – bozor stavkasi (diskont me'yori);

n – obligatsiya muddati;

m – bir yilda kuponli to'lovlar soni.

Misol ko'rib chiqamiz.

Agar daromadlilik me'yori (bozor stavkasi) 12 foizga teng bo'lsa, har chorakda to'lanadigan yillik kupon stavkasi 8 foiz bo'lgan 1000 birlik nominalga ega uch yillik obligatsiyaning joriy qiymatini aniqlang.

$$V = \sum_{t=1}^{12} \frac{(1000 \times 0,08) \div 4}{(1 + 0,12 \div 4)^t} + \frac{1000}{(1 + 0,12 \div 4)^{12}} = 900,46 \text{ birlik.}$$

Shunday qilib, mazkur operatsiya bo'yicha daromadlilik me'yori 12 foiz bo'lganda taxminan 900,46 birlikka teng bahoda obligatsiyani xarid qilish mumkin.

Yuqoridagi masala bo'yicha daromadlilik me'yori (bozor stavkasi) 6 foizga teng bo'lganda obligatsiya qiymatini aniqlaymiz.

$$V = \sum_{t=1}^{12} \frac{(1000 \times 0,08) \div 4}{(1 + 0,06 \div 4)^t} + \frac{1000}{(1 + 0,06 \div 4)^{12}} = 1054,53 \text{ birlik.}$$

Yuqoridagilardan ko'rinib turibdiki, obligatsiyalar joriy qiymati talab qilinadigan daromadlilik me'yori va qoplash muddatiga bog'liq. Bu bog'liqlik teskari xususiyatga ham ega. Keltirilgan baholashning bazaviy modelidan isbot talab qilmaydigan quyidagi ikkita aksiomalar guruhini keltirish mumkin.

Birinchi aksiomalar guruhi obligatsiya qiymati, kupon stavkasi va bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni o'zida aks ettiradi:

- agar bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) kupon stavkasidan yuqori bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan past bo'ladi, ya'ni obligatsiya diskont bilan sotiladi;

- agar bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) kupon stavkasidan past bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan yuqori bo'ladi, ya'ni obligatsiya mukofot bilan sotiladi;

- bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) va kupon stavkasi teng bo'lganda obligatsiya joriy qiymati va nominali teng bo'ladi.

Yuqorida keltirilgan masalalar bunga misol bo'la oladi.

Ikkinchi aksiomalar guruhi obligatsiya qiymati va uni qoplash muddati o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni ifodalaydi:

- agar bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) kupon stavkasidan yuqori bo'lsa, obligatsiya bo'yicha diskont summasi qoplash muddatining yaqinlashishiga qarab kamayib boradi;

- agar bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) kupon stavkasidan past bo'lsa, obligatsiya bo'yicha mukofot miqdori qoplash muddatining yaqinlashishiga qarab kamayib boradi;

- obligatsiyani qoplash muddati qancha uzoq bo'lsa, bozor stavkasiga nisbatan uning bahosi ta'sirchanroq bo'ladi.

Kuponli obligatsiya qiymatini aniqlash formulasidagi o'zaro nisbat davriy ravishda qat'iy belgilangan daromad keltiruvchi har qanday moliyaviy instrumentning qiymatini baholash uchun asos bo'lib xizmat qiladi.

Agar kuponli obligatsiyaning qoplash muddati yetarli darajada yuqori, masalan 50 yildan ortiq bo'lsa, tahlil jarayonida bunday muddatlarni muddatsiz sifatida qarash qulay hisoblanadi.

Muddatsiz obligatsiyalar qiymati o'zida doimiy rentani aks ettiruvchi pul oqimlari harakatiga ega degan farazdan kelib chiqqan holda aniqlanishi mumkin. Shunda uni quydagicha aniqlash mumkin bo'ladi:

$$V_{\infty} = \frac{CF}{r}.$$

Agarda bir yil davomida to'lovlar m marta amalga oshirilsa, obligatsiya qiymatini hisoblash formulasi quyidagicha ko'rinishga ega bo'ladi:

$$V_{\infty} = \frac{CF}{m[(1+r)^{\frac{1}{m}} - 1]}.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

IBM kompaniyasining 100 birlik nominalga ega, qoplash muddati 100 yil bo'lgan obligatsiya qiymatini talab qilinadigan daromadlilik me'yori 8,5 foiz bo'lgan holatda aniqlaymiz. Kupon stavkasi 7,72 foiz va har yarim yilda bir marta to'lanadi.

$$V_{\infty} = \frac{7,72/2}{2[(1,085)^{\frac{1}{2}} - 1]} = 48,25 \text{ birlik.}$$

Muomala muddati bir yildan kam bo'lmagan kuponsiz yoki diskontli obligatsiyalar qiymatini baholash jarayoni F nominal qiymat, r foiz stavka va n qoplash muddati ma'lum bo'lgan holatda elementar to'lov oqimi hozirgi miqdorini aniqlash orqali ifodalanadi. Qabul qilingan belgilashlardan kelib chiqqan holda bunday aktiv joriy qiymati formulasi quyidagi ko'rinishga ega bo'ladi:

$$V = \frac{F}{(1+r)^n}.$$

Bundan kuponsiz obligatsiya nominali 100 foiz deb qabul qilinadi, uning kurs qiymati esa quyidagiga teng bo'ladi:

$$K = \frac{100}{(1+r)^n}.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

Qoplash muddati uch yil, talab qilinadigan daromadlilik me'yori 4,4 foizga teng bo'lsa nominal qiymati 1000 birlikka teng bo'lgan kuponsiz obligatsiyani investor qanchaga sotib olishi mumkin?

$$1000/(1+0,044)^3=878,82 \text{ birlik.}$$

Nol kuponli obligatsiyalar aniq belgilab qo'yilgan vaqt gorizonti bo'yicha o'tkaziladigan operatsiyalar nuqtai nazaridan investorlar qiziqishiga sabab bo'ladi. Ular foiz stavkalarining vaqtinchalik tarkibini belgilab beruvchi investitsion tahlilda muhim rol o'ynaydi.

Keltirib o'tilgan o'zaro bog'liqliklar va misollardan ko'rinib turibdiki, ko'rib chiqilgan obligatsiyalar tiplari qiymati r bozor stavkasi va n qoplash muddati o'rtasida teskari bog'liqlik mavjud.

Uzoq muddatli *qoplash vaqtida foizlar to'lanadigan obligatsiyalar* bahosi talab qilinadigan daromadlilik me'yori (bozor stavkasi) bo'yicha daromad olish imkonini beruvchi amal qiladigan to'lovlar oqimining hozirgi qiymatiga teng. Bunda k – e'lon qilingan to'lov foiz stavkasi. Qabul qilingan belgilashlarni hisobga olgan holda obligatsiyaning V haqiqiy qiymati va K kurs qiymati talab qilinadigan daromadlilikdan kelib chiqqan holda quyidagiga teng bo'ladi:

$$V = F \left(\frac{1+k}{1+r} \right)^n,$$

$$K = 100 \left(\frac{1+k}{1+r} \right)^n.$$

Obligatsiyalarga investitsiyalar samaradorligi umumiy o'lchovi sifatida qoplash muddatigacha daromadlilik (Yield To Maturity – YTM) ko'rsatkichidan foydalaniladi.

Qoplash muddatigacha daromadlilik investorning qimmatli qog'ozni qoplash muddatigacha saqlashi natijasida olishi mumkin bo'lgan daromadlilik darajasini o'zida aks ettiradi. Bunda obligatsiyaning joriy bahosi va uning bozor bahosi (P) o'rtasidagi nisbatning foizdagi ifodasi olinadi.

Bir yilda bir marta to'lanadigan qat'iy belgilangan kuponli obligatsiyalar uchun belgilangan tenglikdan kelib chiqqan holda YTM quyidagicha aniqlanadi:

$$P = \sum_{t=1}^n \frac{CF}{(1+YTM)^t} + \frac{F}{(1+YTM)^n}.$$

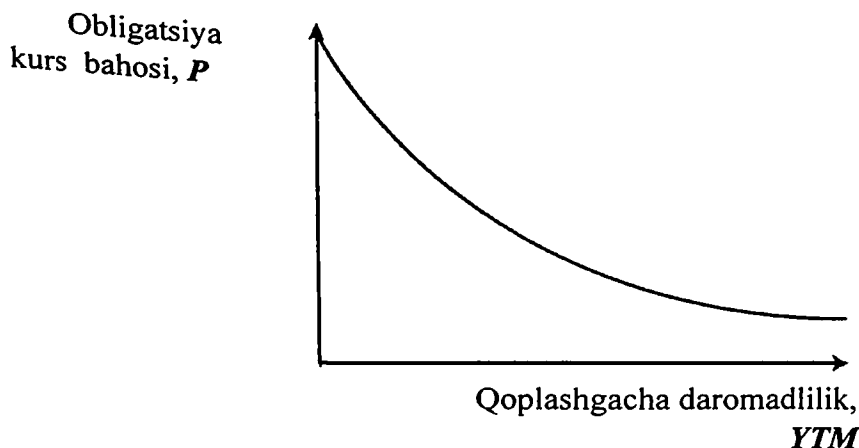
bu yerda F – qoplash bahosi (qoidaga ko‘ra nominal bahosi).

Keltirilgan matematik ifodadan YTMni aniqlash mumkin. Qayd etib o‘tish kerakki, formula bo‘yicha hisoblanadigan YTM ko‘rsatkichi investitsiya ichki daromadlilik me‘yorini o‘zida aks ettiradi. Bu yerda e‘tibor talab qiladigan jihat shuki, obligatsiyani qoplashgacha real daromadlilik quyidagi shartlar bajarilgandagina aniqlanadi:

- obligatsiya qoplash muddatigacha saqlanishi lozim;
- olinadigan kuponli daromadlar darhol $r = YTM$ stavka bo‘yicha qayta investitsiyalanishi kerak.

Shunday qilib, qoplashgacha bo‘lgan daromadlilik YTM va kuponli daromadni reinvestitsiyalash stavkasi r o‘rtasida to‘g‘ridan-to‘g‘ri bog‘liqlik amal qiladi. Ya‘ni r pasayishi bilan YTM ham pasayadi, r o‘sishi bilan YTM ham o‘sib boradi.

YTM ko‘rsatkichiga obligatsiyaning xarid bahosi ham ta‘sir ko‘rsatadi. Kuponli obligatsiyaning qoplashgacha daromadliliigi YTM ning uning bozor qiymati P ga fundamental bog‘liqligi quyidagi rasmda keltirilgan (14.1-rasm). Qayd etish kerakki, bu yerda teskari bog‘liqlik amal qiladi.



14.1-rasm. Kuponli obligatsiyaning qoplashgacha daromadliliigi YTMning uning bozor qiymati P ga bog‘liqligi

Kupon stavkasi k , qoplashgacha daromadlilik YTM va obligatsiya bozor bahosi P o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni aks ettiruvchi fundamental qoidalarni quyida keltirib o'tamiz:

- agar $P > F$ bo'lsa, unda $k > YTM$;
- agar $P < F$ bo'lsa, unda $k < YTM$;
- agar $P = F$ bo'lsa, unda $k = YTM$.

Bu qoidalarga amal qilishda YTMning kuponli to'lovlarni reinvestitsiyalash stavkasiga bog'liqligini unutmaslik kerak. Umuman YTM ko'rsatkichiga qoplashgacha o'rtacha kutiladigan daromadlilik sifatida qaralishi lozim.

Muddatsiz obligatsiyalar qoplashgacha daromadliliigi YTMni aniqlash uchun quyidagi tenglikdan foydalanish mumkin:

$$YTM = \left[1 + \frac{k}{m} \times \frac{100}{K} \right]^m - 1.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

IBM kompaniyasining muomala muddati 100 yilga teng bo'lgan obligatsiyasi 92,50 birlik kurs bo'yicha sotib olingan. Kupon stavkasi 7,72 foizga teng va har yarim yilda bir marta to'lanadi. Operatsiya daromadliliğini aniqlang.

$$YTM = (1 + (0,0772/2) \times (100/92,50))^2 - 1 = 0,0852 \text{ yoki } 8,5 \text{ foiz.}$$

Olingan natijadan ko'rinib turibdiki, mazkur obligatsiya qoplashgacha daromadliliigi kupon stavkasidan yuqori.

Kuponsiz obligatsiyalar uchun yagona daromad manbai obligatsiyaning xarid bahosi va nominal bahosi (qoplash bahosi) o'rtasidagi farq hisoblanadi. Obligatsiyaning nominali ma'lum ekan (100 foiz qabul qilingan) operatsiya daromadliliğini aniqlash uchun ikkita ko'rsatkich xarid bahosi P (yoki kurs K) va qoplash muddati n ni bilish yetarli. Shunda kuponsiz obligatsiya bo'yicha qoplashgacha daromadlilik quyidagi formula bo'yicha aniqlanishi mumkin:

$$YTM = \sqrt[n]{\frac{F}{P}} - 1 = \sqrt[n]{\frac{100}{K}} - 1.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

Qoplash muddati uch yil, 1000 birlik nominalga ega kuponsiz obligatsiya 878,80 birlik baho bo'yicha sotib olingan. Obligatsiyaning qoplashgacha daromadlilikini aniqlang.

$$YTM = \sqrt[3]{\frac{1000}{878,8}} - 1 = 0,044 \text{ yoki } 4,4 \text{ foiz.}$$

Kuponsiz obligatsiya bo'yicha qoplashgacha daromadlilik obligatsiyaning xarid bahosi va qoplash muddatiga nisbatan teskari bog'liqlikka ega.

Qoplash vaqtida foiz to'lanadigan obligatsiyalar bo'yicha qoplashgacha daromadlilik quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$YTM = \sqrt[n]{\frac{FV}{P}} - 1 = \sqrt[n]{\frac{100}{K}} - 1,$$

bu yerda FV – hisoblangan foizlarni o'z ichiga olgan qoplash summasi.

Amaliyotda bunday moliyaviy instrumentlar ikkilamchi bozorda nominaldan farqli bahoda sotilishi mumkin. Shuning uchun ham umumiy holatda qoplashgacha daromadlilik YTM kurs bahosi K orqali aniqlanishi qulayroq hisoblanadi:

$$YTM = \frac{1 + k}{\sqrt[n]{\frac{K}{100}}} - 1.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

Qoplash muddati uch yil, nominali 100 ming birlikka teng bo'lgan qoplash vaqtida foiz to'lanadigan obligatsiya 90 ming birlikka, ya'ni nominalining 90 foiziga sotib olingan. Yillik foiz stavkasi 20 foiz. Investitsiya daromadlilikini aniqlang.

$$YTM = \frac{1 + 0,2}{\sqrt[3]{0,9}} - 1 = 0,2428 \text{ yoki } 24,28 \text{ foiz.}$$

Bunday moliyaviy instrumentlar bo'yicha qoplashgacha daromadlilik va bozor bahosi (kursi) o'rtasidagi bog'liqlikdan quyidagi qoidalarni anglash mumkin:

- agar $P < F$ ($K < 100$) bo'lsa, unda $YTM > k$ bo'ladi;
- agar $P = F$ ($K = 100$) bo'lsa, unda $YTM = k$ bo'ladi;

- agar $P > F$ ($K > 100$) bo'lsa, unda $YTM < k$ bo'ladi.

Obligatsiyalar real qiymatini aniqlash va daromadlilikini baholash bo'yicha yuqoridagilarga qo'shimcha tarzda boshqa ko'rsatkichlardan ham amaliyotda keng foydalaniladi.

14.3. Aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholash

O'zbekiston Respublikasi "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi qonuniga asosan *aksiyalar* egasining nomi yozilgan emissiyaviy qimmatli qog'ozlar bo'lib, ular turiga ko'ra oddiy va imtiyozli bo'lishi mumkin.

Imtiyozli aksiyalar o'z egalariga jamiyat foyda ko'rish-ko'rmasligidan qat'i nazar muayyan dividendlar olish huquqini beradi. Mamlakatimiz qonunchiligiga ko'ra aksiyadorlik jamiyatining imtiyozli aksiyalari bo'yicha dividendlarni qimmatli qog'ozlar bilan to'lashga yo'l qo'yilmaydi.

Oddiy aksiyalar bo'yicha dividendlar oldindan belgilab qo'yilmaydi. Ularning miqdori jamiyat tomonidan olinadigan foydaga bog'liq va aksiyadorlar umumiy yig'ilishi qarori bilan belgilanadi.

Aksiyalar obligatsiyalarga qaraganda yuqori riskli qimmatli qog'ozlar hisoblanadi. Dividendlardan va aksiyalar bahosi o'sishi hisobiga shakllanadigan yuqori foyda olish imkoniyati investorlarni jalb qilishga xizmat qiladi. Aksiyalarning yuqori daromadlili odatda qarz majburiyatlari bilan taqqoslaganda inflyatsiyadan yaxshigina himoyani ta'minlaydi.

Aksiya va obligatsiyalarni baholash texnikasi pul oqimlarini diskontlashning yagona modeliga asoslanishiga qaramasdan, aksiyalar qiymati va daromadlilikini aniqlash quyidagi ikkita holat sabab ancha murakkab hisoblanadi:

- oddiy aksiyalar bo'yicha dividendlar kafolatlanmagan, ya'ni oldindan ma'lum emas;
- aksiyalar qoplash muddatiga ega emas.

Yuqorida ta'kidlanganidek, aksiya egasining daromadi olinadigan dividendlar va aksiya bozor bahosining o'zgarishidan tashkil topadi.

Investitsiyalar bitta davrli bo'lgan holatda aksiya qiymati quyidagi formula yordamida aniqlanishi mumkin:

$$V = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{P_1}{1+r}.$$

bu yerda DIV_1, P_1 – mos ravishda $t=1$ davrda dividend va aksiya bahosi.

Mos ravishda, investitsiya daromadliligi

$$Y = \frac{DIV_1 + (P_1 - P_0)}{P_0}.$$

bu yerda $P_0 - t=0$ davrdagi aksiya bahosi yoki aksiyaning boshlang'ich ma'nosi.

n davrli muddatga investitsiyalar uchun

$$V = \sum_{t=1}^n \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}.$$

Aksiyalarning muomala muddati formal jihatdan cheklanmaganligi sababli $n \rightarrow \infty$ sharoitida oxirgi qo'shiluvchi nolga intiladi. Shunda

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t}.$$

Olingan ifoda amerikalik olim J. Williams tomonidan ishlab chiqilgan dividendlarni diskontlash modeli (Dividend Discount Model – DDM) sifatida ma'lum. Mazkur modelga muvofiq oddiy aksiyalar qiymati joriy vaqtda diskontlangan barcha dividendlar summasiga teng.

Agar ayni vaqtdagi aksiya bozor bahosi ma'lum bo'lsa, uning ichki daromadliligi Y quyidagi tenglama yordamida aniqlanishi mumkin:

$$P = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+Y)^t} = 0.$$

Aksiyalar muomala muddatining cheklanmaganligi sababli mazkur moliyaviy instrument bo'yicha investitsiyalar samaradorligini baholash uchun yuqoridagi formulalarni amaliy qo'llash DIV_t miqdorni aniqlashning murakkabligidan kelib chiqqan holda chegaralangan. Chunki investorlar tomonidan hattoki yaqin kelajakdagi dividendlarni aniq bilish mumkin emas.

Shuning uchun ham tahlil o'tkazishda odatda dividendlarning mumkin bo'lgan yoki kutilayotgan o'sish sur'atlari borasidagi taxminlardan kelib chiqiladi.

Eng oddiy taxmin investitsiya butun muddati davomida dividendlar miqdorining o'zgarmay qolishi hisoblanadi, ya'ni:

$$DIV_0 = DIV_1 = \dots = DIV_n = DIV = const.$$

Shunda aksiya qiymatini baholash formulasi quyidagi ko'rinishga keladi:

$$V = DIV \left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} \right].$$

$n \rightarrow \infty$ sababli kvadrat qavs ichidagi miqdor r ga intiladi va baholash modeli soddalashadi:

$$V = \frac{DIV}{r}.$$

Bu ifoda J.Gordonning *nollik o'sish modeli* sifatida ma'lum va bu modeldan qat'iy belgilangan dividend to'lanuvchi imtiyozli aksiyalarni baholash uchun foydalanishi mumkin.

Misol ko'rib chiqamiz.

Yillik 6 birlik dividend to'lanadigan aksiyaning bozor bahosi 35 birlik. Agar investor uchun daromadlilik me'yori 20 foiz bo'lsa, aksiya qiymatini aniqlang.

$$V = \frac{6}{0,2} = 30 \text{ birlik.}$$

Bundan ko'rinib turibdiki, aksiya ortiqcha baholangan va boshqa shart-sharoitlar teng bo'lganda uni sotib olishni rad etish kerak.

Nollik o'sish modelida aksiya daromadliligi quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$Y = \frac{DIV}{P}.$$

Yuqorida keltirilgan misol bo'yicha aksiya daromadliligi $6/35=0,1714$ ga teng va ko'rinib turibdiki talab qilinadigan daromadlilik me'yori 20 foizdan past. Bunday sharoitda operatsiyaning samarasizligi haqidagi xulosa tasdiqlanadi.

Aksiyalarni baholash bo'yicha oddiy va keng tarqalgan yondashuvlardan yana biri doimiy o'sish modeli hisoblanadi. Mazkur model asosida aksiyalar bo'yicha dividend to'lovlari proporsional tarzda qandaydir g miqdor (ya'ni bir xil o'sish sur'ati)ga o'sishi to'g'risidagi taxmin (faraz) yotadi. Shunda $DIV_t = DIV_{t-1} (1+g)$ yoki $DIV_t = DIV_0 (1+g)^t$.

Bunday holatda aksiya qiymati quyidagicha aniqlanadi:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_0(1+g)^t}{(1+r)^t} = DIV_0 \left[\sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r)^t} \right].$$

Ko'rish mumkinki, $n \rightarrow \infty$ sababli kvadrat qavs ichidagi ifoda $r > g$ bo'lganda $(1+g)/(r-g)$ miqdorga intiladi:

Shunda doimiy o'sish modeli quyidagi ko'rinishga keladi:

$$V = DIV_0 \left[\frac{1+g}{r-g} \right] = \frac{DIV_1}{r-g}.$$

Misol ko'rib chiqamiz.

Yuqoridagi misol bo'yicha dividendlarning doimiy o'sishi yillik 5 foiz bo'lishi kutilayapti. Boshqa shartlar o'zgarmaganda aksiya qiymatini aniqlang.

$$V = 6 \times \left[\frac{1+0,05}{0,2-0,05} \right] = 42 \text{ birlik}.$$

Eslatib o'tish kerakki, nollik o'sish modeli doimiy o'sish modelining $g=0$ bo'lgandagi alohida holati hisoblanadi.

Doimiy o'sish modelida investitsiya daromadliligi quyidagi formula orqali aniqlanadi:

$$Y = \frac{DIV_0(1+g)}{P} + g = \frac{DIV_1}{P} + g.$$

Agar oldingi misolda aksiyaning bozor bahosi 35 birlik bo'lsa, boshqa shartlar o'zgarmagan holatda uning daromadliligi quyidagicha bo'ladi:

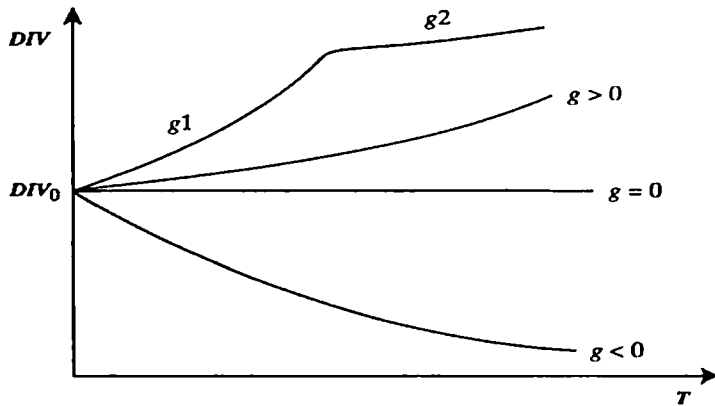
$$Y = \frac{6 \times (1 + 0,05)}{35} + 0,05 = 0,23 \text{ yoki } 23 \text{ foiz.}$$

Gordon modeli aksiyalarni baholashda oddiy yondashuv bo'lsa ham, uning qo'llanilishi bo'yicha qator cheklolar mavjud. Bunda birinchi cheklov uzoq muddat davomida (mohiyatiga ko'ra muddatsiz ravishda) dividendlarning bir xil sur'atda o'sishi haqidagi faraz bilan bog'liq. Korxonaning ko'rsatkichlari, xususan foyda miqdorining bir xil sur'atda o'sishi aniq emas va amaliyotda ko'pchilik korxonalarda bunday farazlar o'z isbotini topmaydi. Ikkinchi cheklov barqaror o'sish sur'atini belgilashda kuzatiladi. Umumiy holda barqaror o'sish sur'atlarini belgilashda o'rtacha tarmoq ko'rsatkichi bilan muvofiqlashtirish yoki farqli jihatlarni asoslash talab etiladi.

Umuman Gordon modelini barqaror moliyaviy siyosatga va tarmoq bo'yicha o'rtacha o'sish sur'atlariga yaqin o'sishga erishayotgan aksiyadorlik jamiyatlariga nisbatan qo'llash maqsadga muvofiq.

Dividendlarni diskontlashning eng umumiy va reallikka yaqin modellaridan biri *o'zgaruvchan o'sish modeli* hisoblanadi.

Bunday modelni amalga oshirishning mumkin bo'lgan yondashuvlarini quyidagi rasmda keltiramiz (17-rasm).



14.2-rasm. O'zgaruvchan o'sish modeli

Yuqoridagi rasmda ko'rib turganimizdek, o'zgaruvchan o'sish modelini qo'llash investorga korxonada rivojlanishining mos davri uchun mumkin bo'lgan o'sish sur'atlarini yoki uning qonuniy asoslangan o'zgarishlarini aniqlash imkonini beradi. Korporativ moliyani boshqarish nazariyasi va amaliyotida o'zgaruvchan o'sish modelining xususiy holatlari sifatida ikki yoki uch davrli model keng qo'llaniladi.

Ikki davrli o'sish modelida qandaydir T davrgacha dividendlarning o'zgarishi aniq bir obyektiv qonuniyatlar bilan bog'lanmagan. Lekin T davr boshlangandan so'ng ular g doimiy koeffitsient bilan o'sadi.

Shunda investor $DIV_1, DIV_2, \dots, DIV_T$ dividendlar belgilanishi, shuningdek, T davrning ham prognozini amalga oshirishi lozim. Bu holatda aksiyalar bo'yicha to'lovlar oqimi ikki qismga: T davrgacha va T davrdan keyingi dividendlarga ajratiladi. Mos ravishda aksiya qiymati V ikkala to'lovlar oqimlari qiymati yig'indisiga teng bo'ladi: $V = V_T + V_{T+1}$.

Mazkur holatda V_T miqdori T davrdan oldin dividend to'lovlarining berilgan r stavkasi bo'yicha diskontlangan summasini o'zida aks ettiradi. T davrdan keyingi to'lovlar oqimi doimiy koeffitsient bilan o'zgartirilishi nazarda tutiladi. Uning qiymati V_{T+1} doimiy o'sish modeli bo'yicha aniqlanishi mumkin.

Shunda aksiya qiymati V quyidagi formula yordamida aniqlanishi mumkin:

$$V = V_T + V_{T+1} = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{DIV_{T+1}}{(r-g)(1+r)^T}.$$

O'zgaruvchan o'sish modeli bo'yicha investitsiya ichki daromadliligini hisoblash ma'lum bir murakkablikni o'zida aks ettiradi va quyidagi tenglik asosida aniqlanadi:

$$P = \sum_{t=1}^T \frac{DIV_t}{(1+Y)^t} + \frac{DIV_{T+1}}{(Y-g)(1+Y)^T}.$$

Zamonaviy kompyuterlar va tegishli amaliy dasturlar paketlari mazkur ko'rsatkichni tezda va samarali aniqlashga imkon beradi.

Misol ko'rib chiqamiz.

Faraz qilaylik, A kompaniya aksiyalari bo'yicha keyingi ikki davr mobaynida dividend to'lovlarining 25 foizlik o'sishi kutilmoqda. Undan so'ng dividend to'lovlari yillik o'sish 5 foiz darajasida barqarorlashadi. Talab qilinadigan daromadlilik stavkasi 12 foiz. A kompaniya aksiyasi qiymatini aniqlang.

$$V = V_T + V_{T+1} = \left(\frac{2 \times (1+0,25)}{(1+0,12)} + \frac{2 \times (1+0,25)^2}{(1+0,12)^2} \right) + \frac{2 \times (1+0,25)^2 \times (1+0,05)}{(0,12-0,05)(1+0,12)^2} = 42,08 \text{ birlik.}$$

Gordon modeli kabi ikki bosqichli model ham qator kamchiliklarga ega. Ulardan eng asosiylari sifatida quyidagilarni keltirish lozim:

- alohida o'sish davri davomiyligini aniqlashning zarurligi;
- yuqori o'sish bosqichida reinvestitsiya qilinadigan yoki jamg'ariladigan pul tushumlarini va to'lanadigan past darajadagi dividendlarni korxonalarining yetarlicha baholay olmasligi;

- juda past va barqaror dividendlarga o'tish jarayonining juda tez sodir bo'lishi.

Umuman bunday modellar tez rivojlanuvchi korxonalar, ya'ni mazkur bosqichda bozorning boshqa ishtirokchilari bilan taqqoslaganda qandaydir raqobat ustunligiga (masalan, nou-xau, alohida huquq, litsenziyalar, patentlar) ega korxonalarni baholash uchun ko'proq mos keladi.

Uch bosqichli model deb ataladigan aksiyalar qiymatini va daromadlilikini baholash moduli eng umumiy model hisoblanadi. Barcha korxonalar hayotiy sikli tushunchasiga hamohang tarzda mazkur model ham taraqqiyotning uchta bosqichi: o'sish bosqichi, o'tish bosqichi va rivojlanishning eng yuqori bosqichi tarzida amal qiladi. Har bir bosqich daromadlar va dividendlarning mos o'sish sur'atlari bilan tavsiflanadi. Umumiy holda birinchi bosqichda korxonaning muvaffaqiyatli rivojlanishi jarayonida dividend to'lovlarining o'sishi g_1 o'rtacha tarmoq darajasigacha o'sishi yoki bir muncha pastroq bo'lishi mumkin. Undan keyin qandaydir o'tish davri mobaynida korxonalar rivojlanishining barqarorlashuvi kuzatiladi va bu davrda dividendlarning nisbatan barqarorligi yoki g_2 koeffitsientda o'zgarishi kuzatiladi. Oxirgi bosqich boshlangandan so'ng ma'lum darajada barqarorlashadi yoki yuqori bo'lmagan g_3 koeffitsientda o'sib boradi. Shunday qilib korxonalar rivojlanish bosqichlariga mos ravishda dividend to'lovlarining g_1 , g_2 , g_3 koeffitsientlardagi o'sish sur'atlarini, shuningdek, har bir bosqich davomiyligi prognozini amalga oshirish lozim. Korxonalar rivojlanishining real jarayonlari bilan bir xil bo'lgan bunday modelning bir xil prognozlarini yuqori aniqlikda hisob-kitob qilish amaliyotda bir muncha murakkablik kasb etadi.

DDM modelining ko'rib chiqilgan turlari kutilayotgan dividendlar va ularning o'sish sur'atini prognozlashga asoslanadi. Lekin bu model ham nazariy jihatdan asoslanganligiga qaramasdan qator kamchiliklarga ega. Masalan, bu modellar umuman dividend to'lamaydigan, nomuntazam dividend to'lovlarini amalga oshiradigan, arziyas summada dividendlar to'laydigan korxonalar aksiyalarini baholash uchun to'g'ri kelmaydi.

Pul oqimlarini diskontlashga asoslangan modellar xorijiy tajribada keng qo'llaniladigan modellardan biri hisoblanadi. Bu model shakllanishiga nisbatan ikkita asosiy yondashuv amal qiladi.

Birinchisi korxonada aktivlaridan bo'sh pul oqimlari $FCFF_t$ ni prognozlashga va keyin esa korxonada bozor qiymati V ni baholashga asoslanadi. Korxonada qiymatini baholash umumiy formulasi quyidagi ko'rinishga ega:

$$V = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r)^t},$$

bu yerda r – korxonada kapitalning o'rtacha qiymati ($r = WACC$).

Undan keyin xususiy kapital qiymati – $MV(E)$ ni baholash uchun V miqdordan korxonaning sof qarzi bozor qiymati ayriladi. Oxirgi bosqichda olingan natija chiqarilgan aksiyalar soniga bo'linadi va natijada bitta aksiyaning haqiqiy qiymati aniqlanadi.

Boshqa yondashuvda $FCFF_t$ pul oqimlari diskontlanadi. Bunda diskontlash stavkasi sifatida korxonada xususiy kapitali bo'yicha talab qilinadigan daromadlilik ko'rsatkichidan foydalaniladi. Natijada xususiy kapital qiymatini aniqlash uchun quyidagi formuladan foydalaniladi:

$$V_E = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCFF_t}{(1+r_E)^t},$$

bu yerda r_E – xususiy kapital bo'yicha talab qilinadigan daromadlilik.

Bitta aksiyaning haqiqiy qiymati V_E miqdorni muomaladagi aksiyalar soniga bo'lish orqali aniqlanadi.

Aksiyalarni baholashda keng qo'llaniladigan yondashuvlardan yana biri turli xil moliyaviy koeffitsientlardan foydalanish hisoblanadi.

Aksiyalarni baholashda ko'pchilikka ma'lum va keng qo'llaniladigan koeffitsient aksiya bahosining foydaga nisbati koeffitsienti hisoblanadi ($Price/Earnings - P/E$). Bu ko'rsatkich aksiya bozor bahosi P ning bitta aksiyaga to'g'ri keladigan sof foyda ko'rsatkichi EPS ga nisbati sifatida aniqlanadi.

Mazkur baholash modelining mohiyati quyidagicha ifodalanadi. Dastlab kelgusi davrda korxonaning bitta aksiyasiga to'g'ri keladigan

daromad baholanadi, ya'ni *EPS* ko'rsatkichi aniqlanadi. Undan so'ng olingan ko'rsatkich aynan bir xil korxonalar uchun hisoblangan yoki mazkur tarmoq uchun o'rtacha *P/E* (*P/EPS*) koeffitsientga ko'paytiriladi. Shunday qilib,

$$V_t = EPS_t \times P/E.$$

Amaliyotda mazkur koeffitsientlardan hisob-kitoblar uchun joriy belgilashlarda tez-tez foydalaniladi.

Misol ko'rib chiqamiz.

Agar oxirgi yilda bitta aksiyaga to'g'ri keladigan foyda 30 birlikni tashkil etgan va kelajakda ham shuncha bo'lishi kutilayotgan bo'lsa, shuningdek, mazkur tarmoq bo'yicha *P/E* o'rtacha 150 birlikni teng bo'lsa "M" korxonasi aksiya qiymatini aniqlang.

$$V = 30 \times 150 = 4500 \text{ birlik.}$$

P/E koeffitsient aslida yakuniy natija – sof foyda bo'yicha korxonani baholaydi. Boshqacha aytganda bu ko'rsatkich bozor aniq bir korxonaning bir birlik foydasiga qancha to'lashga tayyorligini ko'rsatib beradi.

Uning belgilanishi butun sof foyda dividend to'lashga yo'naltiriladigan sharoitda aksiya bo'yicha investitsiyalar qoplanish muddati sifatida ham talqin qilinishi mumkin.

P/E koeffitsientning yuqori belgilanishi aksiyaning jalb qiluvchanligini o'zida aks ettiradi. Natijada investorlar uning istiqbolli tarzda yanada o'sishi, daromadlarining ishonchli va barqarorligi, risklilik darajasining unchalik yuqori emasligini anglashlari mumkin bo'ladi.

P/E moliyaviy koeffitsientni hisob-kitob qilishda korxonasi faoliyatining qator muhim moliyaviy ko'rsatkichlari, shuningdek, ularga ta'sir etuvchi omillar, masalan kelgusi pul oqimlari, aktivlar va boshqalarning e'tiborga olinmasligini mazkur modelning kamchiligi sifatida ko'rsatishimiz mumkin. Bundan tashqari sof foyda moliyaviy hisobotlarning boshqa ko'rsatkichlari bilan taqqoslaganda o'zgarishlarga yuqori darajada moyil hisoblanadi va unga boshqaruvchilarning bevosita ta'siri ham kuzatiladi. Koeffitsientning yuqori belgilanishi foyda miqdorining keskin past bo'lishi natijasida ham kelib chiqishi

mumkin. Shuningdek, bu ko'rsatkichni zarar ko'rib ishlovchi korxonalar uchun aniqlash imkoniyati mavjud emas.

EPS ko'rsatkichi bitta aksiyaga to'g'ri keladigan dividend (*Dividends Per Share – DPS*) va dividend to'lovlari (*payout ratio - PR*)ning o'zaro nisbati sifatida ham aks ettirilishi mumkin:

$$EPD_t = \frac{DPS_t}{PR_t}.$$

O'z navbatida, dividend to'lovlari koeffitsientini korxonani reinvestitsiyalashga yo'naltiriladigan foydaning ulushi (*recovery rating – RR*)dan kelib chiqqan holda ham aniqlash mumkin:

$$DPS_t = EPS_t \times (1 - RR_t).$$

Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda ta'kidlash mumkinki, *EPS* va *P/E* koeffitsientlari kelgusidagi dividend to'lovlarini 100 foizgacha aniq hisoblash imkoniyatini bermaydi.

Aksiyalar qiymatini baholashda yana bir koeffitsient "Baho/tushum" (*Prise to Sales*) koeffitsienti hisoblanadi. Bu koeffitsientdan foydalanish yordamida baholash metodikasi *P/E* yondashuvidan foydalanishga o'xshash, faqat bitta aksiyaga to'g'ri keladigan foyda o'rniga korxonaga tushumining joriy miqdoridan foydalaniladi:

$$V_t = \frac{P}{S} \times SAL_t.$$

bu yerda SAL_t – t davrda korxonaning tovar sotishdan tushumi.

Aksiyalarni baholash uchun *P/S* koeffitsientidan foydalanish aksariyat korxonalar uchun foyda ko'rsatkichi emas, balki mahsulot sotish hajmining o'sishini ta'minlash maqsadiga asoslanadi. Bunday maqsadning qo'yilishiga sabab mahsulot sotishdan tushum ko'rsatkichining tovar va xizmatlar bozorida korxonaning egallab turgan o'rni belgilashda muhim ahamiyatga egaligi bilan izohlanadi. Korxonaning bunday tartibda jadallik bilan o'sishi boshqa barcha shart-sharoitlar teng bo'lganda daromad olinishi va musbat pul oqimlariga erishish imkoniyatini yuzaga keltiradi.

Mazkur metodning afzalligi sifatida yangi, shuningdek, zarar bilan ishlovchi va manfiy pul oqimlariga ega korxonalar aksiyalarini baholash imkoniyatini berishi bilan izohlash mumkin. Aniq-ravshanki

bunday holatda *DDM* modeli yoki *P/E* ko'rsatkichidan foydalanish murakkablik tug'diradi va hech qanday mazmunga ega emas. Bundan tashqari tushum ko'rsatkichining o'zgaruvchanligi odatda, foydaga nisbatan ancha past. Shuningdek, bu ko'rsatkich moliyaviy hisobotlarda ishonchli hisoblanadi va unga korxonalar moliyaviy siyosatining jiddiy ta'siri kuzatilmaydi.

Lekin *P/S* koeffitsientidan foydalanish orqali aksiyalarni baholash metodi konseptual kamchilikka ega bo'lib, bu koeffitsient nisbiy baholash metodi hisoblanadi va aksiyaning haqiqiy qiymatini belgilab bermaydi. Chunki bu metodda aksiya qiymati boshqa o'zaro tenglashtirilgan korxonalar guruhiga nisbatan belgilanadi.

Bundan tashqari mahsulot sotishdan tushum korxonalar faoliyatining yakuniy natijasiga ta'sir etuvchi omillardan faqat bittasi hisoblanadi va korxonalar bir xil tushum ko'rsatkichi bilan turli xil rentabellikka, samaradorlikka erishishlari mumkin. Aynan shu bog'liqlikdan kelib chiqqan holda *P/S* koeffitsienti mahsulot sotish rentabelligi yoki foyda marjasi masalan, soliqlar va foizlar to'langunga qadar foyda, sof foyda ko'rsatkichlari bilan birgalikda foydalanish samaraliroq hisoblanadi.

Xalqaro amaliyotda keng doirada qo'llaniladigan yana bir koeffitsient korxonalar qiymati (*Enterprise Value – EV*)ning soliqlar, foizlar va amortizatsiya chegirilgunga qadar foyda (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization – EBITDA*)ga nisbati ko'rsatkichi hisoblanadi. *EV/EBITDA* eng past ko'rsatkichli aksiyalar sotib olish uchun nomzod aksiyalar hisoblanadi.

Mazkur ko'rsatkichning afzalliklari sifatida quyidagilarni ko'rsatish mumkin:

- zarar bilan ishlayotgan korxonalarni aniqlashga xizmat qilishi mumkin;

- qarz mablag'lari hisobiga qo'shib olishni baholashda foydalanish uchun qulay;

- qarz mablag'lari hisobiga moliyalashtirish, amortizatsiya siyosati, soliq siyosati va boshqalar turli xil darajada bo'lgan korxonalarni o'zaro taqqoslash imkonini beradi.

Amaliyotda mazkur ko'rsatkichni hisoblashning turli xil yondashuvlari amal qiladi. Ulardan eng keng qo'llaniladigani quyidagi formula bo'yicha amalga oshiriladi:

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{MV(E)+MV(D)-C}{EBITDA},$$

bu yerda MV(E), MV(D) – mos ravishda korxonaga xususiy kapitali va qarz kapitalining bozor qiymati;

C – balansdagi pul mablag'lari va ularning ekvivalentlari.

Yuqorida keltirilgan formulaga muvofiq korxonaga qiymati uning xususiy kapitali va qarz kapitali yig'indisidan pul mablag'larini ayirish orqali aniqlanadi. Bunday yondashuv aksiyalar bozor qiymatini hisobga olgan holda korxonaga qiymatining tarkibiy elementlari nisbatan to'liq kartinasi ko'rish imkonini beradi. Shubhasiz butun korxonani naqd pulga sotib olishda investor uning barcha majburiyatlarni o'ziga olishga yoki birdaniga to'lashga majbur bo'ladi. Korxonaga qiymatini aniqlashda pul mablag'lari va ularning ekvivalentlarini chegirishdan maqsad korxonani xarid qilishda balansdagi pul mablag'i o'zgarmas qolishi bilan izohlanadi.

Umuman yuqorida keltirib o'tilgan aksiyalarni baholash modellari barchasi ham o'ziga xos afzalliklar va kamchiliklarga ega. Shunday ekan investitsion faoliyatni amalga oshirish uchun korxonalar aksiyalarini baholashda ko'rib chiqilgan modellar va koeffitsientlarning bir nechtasidan foydalanish va o'rtachasini olish maqsadga muvofiq, deb o'ylaymiz.

Nazorat savollari

1. Moliyaviy aktivlarning iqtisodiy mohiyatini izohlab bering.
2. Moliyaviy aktivlarga qo'yiladigan talablarni bilasizmi?
3. Moliyaviy aktivlar qanday xususiyatlariga ko'ra tasniflanadi? Alohida xususiyatlari bo'yicha tasnifini keltiring.

4. Moliyaviy aktivlar bo'yicha operatsiyalarni amalga oshirishda qaysi ko'rsatkichlar bo'yicha baholashlar amalga oshirilishi shart?

5. Obligatsiyalarning daromadlilikiga ko'ra tasnifini sanab o'ting va ularning har biriga izoh bering.

6. Kuponli obligatsiyalarning joriy kurs bahosini aniqlash formulasini amaliyotda qo'llay olasizmi?

7. Obligatsiya qiymati, kupon stavkasi va bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni izohlab bera olasizmi?

8. Obligatsiya qiymati va uni qoplash muddati o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni qanday tushunish mumkin?

9. Kuponsiz yoki diskontli obligatsiyalar qiymatini baholash formulasini amaliyotda qo'llay olasizmi?

10. Qoplash vaqtida foizlar to'lanadigan obligatsiyalar bahosini aniqlashda e'tibor talab qiladigan jihatlarga to'xtalib o'ting.

11. Aksiyalar daromadlilikini baholash uchun qo'llaniladigan ko'rsatkichlar tizimini sanab o'ting va ularning iqtisodiy mohiyatini izohlab bering.

Testlar

1. Moliyaviy aktivlarning iqtisodiy mohiyatini anglatuvchi eng muhim xususiyati to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) ularning daromad keltirishi;
- b) kompaniyani boshqarish huquqini berishi;
- d) qaror qabul qilishda veto qo'yish huquqini berishi;
- e) oldi-sotdi predmeti ekanligi.

2. Moliyaviy aktivlarning muhim o'ziga xos xususiyatlari to'g'ri berilgan javobni belgilang.

- a) huquqiy tan olinishi, muomalada bo'lishi, aniq standartlarga ega bo'lishi, likvidlilik, risklilik;
- b) erkin oldi-sotdi obyekt sifatida bozorda amal qilishi va davlat nazoratida turishi;

d) kutiladigan daromad miqdorini har doim ham aniq belgilash imkonining mavjud emasligi va oldi-sotdi obyekti ekanligi;

e) qonunchilik bilan belgilangan majburiy rekvizitlarga egaligi, doimo egasiga foyda keltirishi, risklilik darajasi yuqoriligi.

