

RONALD MELICHER,
EDGAR NORTON

MOLIYAGA KIRISH

II-jild



RONALD MELICHER, EDGAR NORTON

MOLIYAGA KIRISH

2-jild



Toshkent – “Donishmand ziyosi” – 2025

UO•K 336.02(075.8)
KBK 65.261ya73
M 41

336
M 41

Tarjimonlar guruhi:

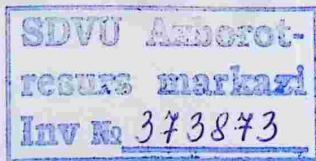
Tilabov Nasrulla, Bauyetdinov Majit, Alimardonov Ilxom, Jo'raboyev Haliljon,
G'aniyev Sardor, Saidnazarov Firdavs, Shamansurova Zilola, Ahmadjonov Abdulloh,
Eshov Alisher, Sindarov Fazliddin, Primova Nigora, Rejabbayev Sarvar,
Srojiddinova Zarina, Samandarova Gulmira, Muradova Dildora,
Xalekeyeva Zoya, Haydarov Xumoyun, Xudoykulov Xurshid

Ronald Melicher, Edgar Norton.

Moliyaga kirish. 2-jild [Matn]: darslik / Ronald Melicher, Edgar Norton. – Toshkent: Donishmand ziyosi, 2025. – 304 b.

“Moliyaga kirish” darsligida moliyaning mohiyati va funksiyalari, moliyaviy siyosat, moliya tizimi, moliyaviy boshqaruv va xalqaro moliyaga oid masalalar yoritilgan.

Kitob talabalar, magistrantlar, aspirantlar, iqtisodiy yo'nalishdagi oliy o'quv yurtlarining professor-o'qituvchilari, amaliyotchi mutaxassislar va moliya muammolari bilan qiziquvchi barcha o'quvchilar uchun mo'ljallangan.



ISBN 978-9910-715-95-2

© Ronald Melicher, Edgar Norton, 2025
© “Donishmand ziyosi”, 2025

III QISM. MOLIVAVIY MENEJMENT

Kirish

3-qism moliyaviy boshqaruvning biznes tashkilotidagi qo'llanilishiga bag'ishlangan. Moliyaviy boshqaruv amaliyoti biznes vakillaridan moliyaviy bozor kontekstida moliyaviy institutlar bilan ishlashni talab qiladi. Masalan, Walmart Rojdestvo savdo mavsumida inventarizatsiyani moliyalashtirish uchun qisqa muddatli kreditga muhtoj bo'lsa, bankka murojaat qilishi mumkin. Ammo Walmart to'laydigan foiz stavkasi iqtisodiyotdagi foiz stavkalarining hozirgi darajasiga bog'liq bo'lib, bu turli iqtisodiy sharoitlar bilan belgilanadi. Agar Walmart yangi kengayish va qurilish loyihalarini moliyalashtirish uchun millionlab dollar yig'ishi kerak bo'lsa, u boshqa turdagi moliyaviy institut, ya'ni investitsiya banki bilan ishlashi mumkin. Bu bank Walmartga obligatsiyalar yoki oddiy aksiyalarni sotish orqali zarur mablag'larni yig'ishda yordam beradi. Obligatsiyalar bo'yicha foiz stavkasi va aksiyalar narxi moliyaviy bozor sharoitlariga bog'liq holda belgilanadi.

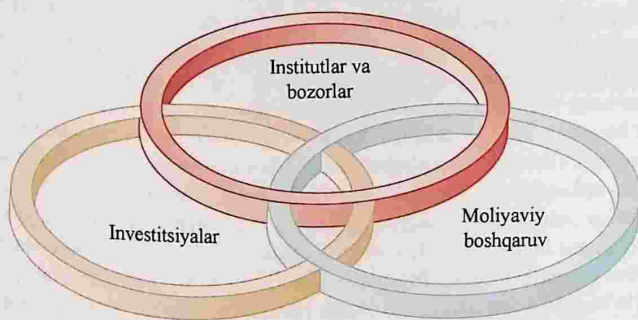
Institutlar va investorlar kompaniyaning moliyaviy boshqaruv siyosatiga katta e'tibor berishadi. Bozor ishtirokchilari kompaniyaning moliyaviy holati to'g'risidagi ma'lumotlarni uning moliyaviy hisobotlaridan, xususan, balans daromadlar hisobi va pul oqimlari hisobotidan oladilar. Kompaniyaning moliyaviy holatidagi o'zgarishlar uning raqobatchilarga nisbatan pozitsiyasi kuchayotgani yoki zaiflashayotganini investorlar uchun ochib beradi. Agar kompaniya moliyalashtirish siyosatini o'zgartirib, ilgari foydalanmagan darajada ko'proq qarz mablag'larini jalb qila boshlasa, investorlar va kredit beruvchi institutlar bunga xavotir bilan qarashlari mumkin. Kompaniya menejerlari moliyaviy bozorlar va institutlardan olingan ma'lumotlardan foydalanadilar. Ular kompaniyaning aksiyalari narxini diqqat bilan kuzatib boradilar. Aksiyalar narxidagi o'zgarishlar investorlarning kompaniya va uning boshqaruv qarorlari bilan qoniqish yoki noroziligini aks ettirishi mumkin. Menejerlar moliyaviy bozorlardagi foiz stavkalari va aksiyalar narxlari haqidagi ma'lumotlardan kompaniyaning biznes yo'nalishlaridagi investitsiyalarni baholash uchun foydalanadilar. Qisqa muddatli va uzoq muddatli foiz stavkalari darajasi va ularning kutilayotgan o'zgarish tendensiyalari, shuningdek, aksiyalar narxi boshqaruvning kompaniya faoliyatini moliyalashtirish uchun mablag' yig'ish usullari haqidagi qarorlariga ta'sir qiladi.

13-bobda biznesni tashkil etishning turli usullari va har bir tashkilot shaklining moliyaviy oqibatlari ko'rib chiqiladi. Biz aksiyadorlarning boyligini oshirishni moliyaviy maqsad sifatida muhokama qilamiz, shuningdek, uchta asosiy buxgalteriya hisobotlarini ko'rib chiqamiz. Bular: balans, daromadlar hisobi va

pul oqimlari hisobotlari. 14-bobda moliyaviy hisobotlar muhokamasi davom etib, ulardagi ma'lumotlardan kompaniyaning kuchli va zaif tomonlarini baholash uchun qanday foydalanish mumkinligi ko'rsatiladi. Biz menejerlarning moliyaviy hisobotlar o'rtasidagi bog'liqliklardan foydalanib, kompaniyaning kelajakdagi aktivlari va moliyalashtirish ehtiyojlarini qanday baholashlarini ko'rib chiqamiz.

Har qanday kompaniyada qisqa muddatli va uzoq muddatli investitsiya hamda moliyalashtirish ehtiyojlari mavjud bo'ladi. 15-bobda kompaniyaning naqd pul, debitorlik qarzlari va inventarizatsiya kabi qisqa muddatli aktivlarini boshqarish strategiya va usullari muhokama qilinadi. Naqd pul byudjetidan foydalanib, kompaniyaning kelajakdagi qisqa muddatli moliyalashtirish ehtiyojlarini qanday baholash mumkinligi ko'rsatiladi. 16-bobda kompaniyalar uchun bank kreditlari, savdo krediti va boshqa bankdan tashqari moliyalashtirish manbalari kabi turli qisqa muddatli moliyalashtirish manbalari ko'rib chiqiladi.

Biznes tashkilotlari va ma'lumotlari



17-bobda e'tibor kompaniyaning uzoq muddatli aktivlarini boshqarishga qaratiladi. Biz kapital byudjetlashtirish tushunchasini kiritamiz, bu kompaniya qaysi aktivlarga investitsiya qilishni tanlashda foydalanadigan moliyaviy texnikadir.

18-bob 3-qismni yakunlab, kompaniyalar uzoq muddatli moliyalashtirish tanlovlariga ta'sir qiluvchi omillarni muhokama qiladi. Biz moliyaviy bozorlarga e'tibor qaratib, kompaniya moliyaviy ma'lumotlardan moliyalashtirish xarajatlari-ni aniqlash uchun qanday foydalanishini va bu xarajatlar kapital byudjetlashtirish qarorlariga qanday ta'sir qilishini muhokama qilamiz.

13-BOB. BIZNESNI TASHKIL ETISH VA MOLIVAVIY MA'LUMOTLAR

- 13.1. Biznes boshlash**
- 13.2. Qo'shma Shtatlarda biznesni tashkil etish shakllari**
- 13.3. Buxgalteriya hisobi tamoyillari**
- 13.4. Daromadlar to'g'risidagi hisobot**
- 13.5. Buxgalteriya balansi**
- 13.6. Pul oqimlari to'g'risidagi hisobot**
- 13.7. Turli kompaniyalarning moliyaviy hisobotlari**
- 13.8. Firmaning maqsadi**
- 13.9. Korporativ boshqaruv**
- 13.10. Tashkilot sxemasida moliya**

13.1. BIZNES BOSHLASH

Bizning bozor iqtisodiyotimizda shaxslar o'zlari tanlagan har qanday yuridik biznesni tashkil etish erkinligiga ega. Biroq, ular o'zlarining yetarli moliyaviy kapitaliga ega bo'lishlari yoki zarur moliyalashtirishni tashkil qilishlari kerak. Operatsiyalar uchun mablag' yig'ishda biznesning muvaffaqiyati uning foyda salohiyatiga bog'liq.

Tasavvur yoki missiya bilan strategik reja

Biznes rejalashtirilgan umumiy strategiyaga mos keladigan qarash yoki missiya bayonotidan boshlanishi kerak. Qarash yoki missiya firma nimani ishlab chiqarishni, tarqatishni va sotishni yoki qanday xizmatlarni taqdim etishni xohlashini ko'rsatishi kerak. Bayonot kompaniyaning asosiy sababi nima ekanligini e'lon qilishga yordam beradi; yangi imkoniyatlar jozibali ko'rindigan paytlarda firma menejrlari orqaga qaytib, missiya bayonotini o'qib, ularning harakatlari unga mos kelishini ta'minlashlari kerak. Sifat maqsadlari va mijoz va egasining diqqat markazida sharhlar, odatda, ko'rish va missiya bayonotlarida uchraydi. Ba'zi bayonotlar o'z qarashlarida idealistikdir.

Ham kichik, ham yirik kompaniyalar vizyonlar va topshiriqlar bilan strategik rejalarni tuzadilar. Keling, ushbu bayonotlarning ba'zilarini ko'rib chiqaylik.

Uells Fargo, bank, sug'urta, investitsiyalar va boshqa moliyaviy xizmatlarni ko'rsatadigan umummilliy diversifikatsiyalangan moliyaviy xizmatlar kompaniyasi quyidagi qarashlarga ega:

Biz mijozlarimizning barcha moliyaviy ehtiyojlarini qondirishni va ularga moliyaviy jihatdan muvaffaqiyat qozonishga yordam berishni xohlaymiz.

Merck & Kompaniya, Inc., dunyodagi eng yirik farmatsevtika kompaniyalari-dan biri, uning vazifasi quyidagilardan iborat:

Hayotni saqlab qolish va yaxshilash va mijozlar ehtiyojlarini qondiradigan innovatsion, o'ziga xos mahsulotlar va xizmatlarni taqdim etish, ishlash uchun ajoyib joy sifatida tan olinishi va investorlarga yuqori daromad darajasi bilan ta'minlash.

Google, Alphabet Inc bir bo'limi, asosan qidiruv tizimining mahsulotiga qaratilgan missiya bayonotiga ega:

Dunyo ma'lumotlarini tartibga soling va uni hamma uchun qulay va foydali qiling.

Chick-fil-a, tovuq sendvichlari va yakshanba kunlari yopilishi bilan mashhur bo'lgan tez ovqatlanish restoranining vazifasi bor:

Amerikaning eng yaxshi tezkor xizmat qiladigan restoraniga aylaning.

Biznes va moliyaviy maqsadlar

Missiya bayonoti yuqori menejment qarorlarining yetakchi kuchi bo'lishi kerak. Shu bilan birga, missiya bayonoti toshga o'yilmasligi kerak; uning dolzarbligini ta'minlash va dinamik, global iqtisodiyotda bozor ehtiyojlarini aks ettirish uchun vaqti-vaqti bilan ko'rib chiqilishi kerak. Boshqa tomondan, biznes o'z menejerlari tomonidan ishlab chiqilgan har bir g'oyani ta'qib qila olmaydi. Korxonalar eng yaxshi ishlariga rioya qilishlari kerak yoki menejment tilida strategik maqsadlar firmaning asosiy vakolatlari bilan bog'liq bo'lishi kerak. Korxonalar o'zlarining qarashlari va missiyalarini biznes va moliyaviy maqsadlar yoki rejalar bilan qo'llab-quvvatlashlari kerak, ba'zida operatsion rejalar deb ataladi. Bunday rejalar mijozlar ehtiyojini qondirish reytinglari, bozor ulushi va aksiyadorlarga qaytish uchun aniq raqamli maqsadlarni o'z ichiga olishi mumkin. Bunday rejalar menejerlarga firmaning rejasi va missiyasiga erishish yo'lidagi yutuqlarini kuza-tishga imkon beradi.

Moliyalashtirishni jalb qilish va sotib olish biznes operatsiyalarini amalga oshirish uchun zarur bo'lgan ishlab chiqarish omillarini olish uchun zarurdir. Bu omillarni ajratish bozor tizimi ostida, asosan, avtomatik hisoblanadi. Resurslar o'tgan operatsiyalar va kelajakdagi foydali operatsiyalar va'dasi orqali ular uchun to'lashga qodir bo'lgan korxonalarga muammosiz oqadi. Investorlar, qarz va o'z kapitalini yetkazib beruvchilar sifatida, investitsiyalarining qaytarilishini kuti-shadi. 12-bobda ko'rganimizdek, haqiqiy daromadlar odatda kutilgan daromadlar-dan farq qiladi. Bu investorlar duch keladigan xavf, lekin investor yoki juda katta xavfni o'z zimmasiga olgan moliyaviy vositachi, agar firma bilan yaxshi ish olib boradigan bo'lsa, investitsiyalar uchun mukofotlar katta bo'ladi. Mumkin bo'lgan xavf kichik bo'lsa, potensial mukofot kichikdir. 12-bobda aytib o'tilganidek, ku-tilgan daromad va xavf o'rtasida kelishuv mavjud. Investitsiya fondlari vositachi-lar yoki investorlarning tavakkalchilik imtiyozlariga muvofiq investitsiya qilingan xavfli firmalarga va xavfsiz firmalarga tushadi.

13.2. QO'SHMA SHTATLARDA BIZNESNI TASHKIL ETISH SHAKLLARI

Qo'shma Shtatlarda biznesga egalik qilishning uchta asosiy shakli qo'llaniladi: mulkdorlar, qisman hamkorliklar va korporatsiyalar. Mulk egalari eng ko'p ishlatiladigan shakldir, garchi ular odatda aktivlar bo'yicha eng kichik tashkilotlardir. AQSH firmalarining qariyb 72 foizi mulkdorlar, 10 foizga yaqini sheriklik, qolgan 18 foizi korporatsiyalardir. Daromadlar nuqtayi nazaridan, sotuvlarning 81 foizi korporatsiyalar, taxminan 15 foizi sheriklik va 4 foizga yaqini mulkdorlar tomonidan ishlab chiqariladi.

Biznesni tashkil etishning huquqiy shaklini tanlash ko'p nuqtayi nazardan strategik masaladir. Hokimiyat va nazoratning boshqaruv yo'nalishlari, yuridik javobgarlik, daromad va tavakkalchilikni taqsimlash tashkilotning shakli bilan bevosita bog'liqdir. Ushbu bobda biz tashkilotning huquqiy shakli va uning manbalari, moliyalashtirish usullari va xavfni taqsimlash o'rtasidagi bog'liqlikni ko'rib chiqamiz. 13.1-jadvalda ushbu munozaraning ba'zi fikrlari umumlashirilgan.

Mulkdorlik

Ba'zan yakka tartibdagi tadbirkorlik deb ataladigan mulkchilik – bu jismoniy shaxsга tegishli bo'lib, u barcha daromadlarni shaxsan oladi va biznesning qarzlarini, zararlari uchun barcha javobgarlikni o'z zimmasiga oladi. Odatda, egasi boshqaruvchi hisoblanadi; u firmani to'liq nazorat qiladi. Egasini firmadan ajratish qiyin. Mulkdorlar soni Qo'shma Shtatlardagi biznesni tashkil etishning boshqa barcha shakllaridan ko'p. Biroq, bu firmalarning iqtisodiy kuchi, xodimlar soni va ish haqi fondi hajmi bilan o'lchanadigan bo'lsa, mamlakat korporatsiyalarinikidan kamroq.

Mulkdorlarning moliyaviy kapitali ko'p marta egasining jam'armalari do'stlar, qarindoshlar va banklardan qarzga olinishi mumkin bo'lgan mablag'lar bilan cheklangan. Egasi tomonidan kiritilgan investitsiyalar o'z kapitali yoki egasining kapitali deb ataladi. Biznes o'sib borishi va kapitalga ko'proq investitsiyalar talab qilinishi bilan, egasi o'z kapitalini ko'paytirmasdan qo'shimcha mablag'larni qarzga olib bo'lmaydigan darajaga yetishi mumkin. Kreditorlar odatda egasining kapitalini oshirishni talab qiladilar, chunki bu kapital qarz beruvchi uchun xavfsizlik chegarasini ta'minlaydi.

Bu yerda tashkilotning mulkchilik shakli o'zining asosiy zaifligini ko'rsatadi. Ko'pgina hollarda, egasining asl sarmoyasi uning shaxsiy resurslarini, ko'pincha do'stlari va qarindoshlarini tugatadi. Agar korxonadan olinadigan foyda kapitalning ortib borayotgan ehtiyojlarini qondirish uchun yetarlicha katta bo'lmasa, firma maksimal o'sishiga to'sqinlik qiladi. Ushbu bosqichda kapitalni jalb qilish uchun ko'proq mos keladigan tashkilot shaklini qabul qilish kerak bo'lishi mumkin.

Bundan tashqari, mulkdorning hayoti mulkdor bilan cheklangan; mulkdor vafot etganda, biznes tugaydi. Yana bir zaiflik – bu mulkdorlikning o'z-o'ziga (ba'zan mulkchilikning "likvidligi" deb ataladi) topshirishdagi qiyinchilik. Mulknini sotish qiyin bo'lishi mumkin. Murakkablashtiruvchi omillar orasida firmaning chegirma bilan yoki uning qiymatining foiziga sotilishi ehtimoli bor, chunki biznesning o'tmishdagi rentabelligi, pul oqimlari, xatarlar va kelajakdagi bozor potensialini aniqlashda qiyinchiliklar mavjud. Mulkdorlikni muvaffaqiyatli qilgan narsalarning aksariyati mulkdor yoki mulkdorning fikridagi ma'lumotlar bo'lishi mumkin.

Mulkdorlikning yana bir zaifligi shundaki, firmaning qarzlar uchun egasining javobgarligi cheksizdir. Kreditorlar da'volarni hal qilish uchun biznesning aktivlarini olishlari mumkin, ammo ular mulkdorning shaxsiy aktivlarini ham olishlari mumkin. Shunday qilib, agar biznes aktivlari kreditorlarning talablarini qondirish uchun yetarli bo'lmasa, mulkdor o'z uyi va shaxsiy mulkini da'vo ostida topishi mumkin. Shuning uchun egasining cheksiz javobgarligi mulkdorlikning jiddiy kamchilikidir.

13.1-jadval

Tashkiliy shakllar va moliyaviy xarakteristikalar

Tashkiliy shakl	Egalari soni	Egasining javobgarligi	Xususiy kapital manbalari	Ishga tushirish qulayligi	Soliq solish	Mulkchilikning likvidligi	Hayot muddati
Mulkchilik	1	Cheksiz	O'zi, do'stlari, qarindoshlari	Oddiy	Shaxsiy soliqqa tortish	Sotish qiyin	Egasiga bog'langan
Hamkorlik (umumiy)	> 1	Cheksiz, birgalikda va alohida	Hamkorlar, do'stlar, qarindoshlar	Qiyinroq	Shaxsiy soliqqa tortish	Sotish qiyin	Egalari bilan bog'langan
Cheklangan sheriklik	Kamida 1 general, har qanday miqdordagi cheklangan sheriklar	Cheklangan sheriklarning javobgarligi sheriklarning investitsiyalari bilan cheklangan	Umumiy va cheklangan sheriklar	Qiyinroq	Shaxsiy soliqqa tortish	Odatda kambag'al	Umumiy sherik bilan bog'langan
Korporatsiya	Cheksiz	Aksiyadorlarning investitsiyalari bilan cheklangan	Oddiy aksiyalar takliflari	Qiyin	Korporativ soliqqa tortish, ammo dividendlar korporativ daromad va shaxsiy daromad sifatida ikki marta soliqqa tortiladi	Juda suyuq bo'lishi mumkin	Cheksiz

S kichik bo'lim korporatsiyasi	< 35	Aksiyadorlarning investitsiyalari bilan cheklangan	Sub S kapital	Qiyin	Shaxsiy stavkalar bo'yicha soliqqa tortish uchun aksiyadorlarga daromad oqimi	Odatda kambag'al	Cheksiz
Mas'uliyat cheklangan jamiyat (MCHJ)	Cheksiz	Egalarining investitsiyalari bilan cheklangan	Oddiy aksiyalar takliflari	Qiyin	Shaxsiy stavkalar bo'yicha soliqqa tortish uchun aksiyadorlarga daromad oqimi	Bechora	Hozirgi aksiyadorlar bilan bog'langan

Ijobiy tomoni shundaki, tadbirkorlik biznesi minimal xarajatlar bilan osongina boshlanadi va korporatsiyaga qaraganda hukumat qoidalariga kamroq rioya qiladi. Mulkdorlikdan olinadigan foyda korporativ daromad solig'i stavkalarida emas, balki shaxsiy yoki jismoniy stavkalarda soliqqa tortiladi. Bundan tashqari, agar o'sishni moliyalashtirish zarurati bunday harakatni talab qilsa, mulk sifatida tashkil etilgan biznesni rivojlantirish oson.

Hamkorlik

Biznesni tashkil etishning sheriklik shakli ikki yoki undan ortiq shaxs foyda olish uchun ishlaydigan biznesga egalik qilganda mavjud bo'ladi. Hamkorlik mulkdorlikka o'xshasa-da, ma'lum darajada muhim farqlar mavjud. Xulosa uchun 13.1-jadvalga qarang.

Shubhasiz, hamkorlik kelishuvining mashhurligining asosiy sabablaridan biri – bu jismoniy shaxslarga pul, mol-mulk, asbob-uskunalar, bilim va biznes ko'nikmalarini ko'pincha korporatsiya bilan bog'liq asoratsiz birlashtirishga imkon beradi. Hamkorlik shakli biznes faoliyatining boshidanoq mavjud bo'lishi mumkin. Boshqa hollarda, mulkchilik sifatida boshlangan firma o'z kapitalini ko'paytirmasdan, qo'shimcha o'sish mumkin bo'lmagan darajaga yetishi mumkin. Sheriklik kelishuviga o'tish orqali yangi sarmoyadorlarni jalb qilish firmaning o'z kapitalini oshirish usullaridan biridir.

Biznesga jalb qilinishi mumkin bo'lgan sheriklar soni, nazariy jihatdan, cheklanmagan. Biroq, ko'plab sheriklar bilan yuzaga keladigan boshqaruv qiyinchiliklari va nizolari ularning sonini amaliy hajm bilan cheklaydi. Shunday qilib, sheriklik, mulkdorlik singari, oxir-oqibat katta miqdordagi kapital yetishmasligidan aziyat chekmoqda. Sanoat yoki tijorat firmasida bir nechta sheriklarni topish odatiy holdir.

Mulkdorlikda bo'lgani kabi, sheriklik hayoti uning sheriklari bilan bog'liq. Agar sherik ketishi yoki o'lishi kerak bo'lsa, yangi sheriklik shartnomasi tuzilmasa, sheriklik rasman eriydi. Soliqqa tortish maqsadida sheriklikning foydasi (va zarari) sheriklarga taqsimlanadi va alohida sherikka soliq solinadi. Mulkdorlik singari, sheriklik odatda likvidsiz mulk ulushiga ega. Ko'pgina kichik va o'rta biz-

nesning sheriklarining aksiyalari ko'pincha chegirma bilan sotiladi, bu ularning likvidligi yo'qligi, firma ustidan ko'pchilik nazorati yo'qligi va yangi sherikning mavjud sheriklarga "moslashishi" zarurligini aks ettiradi.

Mulkdor singari, sheriklik guruhining a'zolari ham shaxsiy aktivlarini, shuningdek, biznesga sarmoyalarini xavf ostiga qo'yadilar. Bundan tashqari, agar sheriklardan biri katta yo'qotishlarga olib keladigan shartnoma bo'yicha muzokaralar olib borsa, har bir sherik foyda va zararni taqsimlash to'g'risida oldindan belgilangan kelishuvga asoslanib, zararning bir qismini oladi. Boshqa sheriklar, agar sheriklik moddolari buzilgan bo'lsa, huquqbuzar sherikni sudga berishlari mumkin.

Keyinchalik jiddiyoq, ehtimol, sherikning biznes harakatlari uchun javobgarligi. Huquqiy nuqtayi nazardan, har bir sherik sheriklikning qarzlari uchun birgalikda va alohida javobgar bo'ladi. Hamkorlik to'g'risidagi qonunga binoan, har bir sherik firmaning barcha qarzlari uchun cheksiz javobgarlikka ega. Bu kreditorga, agar qolgan sheriklar zarardan o'z ulushini qoplay olmasalar, bir yoki bir nechta sheriklardan aktivlarni talab qilishga imkon beradi.