3. Moliyaviy aktivlarni baholash ularning qaysi jihatlari bo'yicha amalga oshiriladi?

a) haqiqiy qiymatini, daromadlilikini va risklilik darajasini baholash bo'yicha;

b) moliya bozoridagi mavjud talabni va taklifni baholash bo'yicha;

d) muomalaga chiqarilgan moliyaviy aktivlarning o'rtacha nominalini va haqiqiy bahosini aniqlash orqali;

e) moliyaviy aktivlarning amal qilish ko'lami va doirasini aniqlash orqali.

4. Daromad to'lash shakllari bo'yicha obligatsiyalarning tasniflanishi to'g'ri berilgan javobni ko'rsating.

a) kuponli, diskontli va qoplash vaqtida daromad to'lanadigan obligatsiyalar;

b) nollik kuponli va qoplash vaqtida foiz to'lanadigan obligatsiyalar;

d) kuponsiz va nollik kuponli obligatsiyalar;

e) qoplash vaqtida daromad to'lanadigan va nollik kuponli obligatsiyalar.

5. Obligatsiya qiymati, kupon stavkasi va bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) o'rtasidagi o'zaro bog'liqlik to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

a) agar bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) obligatsiya kupon stavkasidan yuqori bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan past bo'ladi, ya'ni obligatsiya diskont bilan sotiladi;

b) agar bozor stavkasi (daromadlilik me'yori) obligatsiya kupon stavkasidan past bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan past bo'ladi;

d) agar talab qilinadigan daromadlilik me'yori obligatsiya kupon stavkasidan yuqori bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominalidan yuqori bo'ladi;

e) agar talab qilinadigan daromadlilik me'yori obligatsiya kupon stavkasidan past bo'lsa, obligatsiya joriy qiymati uning nominaliga teng bo'ladi.

6. Kuponsiz obligatsiya joriy qiymati qaysi formula yordamida aniqlanadi:

a) $V = \frac{F}{(1+r)^n}$;

b) $V = \frac{100}{(1+r)^n}$;

d) $V = \frac{F}{(1+k)^n}$;

e) $V = \frac{Fxn}{(1+r)^n}$.

7. Oddiy aksiyalar qiymati va daromadlilikini baholashning murakkabligini qanday izohlash mumkin:

a) oddiy aksiyalar bo'yicha daromadning kafolatlanmaganligi va amal qilish muddatining mavjud emasligi;

b) qat'iy summada daromadning belgilanmaganligi va amal qilish muddatining uzoqligi;

d) oddiy aksiyalarning doimiy ravishda qo'ldan-qo'lga o'tib turishi va joriy kursni aniqlashning murakkabligi;

e) dividendlarning o'zgarmasligi va qayta investitsiya qilinishi.

8. Nollik o'sish modelida aksiya daromadlilikini qanday aniqlanadi?

a) dividend miqdorini aksiya bozor bahosiga bo'lish orqali;

b) divided summasini aksiya nominal bahosiga bo'lish orqali;

d) aksiya bozor bahosi va nominal bahosi o'rtasidagi farqni nominalga bo'lish orqali;

e) dividend summasini aksiya bozor bahosi va nominal bahosi o'rtasidagi farqga ko'paytirish orqali.

9. Doimiy o'sish modelida investitsiya daromadliligi quyidagi formula orqali aniqlanadi:

$$a) Y = \frac{DIV_0(1+g)}{P} + g = \frac{DIV_1}{P} + g;$$

$$b) Y = \frac{DIV}{P};$$

$$d) Y = \frac{DIV_0(1+g)}{P} - g;$$

$$e) Y = \frac{DIV_0(1+g)}{P} \times g.$$

10. Aksiya daromadliligini aniqlashning doimiy o'sish modeli mohiyati to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

- a) dividendlar har yili bir xil foizda o'sib boradi;
- b) korxonada foydasi doimiy ravishda o'sib boradi;
- d) aksiya kursi doimiy ravishda o'sib boradi;
- e) aksiyaga bo'lgan talab doimiy ravishda o'sib boradi.

XV BOB. SOF JORIY QIYMAT USULLARI BO‘YICHA INVESTITSION QARORLARNI QABUL QILISH

15.1. Korporativ tuzilmalarda investitsion faoliyatni tashkil etish xususiyatlari

Korxonalar moliyaviy xo‘jalik faoliyatida investitsion faoliyat alohida muhim ahamiyatga ega hisoblanadi. Investitsion faoliyatni samarali tashkil etish masalasi esa bugungi keskin raqobat sharoitida korporativ moliyani boshqarish sohasidagi mutaxassislardan chuqur bilim va malakani talab etmoqda. Bunda asosiy e‘tibor investitsion faoliyat samaradorligini barcha omillarni hisobga olgan holda baholash masalasiga qaratilmoqda.

Korxonalarda investitsion faoliyatni tashkil etishda investitsion strategiyani belgilab olish masalasi ham kun tartibidagi masala hisoblanadi. *Investitsion strategiya* korxonani rivojlantirishning umumiy vazifalarida belgilangan investitsion faoliyatning uzoq muddatli maqsadlari va investitsion yondashuvlar tizimi, shuningdek, qo‘yilgan maqsadlarga erishishning yuqori darajada samarali yo‘llarini tanlashni anglatadi. Investitsion strategiya korxonada investitsion faoliyatini istiqbolli boshqarishning samarali instrumenti hisoblanadi hamda korxonani rivojlantirishning konsepsiyasini o‘zida aks ettiradi. Shuningdek, investitsion faoliyatni amalga oshirishning bosh rejasi sifatida investitsion faoliyat muhim yo‘nalishlarini, investitsion faoliyat shakllarini; korxonada investitsion resurslarini shakllantirish yo‘llarini; korxonaning uzoq muddatli investitsion maqsadlarini amalga oshirish bosqichlari ketma-ketligini; investitsion faoliyat yo‘nalishlari va shakllari bo‘yicha korxonaning investitsion aktivligi imkoniyatlari chegaralarini; investitsion faoliyatni modellashtirish, amalga oshirish va baholashning rasmiy mezonlari tizimini belgilab beradi. Investitsion strategiyani ishlab chiqish jarayoni investitsion strategiya maqsadlari

qo'yilishi, shakllangan investitsion resurslar tarkibini va ular ratsional taqsimlanishini optimallashtirish, eng muhim jihatlari bo'yicha investitsion siyosatni ishlab chiqish, tashqi investitsion muhit bilan o'zaro samarali munosabatlarni ta'minlash kabilarni o'z ichiga oladi.

Korxonaning investitsion strategiyasini ishlab chiqishning zarurligi tashqi va ichki muhit shart-sharoitlari o'zgaruvchanligi sharoitida moliyaviy resurslarni shakllantirish va ulardan samarali foydalanishni ta'minlashi bilan belgilanadi. Investitsiyalarni samarali boshqarish faqatgina tashqi investitsion muhitdagi mumkin bo'lgan o'zgarishlarga moslashgan aniq investitsion strategiya asosida tashkil etilishi mumkin. Shuningdek, ichki muhitdagi korxonaning alohida bo'linmalari investitsion qarorlarining bir-biriga zid kelishi ham investitsion faoliyat samaradorligining pasayishiga sabab bo'lishini unutmashlik lozim.

Korxonada hayotiy siklining har bir bosqichi uchun o'ziga xos investitsion aktivlik darajasini, investitsion faoliyat yo'nalishlari va shakllarini, investitsion resurslarning shakllanish xususiyatlarini tavsiflaydigan investitsion strategiya korxonada investitsion faoliyatini uning iqtisodiy taraqqiyotdagi o'zgarishlarga moslashtirish imkonini beradi.

Investitsion strategiyani ishlab chiqish jarayoni korxonaning strategik boshqaruv obyektlarini belgilashni talab etadi. Investitsion faoliyatning bunday obyektlariga quyidagilar kiradi:

- yaxlit korxonada;
- xo'jalik yuritishning strategik zonalarini;
- strategik markazlar.

Xo'jalik yuritishning strategik zonasi korxonada doirasidagi umumiy talab yoki xomashyo, texnologiyalardan foydalanish umumiylik asosida birlashgan o'zaro yaqin tarmoqlar qatorida o'z faoliyatini amalga oshiruvchi mustaqil xo'jalik segmentini o'zida aks ettiradi.

Strategik investitsion markaz – xo'jalik yuritishning alohida strategik zonasida alohida funksiyalarni bajarishga ixtisoslashgan yoki samarali xo'jalik faoliyatini ta'minlovchi korxonaning mustaqil tarkibiy birligidir.

Hozirgi zamonaviy sharoitda investitsion strategiyani yuritish korxonaning muvaffaqiyatli va samarali rivojlanishini belgilovchi omillardan biri hisoblanadi. Ishlab chiqilgan investitsion strategiya quyidagilarga imkon beradi:

- korxonaning oldindagi iqtisodiy va ijtimoiy rivojlanishining uzoq muddatli umumiy va investitsion maqsadlarini amalga oshirish mexanizmini ta'minlaydi;

- korxonaning investitsion imkoniyatlarini real baholash imkonini beradi;

- investitsion imkoniyatlardan maksimal foydalanish va investitsion resurslar aylanuvchanligini oshirish imkonini beradi;

- tashqi muhit o'zgarishlari jarayonida investitsion muhitda paydo bo'ladigan yangi istiqbolli investitsion imkoniyatlardan tezkorlik bilan foydalanish imkoniyatlarini ta'minlaydi;

- tashqi investitsion muhitlar rivojlanishining mumkin bo'lgan variantlarini prognozlash va korxonaga faoliyatiga salbiy ta'sir ko'rsatuvchi omillarning ta'sirini kamaytirish imkonini beradi;

- korxonaga investitsion faoliyatini strategik, taktik (joriy) va operativ boshqarish o'rtasidagi aniq o'zaro bog'liqlikni ta'minlaydi;

- korxonaning raqobat muhitidagi ustunligini belgilab beradi;

- eng muhim strategik investitsion qarorlarni amalga oshirish doirasida investitsion faoliyatning mos siyosati belgilanadi.

Korxonalarda ishlab chiqilgan investitsion strategiyalar real investitsion loyihalarni va investitsiyalashning moliyaviy instrumentlarini tanlashning asosiy baholash mezonlarini belgilash asosida shakllantiriladi. Ishlab chiqilgan investitsion strategiya korxonaga boshqaruvining umumiy tashkiliy tuzilmalari va tashkiliy madaniyatini strategik o'zgartirishning asosiy shart-sharoitlaridan biri hisoblanadi.

15.2. Korxonalarda investitsion strategiyani ishlab chiqish tamoyillari

Korxonaga investitsion strategiyasini ishlab chiqish jarayonida strategik investitsion qarorlar ishlab chiqish va qabul qilish quyidagi asosiy tamoyillar asosida tashkil etilishi lozim.

Invayronmentalizm tamoyili. Konstitutsionalizm (tashkilotning tashqi muhit bilan investitsion munosabatlari yopiqligi)ga qarama-qarshi ravishda invayronmentalizm korxonaga tashqi investitsion muhit bilan faol o'zaro munosabatga kirishuvchi, o'z-o'zini tashkil etishga qodir, ya'ni o'ziga xos makon, zamon va funksional tuzilmalarga ega ochiq tizim sifatida qaraydi. Bu korxonaga investitsion strategiyasini shakllantirish darajasining ba'zi sifatlarini ta'minlaydi.

Muvofiqlik tamoyili. Korxonaga iqtisodiy rivojlanishining umumiy qismida birinchi navbatda operatsion faoliyat rivojlanishini ta'minlovchi investitsion strategiya umumiy strategiyaga nisbatan bo'ysunuvchan xarakterga ega. Shuning uchun investitsion strategiyada strategik maqsadlar operatsion faoliyat yo'nalishlari bilan o'zaro muvofiqlashtirilgan bo'lishi lozim. Bunda investitsion strategiyaga korxonaga operatsion faoliyati strategik rivojlanishiga jiddiy ta'sir ko'rsatuvchi korxonaga samarali rivojlanishini ta'minlashning asosiy omillaridan biri sifatida qaraladi.

Investitsion strategiyani amalga oshirishni ta'minlovchi operatsion faoliyat bazaviy strategiyalari quyidagilardir:

- cheklangan o'sish strategiyasi;
- jadallashgan o'sish strategiyasi;
- qisqartirish (siqish) strategiyasi;
- birlashtirish (kombinatsiyalash) strategiyasi.

Cheklangan o'sish strategiyasida mahsulotlar assortimenti barqarorligi va ishlab chiqarish texnologiyalariga ilmiy-texnik taraqqiyot natijalaridan juda past darajada foydalaniladi. Odatda bu strategiya bozor kon'yunkturasining nisbatan kuchsiz tebranishi va raqobat pozitsiyasining barqarorligi sharoitida tanlanib, investitsion strategiya birinchi navbatda, mahsulot ishlab chiqarish va sotish hajmining cheklangan o'sishini ta'minlovchi takror ishlab chiqarish jarayoni va aktivlar o'sishini samarali ta'minlashga yo'naltiriladi.

Jadallashgan o'sish strategiyasi korxonaga tomonidan o'z faoliyatida yuqori sur'atlarda taraqqiy etayotgan sohalarda ilmiy-texnik taraqqiyot natijalarining yuqori darajada qo'llanilishini o'zida aks ettiradi. Bunday bazaviy strategiya asosidagi investitsion strategiya investitsion

faoliyatni rivojlantirishning yuqori sur'atlarini ta'minlashning zarurligini hisobga olgan holda tashkil etiladi. Shuningdek, investitsion faoliyatni turli shakllarda va yo'nalishlarda hududlar va tarmoqlar (sohalar) bo'yicha diversifikatsiyalashga harakat qilinadi.

Qisqartirish (siqish) strategiyasiga korxonaning hayotiy sikli so'nggi bosqichlarida, shuningdek, iqtisodiy rivojlanishning inqiroz fazasida ko'proq e'tibor qaratiladi. O'z mohiyati bo'yicha bu strategiya ortiqcha faoliyatlardan voz kechishni anglatadi. U ishlab chiqarilayotgan mahsulot hajmi va assortimentini qisqartirish, bozorning alohida segmentidan chiqish va boshqalarni nazarda tutadi. Bunday sharoitda investitsion strategiya bo'shayotgan kapital uzoq muddatli moliyaviy barqarorlikni ta'minlovchi investitsiyalash obyektlarida foydalanish asosida yuqori aylanuvchanlikni ta'minlashi lozim.

Birlashtirish (kombinatsiyalash) strategiyasidan yirik korxonalarining investitsion faoliyatni tarmoq va hududlar bo'yicha keng diversifikatsiyalashida foydalaniladi. U turli tipdagi xo'jalik yuritishning strategik zonalari yoki strategik xo'jalik markazlari alohida strategiyalarini o'zida birlashtiradi. Korxonada investitsion strategiyasi strategik boshqaruvning alohida obyektlari bo'yicha ularni rivojlantirishning strategik maqsadlari bilan bog'liqlikda tabaqalashtiriladi.

Kombinatsiyalash tamoyili. Bu tamoyil investitsion faoliyatni strategik, joriy va operativ boshqarishning o'zaro yaxlitligini ta'minlashga xizmat qiladi. Korxonada tomonidan ishlab chiqilgan investitsion strategiyaning investitsion faoliyatni strategik boshqarish jarayonidagi muhimligidan kelib chiqqan holda strategik rejalashtirishga alohida e'tibor qaratiladi. Investitsion faoliyatni strategik boshqarish asosida korxonada investitsion portfelini shakllantirishga qaratilgan taktik (joriy) boshqaruv shakllantiriladi. O'z navbatida, taktik boshqaruv alohida real investitsion loyihalarni amalga oshirish va moliyaviy instrumentlar portfelini qayta tarkiblash yo'lida investitsion faoliyatni operativ boshqarishning bazasi hisoblanadi. Investitsion portfelni shakllantirish o'rta muddatli boshqaruv jarayoni bo'lib, strategik qarorlar va korxonaning joriy investitsion imkoniyatlari doirasida amalga oshiriladi.

Real investitsion loyihalarni amalga oshirish va moliyaviy instrumentlar portfelini qayta tarkiblashni operativ boshqarish qisqa muddatli boshqaruv jarayoni hisoblanadi va alohida investitsion loyihalar va moliyaviy instrumentlar bo'yicha operativ qarorlar ishlab chiqish va qabul qilishni, zarur hollarda investitsion portfelni qayta ko'rib chiqish haqida qarorlar tayyorlash nazarda tutadi.

Strategik boshqaruvni asosan tadbirkorlik stiliga yo'naltirish tamoyili. Korxonaning istiqbolga yo'naltirilgan investitsion xatti-harakatlari ikkita stil bo'yicha o'zaro farqlanadi: konservativ stil va tadbirkorlik (agressiv) stili. Konservativ stil qabul qilinadigan strategik investitsion qarorlarning mumkin bo'lgan variantlarini minimallashtirish orqali investitsion faoliyat bo'yicha strategik maqsadlar qo'yilishini o'zida ifodalaydi. Ya'ni bunda investitsion faoliyat yo'nalishlari va shakllarining muhim o'zgarishlari faqatgina operatsion faoliyatni o'zgartirish jarayonida amalga oshiriladi. Konservativ o'sish stili korxonada faoliyatini yuqori risklilik sharoitida yuqori foyda olishga yo'naltirishni inkor etadi va minimal foydani ta'minlovchi operatsion faoliyatga qaratiladi.

Investitsion faoliyatning tadbirkorlik stili asosini korxonada tomonidan doimiy ravishda investitsion faoliyat barcha yo'nalishlari va shakllari bo'yicha samarali investitsion qarorlar qabul qilish tashkil etadi. Mazkur stil qo'llanilganda investitsion faoliyatni amalga oshirishning yo'nalishlari, shakllari va metodlari tashqi investitsion muhit omillarining o'zgarishini inobatga olgan holda doimiy almashtirib boriladi.

Investitsion moslashuvchanlik va muqobilik tamoyili. Investitsion strategiya tashqi investitsion muhit omillarining o'zgarishiga moslashuvchanlikni hisobga olgan holda ishlab chiqilgan bo'lishi lozim. Bundan tashqari strategik investitsion qarorlar asosida investitsion faoliyatni amalga oshirishning yo'nalishlari, shakllari va metodlarining mumkin bo'lgan (muqobil) variantlarini doimiy qidirish, ulardan eng yaxshisini tanlash va shu asosda umumiy investitsion strategiyani qurish hamda uni samarali amalga oshirish mexanizmini shakllantirish yotishi kerak.

Innovatsion faoliyat. Investitsion strategiyani shakllantirishda investitsion faoliyat orqali korxonaning bozordagi raqobat pozitsiyasini

oshirishni ta'minlovchi texnologik yangiliklarni joriy etishga bosh mexanizm sifatida qaraladi. Nafaqat investitsion strategiyani, shu bilan birga, korxonaning strategik rivojlanish umumiy maqsadlarini amalga oshirishda ham ilmiy-texnik taraqqiyotning so'nggi natijalaridan foydalanishga alohida e'tibor qaratiladi. Mazkur tamoyil aynan yuqoridagilar bilan izohlanadi.

Investitsion risklarni minimallashtirish tamoyili. Amaliy jihatdan korxonada investitsion strategiyani shakllantirish jarayonida qabul qilingan barcha investitsion qarorlar investitsion risklarga duch keladi. Har bir korxonada investitsion strategiyani ishlab chiqish jarayonida riskka munosabat bo'yicha turli investitsion xatti-harakatlar bilan bog'liqlikda ularga yo'l qo'yishning mumkin bo'lgan darajasi tabaqalashtirilgan holda o'rnatilishi lozim.

Asoslanganlik tamoyili. Investitsion strategiyalarning alohida parametrlarini ishlab chiqish va uni amalga oshirishni nafaqat bilim, shu bilan birga malaka va boshqaruv tajribasiga, shuningdek, investitsion madaniyatga ega, professional mutaxassislar – moliyaviy menejerlar ta'minlashi lozim.

15.3. Investitsiyalar iqtisodiy samaradorligini baholash mezonlari

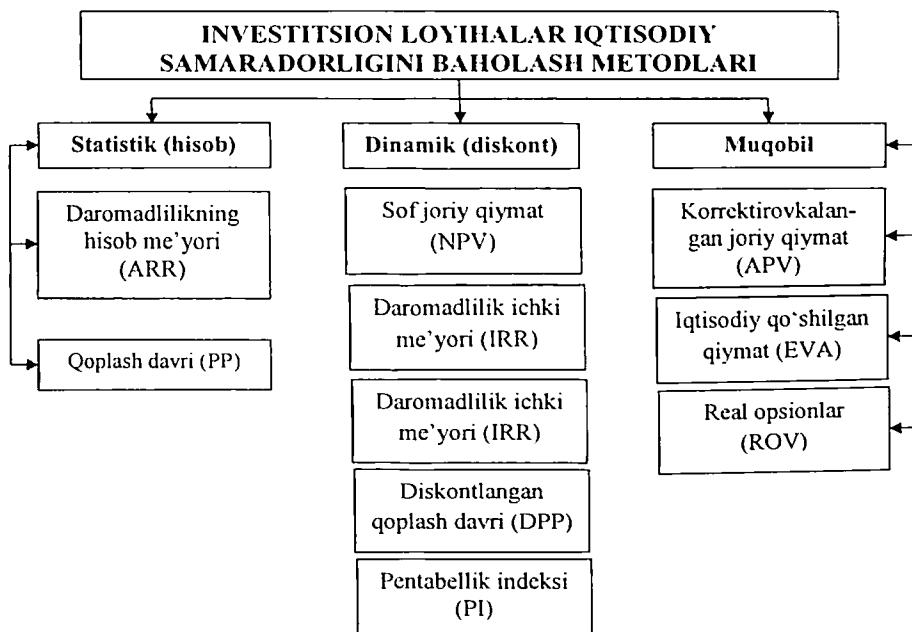
Investitsiyalar samaradorligini baholash pul oqimlari prognozidan foydalanilgan holda hisoblanadigan sof joriy qiymat, investitsiyalar rentabelligi (profitability investment – PI), daromadlilikning ichki me'yori, investitsiyalarni qoplash muddati (payback period – PP), yillik foiz stavkasi (annualized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

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

- qo'yiladigan kapital to'la qoplanishi lozim;

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

Investitsion loyihalar iqtisodiy samaradorligini baholash uchun qo'llaniladigan metodlar tizimini uchta guruhga bo'lish mumkin: dinamik (vaqt omilini hisobga oluvchi), statistik (hisob) va muqobil metodlar. Bu jarayonda qo'llaniladigan metodlar va ularga mos keluvchi mezonlar quyidagi rasmda keltirilgan (18-rasm).



15.1-rasm. Investitsiyalar iqtisodiy samaradorligini baholash metodlari tasniflanishi

Bugungi kunda korporativ moliyani boshqarish amaliyotida ko'pincha investitsiyalar samaradorligini baholashdagi zamonaviy yondashuvlarni o'zida aks ettiruvchi dinamik mezonlardan foydalaniladi. Ularning qo'llanilishi qarorlar qabul qilish jarayonida talab qilinadigan daromadlilik me'yori, vaqt bo'yicha pul mablag'lari qiymati, loyiha

risklilik darajasi, kapital bahosi kabi muhim omillarni hisobga olish va muvofiqlashtirish imkonini beradi.

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

- loyihani amalga oshirishning har bir davri oxiridagi pul oqimini aniqlash;

- mos davrlar bo’yicha olingan barcha ijobiy pul oqimlarini qayta investitsiyalash imkoniyatlari;

- loyiha bo’yicha qo’yilmaga mos foiz stavkasi ko’rinishida aks etgan loyiha samaradorligini baholash.

Bunday baholash sifatida. odatda, quyidagilardan foydalaniladi:

- korxonaga uchun kapitalning o’rtacha yoki chegaraviy qiymati;

- uzoq muddatli kreditlar va moliyaviy instrumentlar bo’yicha foiz stavkalari;

- bir xil risk darajalariga ega muqobil qo’yilmalar daromadlilikligi;

- investor talab qiladigan qo’yilmalar daromadlilikligi me’yori va boshqalar.

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

Sof joriy qiymat (NPV)

Loyihaning sof joriy qiymati (*Net Present Value – NPV*) quyidagi formula bo’yicha aniqlanadi:

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

bu yerda, r – diskont me’yori;

n – loyihani amalga oshirish davrlari soni;

CF_t – t davrdagi loyiha operatsiyalaridan pul oqimlari;

CIF_t – t davrdagi loyihadan jami tushumlar;

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

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

Agar hisob-kitob qilinganda pul oqimlarining sof joriy qiymati ijobiy ($NPV > 0$) bo‘lsa, bu loyihani amalga oshirish vaqti davomida dastlabki xarajatlar (IC_0) qoplangani va daromadlilik me‘yori r talabiga mos foyda olinishi ta‘minlanganini anglatadi. Boshqacha aytganda, NPV loyihani muvaffaqiyatli amalga oshirish natijasida *erishilgan*, yangitdan yaratilgan qo‘shimcha qiymat hisoblanadi.

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

Misol ko‘rib chiqamiz.

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

Quyidagi jadvalda mazkur misol uchun NPV ning to‘liq hisob-kitobi keltirilgan (15.1-jadval).

15.1-jadval

Loyiha bo‘yicha NPV hisob-kitobi, birlikda

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

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

Ko'p sonli tadqiqotlar ko'rsatib beradiki, *NPV* ko'rsatkichi belgilangan davr mobaynida pul mablag'lari kirimi va chiqib ketishi o'rtasidagi munosabatni o'zida aks ettiradi, shuningdek, amalga oshirilgan xarajatlarni qoplash va qo'yilmalarning berilgan daromadliligi me'yoriga erishishi haqida tasavvur beradi.

NPV mutlaq ko'rsatkich sifatida o'zaro jamlash xususiyatiga ham ega. Ya'ni turli loyihalar bo'yicha *NPV* lar o'zaro jamlanishi mumkin:

$$NPV(A,B,C) = NPV(A) + NPV(B) + NPV(C).$$

Mazkur mezonning muhim xususiyatlaridan biri sifatida kelib tushgan mablag'larni reinvestitsiyalash stavkasi bo'yicha aniq taxmini keltirish mumkin. *NPV* metodida loyihani amalga oshirishdan kelib tushadigan mablag'lar korxonaga uchun kapitalning o'rtacha tortilgan qiymatini anglatuvchi berilgan diskont me'yori (*r*) bo'yicha reinvestitsiyalanishi aniq belgilab berilmaydi.

NPV metodi loyihani amalga oshirish natijasida korxonaga qiymati o'zgarishi haqida fikr yuritish imkonini beradi. Shuningdek, *NPV* ko'rsatkichining qo'llanilishi orqali taqqoslama baholash mutlaq miqdorlarni taqqoslashning murakkabligi kabi amaliyotda har doim ham qulay emas.

Misol ko'rib chiqamiz.

Faraz qilaylik ikkita loyiha ko'rib chiqish uchun taqdim etilgan. Qabul qilingan diskont me'yori 10 foiz. Mos ravishda pul oqimlarini baholash va *NPV* hisob-kitobi quyidagi jadvalda keltirilgan (15.2-jadval).

15.2-jadval

Loyihalarni amalga oshirish shartlari, birlikda

Loyiha	IC_0	CF_t	PV_t	<i>NPV</i>
A	-10000	16500	15000	5000
B	-100000	115000	105000	5000

Ikkala loyiha bo'yicha ham sof joriy qiymat 5000 birlikni tashkil etadi, bu o'z navbatida tanlash shart bo'lgan holatda eng yaxshi variantni aniqlash imkonini bermaydi.

Shundan kelib chiqqan holda korporativ moliyani boshqarish amaliyotida nisbiy ko'rsatkich hisoblangan daromadlilikning ichki me'yori va rentabellik indeksini kabi ko'rsatkichlardan foydalanish maqsadga muvofiq.

Daromadlilikning ichki me'yori

Daromadlilikning ichki me'yori (*Internal Rate of Return – IRR*) investitsiyalar samaradorligini baholashda keng foydalaniladigan mezon hisoblanadi.

Daromadlilikning ichki me'yori tushunchasi *NPV* nolga teng bo'lganda investitsion loyiha bo'yicha pul oqimlarining sof joriy qiymatini aniqlashga xizmat qiluvchi diskontlashning koeffitsientlari yoki foiz stavkalarini anglatadi.

Daromadlilikning ichki me'yori quyidagi tenglama orqali aniqlanadi:

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

Bu tenglama matematik ifodalardan foydalanish orqali *IRR*ni aniqlash imkonini beradi. Bunda $NPV=0$ ekanligini, ya'ni dastlabki xarajat va pul tushumlari o'zaro miqdori teng ekanligini unutmazlik lozim.

Umumiy holda *IRR* noldan yuqori bo'lsa investitsiyalar iqtisodiy jihatdan samarali hisoblanadi. Qaror qabul qilish jarayonida *IRR* miqdori investor tomonidan talab qilinadigan daromadlilik stavkasiga nisbatan solishtiriladi. Bunda agar $IRR > r$ bo'lsa, loyiha ijobiy *NPV*ni va daromadlilikni ta'minlaydi. Agarda $IRR < r$ bo'lsa xarajatlar daromadlardan oshib ketadi va loyiha foydali hisoblanmaydi.

Investitsion loyihalarni baholashda *IRR* ko'rsatkichi qator ijobiy xususiyatlarga ega. Birinchidan, mazkur ko'rsatkich loyihalarni moliyalashtirish uchun jalb qilnadigan manbalarga to'lovlarning maksimal stavkasi sifatida ko'rib chiqiladi.

Ikkinchidan, *IRR*ning belgilanishi investitsion xarajatlar foydaliligining minimal stavkasi sifatida talqin qilinishi mumkin. Agarda bu ko'rsatkich kapital o'rtacha qiymatidan yoki ma'lum bir tarmoqdagi daromadlilik me'yorida yuqori bo'lsa, loyiha amalga oshirish uchun tavsiya qilinishi mumkin.

Uchinchidan, daromadlilikning ichki me'yori investitsiyani qoplashning chegaraviy darajasi sifatida amal qilishini ta'kidlash lozim. Mazkur mezon loyihaga qo'shimcha kapital qo'yilmalar amalga oshirishning maqsadga muvofiqligini belgilab beradi.

*IRR*ni qo'lda hisob-kitob qilish ko'p mehnat talab qilishi mumkin. Lekin investitsion tahlilning bugungi zamonaviy dasturiy vositalari bu ko'rsatkichni tez va samarali aniqlash imkonini beradi. Xususan, jadval protsessorlari hisoblangan Microsoft Excel dasturi *IRR*ni hisoblash uchun maxsus funksiyalarga ega.

Yuqoridagi misol bo'yicha *IRR* 26 foizga teng. Shunday ekan, olinayotgan natija diskont me'yorida yuqori va *IRR* mezoniga ko'ra loyiha qabul qilinishi tavsiya etiladi. Mazkur holatda operatsiya bo'yicha samaradorlik $26\% - 10\% = 16\%$ ni tashkil etadi.

Investitsion tahlilda foizlarda aks etadigan *IRR* ko'rsatkichi NPV ko'rsatkichiga nisbatan foydalanish uchun juda qulay hisoblanadi. Mazkur amaliyotda nisbiy miqdorlar natijani aniqroq ko'rsatib beradi.

IRR mezonining axborot uchun belgilanishining asosiy sababi amaliyotda uning ommabopligi va tushunarligi hisoblanadi. Ko'p sonli xorijiy tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, 75 foiz moliyaviy direktorlar deyarli har doim investitsiyalar samaradorligini baholashda mazkur ko'rsatkichdan foydalanadi.

Bundan tashqari *IRR* ko'rsatkichi diskontlash stavkalarini belgilash borasidagi taxminlarsiz loyihani baholash imkonini beradi.

Nazorat savollari

1. Kompaniyalarda investitsion strategiya shakllantirilishida e'tibor qaratiladigan jihatlarni izohlang.
2. Investitsion strategiya ishlab chiqish va amalga oshirishning ahamiyatli jihatlarni tavsiflang.

3. Investitsion strategiyani ishlab chiqish tamoyillarini izohlab bera olasizmi?
4. Investitsiyalar iqtisodiy samaradorligini baholashga xizmat qiluvchi ko'rsatkichlar tizimini ko'z oldingizga keltira olasizmi?
5. Loyihaning sof joriy qiymatini qanday usullarda aniqlash mumkin?
6. Tegishli ko'rsatkichlar aniq bo'lgan holatda loyiha bo'yicha sof joriy qiymatni aniqlay olasizmi?
7. Sof joriy qiymat orqali loyiha samaradorligini aniqlashning kamchiliklari sifatida qaysi xususiyatlarni keltirish mumkin?
8. Daromadlilikning ichki me'yori ko'rsatkichi qanday aniqlanadi va u nimalarga xizmat qiladi?
9. NPV va IRR ko'rsatkichlarini Microsoft Excel dasturida hisoblay olasizmi?

Testlar

1. Korxonani rivojlantirishning umumiy vazifalarida belgilangan investitsion faoliyatning uzoq muddatli maqsadlari va investitsion yondashuvlari tizimi, shuningdek, qo'yilgan maqsadlarga erishishning yuqori darajada samarali yo'llarini tanlash nimani anglatadi?

- a) investitsion strategiyani;
- b) raqobat strategiyasini;
- d) innovatsion strategiyani;
- e) antimonopol strategiyani.

2. Korxonaning investitsion faoliyat yo'nalishlari va shakllarini, korxonaning investitsion resurslarini shakllantirish yo'llarini, investitsion maqsadlarni amalga oshirish bosqichlarini o'zida aks ettiruvchi strategiyasi qanday strategiya hisoblanadi?

- a) investitsion strategiya;
- b) iqtisodiy strategiya;
- d) ijtimoiy strategiya;

e) tuzilmaviy strategiya.

3. Investitsion faoliyat obyektlari to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

- a) yaxlit korxonalar, xo'jalik yuritishning strategik zonalari, strategik markazlar;
- b) erkin iqtisodiy zona, erkin savdo zonasini;
- d) offshor zonasini, xizmat ko'rsatish sohasini;
- e) erkin iqtisodiy-industrial zona, bojxona ittifoqlari, transmilliy kompaniyalar.

4. Investitsion strategiyada "invayronmentalizm" tushunchasi nimani anglatadi?

- a) investitsion munosabatlarning ochiqligi va faolligini;
- b) korxonaning yopiq tarzda faoliyat yuritishini;
- d) passiv tarzda investitsion faoliyat yuritishini;
- e) investitsion imkoniyatlarning chegaralanganligini.

5. Quyidagilardan qaysilari investitsion strategiyani amalga oshirishni ta'minlovchi operatsion faoliyat bazaviy strategiyalar hisoblanadi?

- a) cheklangan o'sish, jadallashgan o'sish, qisqartirish (siqish), birlashtirish (kombinatsiyalash) strategiyalari;
- b) ajralgan holda o'sish, birlashgan holda o'sish, qisqartirish, kombinatsiyalash strategiyalari;
- d) jadallik bilan o'sish, sekin o'sish, siqish, qo'shib olish strategiyalari;
- e) operatsion o'sish, moliyaviy o'sish, tor ko'lamda rivojlanish, birlashuv tarzida rivojlanish strategiyalari.

6. Investitsiyalar iqtisodiy samaradorligini baholash ko'rsatkichlari keltirilgan javobni belgilang.

- a) sof joriy qiymat, investitsiyalar rentabelligi, daromadlilikning ichki me'yori, investitsiyalarni qoplash muddati, yillik foiz stavkasi;

b) aksiyalar daromadliligi, moliyaviy lizing muddati, investitsion daromadlilik;

d) investitsion qaytim, kelgusi qiymat, joriy qiymat;

e) pul oqimlari prognozi, diskont me'vori, investitsiyani qoplash davri.

7. Sof joriy qiymat (NPV)ni aniqlangan holatlardan qaysi birida loyiha amalga oshirish uchun qabul qilinadi?

a) $NPV > 0$ holatida;

b) $NPV \geq 0$ holatida;

d) $NPV < 0$ holatida;

e) $NPV \leq 0$ holatida.

**8. Investitsiyalar samaradorligini baholashda keng foydalani-
ladigan ko'rsatkichlardan biri keltirilgan javobni belgilang.**

a) daromadlilikning ichki me'vori;

b) bitta aksiyaga to'g'ri keladigan daromad miqdori;

d) qayta moliyalash stavkasi;

e) inflyatsiya darajasi;

9. NPV nolga teng bo'lganda investitsion loyiha bo'yicha pul oqimlarining sof joriy qiymatini aniqlashga xizmat qiluvchi diskontlashning koeffitsientlari yoki foiz stavkalarini anglatadigan ko'rsatkichni belgilang.

a) IRR ;

b) fc ;

d) EPS ;

e) CIF .

10. IRR qanday holatda loyiha amalga oshirish uchun qabul qilinadi?

a) $IRR > r$;

b) $IRR > NPV$;

d) $IRR < r$;

e) $IRR \neq r$.

XVI BOB. KORPORATIV TUZILMALARDA AYLANMA KAPITAL

16.1. Aylanma kapitalning iqtisodiy mohiyati, ahamiyatli jihatlari

Korporativ tuzilmalar faoliyatida aylanma kapital bevosita muhim ahamiyatga ega hisoblanadi. Chunki aynan aylanma kapital ham korporativ tuzilma moliyaviy-xo'jalik faoliyati uzluksizligini ta'minlashga xizmat qiladi. Aylanma kapital qisqa muddatli aktivlar, shuningdek majburiyatlarni o'z ichiga oladi. Umumiy olganda "Sof aylanma kapital – biznesni yuritish uchun qisqa muddatga talab qilinadigan kapital hisoblanadi".³⁷

Aksariyat loyihalar firmaning sof aylanma kapitaliga investitsiya qilishini talab qiladi. Sof aylanma kapitalning tarkibiy qismlari pul mablag'lari, moddiy zaxiralar (inventar), debitor qarzdorlik va kreditor qarzdorlikdan iborat. Aylanma kapital o'zida korporativ tuzilma kundalik faoliyatini yuritish uchun zarur bo'lgan naqd pulni ham o'z ichiga oladi.

Aylanma kapital darajasi ishlab chiqarish jarayonining avvalida pulning firmadan chiqib, keyin unga qaytib kelishi oralig'idagi vaqt uzunligini o'zida aks ettiradi. Kompaniya avval mahsulot yetkazib beruvchilardan xomashyo yoki tayyor mahsulot shaklida moddiy vositalar sotib oladi. Firma, odatda moddiy vositalarni qarzga sotib oladi, ya'ni firma sotib olish vaqtida zudlik bilan pul berish imkoniyatiga ega bo'lmaydi. Moddiy vositalar hatto tayyor mahsulot bo'lsa ham, savdo peshtaxtalarida ma'lum bir vaqt turib qoladi. Nihoyat, moddiy vosita sotilganda, firma naqd pul tushishini kutib o'z xaridorlariga tovarni qarzga berishi mumkin. Firmaning **pul aylanmasi** – bu firmaning

³⁷ Jonathan Berk, Peter DeMarzo. Corporate finance. USA: Pearson, 2014. P. 886.

dastlabki moddiy vositani sotib olish uchun pul to'lashi va mahsulot sotilganidan keyin pul tushgan davr oralig'idagi vaqt bilan o'lchanadi.

Firmaning **operatsion sikli** – firma dastlab o'z inventarini sotib olgan va mahsulotlarini sotib bo'lgan davrlar oralig'idagi vaqt o'rtacha uzunligiga teng. Firmaning ish sikli – uning dastlabki inventar xarididan toki u o'z mahsulotini sotishdan tushgan pulni olgunga qadar o'tgan davrga teng. Agar firma o'z inventari qiymatini naqd pul bilan to'lasa, bu davr firmaning pul sikli bilan mos tushadi. Shunga qaramasdan, aksariyat firmalar o'z inventarlarini qarzga olishadi, bu esa pul investitsiya qilish va mazkur investitsiyadan pul mablag'i olish o'rtasidagi vaqtni qisqartiradi.

16.2. Aylanma kapitalni boshqarishda tijorat krediti qo'llanilishi

Qachonki firma mijozga tovar uchun pulni keyinroq to'lashiga ruxsat bersa, u firma debitorlik qarzi, mijoz uchun kreditorlik qarzini yuzaga keltiradi. Debitorlik qarzi kreditga savdo qilish bo'lib, bu firmaning keyinchalik oladigan to'lovini bildiradi. Kreditorlik qarzi balansi esa shunday mablag'ki, u bo'yicha firma mahsulot yetkazib beruvchilarga ulardan olgan tovarlari uchun hali pul to'lamaganligini bildiradi. Firma o'z mijozlari uchun taklif qiladigan qarzga tovar olish taklifi – tijorat krediti deb ataladi. Albatta firma o'z sotgan tovari uchun faqat naqd pul olishni istaydi, ammo bunday siyosat raqobat sharoitida mijozlarni yo'qotishga olib keladi. Ushbu bo'limda biz menejerlarning samarali kredit siyosatini belgilash uchun tijorat kreditining zarar va foydasini qanday taqqoslashlarini ko'rib chiqamiz.

Tijorat krediti muddatlari qanday belgilanishini tushunish uchun keling bir qancha misollarni ko'rib chiqsak. Agar mahsulot yetkazib beruvchi o'z mijozlariga "Net 30" (sof 30) muddatini taklif qilsa, bu hisob taqdim etilganidan boshlab 30 kun ichida to'lov amalga oshirilishini bildirmaydi. Aslini olganda, mahsulot yetkazib beruvchi mijozga o'z pulini qo'shimcha 30 kun ichida foydalanish imkonini beradi. (E'tibor bering, "30" sehrli son emas, schyot-fakturada to'lov

muddatini ko'rsatuvchi "Net 40", "Net 15" yoki muddatga ishora qiluvchi boshqa har qanday raqam ko'rsatilishi mumkin).

Ba'zan sotuvchi firma sotib oluvchi firmaga agar to'lovni vaqtliroq amalga oshirsa chegirma (diskont) taklif qilishi mumkin. Ya'ni "2/10, Net 30" belgilari shuni bildiradiki, agar firma tovar uchun 10 kun ichida pul to'lasa, 2% chegirma oladi, aks holda to'liq summa 30 kun ichida to'lanishi kerak. Firmalar mijozlarni vaqtliroq to'lashga rag'batlantirish uchun chegirmalar taklif qilib turishadi va buning natijasida firma tovari pulini keyinroq oladi. Shunga qaramasdan, chegirma summasi firma xarajatlarini ifodalaydi, chunki firma sotgan mahsuloti uchun pulni to'liq miqdorda ola olmaydi.

Sof raqobatli bozorda tijorat krediti moliyalashning yana bir turi hisoblanadi. Mukammal bozorning Modilyani-Miller shartlari asosida kreditor va debitor qarzlari miqdori summasining ahamiyati yo'q. Aslini olganda, mahsulot sotish bozorlari unchalik raqobatli emas, shu bois, firmalar o'z tijorat kredit opsiyonlaridan samarali foydalangan holda o'z qiymatini maksimallashtirishi mumkin.

Tijorat kreditining qiymati (xarajati). Tijorat krediti, mohiyatan, sotuvchi firmadan uning mijoziga berilgan qarz hisoblanadi. Narx chegirmasi foiz stavkasini ifodalaydi. Ko'pincha, firmalar savdo kreditlari mijozlari uchun narx chegirmasi tarzidagi jozibador foiz stavkalarini taklif qiladi. Shu bois, moliyaviy menejerlar tijorat kreditlarini amalda qo'llash uchun uning muddatlarini hisoblab chiqishlari lozim.

Qanday qilib tijorat kreditining foiz stavkasini hisoblab chiqish mumkin? Tasavvur qilaylik, firma o'z mahsulotini 100 dollarga sotadi, ammo mijozlarga "2/10, Net 30" sharti bo'yicha taklif qiladi. Mijoz dastlabki 10 kun davomida hech narsa to'lashi shart emas, shu bois, u mazkur davr uchun foydasi yo'q kredit hisoblanadi. Agar mijoz chegirmadan foydalanib, 10 kun ichida to'lasa, u mahsulot uchun faqat 98 dollar to'laydi xolos. Sotuvchi firmaga xos chegirma xarajati – sotish narxi chegirma foizi davriga teng bo'ladi. Bunday holatda $u = 0,02 * \$ 100$, yoki 2 dollarga tengdir.

10 kun ichida to'lash o'rniga, xaridor 98 dollardan qo'shimcha 20 kun foydalanishi mumkin bo'ladi. ($30 - 10 = 20$). Qarzning 20 kun ichidagi foiz stavkasi $\$ 2 / \$ 98 = 2,04\%$ ga teng. 365 kunlik yilda bu stavka muddat 20 kundan oshganda samarali yillik stavka:

$$EAR = (1.0204)^{365/20} - 1 = 44.6 \text{ foizga teng bo'ladi.}$$

Shunday qilib, firma chegirmani qabul qilmasdan, samaraliroq yo'lib, 2.04% ni to'laydi va 20 kunga pul qarz oladi go'yo, natijada bu pulning samarali yillik foiz stavkasi 44,6% ga teng bo'ladi. Agar firma bankdan bundan ham past foiz stavkasida kredit olishning ilojini topa olsa, yaxshisi ta'minotchi (mahsulot yetkazib beruvchiga) tovar uchun pulni vaqtida to'lab, mukofot chegirmasiga ega bo'lgan ma'qul.

Tijorat kreditining samarali qiymatini baholash bo'yicha misol ko'rib chiqamiz. Sizning firmangiz o'z ta'minotchisidan "1/15, Net 40" shartida mahsulotlar sotib oladi. Agar u taklif etilgan chegirmadan foydalanmasa, uning yillik samarali xarajati qanchaga teng bo'ladi?

Yechim: Chegirma 1%ni tashkil etgani bois, \$ 100 evaziga firma 15 kunda \$ 99 to'lashi, yoki 40 kun ichida \$ 100 to'lashi lozim. 25 kunlik (40-15) farq inobatga olinsa, bu shart asosidagi kredit samarali yillik foiz stavkasi - $(100/99)^{365/25} - 1 = 15.8\%$ ga teng.

Tijorat kreditining foydalari. Bir qator sabablarga ko'ra, tijorat krediti fondlar uchun jozibador manba bo'la olishi mumkin. Birinchidan, tijorat krediti sodda va foydalanish uchun qulay, shu bois boshqa muqobil moliyalash vositalariga nisbatan juda past operatsion xarajatlarga ega. Oddiy misol, siz bankdan kredit olgan kabi har xil qog'ozlarni to'ldirib o'tirmaysiz. Ikkinchidan, u anchayin moslashuvchan moliya manbasi bo'lib, undan xohlagan shaklda foydalanish mumkin. Va nihoyat, ba'zi hollarda u mablag' olishga boshqa imkoniyati yo'q firmalar uchun yagona moliyalash manbasi bo'lib xizmat qiladi.

Tijorat kreditlari standart kreditlarga qarshi. Qaysi biri yaxshiroq. Agar kompaniyalar nega tijorat kreditiga qiziqishini bilsangiz, hayratda qolishingiz tayin! Nima bo'lganda ham, ko'pchilik kompaniyalar banklar bo'lmasada, ammo nega ular kreditlar bilan shug'ullanishadi? Ularning bunday istaklariga bir necha sabablar bor. Avvalo bozordan

ko'ra past narxda kreditlash imkoniyati ba'zi mijozlar uchun xizmatlar haqini pasaytirish imkonini beradi. Misol tariqasida avtomobil ishlab chiqaruvchilarini ko'rib chiqaylik. Moliya bo'limi hamma avtomobillar narxini past ushlamasdan, ular yomon kredit imkoniyatiga ega mijozlarni qiziqtiruvchi, ammo yaxshi kredit imkoniyatiga ega xaridorlar uchun jozibador bo'lmagan kredit shartlarini ishlab chiqishadi. Shu tariqa, yomon kredit imkoniga ega xaridorlar chegirma narxlarda mahsulot sotib olishga imkoniyatlari etadi.

Ikkinchidan, mahsulot yetkazib beruvchi o'z mijozlari bilan aloqalarni saqlab qoladi, mijozning kredit imkoniyatlari haqida bankdagilardan ko'ra ko'proq ma'lumotga ega bo'ladi. Shu bilan birga, mahsulot yetkazib beruvchi agar tovar puli o'z vaqtida to'lanmasa, keyin boshqa tovar yetkazib bermaslik ehtimoli bilan "qo'rqitib", mijoz to'lovlari ishonchlilik darajasini ham oshirib boradi. Va nihoyat, xaridor defolt bo'lgan taqdirda, ta'minotchi tovarlarni garov sifatida ushlab qolishi mumkin. Bu kabi inventarizatsiya begonadan ko'ra mijoz bilan bevosita ishlaydigan ta'minotchilar, jumladan, sanoatdagi ta'minotlar uchun juda katta ahamiyatga ega.

Firmaning kreditor va debitor qarzlari davomiyligi muddatiga hissa qo'shuvchi omillardan biri bu naqd pul berilganidan boshlab, pul haqiqatda firma hisobiga tushgan payt orasidagi kechikishdan iborat. Bunday kechikish aylanma kapitalga bo'lgan talabga o'z ta'sirini ko'rsatadi.

16.3. Debitor qarzdorlikni boshqarish

Yuqorida tijorat kreditining qo'llanish xususiyatlari xususida to'xtalib o'tdik. Endi bevosita debitorlik qarzlarni boshqarish masalalarini ko'rib chiqamiz. Xususan, firma o'z mijozlariga kredit taklif etishi uchun qanday siyosat yuritishi va o'z debitorlik qarzdorligini qanday nazorat qilib borishi masalalariga e'tibor qaratamiz.

Kredit siyosati quyidagi uchta bosqich asosida belgilanadi:

1. Kredit standartlarini belgilash.

2. Kredit shartlarini belgilash.

3. Taqdim etilgan kreditlar undirilishi kechikkanda undirish siyosatini belgilash.

Kredit standartlarini belgilash. Boshqaruv tizimi eng avvalo o'z kredit standartlari haqida qaror qabul qilishi lozim. Bunda kredit taqdim etiladigan talabgorlarga, kreditlash miqdorlariga, kredit riski darajasiga e'tibor qaratiladi. Yirik firmalar ko'pincha bu tahlilni o'z hududlarida, o'z kredit bo'limlarida amalga oshiradilar. Xalqaro amaliyotda aksariyat kichik firmalar esa bunday imkoniyatga ega emasligi bois, ular kredit ma'lumotlarini maxsus kredit agentliklaridan sotib olishadi. Qancha kredit riski belgilanish debitorlik qarzlari uchun qancha mablag' ajratilishini hal qilish uchun muhim. Cheklov siyosati savdo hajmining kamayishiga, firma esa debitor qarzdorligi uchun kamroq investitsiya ajratishiga olib kelishi mumkin, aksincha, unchalik oqlamaydigan siyosat ko'proq hajmdagi savdolarga olib kelsa-da, debitorlik qarzdorligi darajasi oshib boraveradi.

Kredit shartlarini belgilash. Firma kredit standartlarini o'rnatib olgach, endi navbat kredit shartlari va muddatlarini belgilashga ketadi. Firma to'lovdan oldingi muddat ("Net" muddati)ni belgilab olgach, barvaqt to'lash uchun rag'batlantiruvchi, chegirma beruvchi muddatni ham o'rnatib oladi. Agar firma chegirma taklif qilsa, u chegirma foizini va chegirma muddatini belgilab olishi lozim. Agar firma nisbatan kichkina bo'lsa, u bu kabi holatlarni belgilashda sanoatda ilg'or bo'lgan kompaniyalar siyosatini tanlab, o'shani o'zi uchun dasturilamal qilib oladi.

Taqdim etilgan kreditlar undirilishi kechikkanda undirish siyosatini belgilash. Kredit siyosatini o'rnatishning oxirgi bosqichi jamlash siyosati haqida qaror qabul qilishdan iborat. Bu siyosat tarkibi – agar mijoz vaqtidan kechikib to'lasa, hech narsa qilmasligidan boshlab (ammo bu yaxshi tanlov emas), yoki qarzni to'lashni eslatib, yumshoq tarzda talabnoma jo'natish, ma'lum bir vaqtdan tashqaridagi qarzlari uchun to'lovni amalga oshirish, ilk marta to'lov kechikib ketganda huquqiy oqibatlar bilan "qo'rqitish" shular jumlasidandir.

Debitorlik qarzlari monitoringi

Kredit siyosati belgilab olinganidan keyin firma kredit siyosati samarali olib borilayotganiga ishonch hosil qilish uchun o'z debitorlik qarzlari monitoringini olib borishi kerak. Firma o'zining debitorlik qarzlari monitoringida to'lov muddatlari va muddatlar jadvaliga e'tibor qaratiladi.

Debitorlik qarzlarning undirilish kunlari firmaning o'z savdosi natijalarini jamlashi uchun ketgan o'rtacha kunlardir. Firma bu ko'rsatkichni tahlil qilib va taqqoslab borib, o'zining kredit siyosati samaradorligi haqida xulosa yasaydi. Aytaylik, kredit muddati sharti "Net 30" bo'lsa va debitorlik hisoboti kunlari kechiktirilgan qarzdorlik kuni 50 kun bo'lsin. Firma xulosa qilishi mumkinki, mijozlar o'rtacha 20 kun kechikishadi. Firma shuningdek, yetarli vaqt davomida debitor qarzdorligi tendensiyasiga e'tibor qilishi lozim. Agar firmaning o'rtacha debitor qarzdorligi kunlar miqdori bir necha yil davomida 35 kunga teng bo'lsa-yu va agar bu yil bu ko'rsatkich 43 kunga chiqsa, firma o'zining kredit siyosatini qayta ko'rib chiqishiga to'g'ri keladi va tabiiyki, bunday holat butun sanoat yo'nalishiga qadar o'z ta'sirini ko'rsatishi mumkin.

Debitorlik qarzlari kunlari firmaning moliyaviy hisoboti asosida aniqlanishi mumkin. Tashqi investorlar odatda bu ko'rsatkichni firmaning kredit siyosatini baholash uchun tahlil qilishlari mumkin. Debitorlik qarzlarning undirilish kunlarining kamchiligi shundaki, bunda faqat bitta raqam ahamiyatga molik va savdoning mavsumiylik xususiyatlari inobatga olinmaydi.

Muddatlar jadvali. Muddatlar jadvali firma balansidagi debitorlik qarzlarni tasnifini o'zida aks ettiradi. Masalan, firma tovarni "2/15, net 30" shartida sotdi. Bunda debitorlik qarzlari bo'yicha quyidagi holat yuzaga kelgan (16.1-jadval).

Bunday holatda agar firmaning o'rtacha kunduzgi aylanmasi \$ 65000 ni tashkil etsa, uning debitorlik qarzdorligi kunlari $\$1,600,000 / \$ 65,000 = 25$ kunga teng bo'ladi. Ammo yaqindan qaralsa, 26.2-jadvaldagi muddatlar jadvalida shuni ko'ramizki, firmaning kredit mijozlarining 28% (39% dollar bo'yicha) pulni kech to'lashadi.

Debitorlik qarzlari bo'yicha muddatlar jadvali

To'lov kechikkan kunlar	Hisoblar soni	Hisoblar foizi (%)	To'lanmagan summa (\$)	To'lanmaslik foizi (%)
1-15	220	38.6	530,000	33.1
16-30	190	33.3	450,000	28.1
31-45	80	14.0	350,000	21.9
46-60	60	10.5	200,000	12.5
60+	20	3.5	70,000	4.4
	570	100	1,600,000	100,0

Agar jadvalning pastki qismi “og‘irlashib” ketgan bo‘lsa, ya’ni jadvalning quyi qismidagi foizlar o‘sib borsa, tez orada kredit siyosatini qayta ko‘rib chiqishi lozim bo‘ladi. Jadval, shuningdek, to‘lovlar tahlili bilan to‘ldiriladi. Shuningdek, firma har oy oxirida jamlaydigan oylik savdolar ulushi to‘g‘risidagi ma’lumot ham tahlil uchun zarur. O‘tgan davr mobaynidagi ma’lumotlarni o‘rganib, firma shuni anglashi mumkinki, uning savdolarining 10%, qoidaga ko‘ra, savdo oyi mobaynida yuz beradi, 40% savdodan keyingi oyda, 25% savdodan ikki oy o‘tgach, 20% savdodan uch oy o‘tgach, 5% savdodan 4 oy o‘tgach qayd etiladi. Menejment ushbu normal to‘lovlar strukturasi bilan solishtirishi lozim. To‘lovlar strukturasi bilan solishtirishi lozim. To‘lovlar strukturasi tushunish, shuningdek, firma aylanma kapitali talablarini oldindan bilishga yordam beradi.

16.4. Kreditorlik qarzlari boshqarish

Firma kreditorlik hisobidan foydalanib, qarz olishni tanlashiga sabab - tijorat kreditining boshqa moliyalashtirish manbalariga nisbatan arzonroqligi bilan izohlanadi. Tijorat kreditining xarajati kredit shartlariga bevosita bog‘liq. Qancha yuqori chegirma taklif qilinsa, kredit xarajati shunchalik katta bo‘ladi. Yuqorida ta’kidlangan chegirma qisqa muddatli kredit taklif etilganda balandroq bo‘ladi.

Kompaniya ikkita turli xil ta'minotchining qaysi biridan tijorat krediti olishni tanlaganda, tabiiyki, eng arzoniga murojaat qiladi. Yana shuni qo'shimcha qilish kerakki, firma iloji boricha qarzni uzish muddatining eng oxirgi kunida to'lovni amalga oshiradi. Misol uchun, agar chegirma tatbiq etiladigan muddat - 10 kun bo'lsa va firma chegirmadan foydalansa, to'lov 10 kun ichida amalga oshirilishi lozim, 2 kun ichida emas. Agar chegirma qabul qilinmasa va "2/10, Net30" shartlariga muvofiq harakat qilinsa, to'lov 30-kuni amalga oshiriladi, 16-kuni emas. Toki ta'minotchilar bilan munosabatlar buzilmas va o'rtadagi munosabatlarga putur yetmas ekan, firma o'z pulini iloji boricha saqlab qolishi va ularni o'ziga ishlashga majbur qilishi lozim. Mazkur bo'limda biz firmalar o'z kreditorlik qarzdorliklarini nazorat qilish uchun foydalaniladigan ikkita uslubni ko'rib chiqamiz.

Kreditorlik qarzlarning qaytarilish kunlarini aniqlash. Bu ham debitorlik qarzlari bilan muomalaga o'xshab ketadi. Firma qarzlari yuzasidan to'lovlarni eng optimal vaqtda amalga oshirishi uchun o'zining kreditorlik qarzdorligi holatini monitoring qilib borishi kerak. Bunda to'lov muddati kechikayotgan kreditorlik qarzlari kunlarini hisoblab chiqarish va ularni kredit muddatlariga solishtirish kerak. To'lanmagan kreditorlik qarzlari muddati – bu balansdagi kreditorlik qarzi yuzaga kelgan muddat va to'lov muddati orasidagi farqdan kelib chiqib aniqlanadi. Agar kreditorlik qarzi yuzaga kelganiga 40 kun bo'lgan bo'lsa va kredit sharti "2/10, Net30" bo'lsa, firma umuman olganda bu to'lovni kechiktirish mumkin deb hisoblaydi va ta'minotchi bilan yuz berishi mumkin bo'lgan muammolarga risk qiladi va aksincha, kreditorlik qarzi yuzaga kelgan muddat 25 kunni tashkil etsa, firma chegirmani olmagan hisoblanadi va qolgan 5 kunning oxirgi sanasida to'lovni amalga oshiradi.

Muddati o'tgan kreditorlik qarzini boshqarish ham qarzdor oldidagi murakkab masalalardan biri hisoblanadi. Ayrim firmalar to'lovlarni amalga oshirish vaqtini inobatga olmaydilar va ularni kechiktirib to'laydilar. Bu amaliyotda muddati o'tgan kreditorlik qarzi deyiladi. Masalan, 2/10, Net 30 ko'rsatkichlari berilgan taqdirda, firma 45 kun o'tmaguncha to'lovni amalga oshirmaslikni tanlashi mumkin.

Ushbu amallar natijasida tijorat kreditining xarajatlari kamayadi. Chunki firma tomonidan mablag'larni ishlatish muddati uzayadi. Kredit stavkasi ushbu davr mobaynida bir xil bo'lishi bilan bir qatorda $\$2/\$98=2.04$ foiz, firma hozirda $\$98$ AQSH dollarini 35 kun mobaynida imtiyozli davrdan tashqari muddatda ishlatadi, vaholanki tijorat krediti shartlariga muvofiq ushbu muddat 20 kun etib belgilab qo'yilgan.

Tijorat krediti bo'yicha muddati o'tgan muddati o'tgan kreditorlik qarzi qiymatini aniqlash bo'yicha misol ko'rib chiqamiz.

Agarda firma kreditorlik qarzdorligini 60 kungacha cho'zsa, 1/15, Net 40 shartlarda berilgan Kreditning eng maqbul yillik qiymati qanday bo'ladi?

Kredit foizi berilgan davr uchun $\$1/\$99=1.01$ foiz. Agar firma to'lovni 60-kungacha kechiktirsa, u mablag'lardan imtiyozli davrdan tashqari 45 kun davomida foydalanadi. $365/45=8.11$ 45 kunlik davr bir yil ichida. Shunday qilib, maqbul yillik foizlar quyidagicha $(1.0101)8.11 - 1 = 8.49\%$.

Shuningdek firmalar to'lovni o'ttizinchi kuni amalga oshirib, faqat chegirmali narxni to'lashlari mumkin. Ayrimlar faqat chegirmali narx to'lovini amalga oshirishi mumkin va hatto o'ttizinchi kundan keyin ham to'lashlari mumkin. Ushbu harakatlar bir tomondan tijorat kreditining yillik foizlari kamaytirsam, ikkinchi tomondan firma ushbu harakatlar natijasida qo'shimcha xarajatlarga ham duch kelishi mumkin. Yetkazib beruvchilar naqd pulda ishlar / xizmatlar yetkazib berilganda to'lash yoki naqd pulda oldindan to'lash kabi shartlarni joriy qilish orqali to'lovlarni doimiy ravishda kechiktirib amalga oshiradigan firmalarga nisbatan chora ko'rishlari mumkin. To'lovlarni kechiktirgan firma ushbu holatda qo'shimcha harajatlarga duch keladi hamda to'lovlarni amalga oshirish uchun yetarlicha naqd pulga ega bo'lish uchun kredit olish masalasida bank bilan muzokara qilishiga to'g'ri kelishi mumkin. Yetkazib beruvchi shu bilan birga huquqbuzar mijoz bilan biznes munosabatlarga chek qo'yishi, mijoz esa boshqa manba izlashi, u esa nisbatan qimmatli yoki sifati past bo'lishi mumkin. Firma kredit reytingining pastligi boshqa istalgan yetkazib beruvchi bilan yaxshi shartlarda mahsulotlarni sotib olishga qiyinchilik tug'dirishi

mumkin. Bundan tashqari, firma sotuvning shartlariga uzil-kesil rozi bo'lganidan so'ng, kelishilgan shartnoma shartlarini buzish ko'pchilik odamlar ongida biznes etikasiga to'g'ri kelmaydigan munosabatlarni shakllantiradi.

Nazorat savollari

1. Aylanma kapitalni uzluksizligini ta'minlashda e'tibor qaratiladigan jihatlar.
2. Aylanma kapitalga ta'sir etuvchi omillar.
3. Aylanma kapitalni boshqarishda tijorat krediti qo'llanilishi.
4. Debitorlik qarzlari tarkibi va monitoringi.
5. Debitorlik qarzlarni boshqarishda rag'batlantirish va jarimalar qo'llash.
6. Kreditorlik qarzlarni boshqarishda majburiyatlar va mutanosiblik monitoringi.

XVII BOB. RISK VA DAROMADLILIK

17.1. Moliyaviy risklarning iqtisodiy mohiyati va tasniflanishi

Har bir insoniy faoliyat xavf-xatarlardan xoli emas, xususan iqtisodiy faoliyat ham. Iqtisodiy faoliyatdan ko'zlangan maqsadlarga erishishga turli xil risklar bevosita o'zining salbiy ta'sirini ko'rsatadi. Korporativ tuzilmalarning moliyaviy-xo'jalik faoliyati ko'p sonli moliyaviy risklardan holi emas.

Korporativ tuzilmalarda moliyaviy risklar belgilangan maqsadlarni amalga oshirishning noaniqligi sharoitida moliyaviy faoliyatdan ko'zlangan maqsad natijalariga yo'naltirilgan mulkdorlar yoki moliyaviy menejerlar tomonidan qabul qilingan muqobil moliyaviy qarorlarni tanlashning iqtisodiy zarar (moliyaviy yo'qotish)lar keltirish ehtimolini o'zida aks ettiradi. Risklarning asosiy belgilari bo'yicha tasniflanishini quyidagi jadvalda keltiramiz (17.1-jadval).

17.1-jadval

Moliyaviy risklarning asosiy belgilari bo'yicha tasniflanishi

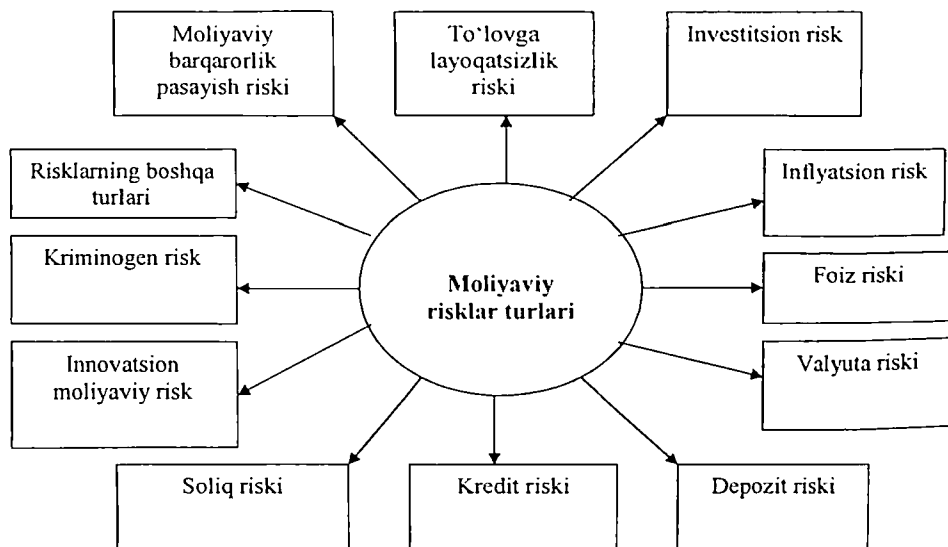
№	Tasniflanish belgisi	Tasniflanishi
1	Tavsiflanadigan obyekt bo'yicha	1.1. Alohida moliyaviy operatsiyalar riski
		1.2. Moliyaviy faoliyatning turli ko'rinishlari bo'yicha risklar
		1.3. Yaxlit korxonalar moliyaviy risklari
2	Tadqiq qilinadigan instrumentlar majmui bo'yicha	2.1. Individual moliyaviy risklar
		2.2. Portfel moliyaviy risklar
3	O'zaro uyg'unligi bo'yicha	3.1. Oddiy moliyaviy risklar
		3.2. Murakkab moliyaviy risklar
4	Yuzaga kelish manbalari bo'yicha	4.1. Tashqi yoki tizimli risklar
		4.2. Ichki yoki tizimsiz risklar

5	Moliyaviy oqibatlari bo'yicha	5.1. Faqat iqtisodiy zarar yetkazuvchi risklar
		5.2. Foydaning kamayishiga ta'sir etuvchi risklar
		5.3. Iqtisodiy yo'qotishlarga sabab bo'luvchi yoki qo'shimcha daromadlilik risklari
6	Vaqt jihatdan paydo bo'lish tavsifiga ko'ra	6.1. Doimiy moliyaviy risklar
		6.2. Vaqtinchalik moliyaviy risklar
7	Yuzaga kelish ehtimoli darajasi bo'yicha	7.1. Yuzaga kelish ehtimoli past darajada bo'lgan moliyaviy risklar
		7.2. Yuzaga kelish ehtimoli o'rtacha darajada bo'lgan moliyaviy risklar
		7.3. Yuzaga kelish ehtimoli yuqori darajada bo'lgan moliyaviy risklar
		7.4. Yuzaga kelish ehtimolini aniqlash mumkin bo'lmagan moliyaviy risklar
8	Moliyaviy yo'qotishlar darajasi bo'yicha	8.1. Yo'l qo'yilishi mumkin bo'lgan (ta'siri kam) moliyaviy risklar
		8.2. Keskin moliyaviy risklar
		8.3. Halokatli moliyaviy risklar
9	Oldindan ko'ra bilish imkoniyati bo'yicha	9.1. Prognozlashtiriladigan moliyaviy risklar
		9.2. Prognozlashtirilmaydigan moliyaviy risklar
10	Sug'urtalash imkoniyati bo'yicha	10.1. Sug'urtalanadigan moliyaviy risklar
		10.2. Sug'urtalanmaydigan moliyaviy risklar

Bunday belgilar bo'yicha tasniflash risklarni boshqarish jarayonidagi tabaqalanishning asosiy parametrlarida ko'zga tashlanadi. Bir vaqtning o'zida risklarning aniq turi tavsifi ularning doimiy harakati haqidagi tasavvurni beradi va risklarning paydo bo'lish darajasini hamda ular bo'yicha mumkin bo'lgan moliyaviy yo'qotishlar darajasini baholash imkonini beradi. Moliyaviy risklarning turlari bo'yicha xilma-

xilligi ularni tasniflash tizimida keng diapazonda aks etadi. Shuni qayd etish kerakki, yangi moliyaviy texnologiyalarning yuzaga kelishi, yangi moliyaviy instrumentlardan va boshqa innovatsion omillardan foydalanish mos ravishda moliyaviy risklarning yangi ko‘rinishlari yuzaga kelishiga sabab bo‘ladi.

Korporativ tuzilmalar moliyaviy-xo‘jalik faoliyatida yuzaga kelishi mumkin bo‘lgan moliyaviy risklarning asosiy turlari quyidagilar (17.1-rasm).



17.1-rasm. Moliyaviy risklarning asosiy turlari

Moliyaviy barqarorlik pasayish riski (moliyaviy rivojlanish muvozanati buzilish riski). Bu risk kapital tarkibi mukammal emasligi (foydalaniladigan qarz mablag‘lari ulushi haddan tashqari oshib ketishi), pul oqimlari kirimi va chiqib ketishining miqdor jihatdan o‘zaro balanslashmaganligi natijasida yuzaga keladi. Bu riskning tabiati va yuzaga kelish shakllari moliyaviy leverij amal qilish mexanizmida ko‘rib chiqiladi. Moliyaviy risklar tarkibida xavflilik darajasi (korxonalar bankrotligini tezlashtirishi) bo‘yicha bu risk turi yetakchi rol o‘ynaydi.

To'lovga layoqatsizlik riski (yoki balanslashmagan likvidlik tamoyili). Bu risk korporativ tuzilmada pul oqimlari sinxronligi buzilishi natijasida aylanma aktivlar likvidlilik darajasi pasayishi oqibatida yuzaga keladi. O'z moliyaviy oqibati bo'yicha bu risk turi eng xavfli risklar qatoriga kiradi.

Investitsion risk. U korporativ tuzilmaning investitsion faoliyatni amalga oshirishi jarayonida moliyaviy yo'qotishlar paydo bo'lishi mumkinligini izohlaydi. Bu faoliyat turi bilan mos ravishda investitsion risklar real investitsiyalash risklariga va moliyaviy investitsiyalash risklariga ajratiladi. Barcha ko'rib chiqilayotgan moliyaviy risklar turlari investitsion faoliyatni amalga oshirish bilan bog'liq bo'lib "murakkab risklar" deb nomlanuvchi o'z navbatida kichik turlarga ajraluvchi risklar qatoriga kiradi. Misol uchun, real investitsiyalash risklari tarkibiga investitsion loyihalarning o'z vaqtida tayyor bo'lmasligi riski, loyiha-konstruktorlik ishlarining o'z vaqtida tugallanmasligi riski, qurilish-montaj ishlarining o'z vaqtida tugallanmasligi riski, investitsion loyiha bo'yicha moliyalashtirishning o'z vaqtida ochilmasligi riski, loyiha samaradorligi pasayishi bilan bog'liq loyiha investitsion jalb qiluvchanligi yo'qolishi riski va shu kabilar kiritilishi mumkin. Investitsion risklar tarkibiga kiruvchi barcha moliyaviy risklar kichik turlari korxonaga kapitali bo'yicha mumkin bo'lgan yo'qotishlar bilan bog'langan. Ular ham eng xavfli moliyaviy risklar guruhiga kiritiladi.

Inflyatsion risk. Inflyatsion iqtisodiyot sharoitida bunday risk turi moliyaviy risklarning mustaqil turi sifatida qaraladi. Inflyatsion risk kapitalning real qiymati, shuningdek, inflyatsiya sharoitida moliyaviy operatsiyalarni amalga oshirishdan kutilgan daromadlar qadrsizlanishi mumkinligi bilan tavsiflanadi. Shunday ekan, risklarning bu turi hozirgi sharoitda doimiy e'tiborni talab qiladi va korxonaning barcha moliyaviy operatsiyalariga yo'ldosh bo'ladi va korporativ moliyani boshqarishda doimiy diqqat e'tibor qaratilishini talab etadi.

Foiz riski. Bu risk turi moliya bozoridagi foiz stavkalarining kutilmagan o'zgarishlari (depozit va kredit stavkalari bo'yicha) natijasida yuzaga keladi. Mazkur moliyaviy risk turi paydo bo'lish

sabablari (agarda inflyatsion risk ta'siri bo'lmasa) sifatida davlatning tartibga solish siyosati ta'siri ostida moliya bozori kon'yunkturasi o'zgarishi, bo'sh pul mablag'lariga taklifning o'sishi yoki pasayishi va boshqa omillar ko'rsatib o'tiladi. Bu risk turining salbiy moliyaviy oqibatlari korxonalar emission faoliyatida (aksiya va obligatsiyalar emissiyasi bo'yicha), uning dividend siyosatida, qisqa muddatli moliyaviy qo'yilmalarida va ba'zi boshqa moliyaviy operatsiyalarida ko'zga tashlanadi.

Valyuta riski. Bu risk turi tashqi iqtisodiy faoliyatda o'ziga xos bo'lgan korxonalarda (xomashyo, materiallar, yarim tayyor mahsulotlar import qiluvchi hamda tayyor mahsulot eksport qiluvchi korxonalarda) kuzatiladi. Valyuta riski korxonalar tashqi iqtisodiy operatsiyalarida foydalaniladigan xorijiy valyuta ayirboshlash kursining o'zgarishi bevosita ta'siri natijasida kutilgan daromadlarning va bu operatsiyalardan kutilgan pul oqimlarining to'liq olinmasligida ko'rinadi. Bunda xomashyo va materiallar importi bo'yicha mos xorijiy valyuta ayirboshlash kursining milliy valyutaga nisbatan oshishidan korxonalar yutqazadi. Bu kursning pasayishi tayyor mahsulot eksporti bo'yicha korxonalar moliyaviy yo'qotishiga sabab bo'ladi.

Depozit riski. Bu risk depozit omonatlarining qaytmasligi (depozit sertifikatlarining qoplanmasligi) mumkinligida aks etadi. Depozit risklari nisbatan kutilmaganda va korxonalar depozit operatsiyalarini amalga oshirish uchun tijorat bankini noto'g'ri baholash hamda muvaffaqiyatsiz tanlash bilan bog'liq hollarda uchraydi. Depozit riskining yuzaga kelish holatlari rivojlangan mamlakatlar amaliyotida kamdan-kam holatlarda uchraydi.

Kredit riski korxonalar moliyaviy faoliyatida xaridorlarga tijorat krediti yoki iste'mol krediti taqdim etilgan holatlarda uchraydi. Kredit riskining yuzaga kelish kreditga berilgan tayyor mahsulot uchun to'lov amalga oshirilmasligida yoki o'z vaqtida hisob-kitoblar qilinmasligida ko'zga tashlanadi.

Soliq riski. Moliyaviy riskning bu turi quyidagilarda aks etadi: xo'jalik faoliyatining alohida yo'nalishlarini amalga oshirishga yangi soliqlar va ularga tenglashtirilgan to'lovlar joriy etish ehtimoli;

amaldagi soliqlar va majburiy ajratmalar stavkalarining oshish ehtimoli; alohida soliq to'lovlari muddatlari va shart-sharoitlari o'zgarishi; korxonalar xo'jalik faoliyati sohasiga taqdim etilgan soliq imtiyozlarining bekor qilinishi, soliq tekshiruvlari va boshqalar. Korxonalar uchun bunday risklarni oldindan baholash imkoniyati mavjud bo'lmaganligi sababli ular moliyaviy faoliyat natijalariga jiddiy ta'sir ko'rsatadi.

17.2. Risk va daromadlilik (qaytim)ning o'zaro bog'liqligi³⁸

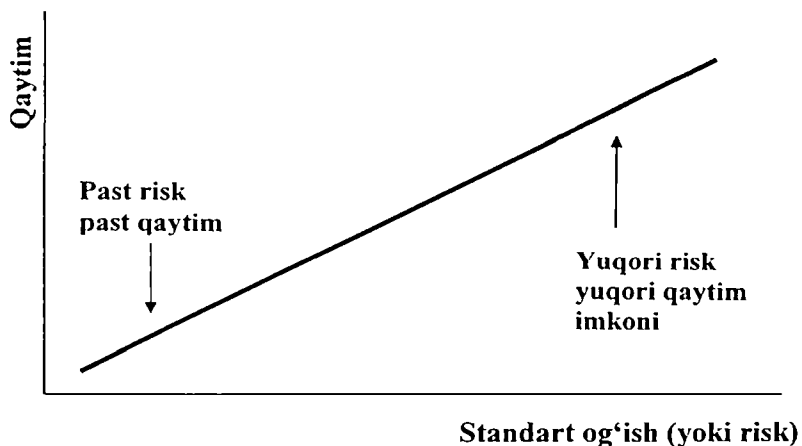
Yuqorida ta'kidlab o'tganimizdek, korporativ tuzilmalar moliyaviy-xo'jalik faoliyati turli xil risklar bilan o'zaro bog'liq. Mazkur holatda riskli operatsiyalarni amalga oshirish korporativ tuzilma uchun qanday miqdorda daromad keltirishini baholash bugungi iqtisodiy sharoitda muhim ahamiyatga ega. Chunki risklar va ularning qaytimini o'z vaqtida va to'g'ri baholash har bir tijorat tashkilotining faoliyat samaradorligi va davomiyligini ta'minlash imkonini beradi. Keltirilayotgan jihatlar moliyaviy menejerlardan korporativ tuzilmalarning investitsiya faoliyatini amalga oshirishlarida ham o'ziga xos e'tibor va chuqur bilim talab etadi. Shu boisdan quyida investitsion jarayonlarda risk-qaytim masalalarini keltirib o'tamiz.

“Investitsiya lug'atlarida risk tushunchasi, qilingan investitsiya qaytimining kutilayotganidan boshqacha bo'lish ehtimoli deb tushuntiriladi. Texnik jihatdan bu, statistik usul – standart og'ishish (standard deviation) orqali o'lchanadi. Oddiygina qilib aytadigan bo'lsak, investitsion faoliyatda risk degani, amalga oshirilgan investitsiyaning ayrim qismini, yoki hammasini yo'qotish ehtimoli borligini bildiradi.

Riskning past darajasi, odatda, investitsiyadan keladigan kam daromad bilan, yuqori darajali risk esa, yuqori daromad imkoniyati mavjudligi bilan assotsiatsiyalanadi. Risk-qaytim muvozanati deyil-

³⁸ Mazkur paragraf iqtisod fanlari nomzodi, dotsent U.Burxonovning “Moliyaviy konsepsiyalar” ilmiy maqolasi asosida kiritildi (U.Burxonov. Moliyaviy konsepsiyalar. // Moliya, 2010. №4. B. 12-20).

ganda, investorning past riskni o‘z bo‘yniga olishi bilan bir vaqtda, yuqori qaytim olish xohishi (imkoni) o‘rtasidagi muvozanat tushuniladi. Ushbu muvozanatni grafik ko‘rinishida quyidagicha aks ettirish mumkin (17.2-rasm).



17.2-rasm. Risk-qaytim muvozanati

Yuqori standart og‘ishish yuqori riskni va shuning bilan bir vaqtda, yuqori daromad olish imkonini bildiradi. Ammo, shuni ham alohida ta’kidlash lozimki, ko‘pchilik o‘rtasida “yuqori risk yuqori daromadni bildiradi”, degan noto‘g‘ri tushuncha yuzaga kelgan. Aslida risk-qaytim muvozanati bizga yuqori risk, yuqori qaytim olish imkonini beradi deb tushuntiradi, ammo, bunga kafolat yo‘q. Shuni doimo yodda tutish zarurki, bu yerda risk – yuqori daromad imkoni bilan bir vaqtda, katta miqdorda yo‘qotish ehtimolini ham bildiradi.

17.2-rasmga e‘tibor beradigan bo‘lsak, tarozining pastki qismi so‘ngida riskdan holi bo‘lgan qaytim (risk-free rate of return) turadi va u odatda AQSHning davlat qimmatli qog‘ozlari bilan aks etadi (ya’ni, nazariy jihatdan ushbu qimmatli qog‘ozlarni defolt bo‘lish ehtimoli nolga yaqin). Mazkur holatda AQSH o‘z tarixi davomida biror marta ham defolt bo‘lmagan va boshqa bir qancha sabablarga ko‘ra ushbu

davlatning qimmatli qog'ozlari investorlar o'rtasida risksiz (ayniqsa, qisqa muddatli sharoitda) deb qabul qilinishini ta'kidlash lozim. Riskdan holi bo'lgan qaytimni tushuntiradigan bo'lsak, masalan, joriy riskdan holi bo'lgan qaytim 6 foizni tashkil etsa, unda investor hech qanaqa riskni o'z bo'yniga olmasdan, yiliga 6 foiz daromad olish imkoniga ega bo'ladi.

Tabiiy savol tug'iladi: uzoq muddatli indeks fondlar yiliga 12 foiz daromad keltirsa, kim ham yiliga 6 foiz (riskdan xoli bo'lgan aktivlardan keladigan) daromadga qanoat qilardi? Ushbu savolning javobi oddiy: hattoki butun bozorni aks ettiruvchi indeks fondlarga qilingan investitsiyalarda ham risk mavjud. Indeks fondlar qaytimi har yili 12 foizni tashkil etmaydi, balki qaysidir yili -5 foiz, boshqa yili +25 foizni tashkil etadi va hokazo. Bozor indeksiga investitsiya qiluvchi investor davlat qimmatli qog'ozlarilariga (oldindan qaytimi aniq bo'lgan) nisbatan yuqori daromad olish maqsadida yuqori riskni bo'yniga oladi va ushbu qo'shimcha qaytim risk premium deb ataladi. Bizning misolda risk premium 6 foizni tashkil etadi, ya'ni 12 foiz - 6 foiz.

Investor ma'lum daromad olishi uchun mutanosib risk darajasini aniqlash anchagina qiyin masala. Bunga asosiy sabab, riskka moyillik turli shaxslarda turlicha bo'lishidadir. Ushbu moyillik (investorlarning qaror qabul qilishi bo'yicha) boshqa omillar bilan bir qatorda, investorlarning maqsadi, daromadi va shaxsiy holati kabilarga ham bog'liq bo'ladi.

Ko'pchilik individual investorlar qimmatli qog'ozlarda yuzaga keladigan qisqa-muddatli o'zgarishlar (notekisliklar)ga nisbatan xohishi bo'lmaydi. Bunday holatda investitsiya portfelini tashkil etish va uni diversifikatsiya qilish, vaziyatni yumshatish uchun eng maqbul yo'l sanaladi.

Diversifikatsiya - bu investitsiya portfelida turli xil investitsiyalarni aralashtirish orqali yagona qimmatli qog'ozlar portfelining umumiy natijasiga risk ta'sirini minimallashtirish bilan amalga oshiriladigan risk-menejment texnikasidir. Ushbu texnika qanday ishlashi akademik jihatdan murakkab formulalar bilan aks ettiriladi,

ammo biz bu yerda faqatgina misol keltirish bilan chegaralanamiz xolos.

Faraz qilaylik, siz orolda yashaysiz va butun iqtisod ikkita kompaniyadan iborat: bittasi yomg'irpo'sh sotsa, ikkinchisi quyoshdan himoyalovchi oyna sotadi. Agar investitsiya portfelningiz butunlay zontik sotadigan kompaniyadan tashkil topgan bo'lsa, unda yomg'ir mavsumida yaxshi natija (yuqori daromad), quyoshli kunda esa yomon natijaga erishasiz. Investitsiya portfeli aksincha, ikkinchi kompaniya qimmatli qog'ozlaridan tashkil topgan bo'lsa, quyoshli kunda yuqori daromad olib, bulutli kunda zararli natijaga erishasiz. Bunday holatda muammoning yechimi 50 foiz mablag'ni bitta kompaniyaga va yana 50 foiz mablag'ni ikkinchi kompaniyaga investitsiya qilishdir. Portfelni diversifikatsiya qilish bilan, mavsumiga qarab yoki o'ta yaxshi, yoki o'ta yomon natijaga erishish o'rniga yil davomida barqaror moliyaviy natijaga ega bo'lasiz.

Eng yaxshi diversifikatsiyaga erishishning sinalgan asosiy uchta tajribasi mavjud:

- investitsiya portfelini naqd pul, aksiya, obligatsiya, o'zaro bog'liq fondlar va ko'chmas mulk kabi turli investitsiya yo'nalishlaridan tashkil etish kerak;

- investitsiya portfelini riski turli darajada bo'lgan qimmatli qog'ozlardan tashkil etish kerak. Risk darajasi turlicha bo'lgan investitsiyalarni amalga oshirish yirik miqdordagi yo'qotishlarni boshqa sohalari hisobidan qoplash imkonini beradi;

- qimmatli qog'ozlarni turli sanoat sohalari bo'yicha tanlash kerak. Bu sanoatga xos risklar ta'sirini minimallashtiradi.

Diversifikatsiya uzoq muddatli moliyaviy maqsadlarga erishish va bunda riskni minimallashtirishga yordam beruvchi eng muhim komponent hisoblanadi. Shuning bilan bir vaqtda, diversifikatsiya zararga qarshi o'ta kafolatli dastak emas. Qanchalik diversifikatsiya qo'llashingizdan qat'iy nazar, investitsiya qilish ma'lum darajada riskka tortilish bilan bog'liq bo'lib qolaveradi.

Shu o'rinda investorlarni qiziqtiradigan yana bir savol tug'ilishi tabiiy, bu – optimal diversifikatsiyaga erishish uchun investitsiya

portfeli nechta qimmatli qog'ozdan tashkil topishi kerak? Portfel nazariyachilarining ta'kidlashlaricha portfelga 20ga yaqin qimmatli qog'ozlarni qo'shish, qimmatli qog'ozlarga xos bo'lgan individual risklarni sezilarli darajada pasaytiradi. Bunda investor turli hajmdagi va turli sanoat sektorlaridagi qimmatli qog'ozlarni xarid qilgan deb faraz qilinadi, albatta. Mazkur amaliyot rivojlangan fond bozori mavjud mamlakatlar iqtisodiyotiga xos. Lekin boshqa tomondan iqtisodiyotni tarkibiy o'zgartirish jarayonida diversifikatsiyalash amaliyoti nafaqat qimmatli qog'ozlar bozori, balki boshqa sektorlar uchun ham xosdir.

17.3. Moliyaviy risklarni neytrallashtirishning ichki mexanizmlari

Amaliyotda korxonalar miqyosida moliyaviy risklarni neytrallashtirishning ichki va tashqi mexanizmlari keng qo'llaniladi. Bunda moliyaviy risklarni neytrallashtirishning ichki mexanizmlari sifatida risklardan qochish, moliyaviy operatsiyalar bo'yicha chegaralar belgilash, xedjirlash, diversifikatsiyalash, risklarni taqsimlash va boshqa metodlarni keltirish mumkin.

Risklardan qochish amaliyotida korxonadan tomonidan quyidagilarga e'tibor qaratiladi:

- risklilik darajasi yuqori bo'lgan moliyaviy operatsiyalardan voz kechish;
- shartnoma majburiyatlarini tizimli ravishda buzib kelayotgan hamkorlardan voz kechish;
- yuqori miqdordagi qarz kapitalidan foydalanishdan voz kechish;
- past likvidli aylanma aktivlardan yuqori darajada foydalanishdan voz kechish;
- vaqtincha bo'sh pul mablag'laridan qisqa muddatli moliyaviy investitsiyalarda foydalanishdan voz kechish.

Operatsiyalar bo'yicha chegaralar belgilash amaliyotida esa quyidagilarga e'tibor qaratiladi:

- qarz mablag'laridan foydalanish bo'yicha chegara belgilash (o'z mablag'lariga nisbatan);

- yuqori likvidli aktivlar minimal chegarasini belgilash;
- iste'mol va tijorat kreditlarining bitta xaridor bo'yicha maksimal miqdorini belgilash;
- bitta bankka joylashtirish mumkin bo'lgan maksimal depozit miqdorini belgilash;
- emitentlarga nisbatan qimmatli qog'ozlar bo'yicha maksimal moliyaviy qo'yilmalar miqdorini belgilash;
- debitorlik qarzi bo'yicha maksimal muddatni belgilash.

Xedjirlash orqali moliyaviy risklarning oldini olish quyidagilardan foydalanish orqali amalga oshiriladi:

- fyuchers shartnomalaridan foydalanish orqali xedjirlash;
- opsiolardan foydalanish orqali xedjirlash;
- svop operatsiyalaridan foydalanish orqali xedjirlash.

Diversifikatsiyalash amaliyoti bevosita risklarni taqsimlash imkoniyatini yuzaga keltiradi va bu jarayon quyidagilar orqali amalga oshirilishi mumkin:

- moliyaviy faoliyat turlarini diversifikatsiyalash;
- valyuta portfelini diversifikatsiyalash;
- depozit portfelini diversifikatsiyalash;
- kredit portfelini diversifikatsiyalash;
- qimmatli qog'ozlar portfelini diversifikatsiyalash;
- real investitsiyalash dasturlarini diversifikatsiyalash.

Risklarni taqsimlash moliyaviy operatsiya ishtirokchilari o'rtasida amalga oshiriladi va bu amaliyot quyidagi jarayonlarda tashkil etilishi mumkin:

- risklarni investitsion loyiha ishtirokchilari o'rtasida taqsimlash;
- xomashyo va materiallar bo'yicha risklarni mol yetkazib beruvchilar va xaridor o'rtasida taqsimlash;
- lizing munosabatlarida asosiy vosita ma'naviy eskirishini lizing oluvchi va lizing beruvchi o'rtasida taqsimlash.

Shuningdek, moliyaviy risklarni neytrallashtirishning ichki mexanizmlaridan hisoblanuvchi boshqa metodlar sifatida quyidagilarni ham keltirish mumkin:

- moliyaviy jarimalar yoki chegirmalar qo'llash;
- kafolatlar olish;
- fors-major holatlari ro'yxatini qisqartirish.