Ushbu javobgarlik xatarlari umumiy sheriklikni tavsiflaydi. Cheklangan sheriklik javobgarlik bilan bog'liq muammolarni cheksiz javobgarlikka ega bo'lgan kamida bitta umumiy sherikni aniqlash orqali hal qiladi. Qolgan cheklangan sheriklar firma sarmoyalari bilan cheklangan javobgarlikka tortiladilar, ya'ni ularning shaxsiy aktivlari firmaning qarzlarini to'lash uchun biriktirilishi mumkin emas. Ular "cheklangan", shuningdek, firma faoliyatida ishtirok eta olmaydilar. Operatsion qarorlar faqat umumiy sheriklar tomonidan qabul qilinishi mumkin. Ba'zi sport jamoalari (masalan, Nyu York Yankis) egalik qiladi cheklangan sheriklik. Brodvey teatri spektakllari va ko'chmas mulkni boshqarish va qurilish firmalari boshqa mashhur cheklangan sheriklik vositalaridir.

Korporatsiya

Korporatsiya – bu Qo'shma Shtatlarda shtat qonunchiligiga binoan tashkil etilgan, umri tugamaydigan va egalari oldida cheklangan moliyaviy javobgarlikka ega bo'lgan yuridik shaxs. Dartmut kolleji va Vud-Uordga nisbatan 1819-yilda Oliy sudning Bosh sudyasi Jon Marshall korporatsiya maqomini quyidagicha ta'riflagan:

Korporatsiya – bu ko'rinmas, nomoddiy va faqat qonun tafakkurida mavjud bo'lgan sun'iy mavjudot. Qonunning oddiy jonzoti bo'lib, u faqat yaratilish Xartiyasi unga aniq yoki uning mavjudligiga tasodifiy bo'lgan xususiyatlarga ega. Eng muhimlari orasida o'lmaslik va individuallik, shaxslarning doimiy merosxo'rliги bir xil deb hisoblanadigan va yagona shaxs sifatida harakat qilishi mumkin bo'lgan xususiyatlar mavjud.

Aslida, qonun insonning huquqlari, burchlari va vakolatlariga ega bo'lgan sun'iy mavjudotni yaratdi. Ta'rifga egalik huquqining o'zgarishi bilan o'z shaxsi-

ni o'zgartirmaydigan bitta tanaga Birlashgan ko'plab odamlar tushunchasi kiradi. Korporatsiya sifatida tashkil etilishning afzalliklari orasida egalari bilan bog'liq bo'lmagan cheksiz korporativ hayot, tashqi kapitalni jalb qilish qobiliyati, egalari uchun cheklangan moliyaviy javobgarlik va mulkni investordan investorga o'tkazish qulayligi kiradi.

Qisqa vaqt ichida mavjud bo'lgan korporatsiya, aksariyat yangi korxonalar singari, odatda begonalardan investitsiya fondlarini jalb qilish qiyin kechadi. Tashkilotning korporativ shakli biznesga investitsiya fondlari oqimini ta'minlamaydi. Aksincha, u biznesni tashkil etishning boshqa shakllarida mavjud bo'lgan kapital oqimidagi bir nechta to'siqlarni olib tashlaydi. Korporatsiya tashkil etilgandan va investorlar uchun jozibador daromad keltirgandan so'ng, korporativ shakldagi ushbu o'ziga xos xususiyatlari muhim ahamiyatga ega bo'ladi. Korporatsiyalarning katta miqdordagi kapital to'plashining muhim sabablaridan biri shundaki, ularga kapital zaxiralarini sotishga ruxsat beriladi. Aksiya mavjud aksiyadorlarga yoki yangi investorlarga ularning maqsadlariga mos miqdorda taklif qilinishi mumkin. Biz bobda muhokama qilib, firma birinchi qimmatli qog'ozlar va birja komissiyasi bilan uning aksiyalarini ro'yxatdan tomonidan davlatga borish mumkin (SEC) va keyin investitsiya jamoatchilik ularni sotish. Ushbu jarayondan o'tmagan korporatsiya xususiy korporatsiya hisoblanadi.

Korporativ aksiyadorlarning afzalliklaridan biri – bu javobgarlikni cheklashdir. Odatda, kreditorlar va boshqa da'vogarlar o'z talablarini qondirish uchun faqat korporatsiya aktivlariga qarashlari mumkin. Ular egalarning (aksiyadorlarning) shaxsiy aktivlarini olmaydilar. Bu afzallik, ayniqsa, katta shaxsiy boyligi bor bo'lgan boyluk va boshqa biznes manfaatlariga ega biznes egasiga yoqadi. Javobgarlikning cheklanishi yangi korxonalar targ'ibotchilariga o'zlarining shaxsiy mulklariga qarshi da'volarni xavf ostiga qo'yishni istamaydigan boy investorlarni jalb qilishga imkon berishi mumkin.

Boshqa tomondan, tashkilotning korporativ shakli, agar biznes nisbatan yangi yoki moliyaviy ahvoli zaif bo'lsa, har doim ham aksiyalarni investitsiyalaridan tashqari shaxsiy xavfdan himoya qila olmaydi. Kreditorlar bir yoki bir nechta aksiyadorlardan korporatsiya majburiyatiga o'z imzolarini qo'shishni talab qilishlari mumkin, bu esa ularni majburiyat uchun shaxsan javobgar qiladi. Korporatsiya yaxshi kredit obro'sini o'rnatgandan so'ng, kreditorlar va yetkazib beruvchilar kamdan kam hollarda aksiyadorlarning shaxsiy kafolatlarini talab qilishadi.

Korporatsiyaning yana bir muhim afzalligi – bu egalik huquqini o'tkazish qulayligi. Korporativ aksiyalar bir kishidan boshqasiga erkin o'tkazilishi mumkin. Keyin aksiyani sotib oluvchi ilgari sotuvchi tomonidan ushlab turilgan barcha huquq va imtiyozlarga ega. Korporatsiya mulkni topshirishda ishtirok etmaydi va uning aksiyalarini sotish yoki sotib olishga xalaqit beradigan kuchga ega emas. Aksincha, biznesga yangi sherik jalb qilinishidan oldin sheriklik a'zolari bir ovozdan ma'qullanishi kerak.

Biroq, mulk va sheriklik singari, tashkilotning korporativ shakli ham o'zining kamchiliklariga ega. Birinchidan, korporatsiyani tashkil etish qonuniy talablar tufayli ko'proq vaqt talab etadi va qimmatga tushadi. Birlashtirmoqchi bo'lgan shaxslar Nizom va nizomlar to'plamini tayyorlash uchun advokat yollashlari kerak. Ustavda korporativ nom berilgan, mo'ljallangan biznes faoliyati ko'rsatilgan, direktorlarning ismlari va manzillari ko'rsatilgan va firma aksiyalar bilan qanday kapitallashtirilishini ko'rsatgan. Korporatsiya ma'lum bir davlatda ustavni ushbu davlat kotibiga topshirish orqali ijaraga beriladi. Nizom – bu korporatsiyani boshqarish uchun belgilangan qoidalar va firma qanday boshqarilishi, direktorlar qanday saylanishi va aksiyalar egalarining huquqlari. Ish boshlaganidan so'ng, korporatsiya davlat va federal davlat idoralariga moliyaviy va soliq hisobotlarini topshirishi kerak.

Tashkilotning korporativ shaklining ikkinchi kamchiligi shundaki, aksiyadorlarning dividendlari sifatida taqsimlanmagan korporativ daromadlar ikkitomonlama soliqqa tortiladi. Ya'ni, korporativ daromad birinchi navbatda tegishli korporativ daromad solig'i stavkasi bo'yicha soliqqa tortiladi. Keyin, agar korporatsiya soliqdan keyingi daromadlarining bir qismini dividendlar shaklida to'lasa, aksiyadorlar ushbu daromaddan shaxsiy daromad solig'ini to'lashlari kerak.

Qo'shma Shtatlardagi korporativ tashkilotning ikkita maxsus shakli dividendlarga ikki tomonlama soliqdan qochishga imkon beradi. Subchapter's korporatsiyasi (soliq kodeksining ushbu tashkilotni muhokama qiladigan bo'limi uchun nomlangan) 35 dan kam aksiyadorlarga ega bo'lishi kerak, ularning hech biri boshqa korporatsiya emas. S korporatsiyasining subchapteridan olingan daromad aksiyadorlarga soliq solinmagan holda oqadi. Shunday qilib, aksiyadorlarning shaxsiy daromadi sifatida faqat bir marta soliqqa tortiladi.

A mas'uliyati cheklangan jamiyati (MCHJ) tashkiliy shakli S korporatsiyasiga o'xshaydi. U egalariga cheklangan javobgarlikni taklif qiladi va uning daromadi aksiyadorlarning shaxsiy daromadi sifatida faqat bir marta soliqqa tortiladi. Biroq, S korporatsiyasidan farqli o'laroq, MCHJ cheklanmagan miqdordagi aksiyadorlarga, shu jumladan, boshqa korporatsiyalarga ega bo'lishi mumkin. MCHJ aksiyalarni SECda ro'yxatdan o'tkazishning qimmat va ko'p vaqt talab qiladigan jarayonini tugatmasdan sotishi mumkin, bu o'z qimmatli qog'ozlarini ommaga sotadigan standart korporatsiyalar uchun talabdir. MCHJ tuzilmasining kamchiliklari bor, agar egasi ketsa, qolganlari firmani davom ettirishga rasman rozi bo'lishlari kerak. Shuningdek, MCHJning barcha egalari kompaniyani boshqarishda faol rol o'ynashlari kerak. Hamkorlarni cheksiz javobgarlikdan himoya qilish uchun ilgari sheriklik sifatida tashkil etilgan ba'zi yirik buxgalteriya firmalari, masalan, Pricewaterhousecoopers MCHJga aylandi. Boshqa sherikliklar sheriklarning javobgarligini cheklash va kapital bozoriga kirish uchun korporativ yo'ldan borishga qaror qilishdi; Goldman Sachs investitsiya banki firmasi sheriklikdan korporativ maqomga o'tdi.

Ko'pgina mamlakatlar qonunlari tashkilotning korporativ shaklini tan oladi. Amerika korporatsiyalari o'zlarini belgilash uchun Inc. yoki Corp. qo'shimchalardan foydalanishlari mumkin. Britaniya korporatsiyalari qo'shimchadan foydalanadilar PLC, bu ommaviy cheklangan kompaniya degan ma'noni anglatadi; limited kompaniyadagi aksiyadorlarning javobgarligini anglatadi.

Germaniya, Avstriya, Shveysariya yoki Lixtenshteyn firmalarining nomlaridan keyin AG qo'shimchasi Aktiengesellschaft qisqartmasi bo'lib, korporatsiya degan ma'noni anglatadi.

Ijobiy va salbiy tomonlarini tortish va qaysi tashkiliy shakl o'z firmasining ehtiyojlariga eng mos kelishini aniqlash firma egalariga bog'liq. Ularning har biri soliqqa tortish, egalari tomonidan nazorat qilish, mulkchilik pozitsiyalari bilan savdo qilish qobiliyati, javobgarlik cheklovlari, qat'iy hayot va kapitalni jalb qilish uchun o'ziga xos ta'sirga ega.

13.3. BUFGALTERIYA HISOB1 TAMOYILLARI

Moliyaviy hisobotlarni tuzishda foydalaniladigan ma'lumotlar orasida Moliyaviy buxgalteriya standartlari kengashi (FASB) tomonidan ishlab chiqilgan umumiy qabul qilingan buxgalteriya tamoyillari (GAAP) mavjud. FASB barcha kompaniyalar uchun bir xil va cheklovchi buxgalteriya prinsiplaridan foydalanish noto'g'ri bo'lishini tan oladi. Ba'zi moslashuvchanlik va tanlov zarur, chunki sanoat tarmoqlari va firmalar o'zlarining ish muhitida farq qiladi. Salbiy tomoni shundaki, bu moslashuvchanlik firmalarga olib kelishi mumkin, ular birinchi qarashda o'zlaridan ko'ra sog'lomroq ko'rinadi va biz kelajakdagi bo'limda aldamchi buxgalteriya hisobining ba'zi misollarini ko'ramiz. Moliyaviy tahlilchining vazifasi faqat jozibali ko'rinadigan firmalarni yaxshi moliyaviy ahvolda bo'lgan firmalardan ajratish uchun mavjud moliyaviy ma'lumotlarni o'rganishdir. Yaxshiyamki, FASB moliyaviy hisobotlarda izohlarni kiritishni talab qiladi. Ushbu izohlar tahlilchilarga firma tomonidan qaysi buxgalteriya tamoyillari qo'llanilganligi to'g'risida ma'lumot beradi.

Buxgalteriya ma'lumotlari moliyaviy menejerlar, investorlar va moliyaviy institutlar uchun muhimdir, ammo buxgalteriya ma'lumotlarining yo'nalishi moliya xodimlarining diqqat markazidan farq qiladi. **13.2-jadvalda** ba'zi muhim farqlar keltirilgan.

Buxgalteriya amaliyotining ko'p qismi hisoblash konsepsiyasiga asoslangan. Hisob-kitob hisobi bo'yicha daromadlar va ular bilan bog'liq xarajatlar pul daromadlari yoki xarajatlari qachon sodir bo'lishidan qat'i nazar, sotish sodir bo'lganda tan olinadi. Keling, iyun oyida sotilgan yashash xonasi mebellari to'plamidan foydalanaylik. Divan avvalgi noyabrda qurilgan; qahva stoli mart oyida ishlab chiqarilgan; boshqa qismlar bahorda tugatilgan. Garchi ishlab chiqaruvchining

xomashyo yetkazib beruvchilari va mebel ishlab chiqargan ishchilar uzoq vaqt oldin (o'tgan yili, divanda) maosh olishgan bo'lsa-da, to'plam iyun oyida sotilgunga qadar xarajatlar firmaning buxgalteriya kitoblarida ko'rinmaydi. O'sha paytda yashash xonasi to'plamining sotish narxi va unga tegishli xarajatlar hisob-kitob prinsiplari yordamida qayd etiladi. Savdo ko'rsatkichi ham chalg'itishi mumkin. Iyun oyida mebel sotilganda sotishdan tushgan daromad "bron qilinishi" mumkin bo'lsa-da, agar do'kon xaridor uchun xaridni moliyalashtirsa, sotishdan tushgan haqiqiy naqd pul tushumlari keyinroq kelmasligi mumkin.

Moliyaviy menejer nuqtayi nazaridan naqd pul eng muhimi. U o'tgan yili firmaning yetkazib beruvchilariga va so'nggi bir necha oy ichida ishchilarga to'lashi kerak edi. U biladi, chunki mijozlar sotib olish uchun oylik to'lash rejasi bo'yicha to'laydilar, garchi daromad iyun oyida tan olingan bo'lsa-da, sotishdan tushgan haqiqiy naqd pul bir necha oy ichida keladi; mijozlar keyingi yilgacha mebel uchun to'lovni tugatmaydilar.

13.2-jadval

Buxgalteriya hisobi va moliyaviy istiqbollarni taqqoslash

Buxgalteriya hisobi	Moliyaviy fokus
Daromad va xarajatlarning mos kelishi (hisoblash tushunchasi)	Naqd pul tushumlari va chiqimlarini aniqlash
Buxgalteriya hisobining turli tamoyillaridan foydalanish moliyaviy hisobotlarni manipulyatsiya qilishga olib kelishi mumkin	Hisobot qilingan aktivlar va daromadlarning "sifatini" baholash uchun pul oqimlarini kuzatib boring
Kompaniyaning rentabelligini o'lchashga harakat qiling	Naqd pul sarfini o'lchash
Diqqat tarixiy	Oldinga qaraydi
Aktivlarni kuzatish va ularni amortizatsiya qilishga urinishlar	Aktivlarning bozor qiymati

Naqd pul oqimlari yoki pul xarajatlari va pul daromadlari ko'p oylar va uch kalendar yillar oralig'ida sodir bo'ladi; shunga qaramay, buxgalteriya hisobi bo'yicha buxgalteriya daromadlari va xarajatlari bu yil, iyun oyida sodir bo'lgan ko'rinadi. Garchi firma foydali ko'rinishi mumkin bo'lsa-da, naqd pul oqimlari va pul tushumlari o'rtasidagi kechikish tufayli naqd pul kam bo'lishi mumkin. Holbuki, tarixiy nuqtayi nazardan, mebel do'koni foyda keltirishi mumkin, firmaning xazinachisi (va firmaning qarz beruvchilari) uchun muhim bo'lgan narsa, yaqin kelajakda firma biznesda qolishni davom ettirishi va o'z to'lovlarini o'z vaqtida to'lashi uchun pul tushumlari kutilmoqda.

Buxgalterlar va moliyaviy menejerlarning istiqbollari o'rtasidagi yana bir farq ularning aktivlarga qanday qarashlarida. Ishlab chiqarish iqtisodiyotida asosiy vositalar jadvallarni belgilash uchun amortizatsiya qilinadi, shuning uchun ularning buxgalteriya qiymati vaqt o'tishi bilan pasayadi. Biroq, ko'plab firmalar uchun eng muhim aktivlar "qattiq" aktivlar emas, balki odamlar, tovar identifikatori, texnologik innovatsiyalar va tashkiliy-milliy bilimlardir. Buxgalterlar bunday "nomoddiy" aktivlarni qadrlash usullari bilan kurashmoqdalar.

Ushbu misolda ko'rsatilgandek, tahlilchi firmaning moliyaviy hisobotida ko'rsatilgan narsalarning haqiqiy rasmini olish uchun qazishi kerak bo'lishi mumkin. Keyingi bo'limlarda biz firmaning asosiy moliyaviy hisobotlari va ularning tarkibiy qismlarini ko'rib chiqamiz.

Global menejerlar va investorlar bilan kurashishga majbur bo'lgan muammo – bu buxgalteriya hisobining xalqaro standartlari. Har bir xalqning o'ziga xos standartlari bor, ularning ba'zilar AQSH GAAP dan farq qiladi. **13.3-jadvalda** qaysi mamlakatning buxgalteriya standartlariga rioya qilinishiga qarab yuzaga kelishi mumkin bo'lgan foyda farqlarining bir nechta misollari keltirilgan. Xalqaro Buxgalteriya Standartlari Qo'mitasi (IASB) 40 yildan ortiq vaqt davomida xalqaro standartlar to'plami ustida ish olib boradi, shuning uchun buxgalteriya standartlari firmaning moliyaviy ko'rsatkichlarini chegaralar bo'ylab solishtirish osonroq bo'ladi. Ko'pgina tahlilchilar ushbu standartlar tez orada ko'plab mamlakatlarda maqbul alternativ bo'lib, mamlakatlararo firma taqqoslashlari va tahlillarini hozirgidan osonroq qilishga umid qilishadi.

13.3-jadval

**Foydani taqqoslash: AQSH GAAPGA nisbatan mamlakat
buxgalteriya hisobi standartlari**

Qattiq	Yil	Mamlakat foydasi	AQSH GAAP foydasi
Daimler-Benz (Germaniya)	1992	97 million dollar	\$ – 548 million
SmithKline Beecham (Buyuk Britaniya)	1993	1,5 milliard dollar	1,2 milliard dollar
British Airways (Buyuk Britaniya)	1993	535 million dollar	353 million dollar
Hoechst AG (Germaniya)	1995	1,2 milliard dollar	- 40 million dollar
Hoechst AG (Germaniya)	1996	1,4 milliard dollar	708 million dollar
Aggregation of 17 Brazilian firms (NYSE listed ADRs)	2006	18,286 milliard dollar	19,335 milliard BRL
SK Telecom Company Ltd	2009	1,056 milliard KRW	1,357 milliard KRW
Braskem SA	2009	BRL 767,8 mln	BRL 232,7 mln

13.4. DAROMADLAR TO'G'RIDAGI HISOBOT

Daromadlar to'g'risidagi hisobotda firma tomonidan hisobot davrida, masalan, chorak yoki yil davomida olingan daromadlar va xarajatlari to'g'risida hisobot beriladi. Hisoblash tushunchasi daromadlar to'g'risidagi hisobotni tuzish uchun ishlatiladi. 13.4-jadvalda Uolgren firmasi uchun 2015- va 2014-yillar uchun daromadlar to'g'risidagi hisobot keltirilgan. 2015-yilda Uolgrenning sof daromadi 103,4 milliard dollarni tashkil etdi (bu jadvalda ko'rsatilgan 103,444 million dollar bilan bir xil, ya'ni 103,444,000,000 dollar) 76,4 milliard dollarga nisbatan 2014-yil uchun, bu 35 foizdan oshganligini aks ettiradi. Ishlab chiqarish xarajatlari va biznesni yuritish uchun qilingan boshqa xarajatlar chegirib tashlanganidan so'ng, Walgrennsning sof daromadi 4,255 yilda 2015 million dollarni tashkil etdi, bu 100 foizga oshdi va 2014-yil sof daromadi 2,031 million dollarni tashkil etdi.

13.4-jadval

Walgreens uchun daromad hisoboti (MILLION dollar)

	2014	2015
Daromad	\$76,392	\$103,444
Sotilgan mahsulot tannarxi	\$54,823	\$76,520
Sotish, umumiy, ma'muriy xarajatlar va amortizatsiya	\$17,375	\$22,256
Operatsion daromad	\$4,194	\$4,668
Foiz xarajatlari	\$156	0
Boshqa xarajatlar (daromadlar)	\$481	(\$643)
Soliqlardan oldingi daromadlar	\$3,557	\$5,311
Daromad soliqlari	\$1,526	\$1,056
Sof daromad	\$2,031	\$4,255
Bir aksiya uchun daromad	\$2.03	\$4.05

Nima uchun daromad belgisida bunday katta o'sish bor (va, biz quyida ko'rib chiqamiz, balansi) mahsulot? 2015-yilda Walgrenns Yevropaning yirik firmasi bilan birlashishni yakunladi, Alliance Boots; Birlashgan firmaning rasmiy nomi Walgrenns Boots Alliance ammo biz uni "Walgrenns" deb ataymiz, chunki bu qisqaroq va biz Amerika bo'ylab dorixonalarda shu nomni ko'ramiz. Birlashishdan oldin, Alliance Boots 2006-yilda yana birlashgandan so'ng tashkil etilgan Boots Group va Alliance Unichem dorixona boshchiligidagi sog'liqni saqlash va go'zalik mahsulotlari firmasi edi. 2014-moliya yili uchun Alliance Boots 23,4 milli-

ard daromad va 971 million foyda bor edi. AQSH dollari-Britaniya funt birjalari kurslarida Alliance Boots daromadi taxminan 39 milliard dollarni tashkil etdi va 1,6 milliard dollar foyda oldi.

Keling, ba'zi asosiy daromadlar to'g'risidagi hisobot hisoblarini batafsil ko'rib chiqaylik. Daromadlar to'g'risidagi hisobotning boshlang'ich nuqtasi biznes operatsiyalaridan olingan daromadlar yoki sotishni aks ettiradi. Ko'pincha yalpi daromadlar sof daromadlardan kattaroqdir. Bu daromadlar to'g'risidagi hisobotda aks ettirilgan vaqt davomida yuzaga kelishi mumkin bo'lgan savdo daromadlari va nafaqalari bilan bog'liq. Ba'zi paytlarda, mijozlar o'z veksellari bo'yicha erta to'lovni amalga oshirganda, firma tomonidan naqd chegirmalar beriladi. Agar mijozlar katta miqdorda sotib olsalar, savdo chegirmalari berilishi mumkin. Shunday qilib, chegirmalar yalpi daromadni kamaytiradi.

Daromad olish uchun sotilgan mahsulotlarni ishlab chiqarish yoki ishlab chiqarish xarajatlari sotilgan tovarlar qiymati (COGS) bo'yicha guruhlanadi. Ushbu xarajatlar xomashyo, ishchi kuchi va qo'shimcha xarajatlar kabi ishlab chiqarishda bevosita ishtirok etadigan xarajatlarni aks ettiradi va shu bilan ishlab chiqarish darajasiga qarab o'zgaradi.

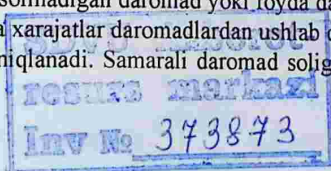
Sotish, umumiy va ma'muriy xarajatlar barqaror yoki qat'iy xarakterga ega bo'lib, buxgalteriya hisobini yuritish va moliyaviy va buxgalteriya hisobotlarini tayyorlash kabi talablarni qoplaydi. Ushbu xarajatlar firma mahsulotlarini sotish bilan bog'liq xarajatlarni aks ettiradi. Bunga savdo kuchlari tomonidan ishlab chiqarilgan salarlar va/yoki komissiyalar, shuningdek, reklama va reklama xarajatlari kiradi.

Amortizatsiya – bu firma mahsuloti yoki xizmatlarini yaratish natijasida ke-lib chiqadigan firma zavodi va uskunalarining iqtisodiy qiymatining pasayishi. Har bir moliyaviy davrning daromadlari to'g'risidagi hisobotda ushbu davrga xos bo'lgan amortizatsiya xarajatlari miqdori ko'rsatilgan. Balansda to'plangan amortizatsiya yoki oldingi davrdagi amortizatsiya xarajatlari summasi paydo bo'ladi. Naqd pul oqimi amortizatsiya bilan bog'liq emas, shuning uchun u naqd pulsiz xarajatlar hisoblanadi.

Operatsion daromad firmaning foiz va daromad solig'idan oldingi daromadi bo'lib, ba'zan foizlar va soliqlardan oldingi daromad (EBIT) deb ataladi.

Foiz xarajatlari operatsion daromaddan chiqariladi. Firma aktivlarining bir qismi majburiyatlar bilan moliyalashtirilganda, odatda foizlar olinadi. Bu bank kreditlari va uzoq muddatli korporativ obligatsiyalar uchun amal qiladi. Operatsion daromad kamroq foizli xarajatlar firmaning soliqdan oldingi daromadlarini beradi.

Korxonalar har qanday foyda uchun federal daromad solig'ini to'lashlari shart. Soliq solinadigan daromad yoki foyda daromad solig'i bundan mustasno, boshqa barcha xarajatlar daromadlardan ushlab qolinganiidan keyin qolgan daromad sifatida aniqlanadi. Samarali daromad solig'i stavkalari firmaning mulkdorlik, she-



riklik yoki korporatsiya sifatida tashkil etilganligiga qarab sezilarli darajada farq qilishi mumkin. Soliqlar haqida batafsil ma'lumot ushbu bobning o'rganish kengaytmasida keltirilgan.