Nazorat savollari

1. Moliyaviy risklar iqtisodiy mohiyatini qanday izohlaysiz?
2. Korxonalarda yuzaga kelishi mumkin bo'lgan moliyaviy risklarni qanday belgilar bo'yicha tasniflash mumkin?
3. Moliyaviy risklar turlarini o'zaro farqlay olasizmi?
4. Korxonada moliyaviy barqarorligi pasayish riskini qanday tushunish mumkin va uning oldini olish bo'yicha qanday choratadbirlar ko'rish lozim?
5. Korxonada to'lovga layoqatsizlik riski qanday holatlarda yuzaga keladi?
6. Investitsion risk va inflyatsion risk o'rtasida o'zaro bog'liqlik mavjudmi?
7. Qanday holatlarda soliqlar amal qilishi bilan bog'liq moliyaviy risklar yuzaga kelishi mumkin?
8. Risklardan qochish amaliyotida korxonada tomonidan e'tibor qaratiladigan jihatlar haqida fikr bildiring.
9. Operatsiyalar bo'yicha chegaralar belgilash orqali risklarni kamaytirishning o'ziga xos xususiyatlarini keltiring.
10. Xedjirlash orqali moliyaviy risklarning oldini olishning afzalliklari va kamchiliklari haqida fikr bildiring.
11. Tadbirkorlik faoliyati bilan shug'ullanayotganingizda diversifikatsiyalash amaliyotini qo'llay olasizmi?
12. Diversifikatsiyalashning iqtisodiy taraqqiyotdagi ahamiyati haqida fikr bildiring.
13. Sindikatlar orqali risklarni taqsimlashning bozor iqtisodiyoti sharoitidagi ahamiyatini izohlab bering.

Testlar

1. Belgilangan maqsadlarni amalga oshirishning noaniqligi sharoitida moliyaviy faoliyatdan ko'zlangan maqsad natijalariga yo'naltirilgan mulkdorlar yoki moliyaviy menejerlar tomonidan qabul qilingan moliyaviy qarorlarning iqtisodiy zarar (moliyaviy yo'qotish)lar keltirish ehtimoli o'zida nimani anglatadi?
 - a) moliyaviy risklar;
 - b) iqtisodiy yo'qotishlar;

- d) moliyaviy zararlar;
- e) kutilmagan natijalar

2. Sug'urtalanadigan moliyaviy risklar deganda qanday risklarni tushunish mumkin?

- a) qonunchilik bilan ta'qiqlanmagan sug'urta kompaniyalari tomonidan sug'urtalanishi mumkin bo'lgan moliyaviy risklarni;
- b) faqatgina ayrim sug'urta kompaniyalari tomonidan sug'urtalanishi mumkin bo'lgan risklarni;
- d) soliq risklaridan boshqa barcha moliyaviy risklarni;
- e) amaliyotda barcha moliyaviy risklarni sug'urtalanadigan moliyaviy risklar sifatida izohlash mumkin.

3. Fan-texnika yutuqlarini amaliyotga joriy etish natijasida kutilgan iqtisodiy samaradorlikka erisha olmaslik xavfi qanday moliyaviy risk turini o'zida ifodalaydi?

- a) innovatsion moliyaviy risk;
- b) investitsion risk;
- d) kriminogen risk;
- e) sug'urtalanmaydigan moliyaviy risk.

4. Korxonada tashqi iqtisodiy faoliyatidagi operatsiyalarida foydalaniladigan xorijiy valyuta ayirboshlash kursining o'zgarishi bevosita ta'siri natijasida kutilgan daromadlarning va bu operatsiyalardan kutilgan pul oqimlarining to'liq olinmasligi orqali ko'zga tashlanadigan moliyaviy risk turi:

- a) valyuta riski;
- b) kredit riski;
- d) foiz riski;
- e) depozit riski.

5. Moliyaviy-xo'jalik faoliyatining alohida yo'nalishlarini amalga oshirishga yangi soliqning joriy etilish ehtimoli, amaldagi soliq stavkalarining oshish ehtimoli, korxonada tomonidan foydalanilayotgan soliq imtiyozlarining bekor qilinishi, kutilmagan soliq tekshiruvlari qaysi moliyaviy risk turining yuzaga kelishiga sabab bo'ladi?

- a) soliq riski;
- b) inflyatsion risk;
- d) innovatsion risk;
- e) valyuta riski.

6. Risklilik darajasi yuqori bo'lgan moliyaviy operatsiyalardan voz kechish, shartnoma majburiyatlarini tizimli ravishda buzib kelayotgan hamkorlardan voz kechish, yuqori miqdordagi qarz kapitalidan foydalanishdan voz kechish, past likvidli aylanma aktivlardan yuqori darajada foydalanishdan voz kechish moliyaviy risklarni neytrallashtirishning qaysi mexanizmiga mos keladi?

- a) risklardan qochish amaliyoti;
- b) risklarni diversifikatsiyalash amaliyoti;
- d) risklarni minimallashtirish amaliyoti;
- e) risklarni tizimlashtirish amaliyoti.

7. Qarz mablag'laridan foydalanish bo'yicha chegara belgilash, yuqori likvidli aktivlar minimal chegarasini belgilash, iste'mol va tijorat kreditlarining bitta xaridor bo'yicha maksimal miqdorini belgilash, emitentlarga nisbatan qimmatli qog'ozlar bo'yicha maksimal moliyaviy qo'yilmalar miqdorini belgilash, debitorlik qarzi bo'yicha maksimal muddat va miqdorni belgilash risklarni neytrallashtirishning qaysi ichki mexanizmini o'zida ifodalaydi?

- a) operatsiyalar bo'yicha chegaralar belgilash;
- b) risklardan qochish amaliyoti;
- d) risklarni diversifikatsiyalash amaliyoti;
- e) risklarni taqsimlash.

8. Fyuchers shartnomalaridan foydalanish orqali xedjirlash amaliyoti qanday risklarning oldini olishga xizmat qiladi?

- a) tovarlar yoki qimmatli qog'ozlarning narxlari o'sishi bilan bog'liq moliyaviy risklarning;
- b) aksiya kursining pasayishi va tovarlar bahosining oshishi bilan bog'liq moliyaviy risklarning;
- d) import tovarlari bo'yicha bojxona to'lovlarining o'zgarishi bilan bog'liq risklarning;

- e) eksport tovarlariga nisbatan cheklovlar natijasida yuzaga kelishi mumkin bo'lgan risklarning.

9. Moliyaviy risklarni boshqarishda diversifikatsiyalash amaliyoti korxonalar uchun qanday imkoniyatni yaratib beradi?

- a) risklarni taqsimlash imkoniyatini;
- b) risklarni butunlay neytrallashtirish imkoniyatini;
- d) risklarni oldindan baholash imkoniyatini;
- e) moliyaviy risklarning oldini olish imkoniyatini.

10. Moliyaviy operatsiya ishtirokchilari o'rtasida risklarni taqsimlash amaliyoti to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) risklarni investitsion loyiha ishtirokchilari o'rtasida taqsimlash;
- b) risklarni birlamchi tartibda yakka holda sug'urtalash;
- d) risklarni mol yetkazib beruvchi zimmasida qoldirish;
- e) risklarni bosh moliyalashtiruvchi zimmasiga o'tkazish.

XVIII BOB. OPSIONLARNING MOHIYATI VA QO'LLANILISHI

18.1. Opsionlarning mohiyati va ularning tasniflanishi

Opsion kelishilgan muddat davomida ma'lum bir mukofot summasi hisobiga belgilangan miqdordagi tovarlar yoki moliyaviy instrumentlarni belgilangan (kelishilgan) narx bo'yicha sotib olish yoki sotish huquqini beruvchi bitimni o'zida aks ettiradi. Bundan ko'rinib turibdiki, opsionlarning ikkita asosiy turi amal qiladi. Ya'ni xarid qilish bo'yicha opsion (*option call*) kelajakda bitimda belgilangan shartlarda bazis aktivini sotib olish huquqini bersa, sotish bo'yicha opsion (*option put*) o'z egasiga kelajakda bazis aktivini bitim shartlariga muvofiq sotish huquqini beradi. Bitimda qayd etilgan bazaviy aktivlar bahosi opsionning ijro etilish (bajarilish) bahosi (*strike price*) deb ataladi. Bitimda kelishilgan sana bitim muddatining tugash sanasi (*expiration date*) yoki to'lov muddati (*maturity*) deb ataladi. Opsion bitimini amalga oshirish stiliga ko'ra Amerika opsioni va Yevropa opsioniga bo'linadi. Amerika opsion (American option)lari ular amal qilish muddatining tugaguniga qadar istalgan paytda bajarilishi mumkin. Yevropa opsion (European option)lari esa ularning tugash muddatiga kelibgina amalga oshirilishi mumkin. Opsionlar birjada va birjadan tashqarida kotirovkalanadi. Fond birjalarida aksariyat holatlarda kotirovkalanadigan opsionlar bo'yicha bitta opsion bitimining predmeti sifatida 100 ta aksiyani sotib olish yoki sotish olinadi.

Alohida qayd etib o'tish kerakki, opsionlar uning egasiga ma'lum bir faoliyatni amalga oshirish huquqini beradi va hech qanday majburiyatni yuklamaydi. Ya'ni opsionlar bazaviy aktivlarni sotish yoki sotib olish majburiyatini yuklovchi forward va fyuchers shartnomalaridan o'zaro farqlanadi. Shuningdek, e'tibor qaratiladigan

yana bir jihat borki, forvard va fyuchers shartnomalarini tuzish hech qanday xarajat talab qilmaydi, opsiyonlar bo'yicha esa to'lov amalga oshirilishi shart. Bu to'lov opsiyon bo'yicha mukofot deb ataladi.

Dunyodagi eng katta opsiyon birjasi sifatida Chikago opsiyon birjasi (CBOE – Chicago Board of Options Exchange, www.cboe.com) faoliyat yuritadi. 1973-yilda mazkur opsiyon birjasida birinchi marta opsiyon bitimi tuzilganligini ham ta'kidlash lozim.

Quyidagi jadvalda 2017-yil 29-mayda savdolarning yopilish vaqtida qayd etilgan Intel kompaniyasi aksiyalariga amerika opsiyonlari bahosi keltirilgan (18.1-jadval). Opsiyonlarning amal qilish muddatlari iyunda, iyulda va oktyabrda tugaydi. Iyundagi opsiyonlar 2017-yil 21-iyungacha, iyuldagi 2017-yil 19-iyulgacha, oktyabrdagi esa 2017-yil 18-oktyabrgacha amal qiladi. 2017-yil 29-mayda savdolarning yopilish vaqtida Intel kompaniyasi aksiyalari bahosi 20,83 dollarga teng.

18.1-jadval

2017-yil 29-maydagi Intel kompaniyasi aksiyalariga opsiyonlar bahosi, aksiya bahosi 20,83 dollar

Ijro etilish bahosi, dollarda	Opsion koll, dollarda			Opsion put, dollarda		
	Iyun	Iyul	Oktyabr	Iyun	Iyul	Oktyabr
20	1,25	1,6	2,4	0,45	0,85	1,5
22,5	0,2	0,45	1,15	1,85	2,20	2,85

Faraz qilaylik, investor brokerga Intel kompaniyasi aksiyalariga bir dona oktyabrgacha opsiyon kollni 22,5 dollar ijro etilish bahosi bilan sotib olish to'g'risida topshiriq berdi. Broker bu topshiriqni Chikago opsiyon birjasida bitim tuzuvchi treyderga yubordi. So'ngra bu treyder Intel kompaniyasi aksiyalariga oktyabrgacha opsiyon kollni 22,5 dollar ijro etilish bahosi bilan sotishni xohlovchi boshqa treyderni topadi. Taxmin qilaylik, opsiyon mukofoti (bahosi) yuqoridagi jadvalda ko'rsatilgani kabi 1,15 dollar. Bu summa bir dona aksiyani sotib olish uchun opsiyon bahosini o'zida aks ettiradi. AQSHda bir dona opsiyon shartnomasi 100 ta aksiyani sotish yoki sotib olish bo'yicha tuziladi. Shunday ekan, investor broker orqali 115 dollarni birja hisobraqamiga

o'tkazish kerak. Shundan so'ng birja bu summani kontragent hisobraqamiga o'tkazadi.

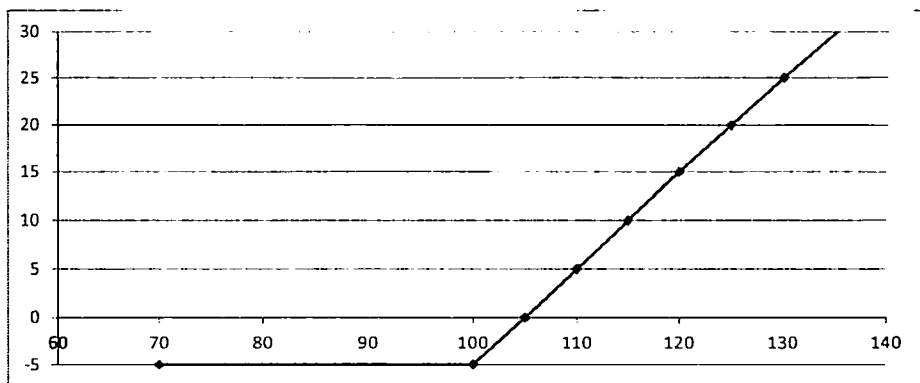
Yuqoridagi misolga ko'ra, investor 115 dollar hisobiga Intel kompaniyasining 100 dona aksiyasini 22,5 dollardan sotib olish huquqiga ega bo'ladi. Kontragent operatsiya bo'yicha 115 dollarni oladi va investor opsiyon ijro etilishiga qaror qilsa Intel kompaniyasi 100 dona aksiyasini 2013-yil 18-oktyabrgacha 22,5 dollardan sotishga rozilik beradi. Agar Intel kompaniyasi aksiyalari bahosi 2013-yil 18-oktyabrgacha 22,5 dollardan oshmasa opsiyon bajarilmaydi, investor esa 115 dollarni yo'qotadi. Lekin Intel kompaniyasi aksiyalar bahosi 30 dollargacha ko'tarilsa investor 100 ta aksiyani 22,5 dollardan sotib olishi mumkin bo'ladi. Bunday holatda investor foydasi 750 dollar $((30 - 22,5) \times 100)$ ni, opsiyon bahosini hisobga olgan holda 635 dollar $(750 - 115)$ ni tashkil etadi.

Ikkinchi muqobil bitimni ko'rib chiqamiz. Masalan, investor bitta iyuldagi opsiyon putni 20 dollar ijro etilish bahosi bilan sotib olmoqchi. Yuqoridagi jadvaldan ko'rinib turibdiki, bu opsiyon har bir aksiya bo'yicha 0,85 dollar va bitta opsiyon bitimi bo'yicha 85 dollar $(100 \times 0,85)$ ni tashkil etadi. Bunda investor 85 dollar evaziga 2013-yil 19-iyulgacha Intel kompaniyasi har bir aksiyasini 20 dollardan sotish huquqini oladi. Agar Intel kompaniyasi aksiyalari 20 dollardan oshib ketsa opsiyon bajarilmaydi va investor 85 dollarni yo'qotadi. Lekin aksiyalar bahosi 15 dollarga teng bo'lsa, investor tomonidan opsiyon ijro etiladi va 100 ta aksiyani 20 dollardan sotish natijasida 500 dollar miqdorida foyda oladi. Bunda opsiyon bahosini chegirgan holda operatsiya bo'yicha sof foyda 415 dollarni tashkil etishini ta'kidlash mumkin.

Yana bir holatni ko'rib chiqamiz. Investor eBay kompaniyasi 100 ta aksiyasiga 100 dollar ijro etilish bahosi bilan Yevropa opsiyon koll sotib oldi. Faraz qilaylik, aksiyalarning joriy bahosi 98 dollarga teng, opsiyon bo'yicha to'lov muddati to'rt oyga teng, opsiyonlar bahosi (mukofoti) esa har bir aksiyani xarid qilish uchun 5 dollar. Dastlabki investitsiya summasi 500 dollar. Opsionning Yevropa opsiyon ekanligi sababli investor uni faqat to'lov muddatining tugash vaqtida bajarishi mumkin. Agar ijro etilish vaqtida aksiya bahosi 100 dollardan past bo'lsa, investor opsiyon shartnomasini bajarish uchun qabul qilmaydi. Ya'ni bozorda aksiya bahosi 100 dollardan past bo'lgan holatda ularni 100 dollardan sotib olishdan hech qanday ma'no yo'q. Bunday holatda investor o'z-

o'zidan dastlabki investitsiya summasini, ya'ni 500 dollarni yo'qotadi. Lekin opsiyon muddatining tugash sanasida aksiyalar bahosi 100 dollardan yuqori bo'lsa opsiyon bajarishga qabul qilinadi. Faraz qilaylik aksiya bahosi muddat oxirida 115 dollarga teng bo'lsa, opsiyon bajariladi va investor 100 ta aksiyani 100 dollardan sotib oladi. Bu aksiyalarni darhol sotish natijasida investor har bir aksiya bo'yicha 15 dollardan foyda oladi. Umumiy operatsiya bo'yicha investor foydasi opsiyon bo'yicha dastlabki qo'yilmani hisobga olgan holda 1000 dollarni tashkil etadi.

Quyidagi rasmda opsiyon bajarilish vaqtida bir dona aksiya bahosiga investor foyda yoki zararining bog'liqligi ko'rsatilgan (18.1-rasm).

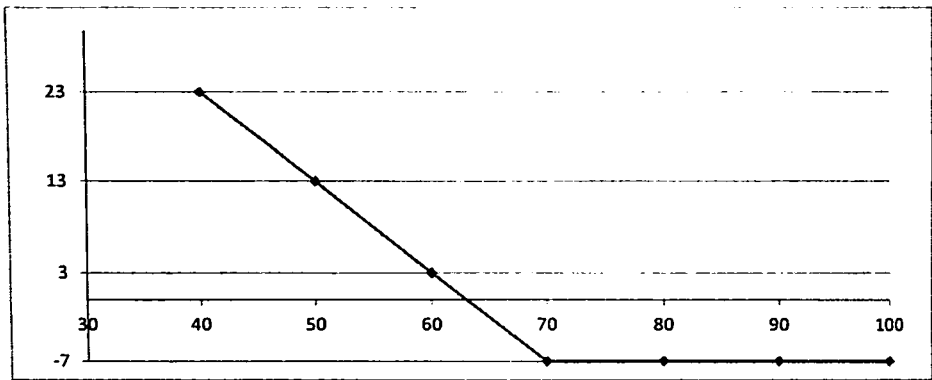


18.1-rasm. eBay kompaniyasi bir dona aksiyasiga Yevropa opsiyon koll sotib olish bo'yicha foyda miqdori. Opsiyon mukofoti 5 dollar, ijro etilish bahosi 100 dollar.

Ba'zida opsiyonlarning bajarilishi investor uchun zarar sifatida aks etishi mumkin. Faraz qilaylik, oldingi misolda opsiyon amal qilishining so'nggi kunida eBay kompaniyasi aksiyalari bahosi 102 dollarga teng. Investor opsiyonni bajarishi mumkin va 200 dollar samaraga ega bo'lishi mumkin. Lekin mazkur holatda uning zarari 300 dollarga teng, chunki dastlabki investitsiya (opsiyon mukofoti) 500 dollarni tashkil etadi. Bir qarashda investor mazkur holatda opsiyonni bajarmasligi kerak. Lekin operatsiyani bajarmaslik, o'z navbatida, 500 dollarning yo'qotilishiga

sabab bo'lad. Bundan xulosa qilish mumkinki, opsiyon muddati tugash sanasida aksiya bahosi opsiyonni bajarish bahosidan yuqori bo'lsa uni bajarish lozim.

Opsiyon koll egasi aksiyalar bahosi o'sishini, opsiyon put egasi esa aksiya bahosi pasayishini kutadi. Yana bir holatni ko'rib chiqamiz. Investor IBM kompaniyasi 100 ta aksiyasiga 70 dollar ijro etilish bahosi bilan Yevropa opsiyon put sotib oldi. Faraz qilaylik, aksiyalar joriy bahosi 70 dollarga, opsiyon amal qilish muddati 3 oyga, bitta aksiyani sotish bo'yicha opsiyon mukofoti 7 dollarga, o'z navbatida dastlabki investitsiya summasi esa 700 dollarga teng.



18.2-rasm. IBM kompaniyasi bir dona aksiyasiga Yevropa opsiyon put sotib olish bo'yicha foyda miqdori. Opsiyon mukofoti 7 dollar, ijro etilish bahosi 70 dollar.

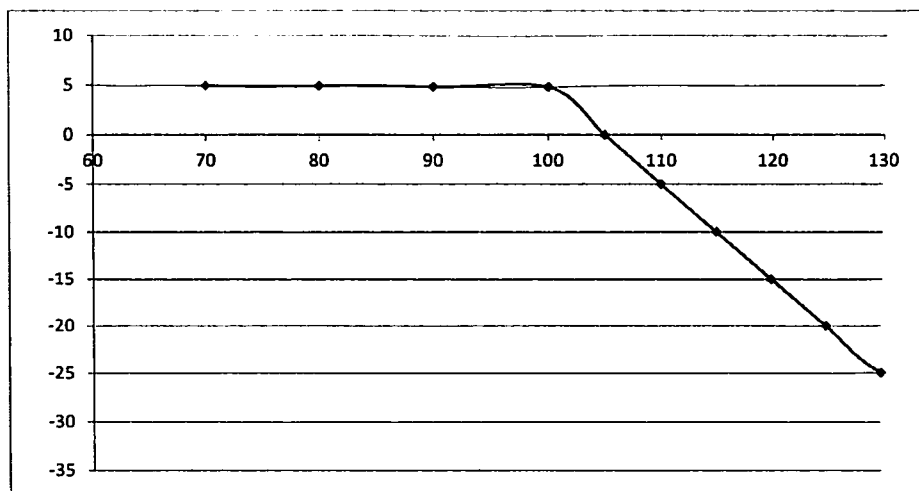
Opsiyon Yevropa opsiyon bo'lganligi sababli uning amal qilish muddati tugash vaqtida agar aksiyalar bahosi 70 dollardan past bo'lsa bajariladi. Faraz qilaylik, o'sha payt aksiyalar bahosi 55 dollarga teng. Bunday holatda investor 100 ta aksiyani 55 dollardan sotib olishi va opsiyon put sharti bo'yicha 70 dollardan sotishi mumkin. Natijada investor operatsiya bo'yicha 1500 dollar samaraga ega bo'ladi, opsiyon mukofotini hisobga olgan holda operatsiya bo'yicha sof foyda 800 dollarni tashkil etadi. Lekin investorning foyda olishiga hech qanday kafolat yo'q. Agarda muddat tugash vaqtida aksiya bahosi 90 dollarga teng bo'lsa opsiyon put o'z ahamiyatga ega bo'lmaydi va investor 700

dollar yo'qotadi. Quyidagi rasmda investor foyda yoki zararining aksiyaning yakuniy bahosiga bog'liqligi ko'rsatilgan (18.2-rasm).

Amerika opsiyonlari Yevropa opsiyonlariga nisbatan birmuncha ommabop hisoblanadi. Chunki Amerika opsiyonlarini bajarish uchun Yevropa opsioni kabi tugash muddatini kutish talab qilinmaydi. Shundan kelib chiqqan holda quyida asosan amerika opsiyonlarining muddatdan oldin bajarilishi bilan bog'liq holatlarni ko'rib chiqamiz.

18.2. Opsion pozitsiyalari

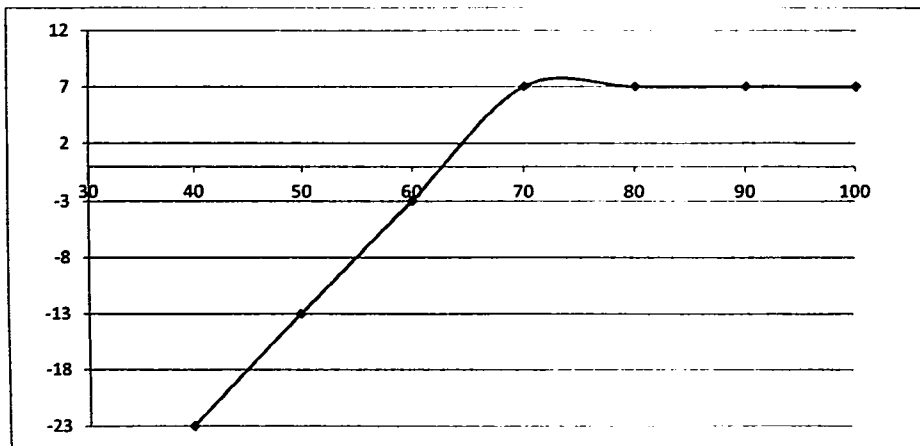
Har bir opsiyon shartnomasida ikkita tomon amal qiladi. Bunda bir tomonda uzun pozitsiyaga ega investor (opsion sotib oluvchi), ikkinchi tomonda esa qisqa pozitsiyaga ega investor (opsion sotuvchi) turadi. Opsion sotuvchi belgilangan majburiyatni o'ziga olish uchun pul mablag'i oladi.



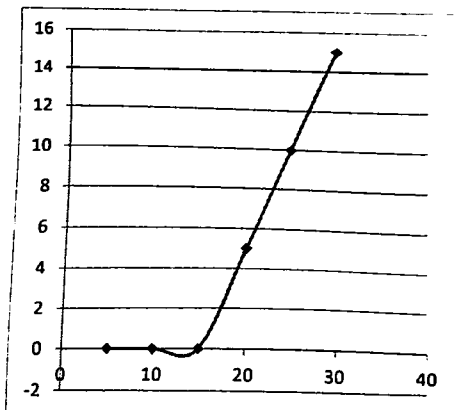
18.3-rasm. eBay kompaniyasi bir dona aksiyasiga Yevropa opsiyon koll sotish bo'yicha foyda miqdori. Opsion mukofoti 5 dollar, ijro etilish bahosi 100 dollar.

Uning foyda yoki zararlari opsiyon sotib oluvchining foyda yoki zararlarga teskari bog'liqlikda namoyon bo'ladi. Yuqorida ko'rib

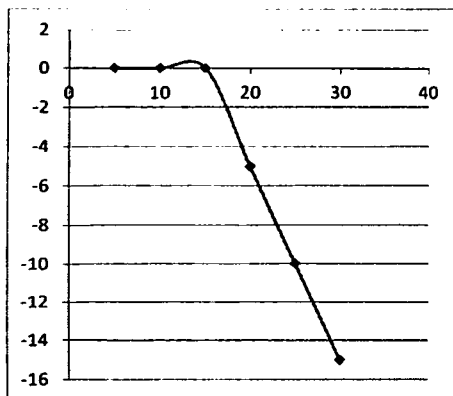
chiqilgan masalalar bo'yicha opsiyon sotuvchi foyda yoki zararlarining aksiya yakuniy bahosiga bog'liqligi quyidagi rasmlarda keltirilgan (18.3, 18.4-rasmlar).



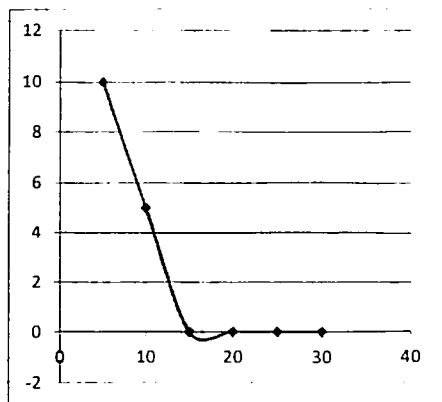
18.4-rasm. IBM kompaniyasi bir dona aksiyasiga Yevropa opsiyon put *sotish* bo'yicha foyda miqdori. Opsiон mukofoti 7 dollar, ijro etilish bahosi 70 dollar.



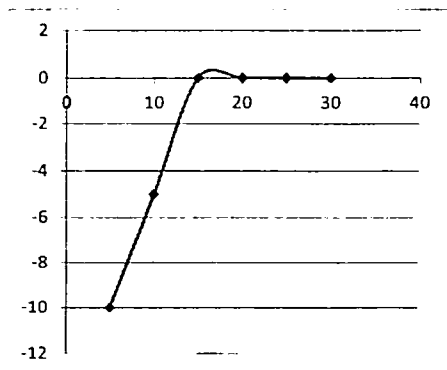
a)



b)



c)



d)

18.5-rasm. Yevropa opsiyida pozitsiyalar bo'yicha opsiy egasi to'lovlar: a) uzun opsiy koll; b) qisqa opsiy koll; c) uzun opsiy put; d) qisqa opsiy put

Amaliyotda opsiy pozitsiyalari bo'yicha to'rtta variant amal qiladi:

- opsiy kollda uzun pozitsiya;
- opsiy putda uzun pozitsiya;
- opsiy kollda qisqa pozitsiya;
- opsiy putda qisqa pozitsiya;

Yevropa opsiyalarida pozitsiyalarni opsiy amal qilish muddatining tugash vaqtidagi investorga to'lovlar miqdorini ko'rsatgan holda tavsiflash birmuncha qulay. Opsiylarning dastlabki qiymati hisob-kitoblarda hisobga olinmaydi. K – ijro etilish bahosi, S_T – bazaviy aktivning yakuniy bahosidan kelib chiqqan holda Yevropa opsiy koll uzun pozitsiya bo'yicha to'lovlar quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$\max(S_T - K).$$

Bu formula agar $S_T > K$ bo'lgan holatdagina opsiy bajarilishini o'zida aks ettiradi. Yevropa opsiy koll qisqa pozitsiya bo'yicha to'lovlar quyidagi formula bo'yicha hisoblanadi:

$$-\max(S_T - K) = \min(K - S_T).$$

Yevropa opsiyon put uzun pozitsiyada opsiyon egasiga to'lovlar quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$\max(K - S_T).$$

Yevropa opsiyon put qisqa pozitsiyada esa opsiyon egasiga to'lovlar quyidagi formula bo'yicha aniqlanadi:

$$- \max(K - S_T) = \min(S_T - K).$$

Keltirilgan barcha variantlar yuqoridagi rasmda keltirilgan (18.5-rasm).

18.3. Opsiyon shartnomalarida bazaviy aktivlar

Opsiyon shartnomalarida bazaviy aktivlar sifatida aksiyalar, valyutalar, fond indeksleri, fyucherslar olinadi.

Aksiyalar bo'yicha opsiyonlar yoki *fond opsiyonlari (stock options)* Chikago opsiyon birjasida, Filadelfiya fond birjasida (www.fhix.com), Amerika fond birjasida (www.amex.com), Tinch okeani fond birjasi (www.pasifex.com) va Xalqaro qimmatli qog'ozlar birjasida (www.iseoptions.com) kotirovkalanadi. Opsiyonlar 1000 dan ortiq turli xil aksiyalar bo'yicha tuziladi. Bitta kontrakt uning egasiga 100 ta aksiyani belgilangan ijro etilish bahosi bo'yicha sotish yoki sotib olish huquqini beradi. Bunday shartnoma miqdori aksiyalarning o'zi uchun ham qulay, qoidaga ko'ra 100 dona aksiya bo'yicha lotlar sotiladi.

Xorijiy valyutalar bo'yicha opsiyonlarning katta qismi Filadelfiya fond birjasida kotirovkalanadi. U yerda turli xil xorijiy valyutalarni oldi-sotdisi bo'yicha Yevropa va amerika opsiyonlari kotirovkalanadi. Bitta shartnoma miqdori valyuta turiga bog'liq. Masalan, Britaniya funt sterlingi bo'yicha bitta opsiyon shartnomasi uning egasiga 31250 funt sterling sotib olish yoki sotish huquqini beradi. Yapon ieni bo'yicha bitta opsiyon shartnomasi esa 6,25 million ien sotib olish yoki sotish huquqini taqdim etadi.

Butun dunyo bo'yicha turli xil *fond indekslariga opsiyonlar* yoki *indeksli opsiyonlar (index option)* kotirovkalanadi. Ulardan keng tarqalganlari sifatida S&P 500 (SPX), S&P 100 (OEX), Nasdaq 100 (NDX) va Dou-Jons (DJX) indekslariga opsiyon shartnomalarini

keltirish mumkin. Fond indeksleri bo'yicha opsionlar ham Yevropa va amerika opsionlariga bo'linadi. Masalan, S&P 500 (SPX) bo'yicha opsion Yevropa opsi, S&P 100 (OEX) bo'yicha opsion esa amerika opsi hisoblanadi. Bitta shartnoma uning egasiga indeksning 100 baravari miqdoridagi aktivni oldindan kelishilgan ijro etilish bahosi bo'yicha sotish yoki sotib olish huquqini beradi. Hisob-kitoblar har doim naqd pulda amalga oshiriladi. Masalan, S&P 100 indeksi bo'yicha opsion koll ijro etilish bahosi 980 dollarga teng. Qachonki indeks bahosi 982 dollarga ko'tarilganda opsion bajariladigan bo'lsa opsion sotuvchi uning egasiga $(992 - 980) \times 100 = 1200$ dollar to'laydi. Naqd hisob-kitoblar kun oxirida qayd etilgan indekslar qiymatiga asoslanadi. Ya'ni ko'p holatlarda opsion egalari o'z sotish yoki sotib olish huquqidan foydalanishga ishonch hosil qilgandagina sotish yoki sotib olishini e'lon qiladi va odatda investorlar kun oxirigacha kutib turadi.

Fyuchers opsionlari yoki *fyuchers bo'yicha opsionlar (futures option)*da bazaviy aktiv sifatida fyuchers shartnomalari qo'llanadi. Bunday opsion aniq belgilab qo'yilgan bazis aktiv bo'yicha fyuchers shartnomasini sotish yoki sotib olish huquqini beradi. Hozirgi vaqtda asosida oddiy fyuchers shartnomalari bo'lgan aksariyat aktivlar bo'yicha fyuchers opsionlari ko'pchilik uchun qulay. Qoidaga ko'ra, fyuchers shartnomalari va fyuchers opsionlar bitta birjada kotirovkalanadi.

Nazorat savollari

1. Opsionlarning mazmun-mohiyatini qanday izohlay olasiz?
2. Xarid qilish bo'yicha opsion (*option call*) va sotish bo'yicha opsion (*option put*)larning o'zaro farqli jihatlarini ko'rsating.
3. Amerika opsi va Yevropa opsiining o'xshash va farqli jihatlarini izohlab bering.
4. Opsionlarning forvard va fyuchers shartnomalaridan o'zaro farqli jihatini bilasizmi?
5. Opsionlarda investor foyda yoki zarar ko'rishining aksiya bahosiga bog'liqligini qanday tushunish mumkin.

6. Opsion koll va opsion put egalari bazaviy aktivlar bahosining qay tartibda o'zgarishini kutadi. Bunda o'zaro farqli jihat mavjudmi?

7. Opsionlar bo'yicha qanday pozitsiyalar mavjud va ularni qanday izohlash mumkin?

8. Opsion shartnomalarida qanday bazaviy aktivlar qo'llaniladi?

9. Aksiyalar bo'yicha opsionlar qo'llanish xususiyatlarini izohlab bering.

10. Xorijiy valyutalar bo'yicha opsionlar bajarilish tartibini keltiring?

11. Fond indeksleri bo'yicha opsionlar qo'llanish xususiyatlari tavsifini keltira olasizmi?

12. Fyuchers opsionlarining o'ziga xos xususiyatlarini sanab o'ting.

Testlar

1. Kelishilgan muddat davomida ma'lum bir mukofot summasi hisobiga belgilangan miqdordagi tovarlar yoki moliyaviy instrumentlarni belgilangan narx bo'yicha sotib olish yoki sotish huquqini beruvchi bitim nima deb ataladi?

- a) opsion;
- b) lizing;
- d) fyuchers;
- e) obligatsiya.

2. Opsion koll qanday huquqni beradi?

a) kelajakda bitimda belgilangan shartlarda bazis aktivini sotib olish huquqini beradi;

b) o'z egasiga kelajakda bazis aktivini bitim shartlariga muvofiq sotish huquqini beradi;

d) o'z egasiga kelajakda bazis aktivini bo'yicha bitim shartlariga muvofiq belgilangan miqdordagi foydani olish imkonini beradi;

e) korporativ moliyada opsion koll tushunchasi amal qilmaydi.

3. Opsion put sotib oluvchiga qanday huquq beradi?

- a) o'z egasiga kelajakda bazis aktivini bitim shartlariga muvofiq sotish huquqini beradi;
- b) kelajakda bitimda belgilangan shartlarda bazis aktivini sotib olish huquqini beradi;
- d) o'z egasiga kelajakda bazis aktivi bo'yicha bitim shartlariga muvofiq belgilangan miqdordagi foydani olish imkonini beradi;
- e) korporativ moliyada opsion put tushunchasi amal qilmaydi.

4. Qaysi opsion amal qilish muddatining tugaguniga qadar istalgan paytda bajarilishi mumkin?

- a) Amerika opsioni;
- b) Yevropa opsioni;
- d) Fyuchers opsioni;
- e) Fond opsioni.

5. Qaysi opsion turi muddatning tugash kuniga kelib ijro etilishi mumkin?

- a) Yevropa opsioni;
- b) Fyuchers opsioni;
- d) Amerika opsioni;
- e) Fond opsioni.

6. Yevropa opsion koll uzun pozitsiya bo'yicha to'lovlar qaysi formula bo'yicha aniqlanadi?

- a) $\max(S_T - K)$;
- b) $-\max(S_T - K) = \min(K - S_T)$;
- d) $\max(K - S_T)$;

7. Yevropa opsion koll qisqa pozitsiya bo'yicha to'lovlar quyidagi formula bo'yicha hisoblanadi?

- a) $-\max(S_T - K) = \min(K - S_T)$;
- b) $\max(K - S_T)$;
- d) $\max(S_T - K)$;

e) $\min(K + S_T)$.

8. Opsion kollda aksiya ijro etilish bahosi 100 dollar, mukofot summasi har bir aksiya bo'yicha 5 dollar. Aksiya kursi 102 dollar bo'lganda opsion call ijro etiladimi, 98 dollar bo'lgan holatda-chi?

- a) birinchi holatda bajariladi, ikkinchisida bajarilmaydi;
- b) har ikkala holatda ham bajariladi;
- d) har ikkala holatda ham bajarilmaydi;
- e) birinchi holatda bajarilmaydi, ikkinchisida bajariladi.

9. Opsion putda aksiya ijro etilish bahosi 80 birlik, mukofot summasi har bir aksiya bo'yicha 3 birlik. Aksiya kursi 80 birlik bo'lganda opsion put ijro etiladimi, 83 birlik bo'lganda-chi?

- a) har ikkala holatda ham bajarilmaydi;
- b) birinchi holatda bajariladi, ikkinchisida bajarilmaydi;
- d) har ikkala holatda ham bajariladi;
- e) birinchi holatda bajarilmaydi, ikkinchisida bajariladi.

10. Opsionlarning fyucherslardan qanday farqli xususiyatlari mavjud?

- a) fyucherslar bo'yicha mukofot qo'llanilmaydi, shuningdek, fyucherslar bazaviy aktivni sotish va sotib olish majburiyatini yuklaydi;
- b) fyucherslar bo'yicha mukofotlarning aniq chegarasi davlat tomonidan belgilab qo'yiladi, shuningdek, opsionlar bazaviy aktivni sotish va sotib olish huquqini beradi;
- d) fyucherslar hozirgi kunda korporativ moliyaviy amaliyotdan chiqib ketgan;
- e) opsionlar faqatgina aksiyalar bo'yicha amal qiladi, fyucherslar bo'yicha esa bazaviy aktivlarning turlari ko'p.

XIX BOB. DIVIDEND SIYOSATINING NAZARIY ASOSLARI

19.1. Dividendlarning iqtisodiy mohiyati va dividend siyosatining tashkiliy xususiyatlari

Dividend – bu sotilgan aksiyalar, ulushlar, paylar soniga muvofiqlikda mulkdorlar o‘rtasida aniq bir davr bo‘yicha taqsimlanadigan korxonaga foydasining bir qismidir.

Dividend siyosati – korxonaning bozor qiymatini va mulkdorlar turmush farovonligini oshirish maqsadida foydaning iste‘mol qilindigan va reinvestitsiya qilinadigan qismlari o‘rtasidagi proporsiyani optimallashtirishga yo‘naltirilgan korxonaga moliyaviy siyosatining bir qismidir.

Dividend siyosatida aks etadigan olingan foydani taqsimlash bo‘yicha korxonaga va mulkdorlar o‘rtasidagi moliyaviy munosabatlar murakkab va ko‘p qirrali hisoblanadi. Shuning uchun dividendlarning iqtisodiy mohiyati va paydo bo‘lish tabiatidan boshlab uning tarkibiy qismini ko‘rib chiqish maqsadga muvofiq.

Investor tomonidan korxonaga kapitaliga pay, ulush, aksiyalarga tikilgan (qo‘yilgan) pul mablag‘lari haqiqatda uning korxonaga egalik qilish huquqini va o‘z navbatida, olingan foydani taqsimlashda ishtirok etish huquqini beradi. Umuman mazkur huquqni amalga oshirish vaqtida foydaning turli shakllardagi qismlarini ta‘sischilar foydasiga o‘tkazish ko‘rinishida amalga oshiriladi. Aksiyadorlik jamiyatlarida mazkur huquqdan foydalanish an‘anaviy tarzda foydani taqsimlashda ishtirok etish va dividendlar to‘lanishi (dividend olish) shaklida amalga oshiriladi.

Kapital taqdim etishdan olinadigan boshqa daromadlardan, masalan foizlardan farqli ravishda dividend to‘lovlari majburiy hisoblanmaydi, ularning miqdori oldindan ma‘lum bo‘lmaydi.

Aksiyadorlik jamiyatlarida dividendlar miqdori direktorlar kengashi taklifi asosida aksiyadorlar umumiy yig'ilishi qaroriga asosan belgilanadi va odatda, moliyaviy-xo'jalik faoliyatidan olinadigan natijalarga bog'liq bo'ladi.

Dividendlar olish huquqi imtiyozli aksiyalar kabi oddiy aksiyalarga ham beriladi. Rivojlangan mamlakatlarda imtiyozli aksiyalar bo'yicha odatda, qat'iy belgilangan dividendlar to'lanadi. Mamlakatimiz qonunchiligiga ko'ra aksiyadorlik jamiyati ustavida dividendlar miqdori qat'iy pul summasida yoki imtiyozli aksiyalarning nominal qiymatiga nisbatan foizlarda belgilab qo'yilishi lozim. Umuman aksiyadorlik jamiyati tomonidan joylashtirilgan imtiyozli aksiyalarning nominal qiymati jamiyat ustav fondining yigirma foizidan oshmasligi lozim.

Oddiy aksiyalar bo'yicha dividendlar faqatgina jamiyat tomonidan barcha xarajatlar qoplangandan so'ng, muomalaga chiqarilgan obligatsiyalar va olingan kreditlar bo'yicha foizlar, soliqlar va imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar to'langandan so'ng to'lanadi. Bundan ko'rinib turibdiki, oddiy aksiyalar egalarining korxonaga faoliyati bo'yicha olingan foydaning bir qismiga egalik qilish huquqi eng oxirgi navbatda qanoatlantiriladi.

Ko'plab mamlakatlarda aksiyadorlarga dividend to'lashning tartibi, shakllari va o'ziga xos jihatlari qonunchilik bilan tartibga solinadi. Mamlakatimizda mazkur jarayonni tartibga solish O'zbekiston Respublikasining 2014-yil 6-maydagi "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi qonuniga asosan amalga oshiriladi va unga asosan aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarning har bir turi bo'yicha e'lon qilingan dividendlarni to'lashi shart.

Dividend jamiyat sof foydasining aksiyadorlar o'rtasida taqsimlanadigan qismidir. Aksiyadorlik jamiyatlari aksiyalarning har bir turi bo'yicha e'lon qilingan dividendlarni to'lashi shart.

Dividend aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi qaroriga ko'ra pul mablag'lari yoki boshqa qonuniy to'lov vositalari yoxud jamiyatning qimmatli qog'ozlari bilan to'lanishi mumkin. Imtiyozli aksiyalar

bo'yicha dividendlarni qimmatli qog'ozlar bilan to'lashga yo'l qo'yilmaydi. Dividend aksiyadorlar o'rtasida ularga tegishli aksiyalarning soni va turiga mutanosib ravishda taqsimlanadi.

Aksiyadorlik jamiyat moliya yilining birinchi choragi, yarim yilligi, to'qqiz oyi natijalariga ko'ra va moliya yili natijalariga ko'ra joylashtirilgan aksiyalar bo'yicha dividendlar to'lashlari mumkinligi milliy qonunchilikda belgilab qo'yilgan. Moliya yilining birinchi choragi, yarim yilligi va to'qqiz oyi natijalariga ko'ra dividendlar to'lash to'g'risidagi aksiyadorlik jamiyati qarori tegishli davr tugagandan keyin uch oy ichida qabul qilinishi mumkin.

Aksiyalarning har bir turi bo'yicha dividendlar to'lash, dividendning miqdori, uni to'lash shakli va tartibi to'g'risidagi qaror moliyaviy hisobotning ishonchliligi haqida auditorlik xulosasi mavjud bo'lgan taqdirda moliyaviy hisobot ma'lumotlari asosida jamiyat kuzatuv kengashining tavsiyasiga ko'ra aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi tomonidan qabul qilinadi. Dividendlarning miqdori jamiyat kuzatuv kengashi tomonidan tavsiya etilgan miqdordan ko'p bo'lishi mumkin emas. Aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi aksiyalarning muayyan turlari bo'yicha dividendlar to'lamaslik to'g'risida, shuningdek, jamiyat ustavida dividend miqdori belgilab qo'yilgan imtiyozli aksiyalar bo'yicha to'liq bo'lmagan miqdorda dividendlar to'lash haqida qaror qabul qilishga haqli. Dividendlar to'lash to'g'risidagi qarorda dividendlar to'lash boshlanadigan va tugallanadigan sanalar ko'rsatilgan bo'lishi lozim.

Dividendlar jamiyatning jamiyat tasarrufida qoladigan sof foydasi va o'tgan yillarning taqsimlanmagan foydasi hisobidan to'lanadi. Imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar jamiyatning buning uchun maxsus mo'ljallangan fondlari hisobidan ham to'lanishi mumkin.

Dividendlarni to'lash muddati va tartibi jamiyatning ustavida yoki aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi qarorida belgilanadi. Dividendlarni to'lash muddati shunday qaror qabul qilingan kundan e'tiboran oltmish kundan kech bo'lmasligi lozim.