Daromad solig'i to'langanidan keyin qolgan sof daromad yoki foyda biznes egalari uchun mavjud bo'lgan daromadlarni aks ettiradi. Ushbu daromad mavjud majburiyatlarni kamaytirish, joriy aktivlarni ko'paytirish va/yoki qo'shimcha asosiy vositalarni sotib olish uchun biznesda saqlanishi mumkin. Boshqa tomondan, daromadning bir qismi yoki barchasi biznes egalariga taqsimlanishi mumkin.

Hisob-kitob hisobi tufayli firmaning ma'lum davrdagi sof daromadi uning pul oqimi bilan bir xil bo'lmashligi mumkin. Firmaga tushadigan naqd pul miqdori sof daromad ko'rsatkichidan yuqori yoki past bo'lishi mumkin.

Korporatsiya uchun firma, odatda, sof daromadni har bir aksiya asosida ko'rsatadi. Bu hissa boshiga daromad deb ataladi (Eps) va mashhur bo'lgan oddiy aksiyalarning aksiyalar soniga sof daromad bo'lish bilan hisoblanadi. Walgreens uchun Eps 2014-yildagi \$ 2,03 dan 2015-yilda \$ 4.05 ga ko'tarildi. Sof daromad deyarli 110 foizga oshgan bo'lsa-da, Eps 2014–2015-yillarda "faqat" 100 foizga o'sdi. Buning sababi Eps hisoblash maxraj hisoblanadi: mashhur aksiyalar soni 2014 va 2015-yillar o'rtasida ko'tarildi, shuning uchun Eps sof daromad boricha ko'tarilmadi.

Ba'zi hollarda korporatsiyalar imtiyozli va oddiy aksiyadorlarga ega. Dividendlar "Afzal" aksiyadorlarga sof daromaddan to'lanadi; qolgan daromadlar "oddiy aksiyadorlar uchun mavjud bo'lgan daromad" deb nomlanadi. Misol uchun, agar Walgreens 200 yilda imtiyozli aksiyalar uchun \$2015 million dividend to'lagan bo'lsa, oddiy aksiyalar uchun qolgan daromad \$4,255 – \$200 = \$4,055 million bo'lar edi.

Korporatsiyalar tez-tez oddiy aksiyadorlariga naqd dividendlar to'laydilar. Dividendlar sifatida to'lanadigan sof daromad yoki daromadning foiz yoshi dividendlarni to'lash koeffitsiyenti deb ataladi. Misol uchun, 2015-yilda Uolgren 1384 million dollarlik oddiy aksiya dividendlarini to'lagan (bu ko'rsatkich 13.6-jadvalda keltirilgan); bu taxminan 33 foiz dividendlarni to'lash nisbatini ifodalaydi (\$1,384 million dividend sof daromadga bo'lingan – \$4,225 million). Qolgan daromadlar biznesda saqlanib qoladi; masalan, ular qarzni to'lash, aksiyalar yoki yangi zavod va uskunalar sotib olish uchun ishlatilishi mumkin.

13.5. BUXGALTERIYA BALANSI

Balans – bu kompaniyaning ma'lum bir sanadagi, odatda, chorak yoki yil oxiridagi moliyaviy holati to'g'risidagi hisobot. Daromadlar to'g'risidagi hisobot firmaning vaqt o'tishi bilan qilgan operatsiyalarini aks ettirsa, balans – bu vaqtning bir nuqtasidagi surat. Bu ma'lumotlarning ikkita keng toifasini ochib beradi: (1)

aktivlar yoki biznesga tegishli moliyaviy va jismoniy narsalar va (2) kreditorlar va mulkdorlarning biznes aktivlariga bo'lgan talablari. Biznesning moliyaviy majburiyatlari bo'lgan kreditorlarning talablari majburiyatlar deb ataladi. Kompaniyaning kapitali – bu egalar tomonidan taqdim etilgan mablag'lar va ularning firma bo'yicha qoldiq da'vosini ifodalaydi.

Balansda firmaning moliyaviy holatini aks ettirishdan tashqari, kompaniyaning moliyaviy tuzilmasining ichki ishlarining aksariyati aniqlanadi. Aktivlarning har xil turlari so'nggi biznes operatsiyalari natijalarini va kelajakdagi operatsiyalarning imkoniyatlarini ko'rsatadi. Kreditorlarning talablari va mulkdorlarning aktivlardagi kapitali ushbu aktivlar qaysi manbalardan olinganligini aniqlaydi. "Balans" atamasi korxona aktivlari va ularni olish uchun foydalaniladigan mablag'lar manbalari o'rtasidagi tenglik munosabatlarini bildiradi, ular quyidagicha ifodalanishi mumkin:

$$\text{Aktivlar} = \text{majburiyatlar} + \text{egalarining kapitali}$$

Ushbu "balans tenglamasi" yoki "buxgalteriya hisobi" shuni ko'rsatadiki, firma aktivlarining har bir dollari bir dollar majburiyatlar (odatda, kredit yoki qarz olishning bir turi), bir dollar egasining kapitali yoki ikkalasining kombinatsiyasi bilan moliyalashtirilishi kerak. Firmaning aktivlari jami firma nimaga egalik qilishini ko'rsatadi; majburiyatlar va kapitalning umumiy qiymati firmaning kreditorlari va egalariga nima qarzdorligini ko'rsatadi.

13.5-jadvalda ko'rsatilgan Walgrenns balansi aktivlarning ushbu tengligini va aktivlardagi moliyaviy manfaatlarni ochib beradi. Jami aktivlari edi \$68,782 million 2015, bir 85 ustidan foiz o'sish 2014 ning shaxs darajasi \$ 37,182 million. Yuqorida aytib o'tganimizdek, aktivlarning bu katta o'sishi (shuningdek, boshqa balans hisoblari kabi) ikki firmaning birlashishi bilan bog'liq, Walgrenns va Alliance Boots, bitta firmaga: 2015-yil davomida Walgrenns Boots Alliancesga birlashdi.

Birlashish tufayli jami majburiyatlar \$16,725 milliondan \$37,921 milliongacha oshdi, bu 126 foizdan oshdi. Walgrenns uchun aksiyadorlarning kapitali bo'lgan egasining kapitali muvozanat ko'rsatkichini 30,861 yilda 2015 million dollar va 20,457 yilda 2014 million dollar bilan ta'minladi. Bu taxminan 51 foizga o'sdi. Ushbu qisqacha taqqoslash shuni ko'rsatadiki, aktivlarning katta o'sishi asosan qarzlarning ko'payishi (jami majburiyatlar) hisobiga moliyalashtirildi, ba'zilar esa kapitalning ko'payishi hisobiga moliyalashtirildi.

Aktivlar

Eng likvid bo'lgan aktivlar odatda birinchi o'rinda turadi. Likvidlik deganda biz odatda aktivlarni naqd pulga aylantirish uchun ketadigan vaqtni nazarda tutamiz. Balansda ikkita keng guruh aniqlangan: joriy aktivlar va asosiy vositalar.

Walgreens uchun balanslar (millionlab dollar)

	2014	2015
Naqd pul va pul ekvivalentlari	\$2,646	\$3,000
Kutilgan tushum	\$3,218	\$6,849
Inventarizatsiya	\$6,076	\$8,678
Boshqa joriy aktivlar	\$302	\$1,130
Jami joriy aktivlar	\$12,242	\$19,657
Sof asosiy vositalar	\$12,257	\$15,068
Boshqa uzoq muddatli aktivlar	\$10,324	\$17,685
Gudvil va nomoddiy	\$2,359	\$16,372
Jami asosiy vositalar	\$24,940	\$49,125
JAMI AKTIVLAR	\$37,182	\$68,782
Kreditorlik qarzlari	\$4,315	\$10,088
Qisqa muddatli qarz	\$774	\$1,068
Boshqa joriy majburiyatlar	\$3,806	\$5,401
Jami joriy majburiyatlar	\$8,895	\$16,557
Uzoq muddatli qarz	\$3,736	\$13,315
Boshqa majburiyatlar	\$4,094	\$8,049
JAMIY MASLAHATLAR	\$16,725	\$37,921
Afzal kapital	0	0
Umumiy kapital + taqsimlanmagan foyda	\$20,457	\$30,861
JAMI AKSIYADORLARNING KAPITALI	\$20,457	\$30,861
JAMI MAJBURIYATLAR VA KAPITAL	\$37,182	\$68,782

Biznesning joriy aktivlariga bir yil ichida naqd pulga aylantirilishi kutilayotgan naqd pul va boshqa aktivlar kiradi. Shunday qilib, joriy aktivlar biznesning normal faoliyatini amalga oshirish uchun zarur bo'lgan aylanma mablag'larni ifodalaydi. Biznesning asosiy joriy aktivlari, odatda, uning naqd va sotiladigan qimmatli qog'ozlari, debitorlik qarzlari va zaxiralardir.

Naqd va sotiladigan qimmatli qog'ozlarga qo'lda naqd pul va banklardagi depozitdagi naqd pul kiradi; boshqa firmalar tomonidan chiqarilgan tijorat qog'ozi

kabi sotiladigan qimmatli qog'ozlar va AQSH davlat qimmatli qog'ozlari G'aznachilik veksellari, notalar va obligatsiyalar shaklida.

Debitorlik qarzlari, odatda, mahsulot, tovar yoki xizmatlarni kreditga sotishdan kelib chiqadi. Xaridorning biznes oldidagi qarzlari, odatda, sotishning kredit shartlariga muvofiq to'lanadi. Ba'zi firmalar debitorlik qarzlariga ega bo'lib, ular korxonaning qarzdori tomonidan belgilangan muddatda yoki undan oldin ma'lum pul miqdorini to'lash to'g'risida yozma va'dalar bergan. Debitorlik eslatmalar bir necha yo'llar bilan vujudga kelishi mumkin. Masalan, muddati o'tgan debitorlik qarzlari sotuvchining talabiga binoan yoki xaridorning maxsus talabiga binoan debitorlik yozuvlariga aylantirilishi mumkin. Debitorlik qarzlari, shuningdek, korxona tomonidan o'z xodimlariga yoki boshqa shaxslarga yoki korxonalarga berilgan qisqa muddatli kreditlar natijasida yuzaga kelishi mumkin.

Ishlab chiqaruvchi firmaning qo'lida bo'lgan materiallar va mahsulotlar balansda zaxiralari sifatida ko'rsatilgan. Odatda, ishlab chiqarish firmasi o'z zaxiralarini xomashyo, ishlab chiqarish jarayonidagi tovarlar va tayyor mahsulotlar bo'yicha tasniflaydi. Ba'zan, balans varag'ida ushbu toifalarning har birida inventarizatsiya miqdori aniqlanadi.

Asosiy vositalar – bu firma mahsulotlarini ishlab chiqarish, saqlash, namoyish qilish va tarqatishda ishlatiladigan jismoniy vositalar. Ushbu aktivlar ko'p yillik xizmatlarni taqdim etadi. Asosiy asosiy vositalar ikki toifaga bo'linadi: (1) zavod va uskunarlar va (2) yer. Siz ko'ra olmaydigan yoki his qila olmaydigan aktivlar bo'lgan nomoddiy aktivlar balansda hisobga olinadi, chunki ular firma biznes yuritayotganda yaratiladi. Bunga misol gudvil, bu buxgalteriya tushunchasi, chunki u bir firma boshqasi bilan birlashganda yoki sotib olganda, firmaning sof aktivlarining buxgalteriya qiymatidan yuqori bo'lgan ortiqcha mablag'larni anglatadi. Misol uchun, agar firmaning sof aktivlari 100 million dollarga teng bo'lsa, lekin uning sodiq mijozlari, yaxshi ishchilari yoki kuchli brend imiji bo'lsa, boshqa firmani sotib olish uchun 125 million dollar to'lashi mumkin. \$25 million bitim sotilgan yaxshi niyat qiymatini aks ettirish uchun, birlashish so'ng, balansida paydo bo'ladi. 2015-yilda xayrixohlik hisobining katta o'sishi Walgreensning Ittifoq etiklarini sotib olishining ta'sirini ko'rsatadi – Walgreens tomonidan to'langan narx Ittifoq etiklarining sof aktivlaridan ancha oshib ketdi.

Ishlab chiqarish firmasida zavod va uskunalar katta sarmoya talab qilinadi. Mahsulotlar ishlab chiqarilishi bilan ushbu zavod va uskunalarining iqtisodiy qiymati pasayadi. Bu amortizatsiya deb ataladi va buxgalterlar amortizatsiyani zavod va uskunalarining dastlabki narxidan undirish orqali real aktivlardan foydalanishni aks ettiradi. Shunday qilib, har qanday vaqtda aniq zavod va jihozlar haqidagi ma'lumotlar ularning qolgan foydali hayotlarini aks ettirishi kerak. Tarmoq yalpi zavod va uskunadan vaqt o'tishi bilan to'plangan amortizatsiya miqdorini ayirish yo'li bilan hisoblanadi. Amortizatsiya mavzusi ushbu bobning o'rganish kengaytmasida muhokama qilinadi.

Ba'zi firmalar o'z binolari yoki ishlab chiqarish zavodlari qurilgan yer yoki ko'chmas mulkka egalik qilishadi. Boshqa firmalar kengaytirish yoki investitsiya maqsadida boshqa yerlarga egalik qilishlari mumkin. Egalik qilingan yerning asl qiymati firma balansida aks etadi. Soliq kodeksiga binoan yerni amortizatsiya qilish mumkin emas.

Majburiyatlar

Majburiyatlar – bu biznesning qarzlari.

Ular to'g'ridan to'g'ri qarz olish, tovar va xizmatlarni kreditga sotib olish va ish haqi va daromad solig'i kabi majburiyatlarni hisoblash orqali vujudga keladi. Majburiyatlar joriy va uzoq muddatli deb tasniflanadi.

Biznesning joriy majburiyatlari bir yil ichida to'lanishi kerak bo'lgan majburiyatlar sifatida belgilanishi mumkin. Ularga kreditorlik qarzlari, to'lanadigan eslatmalar va joriy mablag'lar va operatsiyalardan kelib chiqadigan hisoblangan majburiyatlar kiradi. Valgreensning naqd pullari va sotiladigan qimmatli qog'ozlari 3000 million dollarni tashkil etsa-da, joriy majburiyatlar bilan taqqoslaganda 16557 dollarni tashkil etadi, odatdagi biznes operatsiyalari debitorlik va inventarizatsiyani joriy majburiyatlarni bajarish uchun o'z vaqtida naqd pulga aylantirishi kutilmoqda.

Kreditorlik qarzlari – bu asosan kredit shartlari bo'yicha tovarlar va materiallarni sotib olishdan kelib chiqadigan qarzlardir. Kredit shartlari bo'yicha inventarizatsiyani sotib olishdan kelib chiqadigan kreditorlik qarzlari banklardan va boshqa kreditorlardan to'g'ridan to'g'ri qisqa muddatli qarz olishdan farqli o'laroq savdo kreditlarini moliyalashtirishni anglatadi. Bir firmaning balansida ko'rsatilgan kreditorlik qarzlari tovar sotib olingan firma balansida debitorlik qarzlari sifatida paydo bo'ladi.

To'lanadigan eslatma – bu ma'lum bir sanada yoki undan oldin kreditorga belgilangan miqdordagi pulni to'lash to'g'risida yozma va'da. To'lanadigan notaning eng keng tarqalgan hodisasi, korxona materiallarni sotib olish uchun yoki boshqa joriy operatsion talablar uchun bankdan qisqa muddatli qarz olganda sodir bo'ladi.

Balans sanasidan kelib chiqmagan, ammo qarzdor bo'lgan summalarni aks ettiruvchi joriy majburiyatlar hisoblangan majburiyatlar yoki hisob-kitoblar deb ataladi. Hisob-kitoblarning eng keng tarqalgan shakllari to'lanadigan ish haqi va to'lanadigan soliqlardir. Ushbu hisoblar mavjud, chunki ish haqi odatda haftalik, ikki haftalik yoki oylik, daromad solig'i esa har chorakda to'lanadi.

Muddati bir yildan ortiq bo'lgan biznes qarzlari uzoq muddatli majburiyatlardir. 11-bobda ko'rib chiqqanimizdek, korxonalar tomonidan uzoq muddatli kredit olishda qo'llaniladigan keng tarqalgan usullardan biri bu korporativ obligatsiya uchun garov sifatida qarz beruvchiga ipoteka taklif qilishdir. Qarz oluvchi biznes kredit shartnomasi majburiyatlarini bajarmagan taqdirda, ipoteka undirilishi mumkin; ya'ni mol-mulk tegishli qonuniy kanallar orqali olib qo'yilishi va qarzni qondirish uchun sotilishi mumkin.

Mulkdorlarning kapitali

Barcha korxonalar u yoki bu shaklda egalarining kapitaliga ega. Egalarining kapital biznes egalari yoki egasining investimenti bo'ladi. Dastlab bu biznesni boshqarish uchun aktivlarni sotib olish uchun naqd pul sarfidan kelib chiqadi. Ba'zi hollarda, biznes egalari o'zlarining aktivlarini, masalan, mashinalar, ko'chmas mulk yoki uskunalarini firma faoliyati uchun joylashtirishlari mumkin. Naqd pul yoki mol-mulknı qo'shishdan tashqari, foyda biznesda qolishiga imkon berish orqali egalarining kapitalini oshirish mumkin. Balansda o'z kapitalining miqdori har doim biznesning umumiy aktivlari va jami majburiyatlari o'rtasidagi farq bilan ifodalanadi. Bu kreditorlarning da'volaridan farqli o'laroq, egalarining biznes aktivlari bo'yicha da'volarini aks ettiradi.

Korporatsiya holatida egalarining kapitalini uch xil hisobga bo'lish mumkin. Birinchidan, Walgreensning imtiyozli aksiyalari yo'q, shuning uchun imtiyozli kapital yoki aksiyadorlik hisobvarag'idagi qoldiq nolga teng. Ikkinchidan, oddiy aksiya yoki umumiy kapital hisobvarag'ida ko'rsatilgan yoki nominal qiymatda olib boriladigan oddiy aksiyalarning muomaladagi aksiyalari soni va nominal qiymatdan ortiqcha to'langan kapital aks ettiriladi. Nominal qiymat ixtiyoriy qiymatdir va shuning uchun firmaning aksiyalari narxi yoki bozor qiymati bilan bog'liq emas. Ba'zi firmalarda "par yo'q" oddiy aksiya, ya'ni oddiy aksiyaning nominal qiymati \$0.

Uchinchi hisob taqsimlanmagan daromad hisobi deb ataladi va u korporatsiyaning vaqt o'tishi bilan taqsimlanmagan daromadlarini (ya'ni dividendlar sifatida to'lanmagan daromadlarni) ko'rsatadi. Ushbu taqsimlanmagan daromad naqd pulni anglatmaydi. Ular firmaning hayoti davomida firmaning joriy va/yoki asosiy vositalariga investitsiya qilingan. Birgalikda ushbu uchta hisob (imtiyozli kapital, umumiy kapital va taqsimlanmagan daromad) korporatsiya aksiyalarining egalari kapitalini o'z ichiga oladi. Walgreensga kelsak, barcha aksiyadorlarning kapitali oddiy aksiyadorlarga tegishli.

13.6. PUL OQIMLARI TO'G'RSIDAGI HISOBOT

Daromadlar to'g'risidagi hisobot va balansdan tashqari, korporativ yillik hisobotlar ham pul oqimidagi o'zgarishlarni o'lchashni xohlaydi.

Pul oqimlari to'g'risidagi hisobotda belgilangan hisobot davrida pul tushumlari (manbalari) va pul oqimlari (foydalanish) haqida qisqacha ma'lumot berilgan bayonot uch qismdan iborat: operatsion faoliyat, investitsiya faoliyati va moliyalashtirish faoliyati.

Pul oqimlari to'g'risidagi hisobotni tuzishda asosiy yondashuv pul oqimi sifatida daromadlar to'g'risidagi hisobotdan olingan sof daromaddan boshlanadi. Biz, garchi naqd pul oqimi sodir bo'lmasa-da, masalan, buxgalteriya hisobi ta-

moyillari bo'yicha chegirib tashlangan amortizatsiya, naqd pulsiz chegirmalarni qaytarib qo'shamiz. Boshqa "pul oqimi" tuzatishlari ketma-ket ikkita balansdan hisoblardagi farqlarni o'rganish orqali amalga oshiriladi. Aniqrog'i, pul oqimlari quyidagicha aniqlanadi:

Manbalar

1. Sof daromad miqdori va amortizatsiya miqdori.
2. Aktiv hisobvarag'ining pasayishi.
3. Javobgarlik hisobini oshirish.
4. Kapital hisobini oshirish.

Foydalanadi

1. Bir shaxs hisob ortishi.
2. Javobgarlik hisobvarag'ining pasayishi.
3. Bir xolislik hisob kamayishi.
4. Naqd dividendlar miqdori.

Naqd pul hisobidagi o'zgarishlar bundan mustasno. Pul oqimlari to'g'risidagi hisobotda firmaning barcha manbalari va naqd puldan foydalanish qo'shiladi. Ularning summasi firmaning naqd pul hisobidagi o'zgarishga teng. Agar pul oqimlari to'g'risidagi hisobot to'g'ri tuzilgan bo'lsa, moddalar yig'indisi uni yaratish uchun foydalanilgan ikkita balans o'rtasidagi naqd pul hisobidagi farqqa teng bo'lishi kerak.

Keling, bularni yaqindan ko'rib chiqaylik:

* **Aktivlar.** Xomashyoni sotib olish yoki ushlab turilgan tayyor mahsulot miqdorini ko'paytirish qo'shimcha naqd pulni talab qiladi. Shunday qilib, bu foydalanishdir va shuning uchun pul oqimlari to'g'risidagi hisobotda olib tashlanadi. Aksincha, debitorlik qarzlari to'plamlari naqd pulni bo'shatadi; debitorlik qarzlarning kamayishi manba hisoblanadi va pul oqimlari to'g'risidagi hisobotda qo'shiladi.

* **Majburiyatlar va kapital.** Bankdan qarz olish yoki sherik yoki aksiyador-dan qo'shimcha sarmoya olish firma uchun naqd pul manbayi hisoblanadi. Aksincha, bank kreditini to'lash yoki aksiyalarni sotib olish naqd puldan foydalanishdir.

13.6-jadvalda 2015-yilgi daromadlar to'g'risidagi hisobot va 2014- va 2015-moliyaviy yil yakunlari bo'yicha balanslar asosida Walgreens uchun pul oqimlari to'g'risidagi hisobot ko'rsatilgan. 2015-yil birlashishi bilan sodir bo'lgan buxgalteriya o'zgarishlari va mustahkam konsolidatsiya tufayli ba'zi raqamlar 2014- va 2015-yil balanslaridagi farqlar bilan mos kelmasligi mumkin. Biz muhokamamizda pul oqimlari to'g'risidagi hisobotning asosiy tuzilishiga e'tibor qaratamiz.

E'tibor bering, pul oqimlari operatsion faoliyat, investitsiya faoliyati va moliyalashtirish faoliyati asosida guruhlangan. Operatsiyalardan olingan mablag'lar manbalari 4,255 million dollarlik sof daromad, 24 million dollarlik boshqa daromad va 1,742 million dollarlik amortizatsiya bilan boshlanadi, bu amortizatsiya firmaning daromadlariga nisbatan naqd pulsiz to'lov ekanligini aks ettiradi. Operatsiyalardan naqd puldan foydalanish debitorlik qarzlarning 338 million dollariga ko'payishi va boshqa joriy majburiyatlarning 154 million dollarga kamayishi shaklida bo'lgan. Naqd pul manbalariga inventarizatsiyani 719 million dollarga qisqartirish va kreditorlik qarzlarni 268 million dollarga oshirish kiradi. Umumiy natija 2015-yil davomida operatsiyalardan 5,664 million dollarlik sof naqd pul oqimi bo'ldi. Operatsiyalardan olingan naqd pul korxonalar uchun muhim ko'rsatkichdir. O'sib borayotgan firmalar uchun bu salbiy bo'lishi mumkin, lekin, odatda, agar firma doimiy ravishda o'z operatsiyalaridan sof pul oqimlarini yaratsa, uzoq vaqt mavjud bo'lolmaydi.

13.6-jadval Walgreens 2015-yilda zavod va uskunalarga 1,251 million dollar sarmoya kiritganligi ko'rsatilgan. Shuningdek, u Allians Boots firmasiga, ehtimol uni sotib olishga investitsiya qilish uchun 4000 million dollardan ortiq sarmoya kiritdi. Umuman olganda, firmaning investitsiya faoliyatida 4,276 million dollar miqdorida sof pul oqimi sodir bo'ldi.

13.6-jadval

Pul oqimlari to'g'risidagi hisobot, Walgreens, 2015-yil (millionlab dollar)

OPERATSION FAOLIYAT	
Sof daromad (zarar)	4255
Boshqa daromadlar	24
Amortizatsiya va to'lanmagan xarajatlarni qoplash	1,742
(O'sish) Debitorlik qarzlarning kamayishi	-338
(O'sish) Tovar-moddiy zaxiralarning kamayishi	719
(O'sish) Boshqa aylanma aktivlarning kamayishi	
Kreditorlik qarzlarning ortishi (kamayishi)	268
Boshqa qisqa muddatli majburiyatlarning o'sishi (kamayishi)	-154
Boshqa o'zgarishlar, Net	-852
OPERATSIYALARDAN NAQD PUL	5,664
INVESTITSIYA FAOLIYATI	
Kapital xarajatlar	-1,251
Sotib olishlar	-4,018

Asosiy vositalarni sotish	
Investitsiyalar (o'sish)	-49
Boshqa investitsiya pul oqimi	1,042
INVESTITSİYALARDAN NAQD PULLAR	-4276
MOLIYAVIY FAOLIYATLAR	
Kapital fondini chiqarish	-1226
Qarzning sof o'sishi (kamayishi)	1,587
Dividendlar	-1,384
Boshqa pul mablag'lari oqimi	108
MOLIYALASHTIRISHDAN NAQD PUL	-915
Valyuta kurslarining ta'siri	-119
NAQD PULDA SOF O'ZGARISH	354

2015-yilda moliyalashtirish faoliyatidan sof pul oqimi 915 million dollarlik chiqimni tashkil etdi. Ushbu sof raqam tarkibiga 1,384 million dollar miqdoridagi naqd pul dividendlari, 1,226 million dollar miqdoridagi aksiyani qaytarib sotib olish va 1,587 million dollarlik obligatsiyalar sotishdan tushgan daromad kiradi.