Dividendlarni to'lash chog'ida birinchi navbatda imtiyozli aksiyalar bo'yicha, so'ngra oddiy aksiyalar bo'yicha dividendlar

to'lanadi. Imtiyozli aksiyalar bo'yicha qat'iy belgilangan dividendlarni to'lash uchun yetarli miqdorda foyda mavjud bo'lgan taqdirda jamiyat mazkur aksiyalarning egalariga dividendlar to'lashni rad etishga haqli emas. Jamiyat rad etgan taqdirda aksiyadorlar dividendlar to'lanishini sud tartibida talab qilishi mumkin. Jamiyat yetarli miqdorda foydaga ega bo'lmagan yoki zarar ko'rib ishlayotgan taqdirda, imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar jamiyat tomonidan jamiyatning faqat shu maqsad uchun tashkil etilgan zaxira fondi hisobidan va ushbu fond doirasida to'lanishi mumkin.

Egasi yoki egasining qonuniy huquqiy vorisi yoxud merosxo'ri tomonidan uch yil ichida talab qilib olinmagan dividend aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi qaroriga ko'ra jamiyat ixtiyorida qoladi.

Aksiyadorlik jamiyatlari O'zbekiston Respublikasi norezident aksiyadorining yozma talabiga ko'ra unga hisoblangan dividendlarni erkin ayirboshlanadigan valyutaga ayirboshlab, mablag'larni norezident aksiyador taqdim etgan bank hisobvarag'iga o'tkazib berishi shart. Jamiyat aksiyadorlarining reestridan olingan, jamiyat tomonidan tasdiqlangan ko'chirma hamda jamiyat buxgalteriyasining hisoblangan dividendlar summasi va ular hisoblangan sana to'g'risidagi ma'lumotnomasi ayirboshlash uchun asos bo'lib xizmat qiladi.

Aksiyadorlarga dividendlarni to'lash to'g'risida qaror qabul qilingan aksiyadorlarning umumiy yig'ilishini o'tkazish uchun shakllantirilgan jamiyat aksiyadorlarining reestrda qayd etilgan shaxslar aksiyalar bo'yicha dividend olish huquqiga ega.

Dividendlar aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi tomonidan belgilangan muddatlarda jamiyatning aybi bilan to'lanmagan taqdirda to'lanmagan (olinmagan) dividendlar bo'yicha O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki tomonidan belgilangan qayta moliyalashtirish stavkalaridan kelib chiqqan holda penya hisoblanadi.

Aksiyadorlik jamiyati tomonidan hisoblangan dividendlarni va penyalarni to'lashni aksiyador sud tartibida talab qilishga haqli. Aksiyadorning talablari sud tomonidan qanoatlantirilganda dividendlarni to'lash jamiyat tomonidan rad etilgan taqdirda, jamiyatga nisbatan

qonun hujjatlarida belgilangan tartibda to'lovga qobiliyatsizlikni bartaraf etish yoki bankrot deb e'lon qilish tartib-taomili qo'llaniladi.

Milliy amaliyotda aksiyadorlik jamiyatlariga dividendlarni to'lashga doir quyidagi cheklovlar mavjud:

- jamiyat ustav fondining (ustav kapitalining) hammasi uning ta'sis etilishi chog'ida to'liq to'lab bo'linguniga qadar;

- agar dividendlar to'lanadigan paytda jamiyatda bankrotlik belgilari mavjud bo'lsa yoki jamiyatda shunday belgilar dividendlarni to'lash natijasida paydo bo'lsa;

- agar jamiyat sof aktivlarining qiymati uning ustav fondi (ustav kapitali) va zaxira fondi summasidan kam bo'lsa, aksiyalar bo'yicha dividendlar to'lash to'g'risida qaror qabul qilishga hamda dividendlar to'lashga haqli emas.

Yuqorida ko'rsatilgan holatlar tugatilgach, jamiyat hisoblangan dividendlarni aksiyadorlarga to'lashi shart.

Aksiyadorlik jamiyatlari dividendlarning miqdorini ulardan undiriladigan soliqlarni inobatga olmagan holda e'lon qiladi. Jamiyat to'lanadigan dividendlar miqdori to'g'risidagi ma'lumotlarni qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solish bo'yicha vakolatli davlat organi (Qimmatli qog'ozlar bozorini muvofiqlashtirish va rivojlantirish markazi www.csm.gov.uz)ning va jamiyatning rasmiy veb-saytlarida qaror qabul qilingandan so'ng ikki ish kuni ichida e'lon qilinishi shart.

Dividendlarga soliq solish soliq to'g'risidagi qonun hujjatlariga muvofiq amalga oshiriladi va bunda soliq solish bo'yicha imtiyozlar belgilanishi mumkin. Hozirgi kunda dividendlar bo'yicha to'lov manbaidan undiriladigan 10 foizlik soliq stavkasi amal qilib kelmoqda.

Jahon xo'jaligi amaliyotida dividendlarning turli xil tiplari ma'lum. Ular quyidagilar:

- davriylik va doimiylik asosida to'lanadigan *muntazam dividendlar*;

- ma'lum bir davrda yuqori foyda olingan holatlarda to'lanadigan *qo'shimcha dividendlar*;

- qo'shimcha ravishda bir marta to'lanadigan *maxsus dividendlar*;

- korxonani yoki uning alohida bir qismini tugatish holatlari yuzaga kelganda to'lanadigan *likvidatsion dividendlar*.

Kompaniya o'zi uchun qulay bo'lgan davrda aksiyadorlarga yo'naltirilgan pul oqimini ko'paytirishning usullaridan biri har chorak yoki yarim yilda to'lanadigan muntazam dividendlardan tashqari qo'shimcha dividendlarni e'lon qilishdan iboratdir. Qo'shimcha dividendlar to'lanishini e'lon qilar ekan, kompaniya sarmoyadorlarni bu hol muntazam to'lovlar hajmining oshishini bildirmasligi to'g'risida ogohlantiradi. Bu usul ayniqsa daromadi tebranib turuvchi kompaniyalarga juda qo'l keladi. Qo'shimcha dividendlardan foydalanish kompaniyaga muntazam dividendlarning barqarorligini saqlab turish imkonini beradi va bundan tashqari aksiyadorlarga firma ishi yurishayotganligini sezish uchun sharoit yaratadi. Biroq, agar kompaniya doimiy ravishda qo'shimcha dividendlarni to'layversa, ularning ma'nosini yo'qqa chiqaradi. Bunda qo'shimcha dividendlar kutilayotgan to'lovlarga aylanadi. Agar qo'shimcha (maxsus) dividendlardan to'g'ri foydalana bilsa, ular firmaning hozirgi va kelgusi ahvoli haqida ijobiy axborotni bozorga uzatishga qodirdir.

Korxonalar tomonidan amalga oshiriladigan dividend siyosatiga investitsion faoliyat bilan bog'liq, muqobil manbalardan moliyaviy resurslarni jalb qilish imkoniyatlarini tavsiflovchi, obyektiv cheklovlar bilan bog'liq omillar o'z ta'sirini ko'rsatadi. Dividend siyosatiga ta'sir etuvchi omillar va ularning tarkibiy qismlari quyidagi jadvalda keltirilgan (19.1-jadval).

19.1-jadval

Dividend siyosatiga ta'sir etuvchi omillar

№	Omillar guruhi	Guruh tarkibi
1	Korxonaning investitsion imkoniyatlarini tavsiflovchi omillar	- korxonaning hayotiy sikli bosqichlari; - kompaniyaning o'z investitsion dasturlarini kengaytirish zaruriyati; - yuqori darajada samaradorlikka ega alohida investitsion dasturlarga tayyorgarlik bosqichi.
2	Muqobil manbalardan moliyaviy resurslarni shakllantirish (jalb)	- oldingi davrlarda shakllantirilgan xususiy kapital zaxirasining yetariligi;

	qilish) imkoniyatlarini tavsiflovchi omillar	<ul style="list-style-type: none"> - qo‘shimcha aksiyadorlik kapitalini jalb qilish uchun talab qilinadigan xarajatlar; - qo‘shimcha qarz kapitalini jalb qilish uchun talab qilinadigan xarajatlar; - moliya bozorida kredit jalb qilish imkoniyati; - korxonaning joriy moliyaviy holati bilan belgilanadigan kreditga layoqatlilik darajasi;
3	Obyektiv cheklolar bilan bog‘liq omillar	<ul style="list-style-type: none"> - soliqqa tortish darajasi; - korxonada mol-mulkini soliqqa tortish darajasi; - foydalanilgan xususiy va qarz kapitali o‘rtasidagi nisbatga bog‘liq holda erishilgan moliyaviy leverij samarasi; - haqiqatda olingan foyda miqdori va xususiy kapital rentabelligi koeffitsiyenti.
4	Boshqa omillar	<ul style="list-style-type: none"> - korxonada ishtirok etadigan tovar bozori holati sikli; - raqobatchi kompaniyalar dividend to‘lovlari darajasi; - olingan kreditlar bo‘yicha kechiktirib bo‘lmas to‘lovlar; - kompaniya boshqaruvi ustidan nazoratni yo‘qotish mumkinligi.

19.2. Dividend to‘lash jarayonidagi bosqichlar va to‘lov shakllari

Dividendlarni to‘lash belgilangan qator sanalar bo‘yicha bir necha bosqichda amalga oshiriladi:

1. Dividendlarni e‘lon qilish vaqti (*Declaration date*) – direktorlar kengashi tomonidan dividend summasi va to‘lash muddatlari haqida e‘lon qilinadi.

2. Eks-dividend yoki reestr yopilish sanasi (*Ex-dividend date*). Bu muddat dividend olish maqsadi bo‘lgan shaxslar uchun oxirgi sana

bo'lib, bu sanada odatda, aksiyalar kursi e'lon qilingan dividend miqdoriga kamayadi.

3. Aksiyadorlarning registratsiyadan o'tish sanasi (*Record date*).

4. Dividendlarni to'lash sanasi (*Payment date*). Registratsiyadan o'tgan aksiyadorlarga dividend cheklari yuboriladi.

Dividendlarni to'lash turli shakllarda amalga oshirilishi mumkin. Ularning har birining o'ziga xos afzalliklarga va kamchiliklarga ega. Umuman jahon amaliyotida eng ko'p qo'llaniladigan dividend to'lash shakllari quyidagilar:

- pul shaklidagi dividendlar (*cash dividends*);
- avtomatik reinvestitsiyalash (*dividend reinvestment plans*);
- aksiyalar orqali to'lash (*stock dividends*);
- aksiyalarni maydalash (*stock split*);
- xususiy aksiyalarni sotib olish (*stock repurchase*) va boshqalar;

Amaliyotda dividendlarni to'lashning asosiy va eng ko'p qo'llaniladigan shakli *pul shaklida dividend to'lash* hisoblanadi. Qonunchilikka asosan dividendlar tovar ko'rinishida, ya'ni natural shaklda ham to'lanishi mumkin.

Avtomatik reinvestitsiyalash aksiyadorlarga naqd pul shaklida dividend olish yoki uni qo'shimcha aksiyalarga reinvestitsiya qilishdan birini tanlash huquqini taqdim etadi. Oxir-oqibatda korxonada qo'shimcha aksiyalar emissiyasini amalga oshiradi yoki ikkilamchi bozordan talab qilingan miqdorda o'z aksiyalarini sotib oladi.

Korxonada uchun bunday to'lov shaklining afzallik tomoni aksiyador tomonidan reinvestitsiyalash to'g'risida qaror qabul qilingan holatlarda aksiyadorlik jamiyatining xususiy kapital doimiy manbasiga egalik qilishida namoyon bo'ladi. Mulkdor uchun afzallik tomoni esa tezkor reinvestitsiya qilish imkoniyatida yoki aksiyadorlik jamiyati tomonidan aksiyalarni qayta sotib olish e'lon qilingan holatlarda aksiya bahosining o'sishida kuzatiladi.

Dividendlarni aksiya ko'rinishida to'lash dividend to'lovlari umumiy summasiga teng qo'shimcha aksiyalarni mulkdorlar o'rtasida taqsimlashni nazarda tutadi.

Misol ko'rib chiqamiz.

Aksiyadorlik jamiyatining muomaladagi aksiyalar soni 1 000 000 dona. Xo'jalik faoliyati yakunlari bo'yicha 6 000 000 birlik miqdorida sof foyda olingan. P/E ko'rsatkichi (aksiya bahosining bitta aksiyaga to'g'ri keladigan foyda miqdoriga nisbati) 10 ga teng. 25 foizlik dividend aksiya ko'rinishida e'lon qilingan. Investor 120 ta aksiyaga egalik qiladi. Uning aksiyalar soni va ularning jami qiymati qanday o'zgaradi?

1. Dividend to'lashdan oldin:

$$EPS = 6\,000\,000 / 1\,000\,000 = 6 \text{ birlik.}$$

$P/E = P/6,0 = 10$, bundan $P=60$ birlik har bir aksiyaga.

Aksiya paketi bo'yicha jamlangan qiymat $60 \times 120 = 7200$ birlik.

Dividend to'langandan so'ng (25 foiz aksiya):

$$NS = 1\,000\,000 \times 1,25 = 1\,250\,000 \text{ dona.}$$

$$EPS = 6\,000\,000 / 1\,250\,000 = 4,80 \text{ birlik.}$$

$P/E = P/4,80 = 10$, bundan $P=48$ birlik har bir aksiyaga.

Investor $120 \times 1,25 = 150$ ta aksiyaga egalik qiladi.

Aksiyalar paketi jamlangan qiymati $48 \times 150 = 7200$ birlik.

Bunday holatda dividendlarni aksiya ko'rinishida to'lash nazariy jihatdan aksiyadorlik jamiyati qiymati oshishiga va ikkinchi tomonidan mulkdorlar mulki darajasi o'sishiga olib kelmaydi.

Lekin amaliyotda dividendlarni aksiyalar ko'rinishida to'lash korxonaning likvidligi bilan bog'liq muammolar yuzaga kelganda ijobiy ahamiyat kasb etadi. Mazkur amaliyotning umumiy afzalliklari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- dividend uchun mo'ljallangan pul mablag'larini kompaniya ixtiyorida qoldirish:

- ijobiy bozor signallari berilishi va pul mablag'larining yetishmasligi sharoitida dividend siyosatini amalga oshirish;

- muomaladagi aksiyalar sonini oshirish;

- aksiyadorlar uchun qo'shimcha xarajatlarsiz o'z ulushini oshirishning samarali usuli.

Aksiyalarni maydalash aksiyalar sonini proporsional tarzda oshirish jarayonida ularning nominal qiymatini pasaytirishni o'zida aks

ettiradi. Bunda xususiy kapital, firma qiymati va aksiyador mulki o'zgarishi kuzatilmaydi.

Aksiyalarni maydalashdan asosiy maqsad likvidlilikni va investorlar uchun aksiyalarning jalb qiluvchanligini oshirish hisoblanadi. Muomaladagi aksiyalar sonini keskin oshirish va bir dona aksiya qiymatini mos ravishda pasaytirish natijasida mayda investorlar uchun ham qulaylik yuzaga keladi. Likvidlilikni oshirish o'z navbatida, aksiyalar kursining kelajakdagi o'sishiga va talabning oshishiga imkon beradi.

Nazariy jihatdan dividendlarni aksiya shaklida to'lash va aksiyalarni maydalash operatsiyalari bir xil. Masalan aksiyalarni 3/2 chizmasida maydalash dividendlarni 50% o'lchamda aksiyalar shaklida to'lash bilan bir xil. Ya'ni, har yuzta aksiyaga egalik qiluvchi aksiyador qo'shimcha 50 ta aksiyani qo'lga kiritadi.

Yana bir misol ko'rib chiqamiz.

Aksiyadorlik jamiyatining ustav kapitali har birining nominal bahosi 84 birlikka teng bo'lgan 250 000 dona oddiy aksiyadan tashkil topgan. Firmaning yil yakunlari bo'yicha sof foydasi 750 000 birlik. Firma o'z aksiyalarini 3/2 chizmada maydalashni rejalashtirgan. Aksiyaning bahosi va mulkdorning aksiyalarga egalik qilish holati qanday o'zgaradi?

Bitta aksiyaga to'g'ri keladigan joriy daromad miqdorini aniqlaymiz:

$$EPS = NP/NS = 750\,000 / 250\,000 = 3 \text{ birlik.}$$

Bundan P/E ko'rsatkichi miqdori $84/3=28$ ga teng.

Maydalash natijasida muomaladagi aksiyalar soni va EPS ko'rsatkichi miqdori quyidagiga teng bo'ladi:

$$NS = 250\,000 \times 1,5 = 375\,000$$

$$EPS = 750\,000 / 375\,000 = 2.$$

Mos ravishda bitta aksiyaning qiymati quyidagiga teng bo'ladi:

$$P/2 = 28, \text{ bundan } P = 56 \text{ birlik.}$$

Bu ko'rsatkich boshqa bir usul bilan ham aniqlanishi mumkin:

$$P = 84/1,5 = 56 \text{ birlik.}$$

Shu tarzda 84 birlik qiymatga ega bo'lgan aksiyalardan 100 tasiga egalik qiluvchi aksiyador maydalash amalga oshirilgandan so'ng 56 birlik qiymatga (1,5 marta arzon) ega bo'lgan 150 ta (1,5 marta ko'p) aksiyalar paketiga egalik qiladi. Ko'rinib turganidek, mazkur holatda mulkdor holati va firma qiymati o'zgarmaydi.

Aksiyalarni maydalash operatsiyasi firma qiymatiga to'g'ridan-to'g'ri ta'sir ko'rsatmasada amaliyotda qisqa muddatli istiqbolda mayda va portfel investorlar qiziqishining o'sishi hisobiga aksiyalar kursi qisman bo'lsada oshib boradi.

Firma tomonidan dividendlarni pul shaklida to'lashning yana bir muqobil varianti sifatida xususiy aksiyalarning bir qismini qaytarib sotib olish yo'li bilan mulkdorlar o'rtasida daromadni taqsimlash mexanizmini keltirish mumkin. Buning natijasida muomaladagi aksiyalar soni kamayadi, boshqa tomondan bitta aksiyaga to'g'ri keladigan foyda (*EPS*) miqdori oshadi.

Bu amaliyot qolgan aksiyalar bo'yicha dividend miqdorining avtomatik tarzda ortishi va oldindagi davr bo'yicha dividend to'lovlari koeffitsienti o'sishi imkonini beradi. Bundan tashqari xususiy aksiyalarni sotib olish odatda, kapitalning qo'shimcha o'sishi shaklida aksiyadorga qo'shimcha daromad keltiradigan aksiya kursi o'sishiga olib keladi.

Misol ko'rib chiqamiz.

Aksiyadorlik jamiyatining taqsimlash mumkin bo'lgan bo'sh pul mablag'lari 50 000 000 birlikni tashkil etadi. Muomaladagi aksiyalar soni 10 000 000 dona. Bitta aksiyaning joriy qiymati 25 birlikka teng. Bitta aksiya bo'yicha kutilayotgan daromadlilik 2,5 birlikka teng. Bitta aksiya bo'yicha rejalashtirilayotgan dividend 5 birlik. Dividendlarni to'lashning muqobil varianti sifatida bozordan joriy narx bo'yicha xususiy aksiyalarni sotib olish varianti mavjud. Mulkdorlar holati qabul qilingan qarorga bog'liq ravishda qanday tartibda o'zgaradi?

1. Dividendlarni pul shaklida to'lash amaliyoti qo'llanilsa aksiyadorlar har bir aksiya bo'yicha 5 birlikdan daromad oladi. Reestr yopilish sanasiga aksiya qiymati dividend miqdoriga kamayadi va $25 - 5 = 20$

birlikka teng boʻladi. Mos ravishda dividend toʻlangandan soʻng mulkdor bitta aksiya boʻyicha $P + DIV = 20 + 5 = 25$ birlikka egalik qiladi.

2. Aksiyadorlik jamiyati mavjud mablagʻga xususiy aksiyalarni qayta sotib olish holatida $50\,000\,000 / 25 = 2\,000\,000$.

Qayta sotib olish operatsiyasidan keyin bitta aksiya qiymati:

$$P = \frac{10000000 \times 25 - 50000000}{10000000 - 2000000} = 25.$$

Shunday qilib, aksiyadorlar holati oʻzgarmaydi. Birinchi holatda aksiyador 5 birlik miqdorida dividendga va 20 birlik miqdorida aksiyaga egalik qilsa, ikkinchi holatda aksiya qiymati 25 birlikligicha qoladi.

Qayta sotib olingan aksiyalar xazinaviy aksiyalar (*treasure stock*) deb ataladi va ular aksiyadorlarga va yangi investorlarga qaytadan sotilishi mumkin. Shuningdek, konvertatsiyalanadigan obligatsiyalar muomalaga chiqarish yoki xorijiy bozorlarga joylashtirish uchun zaxira vazifasini bajarishi ham mumkin. Qayta sotib olingan aksiyalar ovoz berish jarayonida hisobga olinmaydi va dividendlar hisoblanmaydi.

Aksiyalarni qayta sotib olish keragidan ortiq boʻsh pul mablagʻlarini qisqartiradi, kapital tarkibini optimallashtirish imkonini beradi. Eng asosiysi oʻzaro ahil boʻlmagan birlashishlardan himoyalash vositasi boʻlib hisoblanadi. Aksiyadorlik jamiyatining aksiyalarni qayta sotib olish maqsadi bozor uchun ijobiy signal sifatida baholanadi. U odatda, quyidagi asosiy usullar boʻyicha amalga oshiriladi:

- ochiq bozordan sotib olish;
- institutsional investorlardan aksiyalar paketini sotib olish;
- aksiyadorlardan maxsus narxlarda sotib olish boʻyicha tender eʼlon qilish.

Aksiyalarni qayta sotib olish xorijiy mamlakatlar amaliyotida dividend toʻlashning ommabop shakli sifatida koʻzga tashlanadi.

Nazorat savollari

1. Dividendning mazmun-mohiyatini qanday izohlay olasiz?
2. Dividend siyosatining mohiyati, ahamiyati, tashkiliy xususiyatlarini izohlab bering.
3. Foizli daromadlar va dividendlarning o'xshash va farqli jihatlarini keltira olasizmi?
4. Oddiy va imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividend to'lash tartibidagi o'zaro farqli jihatlarni ko'rsating.
5. Dividend turlari mazmun-mohiyatini izohlab bera olasizmi?
6. Dividend to'lash bosqichlari ketma-ketligini ko'z oldingizga keltira olasizmi?
7. Dividend to'lash shakllarining har birini tavsiflab bering?
8. Dividend to'lash amaliyotida xususiy aksiyalarni sotib olish amaliyotining o'ziga xos xususiyatlari haqida to'xtaling.

Testlar

1. Sotilgan aksiyalar soniga muvofiqlikda aksiyadorlar o'rtasida aniq bir davr bo'yicha taqsimlanadigan korxonada foydasining bir qismi nima deb ataladi?

- a) dividend;
- b) foiz;
- d) royalti;
- e) ijara haqi.

2. Korxonaning bozor qiymatini va mulkdorlar turmush farovonligini oshirish maqsadida foydaning iste'mol qilinadigan va reinvestitsiya qilinadigan qismlari o'rtasidagi proporsiyani optimallashtirishga yo'naltirilgan korxonada moliyaviy siyosatining tarkibiy qismi nima deb ataladi?

- a) dividend siyosati;
- b) foiz siyosati;
- d) soliq siyosati;

e) kredit siyosati.

3. Oddiy aksiyalar bo'yicha dividendlar qanday holatlarda to'lanishi mumkin?

a) faqatgina jamiyat tomonidan barcha xarajatlar qoplangandan so'ng, muomalaga chiqarilgan obligatsiyalar va olingan kreditlar bo'yicha foizlar, soliqlar va imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividendlar to'langandan so'ng to'lanadi;

b) imtiyozli aksiyalar bilan bir vaqtda to'lanadi;

d) davlat tomonidan ruxsat berilgan holatlarda to'lanadi;

e) muomalaga chiqarilgan obligatsiyalar va olingan kreditlar bo'yicha foizlar bo'yicha majburiyatlar qoplangandan so'ng to'lanadi.

4. Aksiyadorlik jamiyatlarida dividend to'lash bo'yicha vaqt oraliqlari to'g'ri ko'rsatilgan javobni belgilang.

a) yilning har choragida, har yarim yilda yoki yiliga bir marta;

b) har yarim yilda, yiliga bir marta yoki har besh yilda bir marta;

d) har chorakda, yiliga to'rt marta yoki har ikki yilda bir marta;

e) aksiyadorlik jamiyati tomonidan istalgan vaqt oralig'i olinishi mumkin.

5. Dividend to'lash to'g'risida qaror qabul qilish tartibini bilasizmi?

a) kuzatuv kengashi tavsiyasiga ko'ra aksiyadorlar umumiy yig'ilishi tomonidan qaror qabul qilinadi;

b) aksiyadorlar umumiy yig'ilishi tomonidan mustaqil qaror qabul qilinadi va dividend miqdori belgilanadi;

d) kuzatuv kengashi tomonidan dividend miqdori belgilanadi va ijro etuvchi organ bu haqda qaror qabul qiladi;

e) O'zbekiston Respublikasi moliya vazirligi buyrug'i asosida dividend to'lanadi.

6. Ustav kapitali to'liq shakllanmagan bo'lsa, dividendlar to'lanadigan paytda jamiyatda to'lovga qobiliyatsizlik (bankrotlik)

belgilari bo'lsa yoki dividendlar to'lash natijasida jamiyatda shunday belgilar paydo bo'lsa, jamiyat sof aktivlarining qiymati uning ustav va zaxira fondlari summasidan kam bo'lsa aksiyadorlik jamiyat qanday qaror qabul qilishi mumkin emas.

- a) dividend to'lash to'g'risida;
- b) qarz mablag'i jalb qilish to'g'risida;
- d) mahsulot ishlab chiqarishni kengaytirish to'g'risida;
- e) asosiy vosita sotib olish to'g'risida.

7. Dividendlar necha foizlik stavkada soliqqa tortiladi?

- a) dividend summasiga nisbatan 10 foiz;
- b) dividend summasiga nisbatan 5 foiz;
- d) dividend summasiga nisbatan 4 foiz;
- e) O'zbekistonda olinadigan barcha dividendlar soliqqa tortilmaydi.

8. Imtiyozli aksiyalar bo'yicha dividend miqdori qanday aniqlanadi?

a) jamiyat ustavida qat'iy pul summasida yoki imtiyozli aksiyalarning nominal qiymatiga nisbatan foizlarda belgilab qo'yiladi;

b) foydadan kelib chiqqan holda umumiy yig'ilish tomonidan belgilanadi;

d) qat'iy tartibda O'zbekiston Respublikasi moliya vazirligi tomonidan belgilanadi;

e) O'zbekiston Respublikasining "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi qonunida aksiya nominal qiymatiga nisbatan 5 foiz qilib belgilangan.

9. Amaliyotda keng tarqalgan dividend to'lash shakli to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

- a) pul shaklidagi dividendlar;
- b) avtomatik reinvestitsiyalash;
- d) aksiyalar orqali to'lash;
- e) xususiy aksiyalarni sotib olish.

10. Dividend siyosatida *EPS* ko'rsatkichi o'zida nimani ifodalaydi?

- a) bitta aksiyaga to'g'ri keladigan foyda miqdorini;
- b) dividend to'lash uchun mo'ljallangan umumiy summani;
- d) imtiyozli aksiyalar bo'yicha qat'iy belgilab qo'yilgan dividend miqdorini;
- e) reinvestitsiyalash miqdorini.

XX BOB. KORXONALARDA SOLIQLARNI REJALASHTIRISH³⁹

20.1. Korxonalarda soliqlarni rejalashtirish tartibi va o'ziga xos xususiyatlari

Korxonalarda soliqlar bo'yicha pul oqimlarini boshqarishni tashkil etishning eng asosiy yo'nalishlaridan biri hisoblangan soliqlarni rejalashtirish jarayoni bilan tanishish asnosida, avvalambor "soliqlarni rejalashtirish" tushunchasining mazmun-mohiyati, korxonalar moliyasini boshqarish tizimidagi o'rni haqida to'xtalib o'tish maqsadga muvofiq. Bu borada ham avvalo qator iqtisodchi olimlarning fikr-mulohazalarini keltirib o'tamiz.

Rossiyalik iqtisodchi olimlar A.E.Serdyukov, E.S.Vilkova, A.L.Tarasevichlar "Xo'jalik subyektlarida soliqlarni rejalashtirish – xo'jalik subyektlari yagona iqtisodiy taraqqiyot strategiyasi doirasidagi moliyaviy-xo'jalik faoliyatini boshqarishning ajralmas qismi bo'lib, resurslarning cheklanganligi sharoitida korxonaning kelajakdagi moliyaviy holatini belgilash uchun optimal qonuniy soliq to'lash usullaridan va metodlaridan hamda soliq to'lashning mumkin bo'lgan muqobil variantlaridan foydalanish tizimidagi jarayonlarni o'zida aks ettiradi",⁴⁰ deb ta'kidlasa, yana ayrim iqtisodchilar tomonidan esa "soliqlarni rejalashtirish tashkilotning moliyaviy resurslarini oshirishga, soliq bazasi tarkibi va miqdorini tartibga solishga, boshqaruv qarorlari samaradorligiga ta'sir etishga hamda amaldagi qonunchilik bo'yicha byudjet bilan hisob-kitoblarni o'z vaqtida

³⁹ Mavzuni chuqurroq o'rganish uchun M.Adilov muallifligida chop etilgan "Tadbirkorlik faoliyatida soliqlarni rejalashtirish" nomli kitobini tavsiya etamiz (Norma nashriyoti, 2012 yil).

⁴⁰ Сердюков А.Э., Вылкова Е.С., Тарасевич А.Л. Налоги и налогообложение. СПб.: «Питер», 2008. С. 502.

ta'minlashga yo'naltirilgan rejali faoliyatlar yig'indisi sifatida",⁴¹ inglizcha-ruscha bank ensiklopedik lug'atida "moliyaviy rejalashtirishning tarkibiy qismi bo'lgan soliq to'lovlarini kechiktirish natijasida investitsiyalarga ega bo'lish, soliqqa tortilmaydigan qimmatli qog'ozlarni xarid qilish va boshqa turli xil soliqlardan qochish yo'llaridan foydalanishni rejalashtirish orqali soliq yukini minimallashtirish"⁴² sifatida, Jek Fridmanning biznes atamalar lug'atida "joriy va kelgusi davrlarda soliq majburiyatlarini minimallashtirishga yo'naltirilgan turli xil soliqqa tortish muqobil variantlarini tizimli tahlil qilish"⁴³ sifatida, rus iqtisodchi olimi E.N.Evstigneev tomonidan esa "qonuniy taqdim etilgan imtiyozlardan foydalanish orqali soliqlarni aylanib o'tishning qonuniy usullari va soliq majburiyatlarini kamaytirish yo'llari"⁴⁴ sifatida yoritiladi.

Shuningdek, N.G.Ivanov soliqlarni rejalashtirishni subyektlar bo'yicha davlat tomonidan soliqlarni rejalashtirish va korporativ soliqlarni rejalashtirishga ajratgan holda ularning mohiyatini quyidagi rasmda aks ettirgan (20.1-rasm).

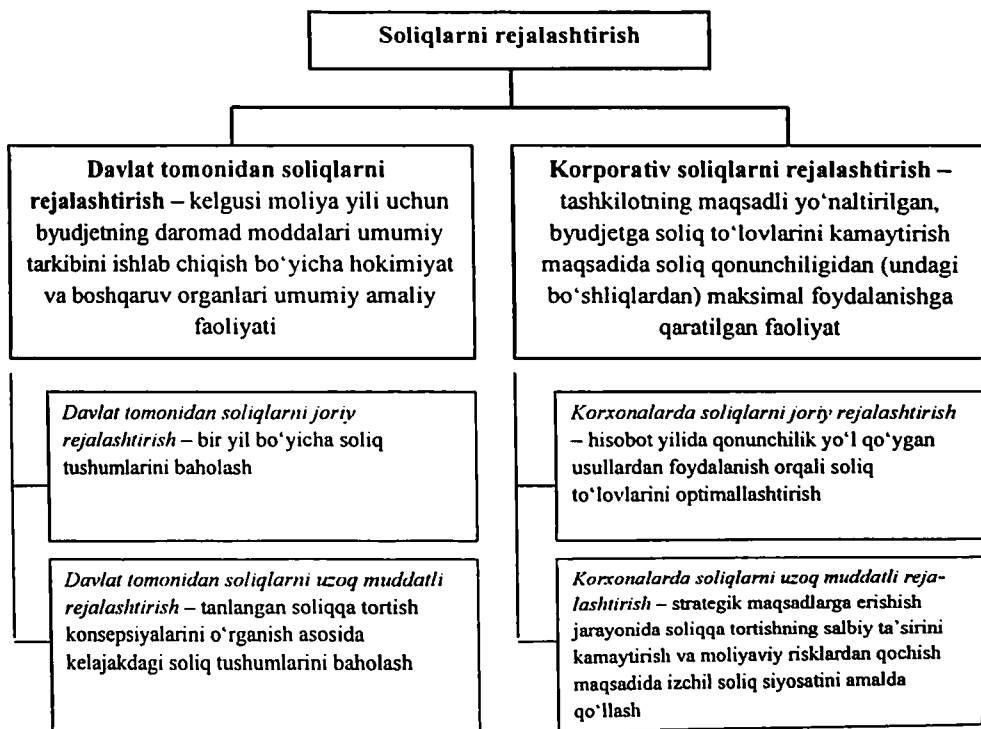
Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda hamda ularni umumlashtirib ta'kidlash mumkinki, **soliqlarni rejalashtirish** – qonunchilik tomonidan taqdim etilgan yengilliklar va soliq majburiyatlarini qisqartirishning boshqa qonuniy usullaridan foydalangan holda soliqlar va mujburiy ajratmalarni kamaytirish bo'yicha belgilanadigan moliyaviy rejalashtirish turidir. Soliqlarni rejalashtirishning ahamiyati soliqlar bo'yicha to'lovlarni maksimal darajada qisqartirish uchun qonunchilik yo'l qo'ygan usul va vositalar, shu jumladan qonunchilikdagi bo'shliqlardan soliq to'lovchilar foydalanishi natijasida uning prezumpsiya huquqi tan olinishida aks etadi.

⁴¹ Сидорова Е.Ю. Налоговое планирование. М.: «Экзамен», 2006. С. 20.

⁴² Федоров Б.Г. Англо-русский банковский энциклопедический словарь. СПб: «Лимбус Пресс», 1995. С. 263.

⁴³ Friedman J.P. Dictionary of Business Terms. "Varron's Educational Series, Inc., 2000. 736 p.

⁴⁴ Евстигнеев Е.Н. Налоги и налогообложение. – М.: «ИНФРА-М», 2001. С. 78.



20.1-rasm. Soliqlarni rejalashtirishning tarkibi⁴⁵

Bundan tashqari soliqlarni rejalashtirish soliqlarni o'z vaqtida va to'liq to'lash bo'yicha chora-tadbirlarni oldindan belgilashda ham namoyon bo'ladi.

Korxonalarda soliqlarni rejalashtirishni tashkil etish orqali soliqlar va majburiy ajratmalarni qonun doirasida kamaytirish imkoniyatlari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- soliqqa tortish obyekti bo'yicha (masalan, davlat lotereya va obligatsiyalaridan daromadlar, omonatlar bo'yicha foizlar);
- soliqqa tortish subyekti bo'yicha (masalan, mikrofirma va kichik korxonalar uchun investitsion soliq kreditining amal qilishi);

⁴⁵ Иванова Н.Г. и др. *Налоги и налогообложение. Схемы и таблицы.* 2-е изд. СПб: «Питер», 2004. С. 340.

- soliqlarni hisoblash va to'lash usuli bo'yicha (masalan, kadastrli usulda soliq to'lash inflyatsiya sharoitida korxonaga uchun foydali hisoblanadi);

- soliqqa tortish tizimlari ko'rinishlari bo'yicha (masalan, aksiyalar, obligatsiyalar va bank depozitlaridan daromadlarni soliqqa tortishda turli xil stavkalarining qo'llanilishi);

- faoliyatni soliq yuki past davlatlarda tashkil etish orqali soliqlarni butunlay kamaytirish (offshor zonalar orqali soliqlarni kamaytirish).

Soliqlarni rejalashtirish qator elementlarga ega va ularni yaxshi bilish soliqlarni kamaytirishning barcha usullarini muvaffaqiyatli qo'llash imkoniyatini yuzaga chiqaradi. Buning uchun esa soliq qonunchiligini mukammal darajada bilish talab etiladi. Shundan kelib chiqqan holda soliqlarni rejalashtirish elementlari sifatida quyidagilarga e'tibor qaratish lozim:

1. Buxgalteriya hisobi va soliq hisobining muvofiqligi. Bunda buxgalteriya hisobi va soliq hisobi me'yoriy-huquqiy hujjatlar asosida bir-biriga qat'iy ravishda o'zaro muvofiq kelishi kerak. Buxgalteriya hisobi ma'lumotlari soliqqa tortish jarayonida asos bo'lib xizmat qiladi. Lekin buxgalteriya hisobi va hisoboti korxonaning haqiqiy moliyaviy holatini aks ettira olmaydi. Buxgalteriya va soliq hisoblarining o'zaro muvofiq kelmasligi investitsion qarorlar qabul qilishda, soliqlarni rejalashtirishda keskinlikni yuzaga keltirishi mumkin. Korxonaga hisob siyosati orqali buxgalteriya hisobi va soliq hisobining o'zaro mos kelishini ta'minlash lozim.

2. Soliq imtiyozlari va ularning shartnomalar tuzish jarayoniga ta'sirini baholash. Buni yagona soliq to'lovi to'lovchi mikrofirmaga va kichik korxonalar uchun qo'shilgan qiymat solig'idan ozod bo'lish holatidan kelib chiqqan holda izohlash mumkin. Ya'ni, qo'shilgan qiymat solig'i to'lovchi hisoblanganda erishiladigan natija va qo'shilgan qiymat solig'idan ozod bo'lgan holatda erishiladigan natija o'zaro solishtiriladi.

3. Ichki soliq nazoratini tashkil etish. Soliq hisob-kitoblaridagi va moliyaviy hisobotlardagi xato va kamchiliklarning soliq tekshiruvlari o'tkazilgunga qadar ichki soliq nazorati orqali aniqlanishi korxonaga

nisbatan qo'llanilishi mumkin bo'lgan moliyaviy jarimalarning oldini oladi.

4. Soliqlar va ularga tenglashtirilgan to'lovlar bo'yicha to'lov kalendarini ishlab chiqish va amaliyotga joriy etish.

5. Imtiyozli soliq rejimlari (offshor zonalar) qo'llaniladigan soha va hududlarni o'rganish.

6. Korxonalarda soliqlarni boshqarish bo'yicha tahliliy hisobot tayyorlash.

20.2. Soliqlarni rejalashtirish bosqichlari

Soliqlarni rejalashtirishni tashkil etishda yuqorida tanishib chiqqan soliqlarni rejalashtirish elementlarining har birini e'tiborga olgan holda bir-biri bilan o'zaro bog'langan soliq majburiyatlarining pasayishini kafolatlaydigan bir nechta bosqichni e'tiborga olish lozim. Agarda korxonalar yangi tashkil etilish arafasida bo'lsa soliqlarni rejalashtirish strategik, joriy va operativ rejalashtirish asosida tashkil etilishi maqsadga muvofiq. Bunda korxonalarda soliqlarni rejalashtirishning alohida bosqichlari sifatida quyidagilarga e'tibor qaratiladi:

Birinchi bosqich – biznesni tashkil etish haqidagi fikrning paydo bo'lishi, maqsad va vazifalarning qo'yilishi, shuningdek, qonunchilik tomonidan taqdim etilgan soliq imtiyozlaridan foydalanish imkoniyati haqidagi savollarga javob topish (mavjud imkoniyatlardan kelib chiqib qaror qabul qilish).

Ikkinchi bosqich – korxonaning ishlab chiqarish va boshqaruv binolarini, shuningdek, uning filiallarini, sho'ba korxonalarini va boshqaruv organlarini joylashtirishning soliq to'lash nuqtai nazaridan foydali variantlarini tanlash.

Uchinchi bosqich – yuridik shaxsning tashkiliy-huquqiy shaklini tanlash va uning soliqqa tortish rejimi bo'yicha paydo bo'ladigan munosabatlarini aniqlash.

To'rtinchi bosqich – korxonada soliq to'lovchi sifatida barcha imtiyozlarni tahlil qilish orqali soliqqa tortish tizimidagi barcha rejimlar

tarkibini o'rganib chiqish. Natijada o'tkazilgan tahlil asosida tanlangan soliqqa tortish rejimidan foydalanish rejasini ishlab chiqish.

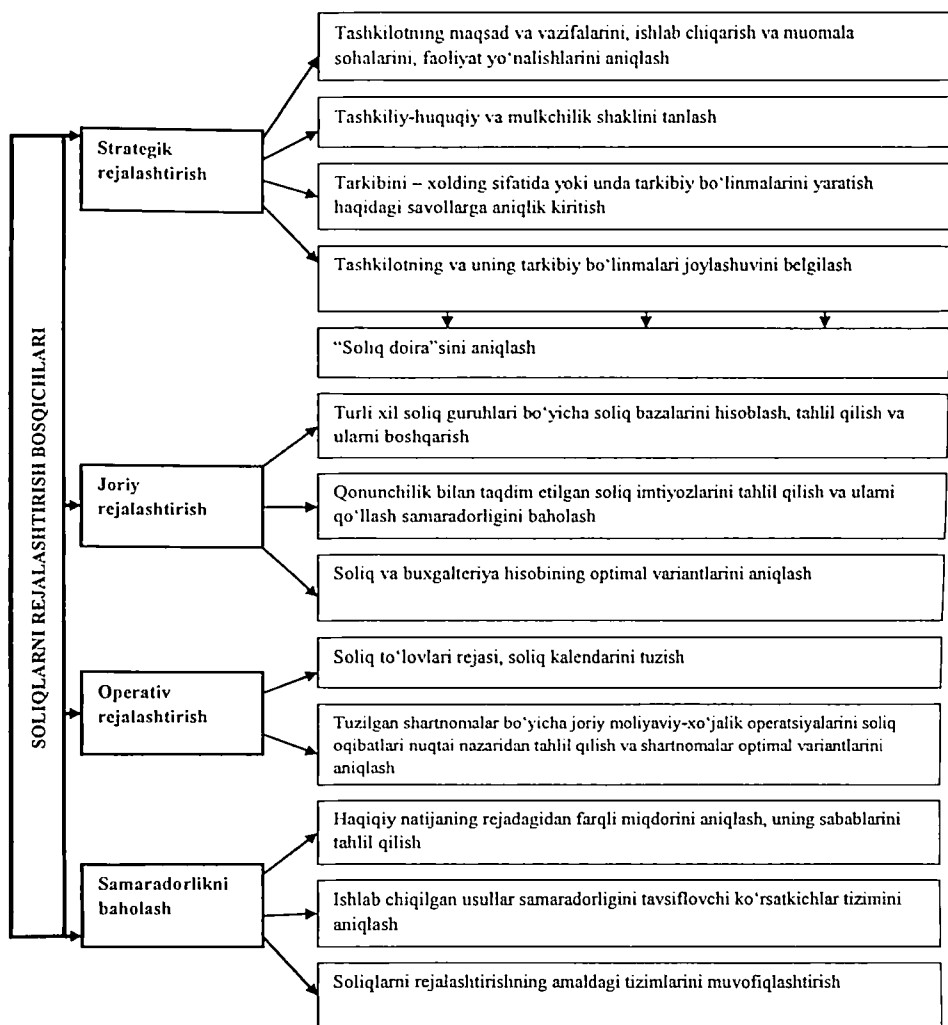
Beshinchi bosqich – tanlangan soliqqa tortish rejimini hisobga olgan holda korxonaning shartnomaviy munosabatlari tizimini ishlab chiqish. Bunda soliq oqibatlarini hisobga olish uchun mumkin bo'lgan shartnoma shakllari (ijara, pudrat, savdo-xarid, tekin xizmat ko'rsatish va boshqalar)ni rejalashtirish amalga oshiriladi. Bularning barchasi xo'jalik subyektining shartnomalar tizimini tashkil qiladi.

Oltinchi bosqich – moliyaviy va soliq hisobini yuritishda asos bo'lib xizmat qiluvchi tipik xo'jalik operatsiyalarini tuzish bosqichi. Bunda soliq bo'yicha har xil vaziyatlar, mumkin bo'lgan yo'qotishlar, shartli jarimalar va boshqa sanksiyalar natijasidagi moliyaviy ko'rsatkichlar tarkibi tahlil qilinadi va rejalashtiriladi.

Yettinchi bosqich soliqlarni hisoblash va to'lashning to'g'riligi bo'yicha kam xarajatli soliq hisobi va nazoratini tashkil etish bilan bevosita bog'liq. Xatolarga yo'l qo'yish bilan bog'liq risklarni kamaytirishning asosiy usuli soliq hisob-kitoblarini ichki nazorat qilish texnologiyasidan foydalanishdir.

Soliqlarni strategik rejalashtirish, joriy rejalashtirish, operativ rejalashtirish hamda rejalashtirish bo'yicha samaradorlikni baholash o'ziga xos yo'nalishlari quyidagi rasmda keltirilgan (20.2-rasm).