Alliance Boots kompaniyasi bilan birlashgandan keyin 2015-yilda kompaniya global faoliyatga ega bo'lganligi sababli, o'zgaruvchan valyuta kurslari uning dollar miqdoridagi pul oqimlariga ta'sir ko'rsatdi. Valyuta kurslarining noqulay o'zgarishlari ta'sirida kompaniyaning pul oqimi 119 million dollarga kamaydi.

2015-yilda operatsion, investitsion va moliyalashtirish faoliyatlari natijasida naqd pul hisobida 354 million dollarga ko'payish kuzatildi. 2015-yilda operatsiya, investitsiya va moliya ishlab chiqarishning umumiy foydasi naqd pulga 354 million dollar oshishi olinadi. Buni 13.4-jadval ham qo'llab-quvvatladi, unda 2015-yil oxiridagi naqd pul balansi 3000 million dollarni saqlab qolgan, bu 2014-yil 2646 million dollarlik yordamchidan 354 million dollar pastroqdir.

13.7. TURLI KOMPANIYALARNING MOLIYAVIY HISOBOTLARI

Moliyaviy hisobotlar investorlarga kompaniyalarning ishlashidagi farqlarni aytib beradi. Turli sohalarida firmalarning aktivlari va majburiyatlari tarkibi farqlanadi. Xuddi shunday, firmalar qanday qilib daromad olishlari ular raqobatlashadigan sohaning xususiyatlariga va iste'molchilarga taqdim etadigan mahsulot yoki xizmatlarga bog'liq bo'ladi. Turli firmalarning moliyaviy hisobotlarini to'g'ridan

to'g'ri taqqoslash qiyin. Firmalar o'rtasidagi farqlar tufayli aktivlar, majburiyatlar va xarajatlarning dollar darajasini solishtirish qiyin bo'ladi.

Umumiy moliyaviy hisobot

Firma taqqoslashlarini amalga oshirishda o'lcham muammosini hal qilish vositasi umumiy hajmdagi moliyaviy hisobotlardan foydalanishdir. Umumiy o'lchamdagi moliyaviy hisobotlar balans raqamlarini jami aktivlarning foizi va daromadlar to'g'risidagi hisobot raqamlarini daromadning foizi sifatida ifodalaydi. Shu tarzda, firmalar o'rtasidagi taqqoslash mutlaq dollar ko'rsatkichlariga emas, balki nisbiy raqamlarga asoslanadi. Foizlarni o'rganish bizga tarmoqlar ichidagi raqobat va firmalarning o'z bozorlariga xizmat ko'rsatish usullari haqida tushuncha beradi.

13.7-jadvalda umumiy hajmdagi moliyaviy hisobotlar uch xil firmani taqqoslashga qanday yordam berishi mumkinligi ko'rsatilgan. Walgrenns chakana doxironalar sanoatining yetakchi firmasi, Microsoft yirik dasturiy ta'minot va ope-ratsion tizim provayderi, ExxonMobil esa neft sanoatining yetakchi firmasidir. Ushbu firmalar faoliyat ko'rsatadigan tarmoqlar o'rtasidagi farqlar ularning umumiy moliyaviy hisobotlarini ko'rib chiqishda ko'rinadi.

Balanslarga qisqacha nazar tashlasak, biz neftni ekspluatatsiya qilish va qayta ishlashning kapital talab qiladigan xususiyatini qayd etamiz, chunki ExxonMobil joriy aktivlarda aktivlarining atigi 14 foiziga ega, qolganlari esa uzoq muddatli aktivlardir; Walgreens va Microsoft o'z aktivlarining mos ravishda 29 foizi va 70 foiziga ega joriy aktivlar. Keyingi farqlar joriy aktivlarning o'ziga xos tarkibiy qismlarini o'rganish orqali ko'rinadi.

Uchala firma ham aksiyadorlarning kapitali (birinchi navbatda taqsimlanmagan foyda) tomonidan moliyalashtiriladigan aktivlarining taxminan yarmiga ega. Microsoft aktivlarga nisbatan eng kam uzoq muddatli qarzga ega, shu bilan birga aktivlar oldidagi joriy majburiyatlarning eng yuqori foiziga ega.

Umumiy o'lchamdagi daromadlar to'g'risidagi hisobotlarni turli xil daromadlar toifalarini umumiy daromatlarga bo'lish orqali ham tuzish mumkin. Umumiy o'lchamdagi bayonotlar elektron jadval dasturi yordamida osongina hisoblab chiqiladi. Quyida biz Walgreens uchun 2015-yilgi daromadlar to'g'risidagi hisobot ma'lumotlarini Excel jadvaliga joylashtiramiz. Daromad B3 katakchada, B4 da sotilgan mahsulot tannarxi va boshqalar. Umumiy o'lchamdagi daromadlar to'g'risidagi hisobotni hisoblash uchun biz bu raqamlarni faqat daromad, B3 katakchaga ajratamiz. C ustunidagi formulalar buni ko'rsatadi. Elektron jadvallardan foydalanib, balans va daromadlar to'g'risidagi hisobot ma'lumotlarini umumiy o'lchamdagi formatga aylantirish oson.

Umumiy o'lchamdagi balanslar, 2015-yil

ExxonMobil	aktivlar- ning %	Microsoft	aktivlar- ning %	Walgreens	aktivlar- ning %
Joriy aktivlar	13.9%	Joriy aktivlar	70.4%	Joriy aktivlar	28.6
Asosiy vositalar*	86.1	Asosiy vositalar	29.6	Asosiy vositalar	71.4
Jami aktivlar	100.0	Jami aktivlar	100.0	Jami aktivlar	100.0
Joriy majburiyatlar	16.1	Joriy majburiyatlar	28.6	Joriy majburiyatlar	24.1
Uzoq muddatli qarz	33.8	Uzoq muddatli qarz	26.6	Uzoq muddatli qarz	30.4
Aksiyadorlar kapitali	50.1	Aksiyadorlar-ning kapitali	44.8	Aksiyadorlar kapitali	45.5

Avtomatik qutqaruv va moliyaviy hisobotlar

2008-yilda General Motors (GM) o'nlab yillar davomida yomon boshqaruv, sotuvlarning pasayishi va yuqori xarajatlar tufayli qisman operatsion samarasizligi va yuqori kasaba uyushma ish haqi va imtiyozlari tufayli bankrotlik yoqasida edi. 13.8-jadval shuni ko'rsatadiki, 2008-yilda GM salbiy kapitalga ega edi, chunki umumiy majburiyatlar jami aktivlardan 85 milliard dollarga oshadi. Bu naqd tugab bo'ldi; bu endi \$25 naqd milliard (2007) va sarf qilgan \$10 milliard (2008). 2008-yilda GMning joriy aktivlari joriy majburiyatlaridan ancha kam edi: 44 milliard dollarga qarshi 76 milliard dollar.

Post-bankrotlik tufayli dollar umumiy majburiyatlardan uchdan bir tomonidan tushib ketdi (\$68 milliard) va qimmatli qog'ozlar ko'tarildi (\$114 milliard). 2009-yilda biz jami aktivlar umumiy majburiyatlardan oshib ketganini ko'rdik, firma ijobiy kapital bilan to'lov qobiliyatiga ega bo'ldi va yaxshilangan likvidlik joriy aktivlarni (59 milliard dollar) joriy majburiyatlarga (52 milliard dollar) taqqoslashda kuzatildi. O'z kapitalining 114 milliard dollarga o'sishi aktivlarning, ayniqsa likvid aktivlarning infuzioni (jami aktivlar 46 milliard dollarga ko'tarildi va qariyb yarmi yoki 22 milliard dollar naqd pul edi) va qisqartirish yoki ishdan bo'shatish bilan bog'liq edi. Javobgarlik to'g'risidagi da'volar kuchaydi, chunki umumiy majburiyatlar 68 milliard dollarga tushdi.

General Motors (GM) balansi
(milliard dollar, eng yaqin milliardga yaxlitlangan)

	2008	2009	Sof o'zgarish
Naqd pul va qimmatli qog'ozlar	15	37	+22
Joriy aktivlar	44	59	+15
Jami aktivlar	91	137	+46
Joriy majburiyatlar	76	52	-24
Jami majburiyatlar	176	108	-68
Kapital	-85	29	+114

Ford balansi (milliard dollar, milliardga yaqin yaxlitlangan)

	2008	2009	Sof o'zgarish
Naqd pul va qimmatli qog'ozlar	40	43	+3
Joriy aktivlar	117	111	-6
Jami aktivlar	223	204	-19
Joriy majburiyatlar	112	78	-34
Jami majburiyatlar	239	210	-29
Kapital	-16	-7	+9

Bunday burilish kutilgan edi; GMga hukumat egalik qilish shartlari GMga daromad keltirishni ancha osonlashtirdi. Uzoq muddatli qarz obligatsiya egalarini himoya qilish va boshqa ustuvorliklarni obligatsiya egalarining huquqiy mavqeidan ustun qo'yish uchun mo'ljallangan bankrotlik jarayonini chetlab o'tib, kamaytirildi. GM qarz federal hukumat tomonidan qo'llab-quvvatlandi, GMda qarz beruvchi 2.2 foiz (2009), Fordda esa, bir kompaniya hukumatni qutqarishni emas, bu yil to'lash uchun besh yillik obligatsiyalar chiqarilgan (8 foiz).

Federal hukumatning yordami ishlatilgan kapitalni moliyalashtirdi, chunki GMning avvalgi moliyaviy holati qarzni moliyalashtirish bilan ta'minlana olmadi. GM foydali bo'lishi uchun federal hukumat qimmatli qog'ozlarni osonroq qildi, kamida qisqa muddatda, soliq to'lovchilar xolislik investitsiyadan zarar ko'rdi.

2016-yil oʻrtalarida bozor kapitallashuvi (GMning barcha oddiy aksiyalarining qiymati) taxminan 50 milliard dollarni tashkil etdi.

13.9-jadval. Ford moliyaviy sharhi. Moliyaviy inqiroz kelishi bilan, Ford toʻlovga salbiy kapital bilan qodir emas edi, chunki umumiy majburiyatlar jami aktivlardan 16 milliard dollarga oshdi. Ammo uning joriy aktivlari joriy majburiyatlaridan kattaroq (117 milliard dollar va 112 milliard dollar) va u kattaroq pul yostigʻiga ega edi.

2009-yilda, GM va Chrysler qutqaruvlardan soʻng, Ford hali ham toʻlovga qodir emas edi, ammo kamroq miqdorda (7 milliard dollar). Uning joriy majburiyatlari pasayib, joriy majburiyatlarga (111 milliard dollar) nisbatan joriy aktivlarning likvidlik holatini (78 milliard dollar) yaxshilashga olib keldi. Bundan tashqari, uning naqd holatida kamtarona yaxshilanish (3 milliard dollar) mavjud edi. Ford rahbariyati oʻz aktivlarini 19 milliard dollarga qisqartirishga, likvidligini yaxshilashga va qarzdorligini 29 milliard dollarga kamaytirishga muvaffaq boʻldi. Ford 5–9 yilda koʻproq yoqilgʻi tejaydigan avtomobillar ishlab chiqarish uchun ishlab chiqarish zavodlarini qayta tiklash uchun 2009 milliard dollar davlat kreditini oldi; ammo yuqoridagi balansda koʻrib turganimizdek, Fordning konservativ moliyaviy boshqaruvi ushbu davlat kreditini qabul qilganidan keyin ham qarzini 29 milliard dollarga kamaytirdi.

Ikki firmani taqqoslaganda, moliyaviy muvaffaqiyat siri aktivlarni qurish va qarzlarni toʻlash uchun javobgarlikni oʻz zimmasiga olishdir; bu firmaga oʻz kapitalini yaratishga imkon beradi. Firmaning masʼuliyat bilan muvaffaqiyat qozonishini taʼminlash uchun aqlli boshqaruv zarur. Biznes koʻchadan keladi va ketadi, lekin GM bozor kapitallashuvi 1999-yilda uning eng yuqori darajasi 60 milliard dollarni tashkil etdi va shundan buyon nominal va real (inflyatsiyaga moslashtirilgan) koʻrsatkichlarda pasaydi. Menejment oʻz qarorlarida uzoq muddatli nuqtayi nazarni qabul qilishi va aksiyadorlar boyligining barqaror oʻsishini taʼminlash uchun qisqa muddatli tuzatishlarga eʼtibor qaratmasligi kerak.