Yuqorida soliqlarni rejalashtirish orqali korxonalarda soliqlarni qonun doirasida kamaytirish elementlari, yo'nalishlari haqida fikr yuritdik. Korxonalarda soliqlarni rejalashtirishning samarali amal qilishi davlat byudjeti daromadlarining qisqarishiga ham sabab bo'ladi. Bunday holatda korxonalarda soliqlarni rejalashtirishni chegaralash bo'yicha davlat tomonidan ham qator chora-tadbirlar amalga oshiriladi. Qator mamlakatlarda soliqlarni to'lashdan qochishning oldini olish uchun, shuningdek, soliqlarni rejalashtirishning qo'llanish doirasini chegaralash imkonini beruvchi maxsus metodlar ishlab chiqilgan. AQSH, Buyuk Britaniya va Yevropa Ittifoqi mamlakatlarida "antitransfert", "antioffshor" va "antidemping" qonunchiligi nihoyatda qattiq amal qiladi. Shuning uchun korxonalar tomonidan soliqlarni kamaytirish faqat amaldagi chegaralangan tizim doirasida amalga oshiriladi.



20.2-rasm. Soliqlarni rejalashtirish bosqichlari va yo'nalishlari

Hozirgi vaqtda soliq to'lovchilarning soliqlarni qonuniy kamaytirish imkoniyatlarini pasaytirish maqsadida davlat tomonidan qo'llaniladigan chora-tadbirlar sifatida quyidagilarini ko'rsatish mumkin:

- qonunchilikdagi bo'shliqlarni to'ldirish;
- qonunchilikdagi qarama-qarshiliklarni bartaraf etish;
- ma'muriy ta'sir etish chora-tadbirlarini qo'llash;

Davlat qonunchilik hujjatlaridagi doimiy o'zgarishlar sharoitida qonunchilikdagi bo'shliqlarni doimiy to'ldirib borishga hamda soliqlarni pasaytirishga imkon tug'diruvchi holatlarni bartaraf etish bo'yicha soliq qonunchiligiga tuzatishlar kiritishga harakat qiladi. Aynan shuning uchun uzoq muddat davomida soliqlarni rejalashtirishni mazkur usul (soliq qonunchiligidagi bo'shliqlardan foydalangan holda soliqlarni rejalashtirish usuli)da amalga oshirishning imkoniyati chegaralangan.

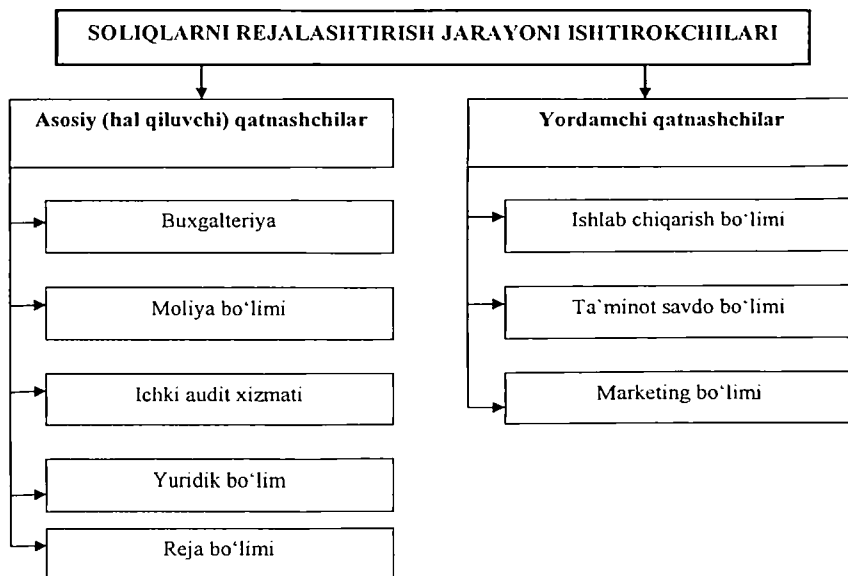
Mamlakatimiz soliq qonunchiligiga soliq prezumpsiyasi tamoyili kiritilishi natijasida soliq to'lovchilar huquqi yuqori baholanishi joriy etilganligi sababli qonun chiqaruvchi organ tomonidan qonunchilikdagi qarama-qarshiliklarni bartaraf etishga alohida e'tibor qaratiladi.

Soliqlarni rejalashtirishni chegaralashning ma'muriy ta'sir etish chora-tadbirlarida soliq to'lovchining soliqlarni joriy rejalashtirishi chegaralanadi. Soliq organlari soliqlarni o'z vaqtida va to'liq to'lashni, zarur hujjatlarni taqdim etishni, tushuntirishlarni talab qilish huquqiga ega. Ular tekshiruvlar o'tkazish va tegishli sanksiyalarni qo'llash to'g'risida qaror qabul qilishi mumkin. Misol sifatida yagona soliq to'lovi bo'yicha soliq hisob-kitobini soliqlar va ularga tenglashtirilgan to'lovlar to'g'risidagi qonunchilikda o'rnatilgan tartibda taqdim etmaslik holatida subyektning javobgarlikka tortilishi bo'yicha soliq organlarining huquqini keltirish mumkin.

Soliqlarni qonun doirasida kamaytirishning oldini olish maqsadida davlat tomonidan qo'llaniladigan chora-tadbirlar soliq qonunchiligining takomillashuviga va o'z navbatida, byudjet daromadlarining o'z vaqtida shakllanishiga xizmat qiladi.

Umuman, korxonalarda soliqlar bo'yicha pul oqimlarini boshqarishda soliqlarni rejalashtirishga qarama-qarshi ravishda davlat tomonidan qo'llaniladigan chora-tadbirlarni ham inobatga olish lozim.

Korxonalarda soliqlarni rejalashtirishni samarali tashkil etishda mazkur jarayonni zarur axborot bilan ta'minlash ham muhim ahamiyat kasb etadi. Shundan kelib chiqqan holda soliqlarni rejalashtirish jarayoni ishtirokchilarini ikki guruhga ajratish maqsadga muvofiq. Bular birinchidan, asosiy (hal qiluvchi) qatnashchilar: buxgalteriya, moliya, ichki audit xizmati, yuridik, reja bo'limlari; ikkinchidan, yordamchi qatnashchilar: ishlab chiqarish, ta'minot savdo, marketing va boshqa bo'limlar (20.3-rasm). Bunda soliqlarni rejalashtirish jarayonining bevosita ishtirokchisi sifatida u xoh asosiy qatnashchilar bo'lsin, xoh yordamchi ishtirokchilar bo'lsin o'zining muhim o'rniga ega hisoblanadi. Bu jarayonda ko'rsatib o'tilayotgan biror bir bo'limning ishtirok etmasligi korxonaga uchun soliq borasida jiddiy moliyaviy yo'qotishlarga olib kelishi mumkin.



20.3-rasm. Soliqlarni rejalashtirish jarayoni ishtirokchilari

Soliqlarni rejalashtirish jarayonida turli xil modellardan ham foydalaniladi. Bunday modellardan biri imitatsion modellardir. Imitatsion modellarning mohiyati soliq to'lovchilarning soliqqa tortish tartiblaridan afzalini tanlagan holda faoliyat yuritishlarida namoyon bo'ladi. Xususan, faoliyat sohasi va belgilangan mezonlarga javob berganda korxonaning umumbelgilangan tartibda barcha soliqlarni to'lashdan soddalashtirilgan tartibda soliq to'lashga o'tishlarida aniq hisob-kitoblarga asoslanishi yoki soddalashtirilgan tartibda soliq to'lashga o'tish uchun faoliyatni qayta tashkil etish bo'yicha ishlab chiqilgan modelni anglatadi.

Faraz qilaylik, korxonalar soliq bo'yicha xarajatlar yuqori bo'lganligi uchun o'z biznes faoliyatini qonunchilikda belgilangan tartibda bo'linish orqali qayta tashkil etgan. Boshqaruv shakli bo'yicha tarkibiy bo'linmalarni mustaqil yuridik shaxs sifatida ajratish hisobiga xarajatlarni pasaytirish mumkin. Ya'ni bunda soliqqa tortishning soddalashtirilgan tizimini qo'llash hisobiga korxonalar rentabelligi oshishiga erishish mumkin.

Kompaniya bo'linish jarayonida o'zining tarkibini kichik korxonalar sifatida tashkil etish orqali va soliqqa tortish jarayonida soddalashtirilgan tartibda soliqqa tortish tizimiga o'tishi uchun, avvalambor, faoliyat sohasi va soddalashtirilgan tartibda soliqqa tortish rejimiga o'tish mezonini bo'yicha talablarga javob berishi lozim.

Mamlakatimizda soddalashtirilgan tartibda soliqqa tortish tizimi ayrim faoliyat sohaslariga, xususan, O'zbekiston Respublikasi Soliq kodeksining 350-moddasiga asosan aksiz solig'i to'lanadigan mahsulot ishlab chiqaruvchi va yer qo'ldan foydalanganlik uchun soliq solinadigan foydali qazilmalarni qazib olishni amalga oshiruvchi mikrofirmalar va kichik korxonalar, mahsulot taqsimotiga oid bitimlar ishtirokchisi bo'lgan mikrofirmalar va kichik korxonalar tatbiq etilmaydi.

Yagona soliq to'loviga o'tish mumkin bo'lgan mikrofirmalar va kichik korxonalar jumlasiga xodimlarining soni bo'yicha qonun hujjatlarida belgilangan mezonga mos keladigan yuridik shaxslar kiradi. Bunda:

- xodimlarning soni hisobot yili uchun xodimlarning o'rtacha yillik sonidan kelib chiqqan holda aniqlanadi;

- xodimlarning o'rtacha yillik sonini aniqlashda o'rindoshlik, pudrat shartnomalari va boshqa fuqarolik-huquqiy tusdagi shartnomalar bo'yicha ishga qabul qilingan xodimlarning, shuningdek, unitar (sho'ba) korxonalarida, vakolatxonalar va filiallarda ishlayotganlarning soni ham hisobga olinadi;

- yuridik shaxslarni mikrofirmalar va kichik korxonalar toifasiga kiritishda yuridik shaxsning asosiy faoliyat (ixtisosligi) turiga to'g'ri keladigan xodimlar sonining mezonini qabul qilinadi.

Ayni vaqtda, amaliyotda ko'plab tadbirkorlik subyektlarida qonunchilikda belgilangan xodimlar soni bo'yicha chegara doirasida faoliyat yuritishni ta'minlash bir muncha murakkab jarayon bo'lib hisoblanadi. Natijada bunday kompaniyalar o'z biznes faoliyatini bo'lishga majbur bo'ladilar. Shunda har bir bo'linma maxsus soliq rejimi mezonlari bo'yicha soddalashtirilgan soliqqa tortish rejimiga o'tish uchun o'rnatilgan mezonlarga muvofiq ravishda faoliyat yuritishi ta'minlanadi.

Ko'pchilik holatlarda bunday bo'linish va soliqqa tortishning soddalashtirilgan tizimiga o'tish iqtisodiy jihatdan korxonalar uchun foydali. Lekin, korxonalar rahbariyatini amaldagi tashkiliy tuzilmani bo'lishning real yo'llari, soddalashtirilgan soliqqa tortish rejimining salbiy oqibatlari kabi muammolar bezovta qiladi. Shuning uchun qaror qabul qilish jarayonida quyidagilarni hisobga olish zarur:

- kompaniya biznes strukturasi yuridik jihatdan asosli ekanligini, ya'ni faoliyat sohasining va ishchi xodimlar sonining soliqqa tortishning soddalashtirilgan tizimiga o'tish uchun qonunchilikda o'rnatilgan me'yorlarga mos kelishi aniqlanadi;

- firma ichidagi va firmalar o'rtasidagi aloqalarning huquqiy yo'nalishlarini o'rnatish. Bunda tashkil etilayotgan kichik korxonalar o'rtasida o'zaro aloqalar chizmalarini yaratish biznes jarayonini boshqarishni va soliqlarni pasaytirishning qonuniy yo'llarini joriy etishdagi muammolarni bir vaqtning o'zida hal qilish uchun qabul qilinishi zarur;

- soliqqa tortishning soddalashtirilgan tizimini qo'llashdagi risklarni, shu jumladan, qonunchilikdagi shartli noaniqliklar bo'yicha risklarni baholash.

Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda biznes faoliyatini bo'lish va soliqqa tortishning soddalashtirilgan tizimiga o'tishni boshlash uchun keltirib o'tilgan muammolarni huquqiy jihatdan o'rganish talab qilinadi hamda bu jarayon soliq risklarini pasaytirish maqsadida chuqurroq ko'rib chiqish uchun yetarli hisoblanadi.

Aytaylik, birinchi navbatda, ko'rsatilgan barcha savollar taxminan hal qilingan. Bunda korxonani qayta tashkil etish natijasida iqtisodiy samara bo'yicha savollar paydo bo'ladi. Bunda erishilgan natija butun faoliyat bo'yicha soliq yukining qay darajada pasayganligida namoyon bo'ladi. Shuning uchun korxonaga to'laydigan soliq summalari hamda yangi tarkibiy bo'linmalar to'laydigan soliq summalari taqqoslanadi.

Bunda soliqlarning umumiy pasayish darajasi (birinchi navbatda yagona ijtimoiy to'lov va foyda solig'i) baholanishi kerak. Shuningdek, iqtisodiy tahlil jarayonida quyidagilarga ham e'tibor qaratish kerak:

- sof tushum bo'yicha soliqqa tortishning soddalashtirilgan tizimiga o'tish varianti va daromaddan xarajatlarni chegirish orqali soliq to'lash tizimini solishtirish;

- soliq to'lovchi soliq davri davomida to'lanadigan pensiya fondiga majburiy sug'urta badallarini ham hisoblash;

- iqtisodiy subyekt rentabelligi tahlilini o'tkazish;

- hisob-kitoblarda soliqlarni kamaytirishning boshqa imkoniyatlarini ko'rib chiqish (masalan, jismoniy shaxslar daromadiga soliqni kamaytirishning dividend chizmasini qabul qilish hisobiga).

Soliqlarni rejalashtirish jarayonida korxonaning o'z biznes maqsadidan kelib chiqqan holda tashkiliy strukturasi belgilash soliqqa tortish tartibini belgilashda ham muhim ahamiyat kasb etadi.

Umuman amal qilayotgan strukturani qayta tashkil etish yoki bo'lish jarayonida imitatsion modeldan foydalanish quyidagi maqsadlarlarda tashkil etiladi:

- soliqqa tortish ko'rsatkichlari va parametrlarini o'zgartirish;

- kompaniyaning turli tarkibiy tuzilmalardagi rentabellikni oshirish;

- yangi tashkil etilayotgan tarkibiy bo'linmalar o'rtasidagi faoliyatning tashkiliy chizmalari yaratish natijasida narx orqali ham soliqlarni kamaytirish.

Nazorat savollari

1. Soliqlarni rejalashtirish mohiyati va ahamiyati haqida to'xtaling.

2. Davlat tomonidan soliqlarni rejalashtirishning iqtisodiyotdagi o'rnini izohlang.

3. Korporativ miqyosda soliqlarni rejalashtirishning makro va mikrodarajadagi ahamiyatli jihatlarini asoslab bera olasizmi?

4. Soliqlar va majburiy ajratmalarni qonun doirasida kamaytirish imkoniyatlaridan tadbirkorlik faoliyatida foydalana olasizmi?

5. Soliqlarni rejalashtirishning qanday elementlarini bilasiz?

6. Soliqlarni rejalashtirishning bosqichlari va ularning o'zaro bog'liqligi haqida fikr bildiring.

7. Soliqlarni qonuniy kamaytirish imkoniyatlarini pasaytirish maqsadida davlat tomonidan qanday chora-tadbirlar qo'llaniladi?

8. Korxonalarda soliqlarni rejalashtirish jarayoni ishtirokchilari va ularning vaziflari haqida fikr bildiring.

Testlar

1. Qonunchilik tomonidan taqdim etilgan yengilliklar va soliq majburiyatlarini qisqartirishning boshqa qonuniy usullaridan foydalangan holda soliqlar va majburiy ajratmalarni kamaytirish bo'yicha belgilanadigan moliyaviy rejalashtirish turi nima deb ataladi?

a) soliqlarni rejalashtirish;

b) biznesni rejalashtirish;

d) korporativ rejalashtirish;

e) moliyaviy-xo'jalik faoliyatini rejalashtirish.

2. Soliqlarni rejalashtirish bosqichlarini o‘zaro ketma-ketlikda sanab o‘ting.

a) soliqlarni strategik rejalashtirish, soliqlarni joriy rejalashtirish, soliqlarni operativ rejalashtirish;

b) soliqlarni prognozlash, soliq hisobotini prognozlash, soliq kalendarini tuzish;

d) soliq doirasini belgilash, soliqlarni operativ va joriy rejalashtirish;

e) soliqlarni operativ rejalashtirish, soliqlarni rejalashtirish samaradorligini baholash.

3. Soliq to‘lovchilarning soliqlarni qonuniy kamaytirish imkoniyatlarini pasaytirish maqsadida davlat tomonidan qo‘llaniladigan chora-tadbirlar to‘g‘ri keltirilgan javobni belgilang.

a) qonunchilikdagi bo‘shliqlarni to‘ldirish, qonunchilikdagi qarama-qarshiliklarni bartaraf etish, ma‘muriy ta‘sir etish chora-tadbirlarini qo‘llash;

b) qonunchilikdagi qarama-qarshiliklarni bartaraf etish, sud tartibida kamaytirilgan summani undirib olish;

d) qonunchilikdagi bo‘shliqlarni to‘ldirish, sud tartibida soliq bo‘yicha tejalgan summani undirib olish;

e) soliq to‘lovchilarning soliqlarni qonuniy kamaytirish imkoniyatlari hech bir davlat soliq qonunchiligida hozirga qadar kuzatilmagan.

4. Soliq prezumpsiyasi tamoyili soliq to‘lovchi uchun qanday ahamiyat kasb etadi?

a) soliq to‘g‘risidagi qonun hujjatlaridagi bartaraf etib bo‘lmaydigan barcha qarama-qarshiliklar va noaniqliklar soliq to‘lovchining foydasiga talqin qilinadi;

b) soliq tizimi O‘zbekiston Respublikasining butun hududida barcha soliq to‘lovchilarga nisbatan yagona hisoblanadi;

d) O‘zbekiston Respublikasi soliq qonunchiligida soliq prezumpsiyasi tamoyili keltirib o‘tilmagan;

e) har bir shaxs Soliq kodeksida belgilangan soliqlar va boshqa majburiy to'lovlarni to'lashi shartligi iqtisodiy tenglikka xizmat qiladi.

5. Soliqlarni qonun doirasida kamaytirishning oldini olish maqsadida davlat tomonidan qo'llaniladigan chora-tadbirlar soliq qonunchiligiga qanday ta'sir ko'rsatadi?

a) soliq qonunchiligining takomillashuviga va o'z navbatida, byudjet daromadlarining o'z vaqtida shakllanishiga xizmat qiladi;

b) soliqlarni rejalashtirish bosqichlaridan samarali foydalanish imkoniyati yuzaga keladi;

d) soliqlarni rejalashtirishda soliq qonunchiligidagi o'zgarishlarga ham e'tibor talab etiladi;

e) soliqlarni qonun doirasida kamaytirishning oldini olish maqsadida davlat tomonidan hech qanday chora-tadbir qo'llanilmaydi.

6. Korxonalarda soliqlarni rejalashtirishni tashkil etish orqali soliqlar va majburiy ajratmalarni qonun doirasida kamaytirish imkoniyatlari to'g'ri keltirilgan javobni belgilang.

a) faoliyatni soliq yuki past davlatlarda tashkil etish orqali soliqlarni butunlay kamaytirish, offshor zonalar orqali soliqlarni kamaytirish;

b) mikrofirma va kichik korxonalar uchun taqdim etilgan investitsion soliq kreditidan foydalanish, sof tushumni kamaytirib ko'rsatish;

d) kadastrli usulda soliq to'lashga o'tish, ro'yxatdan o'tmasdan faoliyat ko'rsatish;

e) dividend va foiz ko'rinishida daromad olishni tashkil etish, soliqlarni muddatidan kech to'lash.

7. Nima uchun umumbelgilangan tartibda soliq to'lovchi yuridik shaxslar qo'shilgan qiymat solig'idan ozod qilingan kichik biznes korxonalaridan xomashyo sotib olishdan qochadi?

a) mazkur holatda qo'shilgan qiymat solig'ini hisobga olish mumkin bo'lmaganligi sababli;

b) qo‘shilgan qiymat solig‘ini ikki baravar yuqori stavkada to‘lash belgilab qo‘yilganligi sababli;

d) qo‘shilgan qiymat solig‘i sotib olingan xomashyo narxiga qo‘shimcha ravishda to‘lanishi sababli;

e) kichik biznes korxonalari qo‘shilgan qiymat solig‘idan ozod qilinmagan.

8. Ichki soliq nazoratini tashkil etishning soliqlarni rejalashtirish amaliyotidagi ahamiyati to‘g‘ri keltirilgan javobni belgilang.

a) soliqlarni rejalashtirish va moliyaviy hisob-kitoblardagi xatoliklarni bartaraf etish orqali moliyaviy jarimalarning oldi olinadi;

b) ichki soliq nazorati butun moliyaviy-xo‘jalik faoliyatini qamrab olgan holda yaxlit korxonani nazorat qilish imkoniyati yuzaga keladi;

d) soliqlarni rejalashtirishning samaradorligini aniqlash imkoniyati yuzaga keladi;

e) amaldagi qonunchilikka ko‘ra ichki soliq nazoratini tashkil etish majburiy emasligi ortiqcha xarajatlarga yo‘l qo‘ymaslik imkonini beradi.

9. Yuridik shaxslar foyda solig‘i hisoblangach yana qaysi soliq turi hisoblanadi?

a) obodonlashtirish va ijtimoiy infratuzilmani rivojlantirish solig‘i;

b) qo‘shilgan qiymat solig‘i;

d) aksiz solig‘i;

e) yagona soliq to‘lovi.

10. Soliqlarni rejalashtirishning qonuniylik tamoyili o‘zida nimani nazarda tutadi?

a) qonun doirasida tashkil etilishi lozimligini;

b) qonunni aylanib o‘tish lozimligini;

d) qonun buzilishining oldini olishni;

e) qonun buzilishlari orqali pul mablag‘larini tejashni.

XXI BOB. KORPORATIV BIRLASHISHLAR VA QO'SHIB OLISHLAR

21.1. Korporativ birlashishlar va qo'shib olishlarning iqtisodiy mohiyati va bozor iqtisodiyoti sharoitidagi ahamiyati

Birlashish va qo'shib olishlar (Mergers and Acquisitions, M&A), shuningdek, korporativ miqyosda qayta tarkiblash bugungi kun korporativ moliyaviy munosabatlarning tarkibiy qismiga aylanib ulgurdi. Bu borada har kuni butun dunyo miqyosida qator bitimlar tuziladi va tuziladigan bitimlar asosida ikki kompaniya yanada yirikroq kompaniyani tashkil etish maqsadida o'zaro birlashadi. Bundan tashqari, kompaniyalarning o'zaro birlashishi bilan bir qatorda, birlashishga teskari bo'lgan ajralib chiqish yoki bo'linish amaliyotlari ham amalga oshiriladi. Kompaniyalarning bo'linishi va ajralib chiqishidan ham asosiy maqsad foydani maksimallashtirishga qaratilishini ta'kidlash lozim. Quyida kompaniyalarning o'zaro birlashishi, qo'shib olish jarayonlari va ularning o'ziga xos jihatlari xususida atroflicha to'xtalib o'tamiz.

Korporativ moliyaviy taraqqiyotning bugungi bosqichida har qanday korporativ tuzilma o'z rivojlanish strategiyasini belgilashda o'z tashkiliy tuzilmasi doirasida rivojlanish yoki boshqa mustaqil iqtisodiy subyektlar bilan birlashish orqali rivojlanishga e'tibor qaratadi. Bunda korporativ moliyani boshqarishning subyektlari hisoblangan moliyaviy menejerlar tomonidan moliyaviy rivojlanish strategiyalaridan qaysi biri kompaniya uchun foydali ekanligini aniq hisob-kitoblar asosida belgilab beriladi.

Birlashish va qo'shib olish bitimlari orqali yangi biznesni tashkil etishdan asosiy maqsad sifatida biznesga qo'shimcha elementlarni birlashtirish va integratsiyalash hisobiga kompaniyaning strategik

ustunligini ta'minlashni keltirish mumkin. Murakkab moliyaviy-iqtisodiy holatlarda birlashish va qo'shib olishlar kompaniyalar uchun yanada ko'proq dolzarflik kasb etadi. Moliyaviy jihatdan yuqori salohiyatga ega kompaniyalar bozorda yanada raqobatbardosh bo'lgan kompaniyani tashkil etish maqsadida nisbatan kuchsiz bo'lgan kompaniyalarni o'ziga qo'shib olishga harakat qiladi. Shuningdek, moliyaviy jihatdan o'zaro teng kuchga ega kompaniyalar bozorda o'z ulushini ko'paytirish yoki o'z samaradorligini oshirish maqsadida o'zaro birlashadilar. Keltirib o'tilayotgan ustunlik jihatlar tufayli qo'shib olinuvchi kompaniyalar ko'p hollarda o'zlarini boshqa kompaniyalar xarid qilish usuli orqali qo'shib olishga rozi bo'ladi. Chunki, ular keskin raqobat muhitida o'zlarining mustaqil ravishda jon saqlab qola olishlariga ko'zlari etmaydi. Odatda, ko'pchilik kompaniyalar o'rtasidagi birlashish va qo'shib olishlarni o'zaro sinonim atamalar va butunlay bir xil jarayonlar sifatida qabul qiladi. Aslida esa ushbu ikki atama o'rtasida ma'lum farqlar mavjud. "Qo'shib olish" atamasi ba'zan birlashishning har qanday shakliga nisbatan ham qo'llaniladi. Buning o'ziga xos xususiyatlari mavjud. Bir kompaniya boshqa bir kompaniya ustidan nazorat o'rnatsa va o'zini ushbu kompaniyaning yangi xo'jayini, deb e'lon qilsa, bu bitim *qo'shib olish deb ataladi*. Yuridik nuqtai nazardan, qo'shib olingan kompaniya o'z faoliyatini tugatadi, qo'shib olgan kompaniya esa xarid qilingan (qo'shib olingan) kompaniyaning butun boshli biznesini va aksiyalarini o'z tasarrufiga oladi. Birlashish jarayonida esa yuqorida ta'kidlanganidek aksariyat hollarda moliyaviy jihatdan o'zaro teng kuchga ega bo'lgan ikki kompaniya o'z biznesini bitta kompaniyaga birlashtirgan holda davom ettirishga qaror qiladi. Mazkur holatda ham bir kompaniyaning boshqasini sotib olishi va o'zaro kelishgan holda qo'shib olingan (xarid qilingan) kompaniya bilan o'zaro birlashdi, deb e'lon qilish holatlari uchraydi. Haqiqatda esa bir kompaniya boshqasini qo'shib olgan bo'ladi. Bu amaliyotning afzallik tomoni shundaki, qo'shib olingan kompaniya uchun uning boshqa bir kompaniya tomonidan qo'shib olinishi qo'shib ketgan kompaniya nufuziga salbiy ta'sir ko'rsatadi. Shundan kelib chiqqan holda, qo'shib olingan

kompaniya menejerlari ushbu jarayonni kompaniya nufuziga putur yetkazmaydigan tarzda amalga oshirishga intiladi.

Agar har ikki kompaniyaning bosh direktorlari o'z kompaniyalari uchun kelgusida potensial ustunlik mavjud bo'lishini anglagan holda ularni birlashtirishga qaror qilishsa, bir kompaniyaning boshqa bir kompaniyani qo'shib olish jarayonini o'zaro birlashish deb ham atash mumkin bo'ladi. Ammo bir tomon o'zining qo'shib olinishini istamasa, bunday bitim do'stona xarakterga ega bo'lmaydi va bu holat qo'shib olish, deya baholanadi.

Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda ta'kidlash mumkinki, ***birlashishlar (Mergers)*** natijasida mavjud ikki yoki undan ortiq kompaniyalar asosida yangi kompaniya vujudga keladi. Bunda yangi kompaniya o'zining tarkibini tashkil etgan asos kompaniyalarning barcha aktivlari va majburiyatlarini o'z nazorati va boshqaruvi ostiga oladi. Amaliyotda kompaniyalar o'rtasida qo'shilish degan tushuncha ham borki, bunda bir necha kompaniyalar o'zaro birlashadi va buning natijasida ulardan faqat bittasi raqobat muhitida tirik qoladi, qolganlari esa o'z mustaqil faoliyat yuritish huquqidan mahrum bo'lgan holda faoliyatini tugatadi.

Qo'shib olishlar (Acquisitions) natijasida bir kompaniyaning boshqa bir kompaniyani o'z nazorati ostiga olishi, unga bo'lgan mutlaq yoki qisman egalik huquqini qo'lga kiritgan holda uni boshqarishi, aksariyat holatlarda qo'shib olinadigan kompaniyaning bozordagi aksiyalarini sotib olish yo'li bilan amalga oshiriladi.

Korporativ qo'shib olishlarning tasniflanishi

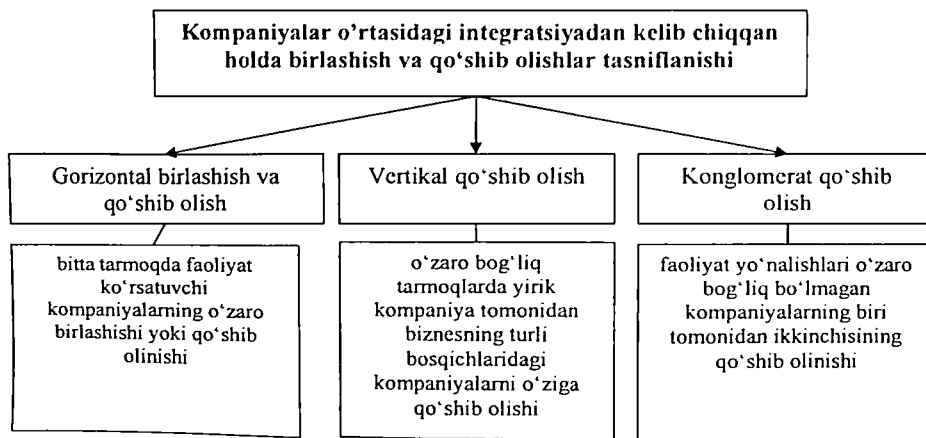
Moliyaviy tahlilchilar kompaniyalar o'rtasidagi integratsiyadan kelib chiqqan holda korporativ birlashish va qo'shib olishlarni odatda, uchta tipga ajratadilar:

1. ***Gorizontal birlashish va qo'shib olish.*** Bu tipga bitta tarmoqda faoliyat ko'rsatuvchi kompaniyalarning o'zaro birlashishi yoki qo'shib olinishi holatlarini kiritish mumkin. Bunday kompaniyalar bozorda o'zaro raqobatchilar hisoblanadi. Bunga 2005-yilda "O'zuyjoyjamg'ar-mabank" va "Zaminbank"ning o'zaro birlashishini misol sifatida keltirish mumkin.

2. *Vertikal qo'shib olish.* Vertikal qo'shib olish o'zaro bog'liq tarmoqlarda yirik kompaniya tomonidan biznesning turli bosqichlaridagi kompaniyalarni o'ziga jalb etish orqali faoliyatni tashkil etishni ko'zda tutadi. Masalan, aviakompaniyalarning turizm agentliklarini o'ziga qo'shib olishini vertikal qo'shib olish sifatida keltirish mumkin.

3. *Konglomerat qo'shib olish.* Faoliyat yo'nalishlari o'zaro bog'liq bo'lmagan kompaniyalarning biri tomonidan ikkinchisining qo'shib olinishi konglomerat qo'shib olishni anglatadi. Bunga misol sifatida kompyuterlar ishlab chiqaruvchi kompaniyaning ichimlik mahsulotlari ishlab chiqaruvchi kompaniyani qo'shib olishini keltirish mumkin.

Yuqoridagilar asosida kompaniyalar o'rtasidagi integratsiyadan kelib chiqqan holda korporativ birlashish va qo'shib olishlar tasnifini quyidagi rasmda keltirib o'tamiz (21.1-rasm).



21.1-rasm. Kompaniyalar o'rtasidagi integratsiyadan kelib chiqqan holda birlashish va qo'shib olishlar tasniflanishi

O'zaro birlashayotgan yoki qo'shib olinayotgan kompaniyalarning mamlakatlarga mansubligidan kelib chiqqan holda birlashish va qo'shib olishlarni quyidagi ikki turga ajratish mumkin:

– *milliy birlashishlar* – bitta davlatda joylashgan kompaniyalarning o'zaro birlashishi;

– *transmilliy birlashishlar* – turli davlatlarda joylashgan kompaniyalarning o‘zaro birlashishi (transnational merger) yoki boshqa mamlakatlarda joylashgan kompaniyalarni qo‘shib olish (cross-border acquisition).

21.2. Korporativ birlashish va qo‘shib olishlarga sabab bo‘luvchi holatlar

Kompaniyalarning foyda hajmini maksimallashtirish va bu orqali kompaniya bozor qiymatini oshirishga bo‘lgan intilishlaridan kelib chiqib, korporativ birlashish yoki qo‘shib olish bo‘yicha bitimlarni amalga oshirishga undovchi asosiy ta‘sir elementlari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

1. *Qo‘shib olinadigan kompaniyaga yuqori darajali boshqaruv tizimini olib kirish va zamonaviy boshqaruv texnologiyalarini joriy etish orqali faoliyat samaradorligini oshirish.* Xarajatlarni kamaytirish, daromad va foyda hajmini oshirish imkoniyatlaridan to‘liq foydalanmayotgan kompaniyalarni, rahbarlarning malaka darajasi yetarli darajada emasligidan zarar ko‘rib ishlayotgan kompaniyalarni, ya‘ni samarasiz boshqaruv apparatiga ega kompaniyalarni istagancha topish mumkin. Bunday kompaniyalar, o‘z-o‘zidan, nisbatan samarali boshqaruv tizimiga ega kompaniyalar tomonidan qo‘shib olish obyektiga aylanadi. Ba‘zi hollarda boshqaruv tizimi samaradorligini oshirish xodimlar sonini sezilarli darajada qisqartirish va kompaniya boshqaruvi tarkibini qayta tashkil etishga ham sabab bo‘ladi.

2. *Ta‘minotchilar bilan ishlash samaradorligini oshirish.* Kompaniyalar birlashar ekan, bu orqali ular sotib olish narxlarini kamaytirishda qo‘shimcha imkoniyatga ega bo‘ladi. Bunga xarid qilinadigan mahsulot va xizmatlar hajmini oshirish hisobiga qo‘shimcha chegirmalar olish yo‘li bilan yoki ta‘minotchi korxonani o‘zgartirishi mumkinligini bildirgan holda ta‘minotchini xavotirga solish yo‘li bilan ham erishishlari mumkin. Masalan, oddiy kanselyariya tovarlari xaridini markazlashtirishning o‘zi yangi tashkil

etilgan kompaniya uchun katta hajmdagi pul mablag'larining tejab qolinishiga olib kelishi mumkin.

3. *Takrorlanuvchi vazifa va funksiyalarga barham berish.* Mazkur ta'sir elementi kompaniya faoliyatining turli jabhalarida tejamkorlikka erishish imkoniyati bilan bevosita bog'liq bo'lib, uning natijasida mavjud resurslardan samarali foydalanish nazarda tutiladi. Bunda birinchi navbatda, boshqaruv va xizmat ko'rsatish bo'limlaridagi xodimlar sonini qisqartirish hisobiga vazifalarni kengaytirish hamda bir qator xizmatlarni markazlashtirish, umumiy javobgarlik markazlarini belgilashga e'tibor qaratiladi. Shuningdek, buxgalteriya hisobi, moliyaviy nazorat, ish yuritish, xodimlar malakasini oshirish va kompaniyaning umumiy strategik boshqaruvi kabi bo'limlarda turli ishchi xodimlar vazifalarining takrorlanishiga barham beriladi va bu ham o'z navbatida tejamkorlikka erishish imkonini beradi.

4. *Moliya bozorida ustunlikka ega bo'lish.* Yirik kompaniyalar moliya bozoridan mablag'lar jalb qilishda boshqa kichik kompaniyalarga nisbatan ko'p tomonlama ustunlikka ega bo'ladi. Bu o'z navbatida, arzon moliyaviy resurslarni jalb qilish imkonini beradi. Ta'minotchilar bilan moliyaviy munosabatlardagi kabi moliyaviy institutlar ham yirik kompaniyalar bilan hamkorlikka intiladi.

5. *Resurslar bo'yicha bir-birini to'ldirish imkoniyati.* Agar, ikki yoki undan ortiq kompaniyalar bir-birining faoliyatini to'ldiruvchi resurslarga ega bo'lsa, ularning birlashishi birlashayotgan kompaniyalar uchun yuqori samara beradi. Birinchi navbatda, bu kompaniyalar birlashgandan keyin ularning bozor qiymati birlashishdan oldingi jami qiymatidan keskin yuqori bo'ladi. Chunki, bu kompaniyalarning har biri birlashish natijasida o'zida bo'lmagan resursga ega bo'ladi va shu bilan birga, bu resursga u kompaniya o'zi mustaqil ravishda ega bo'lganda sarflaydigan xarajatga qaraganda kamroq xarajat bilan ega bo'ladi. Bir-birini to'ldiruvchi resurslarga ega bo'lish maqsadida birlashish yirik kompaniyalar uchun ham, kichik korxonalar uchun ham ahamiyatli hisoblanadi.

6. *Yirik shartnomalarni qo'lga kiritish imkoniyati.* Kompaniyalar birlashgandan so'ng yangi vujudga kelgan kompaniyada yirik shartnomalar, xususan, davlat xaridi bo'yicha yuqori miqdordagi shartnomalarni qo'lga kiritishda raqobatchilar bilan raqobatlashish imkonini beruvchi quvvatlar, ya'ni birlashgan kompaniyalarning hech biri mustaqil ravishda ega bo'la olmaydigan imkoniyat paydo bo'ladi. Bunday shartnomaga ega mavjud quvvatlardan maksimal foydalanishni ta'minlaydi va keng masshtabli faoliyat yuritish imkonini beradi. Yirik transmilliy korporatsiyalar ham o'z manfaatlarini turli xil bosim o'tkazish yo'llari bilan himoya qilish va bu orqali yanada qudratli bo'lish uchun yetarlicha iqtisodiy asosga ega bo'ladi.

7. *O'zaro raqobatni chetlab o'tish va monopoliya o'rnatish imkoniyati.* Bir xil tarmoqda faoliyat ko'rsatuvchi kompaniyalarning o'zaro birlashishi oshkora yoki yashirin tarzda raqobatni chetlab o'tish va monopoliyaga erishish imkoniyatini yaratadi va natijada bozorda katta ta'sirga ega bo'ladi. Bu o'z navbatida, monopoliyagacha yetib boradigan turli nomukammal raqobat modellari hukm suradigan sharoitlarda (ayniqsa, yopiq mintaqaviy bozorlarda) muhim ahamiyat kasb etadi. Chunki, bu holat narxlar bo'yicha raqobatni chetlab o'tish imkonini beradi.

8. *Faoliyatni diversifikatsiyalash imkoniyati.* Faoliyat ko'lamini ham tovarlar va xizmatlar bo'yicha, ham hududiy nuqtai nazardan diversifikatsiyalash o'zaro birlashgan kompaniyaning umumiy risklilik darajasini kamaytiradi va faoliyat doirasini kengaytiradi. Bu o'z-o'zidan, turli sohalarga ixtisoslashgan kompaniyalarni o'zaro birlashishga undaydi. Diversifikatsiyalash daromadlar oqimini barqarorlashtirish imkonini beradi. Birlashish natijasida kompaniya aktivlari ortadi, bu esa operatsiyalar ko'lamini kengaytirish va mavjud vositalarni tezkorlik bilan qayta taqsimlash imkoniyatini beradi.

9. *Qo'shimcha axborotlarni qo'lga kiritish imkoniyati.* Axborotning bugungi kunda biznes olamidagi ahamiyati yuqoriligidan kelib chiqqan bir kompaniyaning boshqasi bilan birlashishi aktivlarni birlashtirish bilan birga qo'shimcha axborotga ega bo'lish imkonini

beradi. Bu holatni axborotlar birlashishi sifatida ham ko'rish baholash mumkin.

10. *Kompaniyaning bozor bahosi bilan uning aktivlari o'rtasidagi salbiy tafovutdan foydalanish imkoniyati.* Ba'zi hollarda yangi korxonani tashkil etgandan ko'ra mavjud korxonani xarid qilgan afzal hisoblanadi. Qo'shib olish rejalashtirilgan kompaniya bozor bahosining uning aktivlari qiymatidan sezilarli darajada past bo'lgan holatlarda mazkur amaliyot ko'p qo'llaniladi. Kompaniyaning bozor bahosi va uning aktivlari qiymati o'rtasidagi tafovut sotib olinadigan firmaning bozor bahosi va balans qiymatining o'zaro farq qilishidan kelib chiqadi.

11. *Kompaniyaning likvidatsion qiymati bilan aktivlar qiymati o'rtasidagi tafovutdan foydalanish (bo'lib-bo'lib sotish) imkoniyati.* Ko'pincha, kompaniyaning likvidatsion qiymati uning joriy bozor qiymatidan yuqori bo'ladi. Mazkur holatda kompaniya aktivlari qiymati likvidatsion qiymatdan yuqori bo'lishi ham mumkin. Shundan kelib chiqqan holda sotib oluvchi firmani uning bozor qiymatidan ancha yuqori narxda sotib olsa-da, kelgusida uni bo'laklarga bo'lib sotishi va bundan foyda olishi mumkin. Bunda ikkinchi bir holat ham mavjud bo'lib, bir kompaniyaning ma'lum bir ulushini sotib olgan holda uni qisqa muddatda bankrotga uchratish va keyinchalik to'la egaliklik qilish orqali bo'lib-bo'lib sotish holati ham uchraydi.

12. *Qo'shib olinishdan himoyalaniş imkoniyati.* Bu jihatni rivojlanayotgan davlatlarda ko'p uchratish mumkin. Ya'ni, rivojlangan davlatlardagi xorijiy kompaniyalar rivojlanayotgan davlatlardagi kompaniyalarni o'ziga qo'shib olishga intiladi. Mazkur holatning oldini olish maqsadida mahalliy kompaniyalar o'zaro birlashish orqali tashqi qo'shib olishdan himoyalanişga intiladi.

Yuqoridagilarga qo'shimcha sifatida aksariyat amalga oshiriladigan birlashish yoki qo'shib olishlarning asosida yangi mahsulot turlarini ishlab chiqarish, yangi texnologiyalarga kapital kiritishda tejamkorlikka erishish, haddan tashqari ko'p sonli boshqaruv xodimlari faoliyatini yuritish uchun ajratiladigan ma'muriy xarajatlarni qisqartirish orqali tejamkorlikka erishish imkoniyatlarini ham keltirish mumkin.

Kompaniyalar birlashishi va qo‘shib olishlarining o‘ziga xos kamchiliklari sifatida quyidagilarni keltirish mumkin:

- har ikkala kompaniya aksiyadorlarining roziligi talab qilinishi;
- qo‘shimcha moliyaviy xarajatlarni talab qilishi;
- kompaniyani noto‘g‘ri baholash bilan bog‘liq yuqori darajadagi risklar;

- bitim amalga oshirilgandan so‘ng xodimlar bilan bog‘liq muammolarning yuzaga kelishi;

- transchegaraviy birlashishlar natijasida korporativ madaniyatlarining o‘zaro mos kelmasligi va boshqalar.

21.3. Korporativ birlashishlar va qo‘shib olishlarning yuridik shakllari

Kompaniyaning boshqa bir kompaniya bilan o‘zaro birlashishida yuridik jarayonlarning asosiy uchta turi amal qiladi:

1. Qo‘shib olish yoki konsolidatsiya.
2. Aksiyalar nazorat paketini sotib olish yo‘li bilan birlashish.
3. Kompaniya aktivlarini sotib olish yo‘li bilan birlashish.

Korporativ birlashishlarning bunday turlari yuridik nuqtai nazardan o‘zaro farqlanadi. “Qo‘shib olish” atamasi ba‘zan birlashishning har qanday shakliga nisbatan ham qo‘llanilishi haqida yuqorida ham to‘xtaldik.

Atamalarni o‘zaro farqlash maqsadida qo‘shib oluvchi korxonani xaridor (bidder) atamasi bilan, qo‘shib olinayotgan korxonani qo‘shib olish obyekti (target firm) atamasi bilan ataymiz. Bunda xaridor kompaniya qo‘shib olinishi mo‘ljallangan kompaniyaga pul mablag‘larini yoki qimmatli qog‘ozlarni taklif etadi. Bunda taklif etilayotgan pul mablag‘i yoki qimmatli qog‘ozlar birlashish uchun kompensatsiya sifatida gavdalanadi.

Qo‘shib olishda bir kompaniyaning boshqasi bilan to‘liq birlashishi ko‘zlanadi. Qo‘shib olayotgan kompaniya o‘z nomini saqlab qoladi va qo‘shib olingan korxonaning barcha aktivlari va majburiyatlariga egalik qila boshlaydi.

Konsolidatsiya – qo‘shib olish bilan deyarli bir xil, lekin uning natijasi sifatida yangi kompaniya tashkil etilishini keltirishimiz mumkin. Konsolidatsiya jarayonida ikkala yuridik shaxs (qo‘shib olayotgan va qo‘shib olinayotgan kompaniyalar) o‘z faoliyatini tugatadi va yangi kompaniya qismlariga aylanadi.

Konsolidatsiya va qo‘shib olishdagi asosiy o‘xshashlik sifatida aktivlar va majburiyatlarning o‘zaro birlashishini keltirish mumkin.

Kompaniyalarni qo‘shib olishning ikkinchi usuli naqd pul, aksiyalar yoki boshqa qimmatli qog‘ozlarga almashtirish yo‘li bilan aksiyalar nazorat paketini qo‘lga kiritish hisoblanadi. Bu jarayon ba’zida bir kompaniya rahbariyatining boshqa kompaniyalar aksiyadorlariga yoki menejerlariga xususiy taklif bilan chiqishdan boshlanadi.

Bunda mustaqil ravishda qo‘shib olish obyekti hisoblangan kompaniya aksiyadoriga aniq belgilangan vaqtda taklif bilan chiqiladi, shuningdek, qimmatli qog‘ozlarni sotib olish bo‘yicha ochiq taklif bilan ham chiqilishi mumkin. Bu bir kompaniya aksiyadorlari tomonidan boshqa kompaniya aksiyadorlariga nisbatan munosabatlarini anglatadi.

Agar aksiyador taklifni qabul qilsa, u o‘z aksiyalarini naqd pul, qimmatli qog‘ozlar yoki taklif shartlariga bog‘liq ravishda boshqa aktivlarga almashish hisobiga qo‘shib oluvchi kompaniyaga taqdim etadi. Ko‘p hollarda ochiq taklif qo‘shib olish rejalashtirilgan kompaniyaning ovozga ega aksiyalari ulushiga bog‘liq hisoblanadi. Agar aksiyadorlardan kelib tushadigan qimmatli qog‘ozlar yetarli bo‘lmasa, taklif bekor qilinishi yoki shartlari o‘zgartirilishi mumkin.

Qo‘shib olish rejalashtirilgan kompaniya aksiyadorlariga taklif odatda ochiq e‘lon berish orqali amalga oshiriladi. Mazkur operatsiyalar ba’zida to‘g‘ridan-to‘g‘ri taklif yuborish orqali ham tashkil etiladi. Lekin bunday metod keng qo‘llanilmaydi. Chunki bunda barcha aksiyadorlar nomi va manzilini aniqlash birmuncha murakkablik tug‘diradi.

Aksiyalar nazorat paketi orqali qo‘shib olish va birlashish o‘rtasidagi tanlov vaqtida quyidagi omillarga e‘tibor qaratiladi:

1. Aksiyalar nazorat paketi orqali qo‘shib olish jarayonida aksiyadorlar umumiy yig‘ilishini majburiy tartibda chaqirish va ko‘pchilik ovoz bilan qo‘shilish haqida qaror qabul qilish talab etilmaydi. Agar taklif aksiyadorlarni qanoatlantirmasa uni qabul qilishga va o‘z aksiyalarini taqdim etishga majbur emas.

2. Nazorat paketi orqali qo‘shib olish jarayonida qo‘shib oluvchi kompaniya o‘z taklifi bilan qiziqtirib qo‘ygan kompaniyalar aksiyadorlariga to‘g‘ridan-to‘g‘ri murojaat qilishi mumkin. Ya‘ni bunda qo‘shib olish rejalashtirilgan kompaniya boshqaruviga murojaat qilish talab etilmaydi.

3. Nazorat paketi orqali qo‘shib olish, odatda, birmuncha murakkab jarayon hisoblanadi. Ko‘pgina holatlarda mazkur usuldan qo‘shib olishga jiddiy qarshilik ko‘rsatishga urinuvchi korxonalar rahbariyatini aylanib o‘tish varianti sifatida foydalaniladi. Kompaniya rahbariyati tomonidan bunday qarama-qarshilik natijasida nazorat paketi orqali qo‘shib olish oddiy birlashishga nisbatan qimmatga tushishi mumkin.

4. Ko‘pincha, ayrim tor doiradagi aksiyadorlar o‘z qimmatli qog‘ozlarini sotishni rad etadilar. Bunday holatda kompaniya to‘liq qo‘shib olish mumkin emas, yoki qo‘shib olish bo‘yicha risk darajasi sezilarli darajada ortadi. Masalan, qo‘shib olish obyekti aksiyalarining 80 foizdan kam bo‘lgan qismiga egalik qilinayotgan bo‘lsa, kompaniya qolgan aksiyalar bo‘yicha dividendlar, qo‘shib olish obyektidan olinadigan soliq to‘lashga majbur.

5. Bir kompaniyaning boshqasini to‘liq qo‘shib olishi faqatgina birlashish natijasida o‘z nihoyasiga etadi, shuning uchun aksiyalar nazorat paketi orqali qo‘shib olish aksariyat holatlarda yakuniy birlashuvda o‘z ifodasini topadi.

Kompaniya boshqa kompaniyani aktivlarining katta qismini sotib olish orqali ham qo‘lga kiritishi mumkin. Bu amaliy jihatdan kompaniyani sotib olish bilan bir xil. Lekin bunday holatda qo‘shib olish obyekti aktivlarini sotishi bilanoq yuridik shaxs sifatida o‘z faoliyatini to‘xtatishga majbur emas. Aksiyadorlar tomonidan tugatish haqida qaror qabul qilinmaydi va bu niqob sifatida amal qiladi.

Qo'shib olishning bu usuli sotiladigan kompaniya aksiyadorlarining rasmiy roziligini talab qiladi. Bunday yondashuvning afzalliklaridan biri o'z aksiyalarini sotishni rad etuvchi kamchilik aksiyadorlar bilan bog'liq muammolar yuzaga kelmaydi. Boshqa tomondan aktivlarni qo'shib olish aniq turdagi aktivlarga mulkchilik titulini o'tkazish ko'zda tutiladi va aktivlarni o'tkazishning yuridik jarayoni ancha-muncha xarajatlarni talab qilishi mumkin.

Amaliyotda *“Kompaniya ustidan nazoratni qo'lga olish”* (*“Takeover”*) tushunchasi ham ko'p qo'llanadi. Bu tushuncha umumlashtirilgan va keng tushuncha sifatida qo'llanilib, kompaniya boshqaruvining bir guruh aksiyadorlar qo'lidan boshqasiga o'tishini anglatadi. Bunday tavsif quyidagi uchta holatdan har biriga mos keladi: kompaniyani qo'shib olish; amaldagi rahbariyatni chetlashtirish maqsadida aksiyadorlarning sezilarli qismini o'z tomoniga og'dirib olish yo'li bilan kompaniya ustidan nazoratni qo'lga olish (proxy contest); aksiyadorlik kapitalining alohida guruhlar to'liq xususiy mulki sifatida o'tkazish yo'li bilan nazoratni qo'lga olish yoki OAJdan YoAJga o'tkazish (going-private transactions). Keltirilgan bunday usul oddiy qo'shib olish tushunchasiga nisbatan birmuncha keng tushuncha hisoblanadi.

Nazoratni qo'lga olish ma'lum bir guruh aksiyadorlarning direktorlar kengashi (kuzatuv kengashi)ning yangi tarkibiga ovoz berish va yangi tarkibdagi direktorlar kengashini shakllantirish orqali ham amalga oshirilishi mumkin. Bu jarayon *“aksiyadorlar guruhlarining hal qiluvchi ovoz berishga intilishi”* sifatida baholanadi.

Kompaniya xususiy kapitalining alohida katta bo'lmagan aksiyadorlar guruhlarini qo'lga mulk sifatida o'tishi odatda kompaniya menejerlari yoki bilvosita investorlar tomonidan tashkil etiladi. Kompaniya ustidan nazoratni qo'lga olishning bunday shakllari umumqabul qilingan nomlarga ega. Ya'ni aksariyat holatlarda aksiyalarni sotib olish vositasi sifatida qarz mablag'laridan foydalaniladi va bu kredit hisobiga aksiyalar nazorat paketini sotib olish (LBO – leveraged buyout) deb ataladi. Shuningdek, menejerlar tomonidan aksiyalar nazorat paketini sotib olish (MBO – management

buyouts) amaliyoti ham ko'p uchraydi va bu jarayonda kompaniya rahbariyati faol harakat qiladi. Kompaniya aksiyalari bunday holatlarda ochiq bozor kotirovkalarida emas birja listinglaridan tashqarida ko'proq muomalada bo'ladi.

Kompaniyalarni qo'shib olish va soliqqa tortish

Bir kompaniyaning boshqasini qo'shib olish bo'yicha operatsiyalar soliqqa tortilishi yoki soliqqa tortishdan ozod qilinishi mumkin. Qo'shib olishning soliqqa tortiladigan holatlari sifatida qo'shib olish obyekti aksiyadorlarining o'z aksiyalarini sotishlari va natijada ma'lum bir soliqqa tortiladigan daromadga ega bo'lish holatlarini keltirish mumkin. Qo'shib olishning soliqqa tortilmaydigan holatlari sifatida esa aksiyalar bo'yicha savdo bitimlari tuzilmagan, ular bo'yicha daromad olish ko'zda tutilmagan ayirboshlash bo'yicha bitimlar tuzish holatlari keltiriladi.

Soliq bilan bog'liq holatlarni belgilab beruvchi omillarni aniqlashda bitimning biznes rivojini ko'zlab tuzilganligi, ya'ni aksiyadorlik manfaatining qo'shib olingan kompaniyadan, qo'shib olgan kompaniyaga o'tishi hisobga olinadi. Bunda o'z aksiyalarini sotgan aksiyador sotib oluvchi kompaniya aksiyadoriga aylanganligi e'tiborga olinadi.

Soliqlardan ozod etiladigan qo'shib olishdan soliqqa tortiladigan qo'shib olishning asosiy farqli jihatlari sifatida *kapital o'sish samaradorligi* va *qayta baholash samaradorligini* hisobga olishni keltirish mumkin. Qachonki qo'shib olish obyekti aksiyadorlari qo'shib olish jarayonida soliqqa tortiladigan kapital o'sishiga erishsa soliq to'lashga majbur bo'ladi. Bunda aksiyadorlar tomonidan soliq bo'yicha kompensatsiyalar sifatida qo'shib olish qiymatiga qo'shimcha qiymatlar kiritish orqali obyekt qiymati yuqori baholarda belgilanishi mumkin.

Qo'shib olishning soliq bilan bog'liq holati sotiladigan kompaniyaning aktivlar qiymati oshishiga ham bog'liq. Soliqqa tortiladigan qo'shib olish jarayonida qo'shib olish obyekti aktivlari ularning balans

qiymatlaridan kelib chiqqan holda joriy bozor qiymatlari bo'yicha qayta baholanadi. Bu qayta baholash samaradorligini aniqlash imkonini beradi, ya'ni bunda sotib olingan kompaniya aktivlariga amortizatsiya xarajatlari soliqqa tortiladigan qo'shib olish holatini belgilab beradi. Unutmaslik kerakki, amortizatsiya xarajatlari pullik xarajatlar bo'lmasada ularning ortishi soliqlarni kamroq to'lash bo'yicha o'z samarasini beradi.

Birlashish va qo'shib olishni buxgalteriya hisobida aks ettirish

Bir kompaniya boshqasini qo'shib olganda, qo'shib oluvchi kompaniya mazkur bitimni kompaniyani xarid qilish bo'yicha bitim sifatida yoki manfaatlarni birlashtirish sifatida ko'rib chiqishi mumkin. Bunda e'tibor qaratiladigan asosiy jihatlarga quyida to'xtalib o'tamiz.

Xarid qilish metodi

Xarid qilish sifatida qo'shib olish hisobini yuritishda qo'shib olish obyektining aktivlari sotib oluvchining balansida bozor qiymatlari bo'yicha aks ettiriladi. Mazkur metod bilan o'zaro muvofiqlikda va jarayonni to'liq aks ettirish maqsadida gudvill (goodwill)ni hisobga olish ham yuzaga keladi. Gudvill – bu sotib olingan aktivlarning sof bozor bahosi va xarid bahosi o'rtasidagi farqdir.

Misol sifatida faraz qilaylik, A kompaniya B kompaniya bilan o'zaro birlashdi. Natijada yangi AB kompaniya tashkil topdi.

Birlashish sanasida ikkala kompaniya alohida balanslari quyidagicha (21.1-jadval):

21.1-jadval

Qo'shib olishni buxgalteriya hisobida aks ettirish, xarid usuli

(million birlikda)

A kompaniya		B kompaniya	
Aylanma aktivlar 4	Xususiy kapital 20	Aylanma aktivlar 2	Xususiy kapital 10
Asosiy vositalar 16	Qarz kapitali 0	Asosiy vositalar 8	Qarz kapitali 0
Jami	20	Jami	10

Faraz qilaylik A kompaniya B kompaniyaga 18 million birlik naqd pul mablag'ini qarz mablag'lari jalb etgan holda to'ladi. B kompaniya asosiy vositalari qoldiq qiymati balansda 8 million birlikda ko'rsatilgan va sof joriy bozor qiymati 14 million birlikga teng. Shuningdek, 2 million birlikga teng aylanma mablag' ham umumiy balansga kiritiladi.

Yana ko'rinib turibdiki, A kompaniya sof joriy bozor bahosiga qo'shimcha 2 million birlik qo'shimcha mablag' to'lagan va bu balansda gudvill⁴⁶ sifatida aks ettiriladi.

Natijada yangi AB kompaniyaning balans hisoboti quyidagi ko'rinishga ega bo'ladi (21.2-jadval):

21.2-jadval

Qo'shib olishdan so'ng AB kompaniyaning balans hisoboti, xarid usuli

(million birlikda)

AB kompaniya	
Aylanma aktiv 6	Qarz kapitali 18
Asosiy vositalar 30	Xususiy kapital 20
Gudvill 2	
Jami 38	Jami 38

Operatsiya natijasi sifatida quyidagilarni alohida qayd etish mumkin:

1. AB kompaniyaning umumiy aktivlari 38 million birlikgacha ko'tarildi. A kompaniya asosiy vositalari miqdori va B kompaniya aktivlarining sof joriy bozor bahosi hisobiga umumiy asosiy vositalar miqdori 30 million birlikgacha ko'tarildi (16 million birlik va 14 million birlik). Mazkur misol bo'yicha asosiy vositalarni qayta baholash natijasida soliq hisobga olinmaydi.

2. Xarid jarayoni qo'shimcha 2 million birlik xarajatni talab qilgan va bu gudvill sifatida balansda aks ettirilgan.

⁴⁶ Eslatib o'tamiz, bunda nomoddiy aktivlar sifatida xodimlar yuksak malaka darajasi, yuqori salohiyatli mijozlar bilan hamkorlik, iqtisodiy o'sish imkoniyatlarini keltirish mumkin.

Manfaatlarni birlashtirish

Qo‘shib olish obyekti va xaridor aktivlar ulushini qayta taqsimlash jarayonida ikkala kompaniya balanslari o‘zaro birlashtirilishi manfaatlarni birlashtirishni anglatadi. Yuqoridagi misol bo‘yicha faraz qilaylik A kompaniya aksiyadorlariga 18 million birlikga teng oddiy aksiyalarni taklif qilgan holda B kompaniyani sotib olayapti. Natijada yangi AB kompaniya balansi quyidagi ko‘rinishga ega bo‘ladi (21.3-jadval):

21.3-jadval

Qo‘shib olishni buxgalteriya hisobida aks ettirish, manfaatlarni birlashtirish usuli

(million.birlikda)

A kompaniya		B kompaniya	
Aylanma aktivlar 4	Xususiy kapital 20	Aylanma aktivlar 2	Xususiy kapital 10
Asosiy vositalar 16	Qarz kapitali 0	Asosiy vositalar 8	Qarz kapitali 0
Jami	20	Jami	10

AB kompaniya	
Aylanma aktiv 6	Xususiy kapital 30
Asosiy vositalar 24	
Jami 30	Jami 30

Bunda yangi kompaniya oldingi kompaniyalar aksiyadorlarini birlashtirish natijasida tashkil etilmoqda. Mazkur jarayonda buxgalteriya hisobini yuritish sezilarli darajada sodda, ya‘ni balans moddolari o‘zaro qo‘shiladi va yana bir alohida xususiyat hech qanday gudvill hisobga olinmaydi.

21.4. O‘zbekistonda korporativ birlashishlar va qo‘shib olishlarning o‘ziga xos xususiyatlari

O‘zbekistonda korporativ tuzilmalarning qayta tashkil etilish masalalari “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida”gi qonun, “Xo‘jalik yurituvchi subyektlar birlashmalarini tashkil etishga, xo‘jalik yurituvchi subyektlarni qo‘shib

yuborishga va qo‘shib olishga oldindan rozilik berish tartibi to‘g‘risida”gi Nizom talablari asosida tartibga solinadi.

Aksiyadorlik jamiyatlarini qayta tashkil etish aksiyadorlar umumiy yig‘ilishining qaroriga ko‘ra qo‘shib yuborish, qo‘shib olish, bo‘lish, ajratib chiqarish va o‘zgartirish shaklida amalga oshiriladi.

Bugungi kunda mamlakatimizda korporativ boshqaruvni rivojlantirishga ustuvor ahamiyat qaratilayotgan sharoitda aksiyadorlik jamiyatlarining o‘zaro birlashishlariga, qo‘shib yuborish masalalariga ham alohida e‘tibor berilmoqda. Jumladan, har bir tumanda faoliyat ko‘rsatib kelgan qishloq xo‘jaligiga xizmat qiluvchi aksiyadorlik jamiyatlari hisoblangan mashina-traktor parklari o‘zaro birlashib faoliyatini qayta tashkil etmoqda.

O‘zbekiston Respublikasi Vazirlar mahkamasining 2013 yil 27 dekabrda 344-sonli qarori bilan tasdiqlangan “Xo‘jalik yurituvchi subyektlar birlashmalarini tashkil etishga, xo‘jalik yurituvchi subyektlarni qo‘shib yuborishga va qo‘shib olishga oldindan rozilik berish tartibi to‘g‘risida”gi Nizomga asosan xo‘jalik yurituvchi subyektlar birlashmalarini tashkil etish, xo‘jalik yurituvchi subyektlarni qo‘shib olish uchun O‘zbekiston Respublikasining Xususiy lashtirish, monopoliyadan chiqarish va raqobatni rivojlantirish davlat qo‘mitasi yoki uning hududiy organi tomonidan oldindan rozilik berilishi lozim. Bunda monopoliyaga qarshi organning xo‘jalik yurituvchi subyektlarni qo‘shib yuborishga, qo‘shib olishga oldindan roziligi quyidagi hollarda zarur hisoblanadi:

- tovar bozorida – qo‘shib yuborishga, qo‘shib olishga oldindan rozilik berish to‘g‘risida ariza berish sanasida tegishli harakatlarni sodir etishda ishtirok etayotganlar aktivlarining jami balans qiymati eng kam oylik ish haqining yuz ming baravari miqdoridan ortiq bo‘lsa yoki ular qo‘shib yuboriladigan yoki qo‘shib olinadigan yildan oldingi oxirgi kalendar yilda tovarlarni sotishdan olgan jami tushumi eng kam oylik ish haqining yuz ming baravari miqdoridan ortiq bo‘lsa yoxud ulardan biri tovar bozorida ustun mavqeni egallab turgan xo‘jalik yurituvchi subyekt bo‘lsa;

- moliya bozorida – qo‘shib yuborishga, qo‘shib olishga oldindan rozilik berish to‘g‘risida ariza berish sanasida tegishli harakatlarni sodir etishda ishtirok etayotgan shaxslar aktivlarining jami balans qiymati ekvivalentdagi miqdordan ortiq bo‘lsa (banklarga nisbatan – 450 mln AQSH dollari, sug‘urta kompaniyalariga nisbatan – 25 mln AQSH dollari, lizing kompaniyalariga nisbatan – 3 mln AQSH dollari va bank bo‘lmagan kredit tashkilotlariga, qimmatli qog‘ozlar bozori professional qatnashchilariga nisbatan – 400 ming AQSH dollari) yoxud bitim qatnashchilaridan biri moliya bozorida ustun mavqeini egallab turgan bo‘lsa.

Korporativ birlashish yoki qo‘shib olishga ruxsat berish talablari va shartlariga quyidagilar kiradi:

- raqobat to‘g‘risidagi qonun hujjatlariga majburiy rioya etish;
- harakatlarni monopoliyaga qarshi organ qarorlari doirasida amalga oshirish;
- birlashmaning yoki yangidan tashkil etilayotgan yuridik shaxsning ustun mavqei paydo bo‘lishiga yoki kuchayishiga, shuningdek, raqobatning cheklanishiga yo‘l qo‘ymaslik.

Korporativ birlashish va qo‘shib olishlar bo‘yicha oldindan rozilik olish uchun monopoliyaga qarshi organga quyidagi hujjatlar taqdim etiladi:

- korporativ birlashish yoki qo‘shib olishga oldindan rozilik berish to‘g‘risida belgilangan shakldagi ariza;
- korporativ birlashish yoki qo‘shib olish to‘g‘risida qaror qabul qilgan xo‘jalik yurituvchi subyektlarning ta‘sis hujjatlari;
- ariza berish sanasidan oldingi ikki yil mobaynida har bir qatnashchi tomonidan amalga oshirilgan faoliyat turlari, ishlab chiqarilgan va sotilgan tovarlar (ishlar, xizmatlar)ning nomlari, ularning hajmlari, amalga oshirilgan (oshiriladigan) harakatlar to‘g‘risidagi ma‘lumotlar;
- amalga oshirilayotgan harakat har bir qatnashchisining moliyaviy hisoboti (ariza berish sanasidagi 1-shakl bo‘yicha buxgalteriya balans, oldingi ikki kalendar yil uchun 2-shakl bo‘yicha moliyaviy natijalar to‘g‘risidagi hisobot).

Qayta tashkil etish to‘g‘risida qaror qabul qilingan sanadan e‘tiboran jamiyat 30 kundan kechiktirmay o‘z kreditorlarini bu haqda

yozma ravishda xabardor etadi. Kreditor jamiyatdan majburiyatlarni to'xtatish yoki muddatidan ilgari bajarishni hamda zararining o'rnini qoplashni quyidagi muddatlarda yozma ravishda xabar berish yo'li bilan talab qilishga haqlidir:

- qo'shib yuborish, birlashtirish yoki qayta tuzish tarzida qayta tashkil etish haqidagi xabarni jamiyat kreditorga yuborgan sanadan boshlab uzog'i bilan 30 kun ichida;

- bo'lish yoki ajratib chiqarish tarzida qayta tashkil etish to'g'risidagi xabarni jamiyat kreditorga yuborgan sanadan boshlab uzog'i bilan 60 kun ichida.

Qo'shib yuborishda ishtirok etayotgan jamiyat qo'shib yuborish haqida shartnoma tuzadi, unda qo'shib yuborish tartibi va shartlari, shuningdek, har bir jamiyat aksiyalarini yangi jamiyatning aksiyalariga va (yoki) boshqa qimmatli qog'ozlariga ayirboshlash tartibi belgilab qo'yiladi.

Har bir jamiyatning kuzatuv kengashi qo'shib yuborishda ishtirok etayotgan aksiyadorlarning umumiy yig'ilishi hukmiga qo'shib yuborish tarzida qayta tashkil etish to'g'risidagi, qo'shib yuborish shartnomasini tasdiqlash haqidagi va o'tkazish dalolatnomasini tasdiqlash haqidagi masalalarni havola etadi.

Yangi vujudga kelayotgan jamiyat ustavini tasdiqlash va kuzatuv kengashini saylash qo'shib yuborishda ishtirok etayotgan jamiyatlar aksiyadorlarining qo'shma umumiy yig'ilishida amalga oshiriladi. Aksiyadorlarning qo'shma umumiy yig'ilishida ovoz berish tartibi jamiyatlarning qo'shib yuborilishi to'g'risidagi shartnomada belgilab qo'yilishi mumkin.

Jamiyatlar qo'shilgan taqdirda ularning har biriga tegishli barcha huquqlar va majburiyatlar o'tkazish dalolatnomasiga muvofiq yangi vujudga kelgan jamiyatga o'tadi.

Birlashtirilayotgan jamiyat va birlashtirib olayotgan jamiyat birlashish to'g'risida shartnoma tuzadilar, unda birlashishning tartibi va shartlari, shuningdek, birlashtirilayotgan jamiyatning aksiyalarini birlashtirib olayotgan jamiyatning aksiyalari va (yoki) boshqa qimmatli qog'ozlariga ayirboshlash tartibi belgilab qo'yiladi. Har bir jamiyatning

kuzatuv kengashi birlashishda ishtirok etayotgan o'z jamiyatining umumiy yig'ilishi hukmiga birlashish tarzida qayta tashkil etish to'g'risidagi va birlashish shartnomasini tasdiqlash haqidagi masalani kiritadi. Birlashtirilayotgan jamiyat kuzatuv kengashi o'tkazish dalolatnomasini tasdiqlash to'g'risidagi masalani ham aksiyadorlar umumiy yig'ilishi hukmiga havola etadi.

Mazkur jamiyatlar aksiyadorlarining qo'shma umumiy yig'ilishi ustavga o'zgartishlar va qo'shimchalar kiritish to'g'risida qaror qabul qiladi. Aksiyadorlarning qo'shma umumiy yig'ilishida ovoz berish tartibi birlashish to'g'risidagi shartnomada belgilab qo'yiladi.

Bir jamiyat boshqa jamiyatga birlashganda o'tkazish dalolatnomasiga muvofiq birlashtirilayotgan jamiyatning barcha huquq va majburiyatlari qo'shib olgan jamiyatga o'tadi.

Bozor iqtisodiyoti sharoitida birlashishlar va qo'shib olishlar korporativ tuzilmalar faoliyatidagi eng qiziqarli holatlardan biri ekanligi haqida yuqorida to'xtalib o'tdik. Quyida birlashishlar va qo'shib olishlar amaliyotidagi eng yirik bitimlar o'ntaligini keltirib o'tamiz.

10. Sanofi + Aventis, bitim miqdori – 73,5 milliard AQSH dollari

2004 yilgacha Fransiyaning Sanofi kompaniyasi Sanofi-Synthélabo nomi ostida faoliyat ko'rsatar va xalqaro farmatsevtika bozorini zabt etish haqida orzu qilardi. Buning uchun Fransiya farmatsevtika bozorining yana bir ishtirokchisi Aventis kompaniyasini qo'shib olish lozim bo'lib, lekin bu jarayon u qadar oson emas edi. Dastlab 47,8 milliard yevroga teng bo'lgan dushmanlarcha qo'shib olish operatsiyasi amalga oshmaydi, chunki Aventis kompaniyasi direktorlar kengashi raqobatchilarining yangi taklifidan qochish maqsadida o'z aksiyadorlik kapitalini bir joyga to'plashga intilardi. Bu jarayonga Fransiya hukumati aralashgan holda har ikkala tomon uchun foydali shartlar asosida kompaniyalarni birlashtirishni taklif qiladi. Natijada bitim qiymati 73,5 milliard dollar bo'lgan shartnoma amalga oshiriladi hamda Sanofi-Aventis gigant kompaniyasi tashkil etiladi.

9. Comcast + AT&T, bitim miqdori – 76,1 milliard AQSH dollari

Birlashish va qo‘shib olishlar amaliyotidagi oddiy holatlardan biri bu butun kompaniyani sotib olishning imkoni bo‘lmasa, kompaniyaning alohida muhim bir qismini sotib olish hisoblanadi. 2001 yilda Comcast AQSH mediakonglomerati Broadband nomi ostida faoliyat ko‘rsatuvchi kompaniyaning AT&T bo‘linmasini sotib oladi va AQSH kabel televideniesi bozorining eng yirik ishtirokchisiga aylanadi. Bitim qiymati 76,1 milliard AQSH dollarini tashkil etgan moliyaviy operatsiya natijasida Comcast bir o‘q bilan ikki quyonni urishga, ya’ni birdaniga ikkita muammoni hal qilishga erishdi. Bunda birinchidan, xizmat ko‘rsatish sifatini yaxshilash va xususiy kabel tarmog‘i geografiyasini kengaytirish imkoniyati yaratildi, ikkinchidan bozordagi eng asosiy raqobatchisi faoliyatiga barham berildi.

8. Royal Dutch Shell + Shell Transport & Trading, bitim miqdori – 80,1 milliard AQSH dollari

Bu ajoyib bitim birgina oddiy sabab asosida amalga oshirildi. Ya’ni Shell – britan-golland kompaniyasi bo‘lib, dastlab 1907 yilda Royal Dutch Petroleum va The Shell Transport & Trading kompaniyalari o‘zaro birlashadi, lekin mamlakatlar hukumatlari talablari asosida ular alohida brendlar asosida faoliyat ko‘rsatadilar. Faqatgina 2005 yilga kelib kompaniyalarning statuslari o‘zgargan holda yangi bitim tuziladi. Aslida bu bitim faqatgina formal ahamiyat kasb etadi. Chunki 2005 yilgacha bu ikkala kompaniya yagona xolding tarkibida faoliyat yuritib, bu xolding kompaniyaning 60 foiz aksiyasiga Royal Dutch Petroleum kompaniyasiga, 40 foizi esa Shell Transport & Trading kompaniyasiga tegishli edi.

7. Exxon + Mobil, bitim miqdori – 80,3 milliard AQSH dollari

Hammasi juda oddiy yuz berdi: Exxon va Mobil o‘zaro birlashishi natijasida dunyodagi eng yirik uchinchi kompaniya yuzaga keldi. Lekin jarayon bundanda qiziqarli tarixga ega. 1911 yilda AQSH Oliy sudi Standard Oil kompaniyasini amerika bozorida monopolist kompaniya sifatida e’tirof etadi va uning egasi Jon Rokfelleri kompaniyani bo‘lib

yuborishga majbur qiladi. Bu amaliyot Amerika tarixiga eng yirik antimonopol hukm sifatida kiradi. 1999 yilga kelib Rokfeller neft imperiyasining ikki bo'lagi yana o'zaro birlashadi va natijada bozorda yanada qudratli ishtirokchi Exxon Mobil korporatsiyasi o'z faoliyatini boshladi.

6. SBC + AT&T, bitim miqdori – 83,1 milliard AQSH dollari

AT&T ilgari AT&T emas SBC edi, o'z navbatida SBC ham SBC emas AT&T edi. Ya'ni ular o'zaro nom almashishgan. Izoh berib o'tamiz: 1984 yilda Amerika tarixidagi yana bir antimonopol ish doirasida AT&T gigant kompaniyasi o'z biznesini bo'lishga majbur bo'ladi va yangi SouthWestern Bell kompaniyasi o'z faoliyatini boshlaydi. 1995 yilda SouthWestern Bell kompaniyasi o'z nomini SBC Communicationsga o'zgartiradi va SBC brendi asosida faoliyat yurita boshlaydi. 2005 yilga kelib qudratli kompaniyaga aylangan SBC o'zining sobiq bosh kompaniyasi hisoblangan AT&T kompaniyasini 83,1 milliard dollarga sotib oladi. Bu qo'shib olish amaliyoti hech qanday dushmanlik kayfiyatidagi emas, balki do'stona qo'shib olish amaliyoti sifatida amalga oshiriladi. Barchasi oldindan rejalashtirilgan edi va SBC o'z brendidan AT&T foydasiga voz kechadi hamda AT&T brendi saqlanib qolishadi. Yana shuni ham ta'kidlash kerakki, AT&T kompaniyasi birlashishlar va qo'shib olishlar bozorida ancha faol bo'lib, 2006 yilda 67 milliard dollarga BellSouth kompaniyasini, shuningdek, 2011 yil martida esa Deutsche Telekom kompaniyasidan T-Mobile USA kompaniyasini 39 milliard dollar hisobiga sotib oladi.

5. Pfizer + Warner-Lambert, bitim miqdori – 87,3 milliard AQSH dollari

Pfizer amerika farmatsevtika kompaniyasi birlashishlar va qo'shib olishlar bozoriga tez-tez chiqib turadi. AstraZeneca kompaniyasini sotib olishga bo'lgan urinish muvaffaqiyatsizlik bilan yakunlangach, 2000 yilda Warner-Lambert kompaniyasini 87,3 milliard dollarga qo'shib olishga erishadi. Qachonlardir bu biznes o'z xususiy dorilarini ishlab chiqarish bilan shug'ullanuvchi oddiy dorixona bo'lgan bo'lsa,

aynan 2000 yilga kelib Warner-Lambert amerika farmatsevtika bozorida qo‘shib olish uchun yuqori darajada jalb qiluvchanlikka ega kompaniyalardan biriga aylangan edi. 2009 yilda Pfizer boshqa bir gigant farmatsevtika kompaniyasi Wyethni ham 68 milliard dollarga sotib oladi.

4. Fortis, Banco Santander, Royal Bank of Scotland Group + ABN AMRO, bitim miqdori – 100 milliard AQSH dollari

Bu operatsiya oxiri salbiy natija bilan yakunlangan birlashish va qo‘shib olish amaliyotlaridan biri sifatida tarixga kirdi. Gollandiyaning qudratli moliyaviy kompaniyasi hisoblangan ABN AMRO bankni qo‘shib olish maqsadida Yevropaning yirik banklari xalqaro moliya-sug‘urta guruhi hisoblangan Fortis boshchiligida o‘zaro birlashadilar va 2007 yilda 100 milliard dollar sarflangan holda ko‘zlangan moliyaviy operatsiya amalga oshiriladi. Lekin oradan bir yil o‘tib jahon moliyaviy inqirozi tufayli Fortisning moliyaviy holati birdaniga yomonlashadi. Ekspertlarning fikricha, aynan ABN AMRO bank bilan bitim tuzilishi Fortisning bo‘linib ketishiga sabab bo‘ladi. Natijada kompaniya aktivlardagi ulushlarini tezda sotishga majbur bo‘ladi va Ageas brendi ostida qaytadan faoliyatini boshlaydi. ABN AMRO bank esa Gollandiya tomonidan milliy lashtiriladi.

3. Altria – Phillip Morris International, bitim miqdori – 107 milliard AQSH dollari

Altria Group oldin Phillip Morris nomi bilan tanilgan. Butun dunyoda ko‘pchilikka ma’lum bu kompaniya 2003 yilgacha Phillip Morris brendi ostida sigareta ishlab chiqarish bilan shug‘ullanar edi. Aynan shunday mashhurlik biznes rivoji uchun to‘sqinlik qilar edi va shu boisdan 2003 yilda zararli tovar ishlab chiqaruvchi degan yoqimsiz nomdan qochish maqsadida kompaniya o‘z nomini Phillip Morris Internationalga o‘zgartiradi. Kompaniya 2007 yilgacha Kraft Foods amerika oziq-ovqat kompaniyasi nazorati ostida faoliyat yuritadi. 2008 yilda Philip Morris Internationalning 100 foiz aksiyalari Altria kompaniyasi aksiyadorlari o‘rtasida taqsimlanish yo‘li bilan sotib

olinadi. O‘z navbatida moliyaviy operatsiya Phillip Morris Internationalning bosh kompaniyasiga 107 milliard AQSH dollari miqdoridagi moliyaviy mablag‘ keltiradi.

2. Vodafone Air touch + Mannesmann, bitim miqdori - \$185,1 milliard AQSH dollari

Vodafone va Mannesmann o‘zaro birlashgunga qadar mobil aloqa bozorida raqobatchi kompaniyalar edi. Lekin 1990 yillarning oxirlariga kelib Mannesmann nemis kompaniyasi Buyuk Britaniya bozoriga, ya’ni Vodafone vataniga kirib boradi. Aynan o‘sha paytda angliyaliklar raqobatchini dushmanlarcha qo‘shib olishga urinishni o‘z vatanlarida boshlash lozimligi anglyadilar. Dastlab Germaniya hukumati va Mannesmann direktorlar kengashi bitimga qarshi chiqadilar, lekin 2000 yilda 185,1 milliard AQSH dollari hisobiga o‘z aktivlarini sotishga baribir qaror qiladilar.

1. AOL + Time Warner Cable, bitim miqdori – 186,2 milliard AQSH dollari

Tarixdagi eng muvaffaqiyatsiz qo‘shib olishlardan biri. Bugungi kunda AOL va Time Warner Cable kompaniyalari haqida nimalarni bilamiz? Birinchi kompaniya – uzoq o‘tmishdagi va hozirgi kunga kelib unutilayotgan internet gigant kompaniya, ikkinchisi esa davriy ravishda o‘z egalarini almashtirib turvchi eng yomon kabel televidenie va internet xizmati ko‘rsatuvchi kompaniyalardan biri. 2000 yilda har ikkala kompaniyada hammasi boshqacha bo‘ladi, deb tasavvur qilinardi. Birlashishlar va qo‘shib olishlar bozoridagi mazkur yirik bitim dunyo miqyosida birinchi raqamli telekompaniyaning yuzaga kelishiga xizmat qilishi kerak edi. Aynan qo‘shib olishga sarflangan 186,2 milliard AQSH dollari AOL kompaniyasining moliyaviy moslashuvchanligining yo‘qotilishiga olib keldi, natijada uning sinishiga va 2009 yilga kelib ikkiga bo‘linishiga sabab bo‘ldi.

Yuqoridagilardan kelib chiqqan holda jahon iqtisodiyotida amalga oshirilgan eng yirik birlashishlar va qo‘shib olishlar bo‘yicha

operatsiyalarni quyidagi jadvalda qisqacha keltirib o'tamiz (21.4-jadval)

21.4-jadval

Jahon iqtisodiyotidagi eng yirik birlashishlar va qo'shib olishlar

№	Qo'shib olgan kompaniya	Qo'shib olingan kompaniya	Bitim miqdori, AQSH dollarida	Faoliyat sohasi
1	AOL	Time Warner Cable	186,2 milliard	Kabel televidenie va internet xizmati
2	Vodafone Air touch	Mannesmann	185,1 milliard	Mobil aloqa
3	Altria	Phillip Morris International	107 milliard	Tamaki mahsulotlari
4	Fortis, Banco Santander, Royal Bank of Scotland Group	ABN AMRO bank	100 milliard	Bank faoliyati
5	Pfizer	Warner-Lambert	87,3 milliard	Farmatsevtika
6	SBC	AT&T	83,1 milliard	Telekommunikatsiya
7	Exxon	Mobil	80,3 milliard	Neft
8	Royal Dutch Shell	Shell Transport & Trading	80,1 milliard	Neft
9	Comcast	AT&T	76,1 milliard	Telekommunikatsiya
10	Sanofi	Aventis	73,5 milliard	Farmatsevtika

Reuters agentligi baholashlariga ko'ra 2014 yilda korporativ birlashishlar va qo'shib olishlar bozori 2013 yilda 40 foizga o'sdi va 3,27 trln AQSH dollarini tashkil etdi. Bu ko'rsatkich 2007 yildan buyon eng yuqori ko'rsatkich bo'lib, o'sha yili kompaniyalarning birlashishlar va qo'shib olishlar bo'yicha 4,12 trln AQSH dollari miqdorida bitimlar tuzilgan edi. Birlashishlar va qo'shib olishlar faolligi iqtisodiyotning deyarli har bir sektorida o'sganligini qayd etishimiz lozim. Ayniqsa, energetika va farmatsevtika kompaniyalari uchun samarali yil bo'lganligini qayd etib o'tish mumkin. Mazkur holat Amerika, Yevropa

va Yaponiya banklarida past foiz stavkalarining qo'llanilganligi, shuningdek, fond birjalaridagi aksiyalar kotirovkalari bilan bevosita bog'liq.

Quyida Forbes jurnali tomonidan e'lon qilingan 2014 yildagi eng qimmat birlashishlar va qo'shib olishlar bo'yicha o'nta bitimni keltirib o'tamiz (21.5-jadval).

21.5-jadval

2014 yildagi eng qimmat birlashishlar va qo'shib olishlar⁴⁷

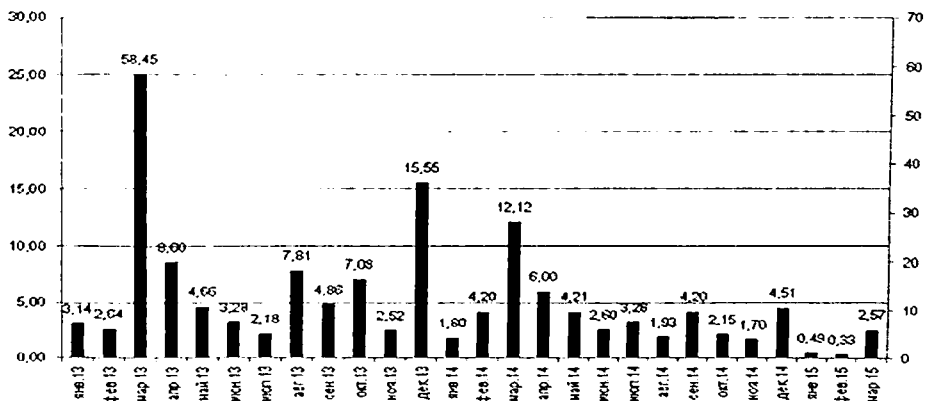
№	O'zaro birlashgan yoki qo'shib olingan kompaniyalar nomi	Bitim qiymati	Tarmoq
1.	Allergan & Actavis	66 mlrd \$	Farmatsevtika
2.	AT&T & DirecTV	48,5 mlrd \$	Telekommunikatsiya
3.	Comcast & Time Warner Cable	45,2 mlrd \$	Telekommunikatsiya
4.	Medtronic & Covidien	42,9 mlrd \$	Tibbiy uskunalar
5.	Holcim & Lafarge	40 mlrd \$	Sement ishlab chiqarish
6.	Halliburton & Baker Hughes	34,6 mlrd \$	Nefteservis
7.	Altice & Societe Francaise du Radiotelephone	23 mlrd \$	Internet xizmatlari
8.	Facebook & WhatsApp	19,4 mlrd \$	Ijtimoiy tarmoqlar
9.	Suntory Holdings & Beam	16,1 mlrd \$	Alkogol
10.	General Electric & Alstom	15,2 mlrd \$	Energetika jihozlari

Jadval ma'lumotlaridan kelib chiqqan holda ta'kidlashimiz mumkinki, korporativ birlashishlar va qo'shib olishlar bo'yicha 2014 yildagi eng yirik bitimlar tarix bo'yicha eng yirik o'ntalikka kira olmaganligini qayd etib o'tishimiz lozim.

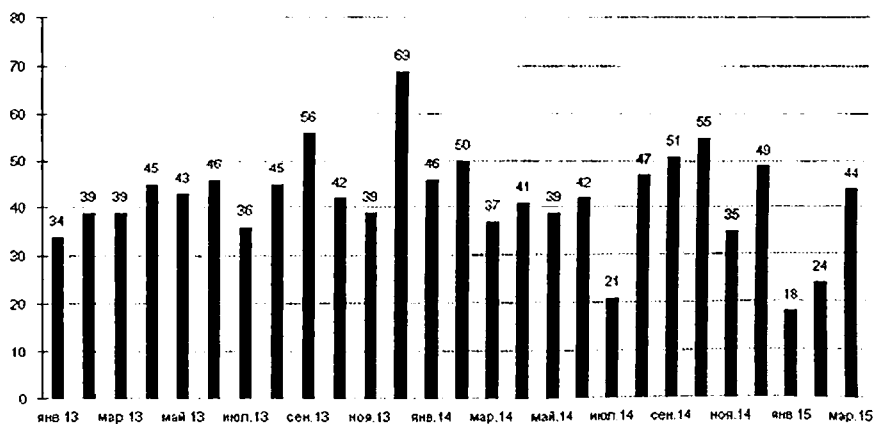
21.2-rasm ma'lumotlaridan kelib chiqqan holda ta'kidlashimiz mumkinki, Rossiya Federatsiyasi bo'yicha birlashish va qo'shib olishlar bozoridagi holat doimiy ravishda tebranuvchan xarakterga egaligi bilan birga, nisbatan pasayish tendensiyasiga ega. Buni 2013 yil mart oyidagi

⁴⁷ <http://investfunds.ua/news/samye-dorogie-sliyaniya-i-pogloweniya-2014-goda-forbes/>

bitimlar miqdori 58,45 milliard AQSH dollarini tashkil etgan bo'lsa, 2015 yil mart oyida bu ko'rsatkich bor yo'g'i 2,57 milliard AQSH dollariga teng bo'lganligi orqali ifodalashimiz mumkin.



21.2-rasm. Rossiya birlashish va qo'shib olishlar bozorida bitimlar dinamikasi, mlrd AQSH dollarida⁴⁸



21.3-rasm. Rossiya birlashish va qo'shib olishlar bozorida bitimlarning son bo'yicha dinamikasi⁴⁹

⁴⁸ «АК&М» axborot agentligi ma'lumotlari asosida tayyorlandi.

⁴⁹ «АК&М» axborot agentligi ma'lumotlari asosida tayyorlandi.

Rossiya birlashish va qo‘shib olishlar bozorida bitimlarning son bo‘yicha dinamikasini tahlil qilib shuni ta’kidlashimiz mumkinki, tahlil qilinayotgan 2013 yil yanvar – 2015 yil mart oyi bo‘yicha eng past darajalar 2014 yil iyul, 2015 yil yanvar va fevral oylarida qayd etilgan.

Nazorat savollari

1. Birlashish va qo‘shib olishlar (Mergers and Acquisitions, M&A)ning iqtisodiy mohiyatini qanday izohlaysiz?

2. Korporativ birlashish va qo‘shib olishlarning tasniflanishini izohlang.

3. Gorizontal birlashish va qo‘shib olishning ahamiyatini ko‘rsatib bering.

4. Vertikal qo‘shib olishning xususiyatlarini sanab o‘ting.

5. Konglomerat qo‘shib olishning o‘ziga xos xususiyatlarini bilasizmi?

6. Milliy birlashishlarning iqtisodiyotdagi afzalliklari va kamchiliklarini izohlab bering.

7. Transmilliy birlashishlarning iqtisodiy taraqqiyotdagi ahamiyatini qanday tavsiflash mumkin?

8. Korporativ birlashish va qo‘shib olishlarga sabab bo‘luvchi holatlarni tavsiflab bera olasizmi?

9. Korporativ birlashishlarning moliya bozorida ustunlikka ega bo‘lishdagi o‘rnini izohlang.

10. Korporativ birlashishning o‘zaro raqobatni chetlab o‘tish va monopoliya o‘rnatish imkoniyatini berishining afzalliklari va kamchiliklarini tavsiflab bering.

11. Qo‘shib olinishdan himoyalaniish imkoniyatini qanday izohlab bera olasiz?

12. Korporativ birlashishlar va qo‘shib olishlarning yuridik shakllarini tavsiflab bering.

13. Kredit hisobiga aksiyalar nazorat paketini sotib olish (LBO – leveraged buyout) deganda nimani tushunasiz?

14. Menejerlar tomonidan aksiyalar nazorat paketini sotib olish (MBO – management buyouts) deganda nimani tushunasiz?

15. Birlashish va qo‘shib olishni buxgalteriya hisobida aks ettirishni bilasizmi?

16.

Testlar

1. Bir kompaniya boshqa bir kompaniya ustidan nazorat o‘rnatsa va o‘zini ushbu kompaniyaning yangi xo‘jayini deb e‘lon qilsa, bunday moliyaviy operatsiya nima deb ataladi?

- a) qo‘shib olish;
- b) ajralib chiqish;
- d) qo‘shib yuborish;
- e) bo‘linish.

2. Ikki yoki undan ortiq kompaniyalar asosida yangi kompaniya vujudga kelishi nima deb ataladi?

- a) korporativ birlashish;
- b) korporativ bo‘linish;
- d) konglomerat qo‘shilish;
- e) xoldinglar.

3. Bitta tarmoqda faoliyat ko‘rsatuvchi kompaniyalarning o‘zaro birlashishi yoki qo‘shib olinish holatlari qanday birlashish hisoblanadi?

- a) gorizontal birlashish;
- b) milliy birlashish;
- d) xalqaro birlashuv;
- e) vertikal birlashuv.

4. Aviakompaniyalarning turizm agentliklarini o‘ziga qo‘shib olishini birlashish va qo‘shib olishlarning qanday shakliga kiritish mumkin?

- a) vertikal birlashish yoki qo‘shib olish;
- b) gorizontal birlashish yoki qo‘shib olish;

d) aviakompaniyalarning turizm agentliklarini o'ziga qo'shib olishi ta'qiqlangan;

e) konglomerat qo'shib olish yoki birlashish.

5. Konglomerat qo'shib olish amaliyoti o'zida nimani nazarda tutadi?

a) faoliyat yo'nalishlari o'zaro bog'liq bo'lmagan kompaniyalarning biri tomonidan ikkinchisining qo'shib olinishi;

b) bitta tarmoqda faoliyat ko'rsatuvchi kompaniyalarning o'zaro birlashishi yoki qo'shib olinish holatlari;

d) o'zaro bog'liq tarmoqlarda yirik kompaniya tomonidan biznesning turli bosqichlaridagi kompaniyalarni o'ziga jalb etish orqali faoliyatni tashkil etishi;

e) korporativ birlashishlar va qo'shib olishlar amaliyotida bunday tushuncha amal qilmaydi.

6. O'zaro birlashayotgan yoki qo'shib olinayotgan kompaniyalarning mamlakatlarga mansubligidan kelib chiqqan holda birlashish va qo'shib olishlarni qanday turlarga ajratish mumkin?

a) milliy va transmilliy birlashishlar;

b) gorizontaal va vertikal birlashishlar;

d) transchegaraviy birlashishlar;

e) o'zaro himoyaviy birlashishlar va qo'shib olishlar.

7. Korporativ birlashishning ta'minotchilar bilan ishlash samaradorligini oshirishdagi ahamiyatini qanday izohlash mumkin?

a) xarid qilinadigan mahsulot va xizmatlar hajmini oshirish hisobiga qo'shimcha chegirmalar olish yoki ta'minotchi korxonani o'zgartirishi mumkinligini bildirgan holda ta'minotchini xavotirga solish yo'li bilan qo'shimcha imkoniyatlarga ega bo'lish mumkin;

b) ta'minotchini o'zgartirish imkoniyati paydo bo'ladi va bu o'z navbatida narx bo'yicha chegirmalar olishga xizmat qiladi;

d) xarid qilinadigan mahsulot va xizmatlar hajmini kamaytirish orqali xarajatlarni boshqarish imkoniyati yuzaga keladi;

e) ta'minotchini xavotirga solish yo'li bilan kreditorlik qarzlarini kechiktirish imkoniyati yuzaga keladi.

8. Bir xil tarmoqda faoliyat ko'rsatuvchi kompaniyalarning o'zaro birlashishining raqobat muhitiga ta'sirini qanday baholash mumkin?

a) oshkora yoki yashirin tarzda raqobatni chetlab o'tish va monopoliyaga erishish imkoniyatini yaratadi;

b) raqobat muhitiga hech qanday ta'sir ko'rsatmaydi;

d) sog'lom raqobat muhitida o'zaro birlashishlarga yo'l qo'yilmaydi;

e) bozor iqtisodiyoti sharoitida korporativ birlashishlarning raqobatga va monopoliyaga hech qanday daxli yo'q.

9. O'zbekiston amaliyotiga ko'ra tovar bozorida faoliyat ko'rsatuvchi yuridik shaxslarning o'zaro birlashuviga qanday holatlarda monopoliyaga qarshi organ roziligi talab etiladi?

a) qo'shib olinadigan yildan oldingi oxirgi kalendar yilda tovarlarni sotishdan olgan jami tushumi eng kam oylik ish haqining yuz ming baravari miqdoridan ortiq bo'lsa;

b) ishtirok etayotgan shaxslar aktivlarining jami balans qiymati 450 million AQSH dollaridan ortiq bo'lsa;

d) ishtirok etayotganlar aktivlarining jami balans qiymati eng kam oylik ish haqining ellik ming baravari miqdoridan ortiq bo'lsa;

e) ishtirok etayotgan shaxslar aktivlarining jami balans qiymati 25 million AQSH dollaridan ortiq bo'lsa.

10. O'zbekiston amaliyotiga ko'ra tijorat banklarining o'zaro birlashuviga qanday holatlarda monopoliyaga qarshi organ roziligi talab etiladi?

a) o'zaro birlashayotgan banklar aktivlarining jami balans qiymati 450 million AQSH dollaridan ortiq bo'lsa;

b) ishtirok etayotgan shaxslar aktivlarining jami balans qiymati 25 million AQSH dollaridan ortiq bo'lsa;

d) bitim qatnashchilaridan biri moliya bozorida ustun mavqeini egallab turgan bo'lmasa;

e) O'zbekiston amaliyotiga ko'ra tijorat banklarining o'zaro birlashuviga yo'l qo'yilmaydi.

TAYANCH SO‘Z VA IBORALAR

aksiya (*share*) – o‘z egasining aksiyadorlik jamiyati foydasining bir qismini dividendlar tarzida olishga, aksiyadorlik jamiyatini boshqarishda ishtirok etishga va u tugatilganidan keyin qoladigan mol-mulk bir qismiga bo‘lgan huquqini tasdiqlovchi, amal qilish muddati belgilanmagan emissiyaviy qimmatli qog‘oz; aksiyadorlik jamiyatlarida ulush munosabatini anglatuvchi qimmatli qog‘oz;

aksiyalar bo‘yicha opsiolar yoki fond opsiolari (*options on shares yoki stock options*) – bazaviy aktivlari aksiyalar bo‘lgan opsiolar;

antisipativ foiz stavkasi (*anticipative interest rate*) – tijorat diskontlashda joriy qiymatni aniqlashni keltirish me‘yori sifatida qo‘llaniladigan d stavka;

avtomatik reinvestitsiyalash (*automatic reinvestment*) – aksiyadorlarga naqd pul shaklida dividend olish yoki uni qo‘shimcha aksiyalarga reinvestitsiya qilishdan birini tanlash huquqini taqdim etish;

axborotni oshkor qilish (*disclosure of information*) – qimmatli qog‘ozlar bozorida manfaatdor shaxslarning axborotni olish maqsadidan qat’iy nazar, axborotdan uning topilishi va olinishini kafolatlaydigan shakllarda foydalanishini ta’minlash;

birlashish (*merger*) – ikki yoki undan ortiq kompaniyalar asosida yangi kompaniya vujudga kelishi;

daromadlilikning ichki me‘yori (**Internal Rate of Return – IRR**) – NPV nolga teng bo‘lganda investitsion loyiha bo‘yicha pul oqimlarining sof joriy qiymatini aniqlashga xizmat qiluvchi diskontlashning koeffitsientlari yoki foiz stavkalari;

davlat qimmatli qog‘ozlari (*public securities*) – O‘zbekiston Respublikasining g‘azna majburiyatlari va O‘zbekiston Respublikasi

Vazirlar Mahkamasi vakolat bergan organ tomonidan chiqarilgan obligatsiyalar, shuningdek, O‘zbekiston Respublikasi Markaziy bankining obligatsiyalari;

davlat unitar korxonasi (*State unitary enterprise*) – qonun hujjatlarida nazarda tutilgan hollarda, davlat organining qaroriga muvofiq davlat mulki bo‘lgan mol-mulk negizida operativ boshqaruv huquqiga asoslangan korxonasi;

dekursiv foiz stavkasi (*decursive interest rate*) – matematik diskontlashda joriy qiymatni aniqlash me‘yori sifatida qo‘llaniladigan r stavka;

depo hisobvarag‘i – deponentning qimmatli qog‘ozlarini saqlash va qimmatli qog‘ozlarga bo‘lgan huquqlarni hisobga olish uchun mo‘ljallangan depozitariyning hisobga olish registrlaridagi yozuvlar yig‘indisi;

depo hisobvarag‘idan ko‘chirma – deponentning qimmatli qog‘ozlarga bo‘lgan huquqlarini tasdiqlaydigan, depozitariy tomonidan beriladigan hujjat;

depozit sertifikat (*certificate of deposit*) – bankka qo‘yilgan omonat summasini va omonatchining (sertifikat saqlovchining) omonat summasini hamda sertifikatda shartlashilgan foizlarni sertifikatni bergan bankdan yoki shu bankning istalgan filialidan belgilangan muddat tugaganidan keyin olish huquqini tasdiqlovchi noemissiyaviy qimmatli qog‘oz;

diskont (*discount*) – FV va PV o‘rtasidagi, ya‘ni kelgusi qiymat va joriy qiymat o‘rtasidagi farq;

diskontlash (*discounting*) – pul mablag‘larini joylashtirish jarayonida kelgusida ma‘lum bir belgilangan summani olish uchun joylashtirish talab etiladigan pul mablag‘i miqdorini aniqlash;

dividend (*dividend*) – bu sotilgan aksiyalar, ulushlar, paylar soniga muvofiqlikda mulkdorlar o‘rtasida aniq bir davr bo‘yicha taqsimlanadigan korxonasi foydasining bir qismi;

dividend siyosati (*dividend policy*) – korxonaning bozor qiymatini va mulkdorlar turmush farovonligini oshirish maqsadida foydaning iste'mol qilinadigan va reinvestitsiya qilinadigan qismlari o'rtasidagi proporsiyani optimallashtirishga yo'naltirilgan korxonada moliyaviy siyosatining bir qismi;

egasining nomi yozilgan qimmatli qog'ozlar – mulkiy huquqlarning realizatsiya qilinishi o'z egasining ro'yxatdan o'tkazilishini talab etadigan qimmatli qog'ozlar;

emissiyaviy qimmatli qog'ozlar – bitta chiqarilishi doirasida bir xil belgilar va rekvizitlarga ega bo'lgan, mazkur chiqarilish uchun yagona shartlar asosida joylashtiriladigan hamda muomalada bo'ladigan qimmatli qog'ozlar;

emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqarilishlarining yagona davlat reestri – ro'yxatdan o'tkazilgan emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqarilishlarining ro'yxati;

emitent – emissiyaviy qimmatli qog'ozlar chiqaruvchi va ular yuzasidan qimmatli qog'ozlarning egalari oldida majburiyatlari bo'lgan yuridik shaxs;

fond birjasi (*Stock Exchange*) – ochiq va oshkora birja savdolarini oldindan belgilangan vaqtda va belgilangan joyda o'rnatilgan qoidalar asosida tashkil etish hamda o'tkazish orqali faqat qimmatli qog'ozlar savdosi uchun sharoitlar yaratuvchi yuridik shaxs;

fond indekslariga opsionlar yoki indeksli opsionlar (*index options*) – bazaviy aktivlari fond indekslari bo'lgan opsionlar;

fyuchers opsionlari (*futures options*) – bazaviy aktivlari sifatida fyuchers shartnomalari bo'lgan opsionlar;

gorizontal birlashish va qo'shib olish (*horizontal mergers and acquisition*) – bitta tarmoqda faoliyat ko'rsatuvchi kompaniyalarning o'zaro birlashishi yoki qo'shib olinish holatlari;

investitsion kredit (*investment credit*) – faoliyat yuritayotgan korxonalarda loyihalar yoki dasturlarni amalga oshirishga yo'naltiriladigan uzoq muddatli kredit (kredit liniyasi);

investor (*investor*) – qimmatli qog'ozlarni o'z nomidan va o'z hisobidan oluvchi yuridik yoki jismoniy shaxs;

IPO (Initial Public Offering) – aksiyalarni ochiq obuna tartibida joylashtirish amaliyoti;

kapital bahosi (*Cost of Capital*) – ma'lum bir kapital manbasidan foydalanish hisobiga to'lanishi lozim bo'lgan umumiy summa va kapital hajmi o'rtasidagi nisbatning foizdagi ifodasi;

kapital qo'yilmalar byudjetini tuzish (*capital budgeting*) – korxonada uzoq muddatli investitsiyalarni rejalashtirish va boshqarish jarayoni;

kapital tuzilmasi (*capital structure*) – bu qarz kapitali va xususiy kapitalning o'zaro yig'indisi;

kapitalizatsiyalash (*capitalization*) – olinadigan daromadlarni reinvestitsiyalash jarayoni;

kompaniya ustidan nazoratni qo'lga olish (*to take control of the company*) – kompaniya boshqaruvining bir guruh aksiyadorlar qo'ldan boshqasiga o'tishi.

konglomerat qo'shib olish (*conglomerate acquisition*) – faoliyat yo'nalishlari o'zaro bog'liq bo'lmagan kompaniyalarning biri tomonidan ikkinchisining qo'shib olinishi;

korporativ moliya (*corporate finance*) – korxonaning pul mablag'lari doiraviy aylanishi jarayonida kapital, daromadlar va pul fondlarini shakllantirish va ulardan foydalanish bilan bog'liq keng doiradaga pul munosabatlarini qamrab oluvchi moliya tizimining mustaqil sohasi;

korporativ obligatsiyalar (*corporate bonds*) – ochiq aksiyadorlik jamiyatlari va boshqa tashkiliy-huquqiy shakllarda tashkil etilgan tijorat banklari tomonidan chiqariladigan qarz munosabatini anglatuvchi obligatsiyalar;

kredit notalari (*credit linked notes – CLN*) – ta'minlanmagan qarz mablag'lari ajratish usuli;

LIBOR (*London Interbank offered rate*) – London banklararo o‘rtacha foiz stavkasi);

lizing (*lease*) – moliyaviy ijaraning alohida turi bo‘lib, unda bir taraf (lizing beruvchi) ikkinchi tarafning (lizing oluvchining) topshirig‘iga binoan uchinchi tarafdin (sotuvchidan) lizing shartnomasida shartlashilgan mol-mulkni (lizing obyektini) mulk qilib oladi va uni lizing oluvchiga shu shartnomada belgilangan shartlarda haq evaziga egalik qilish va foydalanish uchun o‘n ikki oydan ortiq muddatga beradi;

mas‘uliyati cheklangan jamiyat (*Limited Liability Company*) – bir yoki bir necha shaxs tomonidan ta‘sis etilgan, ustav fondi (ustav kapitali) ta‘sis hujjatlari bilan belgilab qo‘yilgan miqdordagi ulushlarga bo‘lingan jamiyat;

milliy birlashishlar (*national mergers*) – bitta davlatda joylashgan kompaniyalarning o‘zaro birlashishi;

moliya bozori (*financial market*) – moliyaviy instrumentlar yordamida pul mablag‘lari oqimlarini investorlardan foydalanuvchilarga yo‘naltirishga xizmat qiluvchi barcha bozor institutlari majmui;

moliya bozori sig‘imi (*the capacity of the financial market*) – aniq bir turdagi qimmatli qog‘ozlar bo‘yicha ularga bo‘lgan talab va taklifdan kelib chiqqan holda mumkin bo‘lgan yillik (oylik) savdo ko‘lami;

moliyaviy aktiv (*financial asset*) – bu pullik qiymatga ega, mulkiy huquqni o‘zida ifodalovchi, bozorda mustaqil muomalada bo‘ladigan, oldi-sotdi yoki boshqa bitimlar obyektini bo‘la oladigan, shuningdek, daromad olish manbasi sifatida xizmat qiluvchi hujjat yoki bitim hisoblanadi;

moliyaviy menejer (*financial manager*) – biznes egasining agenti sifatida mulkdor manfaatlari uchun faoliyat yurituvchi shaxs;

moliyaviy risklar (*financial risks*) – belgilangan maqsadlarni amalga oshirishning noaniqligi sharoitida moliyaviy faoliyatdan

ko'zlangan maqsad natijalariga yo'naltirilgan mulkdorlar yoki moliyaviy menejerlar tomonidan qabul qilingan muqobil moliyaviy qarorlarni tanlashning iqtisodiy zarar (moliyaviy yo'qotish)lar keltirish ehtimoli;

O'zbekiston Respublikasining g'azna majburiyatlari (*Debt obligations of the Republic of Uzbekistan*) – emissiyaviy qimmatli qog'ozlar egalari O'zbekiston Respublikasining Davlat byudjetiga pul mablag'lari kiritganliklarini tasdiqlovchi va bu qimmatli qog'ozlarga egalik qilishning butun muddati mobaynida qat'iy belgilangan daromad olish huquqini beruvchi emissiyaviy qimmatli qog'ozlar;

obligatsiya (*bond*) – qarz munosabatini anglatuvchi qimmatli qog'oz;

ochiq aksiyadorlik jamiyati (*Open Joint Stock Company*) – qatnashchilari o'zlariga tegishli aksiyalarini o'zga aksiyadorlarning rozilgisiz boshqa shaxslarga berishi mumkin bo'lgan aksiyadorlik jamiyati;

opsion koll (*option call*) – kelajakda bitimda belgilangan shartlarda bazis aktivini sotib olish huquqini beruvchi opsion;

opsion put (*option put*) – o'z egasiga kelajakda bazis aktivini bitim shartlariga muvofiq sotish huquqini beruvchi opsion;

opsion (*option*) – kelishilgan muddat davomida ma'lum bir mukofot summasi hisobiga belgilangan miqdordagi tovarlar yoki moliyaviy instrumentlarni belgilangan narx bo'yicha sotib olish yoki sotish huquqini beruvchi bitim;

opsionning ijro etilish (bajarilish) bahosi (*strike price*) – bitimda qayd etilgan bazaviy aktivlar bahosi;

overdraft (*overdraft*) – ta'minot rasmiylashtiruvvisiz mijoz hisobraqami bo'yicha mablag'larning belgilangan limit ko'rsatkichidan yuqori bo'lishini ta'minlashga qaratilgan kredit shakli;

PIBOR (*Paris Interbank offered rate*) – Parij banklararo o'rtacha foiz stavkasi);

qaram jamiyat (*dependent company*) – ovoz berish huquqiga ega aksiyalarining yigirma foizidan ko‘prog‘iga boshqa xo‘jalik jamiyati egalik qiladigan xo‘jalik jamiyati;

qimmatli qog‘ozlar bozori (*securities market*) – yuridik va jismoniy shaxslarning qimmatli qog‘ozlarni chiqarish, joylashtirish va ularning muomalasi bilan bog‘liq munosabatlari tizimi;

qimmatli qog‘ozlar bozori ishtirokchilari (*participants in the securities market*) – qimmatli qog‘ozlar emitentlari, qimmatli qog‘ozlarning egalari, investorlar, qimmatli qog‘ozlar bozorining professional ishtirokchilari, fond birjalari;

qimmatli qog‘ozlar bozorida professional faoliyat (*professional activities in the securities market*) – qimmatli qog‘ozlarni chiqarish, joylashtirish va ularning muomalasi bilan bog‘liq xizmatlar ko‘rsatish bo‘yicha litsenziyalanadigan faoliyat turi;

qimmatli qog‘ozlar bozorining professional ishtirokchisi (*professional participants of the securities market*) – qimmatli qog‘ozlar bozorida professional faoliyatni amalga oshiruvchi yuridik shaxs;

qimmatli qog‘ozlar egalari reestri (*The register of holders of securities*) – ro‘yxatdan o‘tkazilgan qimmatli qog‘ozlar egalarining belgilangan sanadagi holatga ko‘ra shakllantirilgan, ularga qarashli egasining nomi yozilgan qimmatli qog‘ozlarning nomi, miqdori, nominal qiymati va toifasi, shuningdek, reestrda ro‘yxatdan o‘tkazilgan shaxslarga axborotni yuborish imkoniyatini beradigan ma‘lumotlar ko‘rsatilgan ro‘yxati;

qimmatli qog‘ozlar emissiya risolasi (*Prospectus of securities*) – emitent va u chiqaradigan qimmatli qog‘ozlar to‘g‘risidagi ma‘lumotlarni, shuningdek, investorning qimmatli qog‘ozlar olish to‘g‘risidagi qaroriga ta’sir ko‘rsatishi mumkin bo‘lgan boshqa axborotni aks ettiruvchi hujjat;

qimmatli qog‘ozlar emissiyasi (*The emission of securities*) – emissiyaviy qimmatli qog‘ozlarni chiqarish va joylashtirish;

qimmatli qog'ozlar markaziy depozitariysi (*Central securities depository*) – depozitariylarda depo hisobvaraqlari bo'yicha emissiyaviy qimmatli qog'ozlarni saqlash, bunday qimmatli qog'ozlarga bo'lgan huquqlarni hisobga olish va emissiyaviy qimmatli qog'ozlar harakati yagona tizimini ta'minlovchi davlat depozitariysi;

qimmatli qog'ozlarga doir bitimlar (*securities transactions*) – qimmatli qog'ozlar oldi-sotdisi, ularni hadya qilish, meros qilib olish, ularni ustav fondiga kiritish va qimmatli qog'ozlarning egasi almashuviga olib keladigan boshqa aktlar, shuningdek, qimmatli qog'ozlar garovi;

qimmatli qog'ozlarga doir fyuchers (*The futures on securities*) – o'zida nazarda tutilgan muddatda muayyan miqdordagi qimmatli qog'ozlarni qat'iy belgilangan narxda sotib olish yoki sotish majburiyatini tasdiqlovchi emissiyaviy qimmatli qog'oz;

qimmatli qog'ozlarni joylashtirish (*Placing securities*) – qimmatli qog'ozlarni bitimlar tuzish orqali ularning dastlabki egalari ga berish;

qimmatli qog'ozlarni nominal saqlovchi (*The nominal holder of securities*) – qimmatli qog'ozlar egalari ning reestr ida ro'yxatdan o'tkazilgan, qimmatli qog'ozlarning egasi bo'lmagan holda boshqa shaxsning (qimmatli qog'ozlar egasining yoki u vakil qilgan shaxsning) topshirig'iga binoan qimmatli qog'ozlarni saqlash, hisobga olish va ularga bo'lgan huquqlarni tasdiqlashni amalga oshiruvchi depozitariy;

qimmatli qog'ozlarning hosilalari (*The derivative securities*) – o'z egalari ning boshqa qimmatli qog'ozlarga nisbatan huquqlarini yoki majburiyatlarini tasdiqlovchi va yuridik shaxslar tomonidan emitentning opsionlari, qimmatli qog'ozlarga doir fyucherslar va boshqa moliyaviy vositalar tarzida chiqariladigan qimmatli qog'ozlar;

qimmatli qog'ozlarning muomalasi (*The circulation of securities*) – qimmatli qog'ozlarni sotib olish va sotish, shuningdek, qonun hujjatlarida nazarda tutilgan, qimmatli qog'ozlarning egasi almashuviga olib keladigan boshqa harakatlar;

qo'shib olish (*acquisition*) – bir kompaniyaning boshqa bir kompaniya ustidan nazorat o'rnatishi va o'zini ushbu kompaniyaning yangi egasi deb e'lon qilishi;

qoplash muddatigacha daromadlilik (*Yield to maturity*) – investorning qimmatli qog'ozni qoplash muddatigacha saqlashi natijasida olishi mumkin bo'lgan daromadlilik darajasi.

sho'ba xo'jalik jamiyati (*subsidiary company*) – bir (asosiy) xo'jalik jamiyati yoki shirkati ikkinchi xo'jalik jamiyatining ustav fondida undan ustunlik mavqeiga ega bo'lgan holda ishtirok etishi tufayli yoxud ular o'rtasida tuzilgan shartnomaga muvofiq yo bo'lmasa boshqacha tarzda ikkinchi xo'jalik jamiyati tomonidan qabul qilinadigan qarorlarni belgilab berish imkoniga ega bo'lgan holatdagi ikkinchi xo'jalik jamiyati;

sindikatsiyalashgan kredit (*syndicated credit*) – bitta qarz oluvchining keng ko'lamli xo'jalik dasturlari yoki yirik investitsion loyihalarni amalga oshirishni moliyalashtirish maqsadida kreditorlar tomonidan o'zaro birlashgan holda taqdim etiladigan uzoq muddatli kredit;

solisqlarni rejalashtirish (*tax planning*) – qonunchilik tomonidan taqdim etilgan yengilliklar va soliq majburiyatlarini kamaytirishning boshqa qonuniy usullaridan foydalangan holda solisqlar va majburiy ajratmalar bo'yicha belgilanadigan moliyaviy rejalashtirish turi;

transmilliy birlashishlar (*transnational merger*) – turli davlatlarda joylashgan kompaniyalarning o'zaro birlashishi;

unitar korxona (*unitary enterprise*) – o'ziga biriktirib qo'yilgan mol-mulkka nisbatan mulkdor tomonidan mulk huquqi berilmagan tijorat tashkiloti;

veksel (*bill*) – veksel beruvchining yoki vekselda ko'rsatilgan boshqa to'lovchining vekselda nazarda tutilgan muddat kelganda veksel egasiga muayyan summani to'lashga doir sharsiz majburiyatini tasdiqlovchi noemissiyaviy qimmatli qog'oz;

vertikal qo‘shib olish (*vertical acquisition*) – o‘zaro bog‘liq tarmoqlarda yirik kompaniya tomonidan biznesning quyi bosqichlaridagi kompaniyalarni o‘ziga jalb etish orqali faoliyatni tashkil etish;

xorijiy valyutalar bo‘yicha opsiyonlar (*the foreign currency options*) – bazaviy aktivlari xorijiy valyutalar bo‘lgan opsiyonlar;

yopiq aksiyadorlik jamiyati (*closed joint-stock company*) – aksiyalari faqat o‘z ta‘sischilari yoki oldindan belgilangan doiradagi shaxslar o‘rtasida taqsimlanadigan aksiyadorlik jamiyati.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. O‘zbekiston Respublikasi Konstitutsiyasi. – T.: O‘zbekiston, 2013.

2. O‘zbekiston Respublikasi Fuqarolik kodeksi. 1996 yil 29 avgust. O‘zbekiston Respublikasi Qonun hujjatlari ma’lumotlari milliy bazasi. 2014 yil holatiga.

3. O‘zbekiston Respublikasi Soliq kodeksi. 2007 yil 25 dekabr. O‘zbekiston Respublikasi Qonun hujjatlari ma’lumotlari milliy bazasi. 2014 yil holatiga.

4. O‘zbekiston Respublikasi “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida”gi qonuni. 2014 йил 6 май.

5. O‘zbekiston Respublikasi “Lizing to‘g‘risida”gi qonuni. 1999 yil 14 aprel. O‘zbekiston Respublikasi Qonun hujjatlari ma’lumotlari milliy bazasi. 2014 yil holatiga.

6. O‘zbekiston Respublikasi “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi qonuni. 2015 yil 3 iyun. O‘zbekiston Respublikasi Qonun hujjatlari ma’lumotlari milliy bazasi.

7. O‘zbekiston Respublikasi 2001 yil 6 dekabr. “Mas’uliyati cheklangan hamda qo‘shimcha mas’uliyatli jamiyatlar to‘g‘risida”gi qonuni. O‘zbekiston Respublikasi Qonun hujjatlari ma’lumotlari milliy bazasi. 2014 yil holatiga.

8. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 4947-sonli “O‘zbekiston Respublikasini yanada rivojlantirish bo‘yicha Harakatlar strategiyasi to‘g‘risida” farmoni. 2017 yil 7 fevral.

9. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining “Aksiyadorlik jamiyatlarida zamonaviy korporativ boshqaruv uslublarini joriy etish chora-tadbirlari to‘g‘risida” farmoni. 2015 yil 24 aprel.

10. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "Iqtisodiyotda xususiy mulk ulushini va ahamiyatini oshirish chora-tadbirlari to'g'risida"gi qarori. 2015 yil 28 aprel.

11. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2017 йил 10 майдаги "Фонд биржасида акцияларни оммавий таклифини ўтказишни ташкил этиш тўғрисида"ги 268-сонли қарори.

12. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining "Xususiy mulk, kichik biznes va xususiy tadbirkorlikni ishonchli himoya qilishni ta'minlash, ularni jadal rivojlantirish yo'lidagi to'siqlarni bartaraf etish chora-tadbirlari to'g'risida"gi farmoni. 2015 yil 15 may.

13. "Хо'jalik yurituvchi subyektlar birlashmalarini tashkil etishga, хо'jalik yurituvchi subyektlarni qo'shib yuborishga va qo'shib olishga oldindan rozilik berish tartibi to'g'risida"gi Nizom. O'zbekiston Respublikasi Vazirlar Mahkamasining 2013 yil 27 dekabrda 344-son qaroriga 1-ilova.

14. Қимматли қоғозлар эмиссияси ва эмиссиявий қимматли қоғозлар чиқарилишларини давлат рўйхатидан ўтказиш қоидалари.

15. Lintner J. «The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets» – Review of Economics and Statistics, February. 1965.

16. Robert Bruner, et al., "Best Practices in Estimating the Cost of Capital: Survey and Synthesis" Financial Practice and Education (1998): 13-28.

17. Sharp W. F. «Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk» – Journal of Finance-September, 1964.

18. Richard A. Brealey, Stewart C. Myers, Franklin Allen. Fundamentals of Corporate Finance. Seventh Global Edition.– McGraw-Hill Education, 2014. 1341 p.

19. Pierre Vernimmen, Pascal Quiry, Maurizio Dallochio, Yann Le Fur, Antonio Salvi. Corporate finance: theory and practice. Fourth edition. Wiley, 2014. 997 p.

20. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan. Fundamentals of Corporate Finance. McGraw-Hill/Irwin, 2013. 824 p.

21. Bringham E.F., Ehrhardt M.C. Financial management theory and practice. Thomson South-Western, 2008. 1107 p.

22. Francis J. Clauss. Corporate Financial Analysis with Microsoft Excel. McGraw-Hill, 2010. 528 p.

23. John C. Hull. Options, Futures and Other Derivatives. Pearson Education Limited, 2012. 869 p.

24. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Bradford D. Jordan. Fundamentals of Corporate finance. New York, 2010. 708 p.

25. Suk Kim, Seung H. Kim. Global corporate finance. Blackwell, 2006. 598 p.

26. Vishwanath S.R. Corporate finance: theory and practice. – London, 2007. 764 p.

27. Yo. Abdullaev, T. Qoraliyev, Sh. Toshmurodov, S. Abdullayeva Bank ishi. T.: Iqtisod-Moliya, 2010. 532 b.

28. Адилов М. Тадбиркорлик фаолиятида солиқларни режалаштириш. Т.: Норма, 2012. 420 б.

29. Ахмедов Х. Хўжалик юритувчи субъектларда молиявий режалаштиришни самарали ташкил этиш ва такомиллаштириш. Т.: Тамаддун, 2013. 120 б.

30. Бланк И.А. Финансовый менеджмент. Учебник. Киев: Нига Центр, 2004, 655 ст. Лахметкина Н.И. Инвестиционная стратегия предприятия. Учебное пособие. – М.: Кнорус, 2006. 184 с.

31. Ботиров А., Элмирзаев С. Кичик тадбиркорлик субъектларини солиққа тортиш амалиётини такомиллаштириш йўллари. Т.: Тамаддун, 2013. 164 б.

32. Бочаров В. В. Корпоративные финансы. СПб.: Питер, 2008. 272 с.

33. Бочаров В.В., Леонтьев В.Е. Корпоративные финансы. СПб.: Питер, 2004. 592 с.

34. Брейли Ричард, Майерс Стюарт. Принципы корпоративных финансов. / Пер. с англ. Н.Барышниковой. М.: Олимп-Бизнес, 2008. 1008 с.

35. U. Burxonov. Moliyaviy konsepsiyalar. // Moliya, 2010. 4. В. 12-20

36. Глазкова Т.Н. Управление корпоративными финансами. Барнаул, 2008. 165 с.

37. Гохан П. А. Слияния, поглощения и реструктуризация компаний. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. 741 с.

38. Евстигнеев Е.Н. Основы налогового планирования. СПб.: Питер, 2004. 288 ст. Петров А.В. Налоговая экономия: реальные решения. М.: Бератор-паблишинг, 2007. 680 с.

39. Карасева И.М. Ревякина М.А. Финансовый менеджмент. Учебное пособие. М.: ОмегаМ, 2006. 335 с.

40. Курбанов Х. Корпоративные финансы. Т. Иқтисод-Молия, 2007. 184 с.

41. Куллиев И. Тижорат банклариди кредит баҳосининг шаклланиш амалиёти ва уни такомиллаштириш. Т.: Iqtisod-Moliya, 2013. 128 б.

42. Лукасевич И. Финансовый менеджмент. М.: Эксмо, 2010. 768 с.

43. Лукасевич И.Я. Анализ финансовых операций. Методы, модели, техника вычислений. М.: Финансы, ЮНИТИ, 1998. 400 с.

44. Маликов Т.С. Молия: Хўжалик юритувчи субъектлар молияси. Т.: Iqtisod-Moliya, 2009. 288 бет.

45. Сердюков А.Э., Вылкова Е.С., Тарасевич А.Л. Налоги и налогообложение: Учебник для вузов. 2-е изд. СПб.: Питер, 2008, 704 с.

46. Тарасевич Л.С., Гребенников П.И., Леусский А.И. Теория корпоративных финансов. М.: Высшее образование, 2007. 237 с.
47. Теплова Т. Корпоративные финансы. М.: Юрайт, 2013. 655 с.
48. Toshmurodova B., Elmirzayev S., Axmedov X. Korporativ moliya strategiyasi. T.: Iqtisod-Moliya, 2013. 128 b.
49. Toshmurodova B.E., Elmirzayev S.E. Korporativ soliq menejmenti. T.: Mumtoz so'z. 104 b.
50. Тошмуродова Б., Элмирзаев С. Корпоратив солиқларни режалаштириш. Т.: Иқтисод-Молия, 2017. 160 б.
51. Тошмуродова Б.Э. Корпоратив молияни бошқаришнинг долзарб масалалари. Т. Иқтисод-Молия, 2017. 224 б.
52. Турсунова Н. Корпоратив молияни бошқаришда молиявий таъминотни самарали ташкил этиш йўллари. Т. Иқтисод-Молия, 2017. 160 б.
53. Турсунова Н. Халқаро капитал бозоридан молиявий ресурслар жалб қилишнинг замонавий шакли. Халқаро молия ва ҳисоб. 2017 йил, 4-сон.
54. Шарп У., Александер Г., Бэйли Дж. Инвестиции. М.: Инфра-М, 2001. 656 с.
55. Элмирзаев С. Акцияларни очик обуна тартибида халқаро фонд биржаларида жойлаштиришнинг ташкилий хусусиятлари. BIZNES - ЭКСПЕРТ. 2015 йил, 5-сон.
56. Элмирзаев С., Курбанкулова Н. Ўзбекистонда солиқ менежментини ривожлантириш истиқболлари. Т.: Тамаддун, 2013. 156 б.
57. Элмирзаев С. Корпоратив молияни бошқаришда солиқ муносабатларини самарали ташкил этиш йўллари. Т.: Иқтисод-Молия, 2017. 160 б.
58. Янукян М.Г. Практикум по рынку ценных бумаг. СПб.: Питер, 2006. 192 с.

59. <http://www.openinfo.uz> – Корпоратив ахборотлар ягона портали

60. <http://www.ula.uz> – Ўзбекистон лизинг берувчилар уюшмаси.

61. <http://www.stat.uz> – Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси.

62. <http://www.csm.gov.uz> – Qimmatli qog‘ozlar bozorini muvofiqlashtirish va rivojlantirish markazi.

63. <http://www.exchange.de> – Frankfurt fond birjasi.

64. <http://www.fibv.com> – Fond birjalari xalqaro federatsiyasi.

65. <http://www.lex.uz> – O‘zbekiston Respublikasi Qonun hujjatlari ma’lumotlari milliy bazasi.

66. <http://www.londonstockex.co.uk> – London fond birjasi.

67. <http://www.mergermarket.com> – M&A bozori ma’lumot va yangiliklari.

68. <http://www.nasdaq.com> – NASDAQ.

69. <http://www.pwc.com> – PriceWatersHouseCoopers.

70. <http://www.tse.or.jp> – Tokio fond birjasi.

71. <http://www.twirpx.com> – Все для студента.

72. <http://www.uzse.com> – Toshkent respublika fond birjasi.

73. <http://www.wikipedia.org> – Vikipediya erkin ensiklopediyasi.

74. <http://www.vestifinance.ru> – Iqtisodiyot xabarlari.

75. <https://inventure.com.ua> – Inventure investitsion portali.

76. www.interfinance.uz – Халқаро молия ва ҳисоб журнали

MUNDARUJA

KIRISH	3
I bob. KORPORATIV MOLIYANING MOHIYATI VA UNING TASHKIL ETILISHI	6
1.1. Korporativ moliyaning iqtisodiy mohiyati va tamoyillari	6
1.2. Biznesni tashkil etishning korporativ shakllari	12
1.3. Korporativ moliyaviy siyosat va uning o'ziga xos xususiyatlari	22
II bob. KORPORATIV MOLIYAVIY MUNOSABATLAR TIZIMI ..	30
2.1. Korporativ moliyaviy munosabatlar yuzaga kelish sabablari	30
2.2. Korporativ moliyaviy munosabatlar tasniflanishi	32
III bob. KORPORATIV TUZILMALARDA MOLIYAVIY MENEJERNING ROLI	41
3.1. Korporativ tuzilmalarda moliyaviy boshqaruvning xususiyatlari	41
3.2. Korporativ moliyani boshqarishda moliyaviy menejerning asosiy vazifalari	43
3.3. O'zbekistonda korporativ boshqaruvni rivojlantirish bo'yicha amalga oshirilayotgan islohotlar	47
IV bob. MOLIYA BOZORIDA KORPORATSIYA	55
4.1. Moliya bozorining korporativ tuzilmalar faoliyatidagi ahamiyati va o'zaro faoliyat uyg'unligi.....	55
4.2. Moliya bozorida korporativ qimmatli qog'ozlar kursini belgilab beruvchi omillar	60

V bob. PUL MABLAG‘LARINING VAQT BO‘YICHA QIYMATI KONSEPSIYASI	68
5.1. Pul mablag‘larining vaqt bo‘yicha qiymatining iqtisodiy mohiyati va moliyaviy operatsiyalarda vaqt omilini hisobga olishning ahamiyati.....	68
5.2. Oddiy foizlarda pul mablag‘larining vaqt bo‘yicha qiymatini aniqlash.....	70
5.3. Murakkab foizlarni qo‘llash orqali pul mablag‘larining vaqt bo‘yicha qiymatini aniqlash	77
VI bob. KORXONALARNI MOLIYALASHTIRISHNING O‘Z MANBALARI	88
6.1. Korxonalarda o‘z mablag‘larini shakllantirishning ichki manbalari.....	88
6.2. Korxonalarda o‘z mablag‘larini shakllantirishning tashqi manbalari.....	91
VII bob. KORPORATIV MOLIYAVIY REJALASHTIRISH	101
7.1. Korporativ moliyaviy rejalashtirishning nazariy jihatlar	101
7.2. Qisqa muddatli moliyalashtirishni prognozlash	104
VIII bob. QARZ MABLAG‘LARI HISOBIGA MOLIYALASHTIRISH	107
8.1. Qarz mablag‘lari hisobiga moliyalashtirish manbalari va ularning tasniflanishi.....	107
8.2. Qarz mablag‘lari hisobiga moliyalashtirish shakllari va ularning tasniflanishi	110
8.3. Qarz mablag‘lari hisobiga moliyalashtirishda korporativ obligatsiyalar.....	116
8.4. Qarz mablag‘lari hisobiga moliyalashtirishda lizing munosabatlari.....	119
IX bob. KORPORATIV MOLIYADA KOLLEKTIV MOLIYALASHTIRISH AMALIYOTI.....	129
9.1. Kollektiv investitsiyalashning iqtisodiy mohiyati, paydo bo‘lishi va ahamiyatli jihatlar.....	129

9.2. O'zbekistonda investitsiya fondlari faoliyat mexanizmi .. 133

X bob. KORPORATIV MOLIYADA XORIJIY KAPITALNI JALB ETISH	138
10.1. Korporativ tuzilmalarga xorijiy bank kreditlarini jalb etish	138
10.2. Kredit notalari	140
10.3. Yevroobligatsiyalarni muomalaga chiqarish	142
XI bob. AKSIYALARNI OMMAVIY JOYLASHTIRISH	149
11.1. Aksiyalarni ommaviy joylashtirishning iqtisodiy mohiyati, afzalliklari va kamchiliklari	149
11.2. Aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyotini tashkil etish va o'tkazish bosqichlari	151
11.3. Mamlakatimizda aksiyalarni ommaviy joylashtirish amaliyoti	160
XII bob. KAPITAL TARKIBI VA BAHOSI	174
12.1. Kapital tarkibi va bahosi tushunchasi	174
12.2. Moliyalashtirishning qarz manbalari bahosini aniqlash	177
12.3. Moliyalashtirishning o'z manbalari bahosini aniqlash	179
XIII bob. MOLIYAVIY AKTIVLARNI BAHOLASH MODELII	187
13.1. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining ishlab chiqilishi	187
13.2. Moliyaviy aktivlarni baholash modelining qo'llanilishi..	189
XIV bob. MOLIYAVIY AKTIVLAR DAROMADLILIGINI BAHOLASH	195
14.1. Moliyaviy aktivlarning mohiyati va tasniflanishi	195
14.2. Obligatsiyalar qiymati va daromadliligini baholash	199
14.3. Aksiyalar qiymati va daromadliligini baholash	207
XV bob. SOF JORIY QIYMAT USULLARI BO'YICHA INVESTITSION QARORLARNI QABUL QILISH	224
15.1. Korporativ tuzilmalarda investitsion faoliyatni tashkil etish xususiyatlari	224

15.2. Korxonalarda investitsion strategiyani ishlab chiqish tamoyillari	226
15.3. Investitsiyalar iqtisodiy samaradorligini baholash mezonlari	230
XVI bob. KORPORATIV TUZILMALARDA AYLANMA KAPITAL	240
16.1. Aylanma kapitalning iqtisodiy mohiyati, ahamiyatli jihatlari	240
16.2. Aylanma kapitalni boshqarishda tijorat krediti qo'llanilishi.....	241
16.3. Debitor qarzdorlikni boshqarish	244
16.4. Kreditorlik qarzlarini boshqarish	247
XVII bob. RISK VA DAROMADLILIK.....	251
17.1. Moliyaviy risklarning iqtisodiy mohiyati va tasniflanishi	251
17.2. Risk va daromadlilik (qaytim)ning o'zaro bog'liqligi	256
17.3. Moliyaviy risklarni neytrallashtirishning ichki mexanizmlari.....	260
XVIII bob. OPSIONLARNING MOHIYATI VA QO'LLANILISHI	266
18.1. Opsionlarning mohiyati va ularning tasniflanishi	266
18.2. Opsion pozitsiyalari	271
18.3. Opsion shartnomalarida bazaviy aktivlar.....	274
XIX bob. DIVIDEND SIYOSATINING NAZARIY ASOSLARI....	279
19.1. Dividendlarning iqtisodiy mohiyati va dividend siyosatining tashkiliy xususiyatlari	279
19.2. Dividend to'lash jarayonidagi bosqichlar va to'lov shakllari	285
XX bob. KORXONALARDA SOLIQLARNI REJALASHTIRISH	295
20.1. Korxonalarda soliqlarni rejalashtirish tartibi va o'ziga xos xususiyatlari	295
20.2. Soliqlarni rejalashtirish bosqichlari	299

XXI bob. KORPORATIV BIRLASHISHLAR VA QO'SHIB OLISHLAR	311
21.1. Korporativ birlashishlar va qo'shib olishlarning iqtisodiy mohiyati va bozor iqtisodiyoti sharoitidagi ahamiyati.....	311
21.2. Korporativ birlashish va qo'shib olishlarga sabab bo'luvchi holatlar	315
21.3. Korporativ birlashishlar va qo'shib olishlarning yuridik shakllari.....	319
21.4. O'zbekistonda korporativ birlashishlar va qo'shib olishlarning o'ziga xos xususiyatlari.....	326
TAYANCH SO'Z VA IBORALAR	343
Foydalanilgan adabiyotlar.....	353

Samariddin ELMIRZAYEV

KORPORATIV MOLIYA

Darslik

Muharrir Z. Bozorova
Badiiy muharrir K. Boyxo‘jayev
Kompyuterda sahifalovchi O. Fozilova

Nashr. lits. AI № 305.
Bosishga ruxsat 29.04.2019-yilda berildi.
Bichimi 60x84 ¹/₁₆. Ofset qog‘ozi №2.
“Times New Roman” garniturası.
Shartli b.t. 20,9. Nashr hisob t. 21,8.
Adadi 50 dona. 12-buyurtma.

“IQTISOD-MOLIYA” nashriyoti
100000, Toshkent, Amir Temur, 60 «A».

«HUMOYUNBEK-ISTIQLOL MO‘JIZASI»
bosmaxonasida ofset usulida chop etildi.
100000, Toshkent, Amir Temur kўchasi, 60^a.