13.8. FIRMANING MAQSADI

Garchi firma sifat, mijozlarga xizmat koʻrsatish, adolatli narxlarda taklif qilinadigan sifatli mahsulotlar va boshqalarni qoʻllab-quvvatlovchi missiya bayonotiga ega boʻlishi mumkin boʻlsa-da, bunday sifatli bayonotlar faqat maqsadga erishish vositasidir. Firma menejerlariga alternativlarni baholash uchun aniq, oʻlchanadigan mezon kerak. Har qanday firmaning maqsadi moliyaviy boʻlishi kerak; yaʼni egalarining (yoki oddiy aksiyadorlarning) boyligini maksimal darajada oshirish.

Kreditorlar, odatda, vaqt o'tishi bilan firma aktivlari qiymatining o'zgarishi bilan o'zgarmaydigan qat'iy da'voga ega. 10-bobda bilib olganimizdek, aksiyadorlar firma aktivlari bo'yicha qoldiq yoki kichik da'voga ega. Shuning uchun firma qiymatining o'zgarishi asosan firma egalari yoki aksiyadorlarning boyliklarining o'zgaruvchan qiymatida aks etadi. Menejerlar aksiyadorlarning boyligini oshirishi kutilayotgan strategiyalarni tanlashni xohlashadi. Aksiyadorlarning boyligiga zarar yetkazadigan muqobillarni rad etish kerak.

Ushbu nuqtayi nazar sarmoyalarni jalb qilish va sotib olish va investorlarning kutilgan daromadlaridan ortiqcha daromad olish uchun investitsiya qilish jarayoniga mos keladi. Agar firma bunga qodir bo'lsa, ortiqcha daromad firma egalari, aksiyadorlarga tushadi.

Aksiyadorlar boyligini o'lchash

Aksiyadorlarning boyligi o'lchanadi va har kuni gazetaning moliyaviy bo'limlarida kuzatiladi (hech bo'lmaganda oddiy aksiyalari ommaviy sotiladigan firmalar uchun). Aksiyadorlarning boyligi firmaning oddiy aksiyalarining bozor qiymatidan boshqa narsa emas. Aksiyadorlarning firma bo'yicha da'vosining ushbu bozor qiymati quyidagilarga teng:

Aksiyadorlarning boyligi = oddiy aksiyalar narxi va oddiy aksiyalar soni.

Ushbu munosabatlar tahlilchilarga aksiyadorlar boyligidagi o'zgarishlarni muntazam ravishda kuzatib borish imkonini beradi, qaysi firmalar aksiyadorlarga qiymatni qaytarishda eng muvaffaqiyatli ekanligini ko'rish uchun. Oddiy aksiyalar soni sezilarli darajada o'zgarmas ekan, bozorning firma va uning rahbariyatining xatti-harakatlari firma aksiyalari narxida paydo bo'ladi.

Aksiyadorlar boyligini maksimal darajada oshirish real maqsad bo'lishi uchun moliya bozorlari firmaning qiymati to'g'risida oqilona aniq ma'lumotlarni taqdim etishlari kerak. Qimmatli qog'ozlar bozori ba'zan matbuotda uzoqni ko'ra olmaydigan va oldindan aytib bo'lmaydigan deb tanqid qilinadi. Bu firma uchun adolatli qiymatni aniqlay oladimi? Ko'pgina tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, bozor firmalarning uzoq muddatli salomatligi va farovonligiga yo'naltirilgan dalillarning og'irligi bozor odatda narx xazinalarini adolatli qiladi degan fikrni qo'llab-quvvatlaydi. Qimmatli qog'ozlar narxining o'zgarishi bozorning yangiliklarni baholashidan firma qiymatiga ta'sirini ko'rsatadi.

Axloqiy yo'nalish e'tiborga olinmaydi. Aqlli menejerlar mijozlarga tejamkor tarzda xizmat ko'rsatish to'g'risida qaror qabul qilishadi. Ko'pgina tadqiqotlar shuni ko'rsatdiki, norozi bo'lganlarning o'rnini egallash uchun doimiy ravishda yangi mijozlarni topish o'rniga, ijara mijozlar bazasini saqlab qolish ustunkorlik qildi. Xuddi shunday, aqlli menejerlar xodimlarga adolatli munosabatda bo'lishadi va to'laydilar. **13.10-jadvalda** qoniqarsiz ishlarning ta'siri, xodimlarning aylanmasi va almashtirish ishchilarini yollash va o'qitishga bo'lgan ehtiyojning

iqtisodiy ta'siri ko'rsatilgan. G'ayratli va baxtsiz xodimlar xarajatlarni oshiradigan va firmaning o'z maqsadlarini qondirishiga to'sqinlik qiladigan samarasiz xodimlarga aylanadi. Tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, xodimlar qoniqishining yuqori darajasi aksiyalar narxining oshishiga olib keladi. Kapital (asosiy vositalar) resurslariga investitsiyalar inson kapitalida bo'lgani kabi ishlab chiqarish, samaradorlik va foydaning yuqori darajalariga olib kelishi kerak. Tadqiqotlar vaqt o'tishi bilan aksiyadorlar boyligini oshirishda xodimlar va menejerlarni tayyorlash dasturlarining ahamiyatini ko'rsatadi. Firma qiymatiga e'tibor qaratib, menejerlar moliyalashtirish manbalari bilan qoniqarli munosabatlarni saqlab qolish uchun ishlaydi, shuning uchun kelajakda o'sish ehtiyojlarini moliyalashtirish uchun mablag'lar mavjud bo'ladi. Aksiyadorlarning boyligiga e'tibor qaratish dinamik, global iqtisodiyotda firmaning uzoq muddatli omon qolishiga yordam berishning eng yaxshi vositasidir.

13.10-jadval

Baxtli va samarali xodimlar aksiyadorlar boyligini oshirishga yordam beradi

A. Xodimlarni almash-tirish uchun tanlangan sanoat xarajatlari	Yillik aylanma darajasi (%)	Sanoat bo'yicha xarajatlar (faqat to'g'ridan to'g'ri almashtirish xarajatlari) (milliard dollar)	Sanoat daromad-larining foizidagi xarajatlar (%)
Maxsus chakana savdo	97	23.2	50
Qo'ng'iroq markazlari	31	5.4	43
Yuqori texnologiya	25	44.3	43
Fastfud	123	3.4	16

13.10-jadval

Baxtli va samarali xodimlar aksiyadorlar boyligini oshirishga yordam beradi (davomi)

B. Aylanma stavkalari va yollash xarajatlari	Yillik aylanma darajasi (%)	Yangi ijaraga olish narxi
Bank ishi	16.0	\$6,110
Iste'mol mahsulotlari	23.0	\$17,450
Sug'urta	13.1	\$9,902
Ishlab chiqarish	17.8	\$11,408
Farmatsevtika	12.6	\$13,632
Telekommunikatsiya	21.0	\$7,176

Aksiyadorlarning boyligi firma faoliyatining o'ldhovi sifatida obyektiv va istiqbolli bo'lib, u firma va uning manfaatdor tomonlariga barcha ta'sirlarni o'z ichiga oladi. Firma faoliyatining boshqa hech qanday o'ldhovi firma strategiyasini baholash uchun shunchalik inklyuziv va amaliy emas.

Muvaffaqiyatli firmalarni aniqlashda ishlatiladigan va tobora ommalashib bo'rayotgan o'ldhov qo'shilgan bozor qiymati (MVA). MVA firma menejerlari tomonidan yaratilgan qiymatni o'ldhaydi. Bu firmaning majburiyatlari va kapitalining bozor qiymatiga teng, investorlarning firmaga to'ldagan pul miqdorini olib tashlagan holda (bu firmaning moliyaviy hisobotida topilgan "balans qiymati") ushbu qimmatli qog'ozlar birinchi marta chiqarildi.

Ya'ni, qo'shilgan bozor qiymati (MVA) quyidagilarga teng:

$$MVA = \text{aksiyalarning bozor qiymati} + \text{qarzning bozor qiymati} - \text{aksiyalarning balans qiymati} - \text{qarzning balans qiymati}.$$

Odatda, firmaning qarzning bozor qiymati uning balans qiymatiga yaqinlashadi, shuning uchun MVA ning yaqin bahosi kapitalning balans qiymatidan kam bo'ldgan kapitalning bozor qiymati hisoblanadi. Stern Styuart & Company moliyaviy konsalting firmasi, muntazam ravishda firmalarning MVA'larini haqida xabar beradi.

Strategiya va moliyaviy rejalarni bog'lash

Firma menejerlari vaqt o'tishi bilan kompaniya aksiyalari narxidagi harakatlarga katta e'tibor berishni xohlashadi. Ushbu harakatlar menejerlarga moliya bozori ishtirokchilari firmaga sarmoya kiritishdan xavf va potensial daromadni qanday ko'rishlari haqida ma'lumot beradi. Agar investorlar kutilayotgan daromadga nisbatan xavf juda katta ekanligini sezsalar, ular firma aksiyalarini sotadilar va pullarini boshqa joyga qayta investitsiya qiladilar.

Firma strategiyasi va uning moliyaviy rejalari o'rtasidagi bog'liqlikni ta'minlash uchun menejerlar avval firmaning moliya bozorlaridagi faoliyatini ko'rib chiqishlari va keyin nima uchun firmaning aksiyalari narxi raqobatchilardan yaxshiroq yoki yomonroq bo'ldganligini aniqlashlari mumkin. Menejerlar ushbu ma'lumotni olishlari va firmaning ichki faoliyatini tekshirishlari mumkin. Ular firma qanday qilib naqd pul ishlab chiqarayotganini, bu naqd pul firmaga (yangi mahsulotlar, filiallar va boshqalar) investitsiya qilinayotganini va bu investitsiyalar bo'yicha olingan daromad ko'rish uchun moliyaviy choralarni o'rganishlari kerak. Keyin menejerlar kam daromadlar qayerda olinishini aniqlashlari va tuzatish choralarni ko'rishlari mumkin. Menejerlar firmaning faoliyatini va taklif qilingan yangi loyihalarni baholashni xohlashadi. Amalga oshirish uchun aksiyadorlar boyligini qo'shadigan loyihalar tanlanishi kerak. Aksiyadorlar boyligini kamaytirishi kutilayotgan loyihalar chetga surilishi kerak.

Firmaning moliyaviy strategiyasini axloqiy bajarish kompyuter jadvalida-qi raqamlarga qarashdan ko'ra ko'proq narsani talab qiladi. Bu aksiyadorlarga ko'proq qiymat yaratish uchun firmaning qarz, kapital va dividend siyosatidan foydalanishiga zarur tuzatishlar kiritishni o'z ichiga oladi. Bunga firma mahsulotlari uchun yangi bozorlar yoki mijozlarni izlash, xarajatlarni nazorat qilish yoki narxlarni ehtiyotkorlik bilan oshirish va firma aktivlaridan samarali foydalanish kiradi. Bundan tashqari, qiymat yaratish rejalarini e'lon qilish uchun rahbariyat o'z rejasining asosiy tarkibiy qismlarini aksiyadorlar va moliya bozorlariga yetkazishni xohlaydi. Boshqa faoliyatga axloqiy jihatdan foydalanish kiradi buxgalteriya hisobi tamoyillari va soliq kodeksi firmaning soliqlarini minimallashtirish, firmaning samaradorligini oshirish, naqd pulni boshqarish va firmaning tavakkalchiliklarini boshqarish. Ushbu mavzularning aksariyati kelgusi boblarda muhokama qilinadi.

Nodavlat firmalar uchun mezon

Kuzatishga ega bo'lmagan bozor narxlariga ega bo'lmagan tashkilotlar uchun qaysi mezonni ishga olish kerakligi aniq savol, masalan, yaqin atrofdagi kichik kompaniya yoki notijorat tashkilot. Javob har qanday ishlab chiqarish aktivining qiymatga ega bo'lishiga olib keladigan omillarda yotadi. 9-bobdagi pulning vaqt qiymati haqidagi munozaramizdan biz aktivlarning pul oqimlari hajmi, vaqti va xavfi tufayli qiymatga ega ekanligini bilamiz. Menejment, agar qaror qabul qiluvchi moliya bozorlarida sotilgan bo'lsa, egasining kapitalining bozor qiymati bo'lishiga ishonadigan narsani maksimal darajada oshirish uchun tashkilotning pul oqimlari xavfini, vaqtini va hajmini muvozanatlashi kerak.

Biroq, kichik firmalarning egalari yoki menejerlari boshqa vaziyatga duch kelishadi. Ular o'z firmalariga ega ekan, ular o'z boyliklarini maksimal darajada oshirishga intilishadi, ammo bu boylik dollar atamalarida aniq ifodaga qarshi turishi mumkin. Pul bo'lmagan imtiyozlar egasi yoki menejeri uchun shaxsan muhim bo'lishi mumkin, masalan, firma ustidan nazoratni saqlash, biznesni oilada saqlash yoki bo'sh vaqtini yetarli darajada o'tkazish.

Sof pul nuqtayi nazaridan, egalari yoki rahbarlari firmasi moliyaviy boylik maksimalashtirishga mumkin emas, lekin egalari sifatida, faqat o'zlari uchun kreditorlar va ularning xodimlari uchun o'z vaqtida to'lovlarni ular qilmoq kabi uzoq javob berish uchun ular bor. Ularning qarorlari pul va pul bo'lmagan tarkibiy qismlarni o'z ichiga olgan shaxsiy boyliklarini maksimal darajada oshirishga harakat qiladi.

Etika haqida

Axloqiy tanqidchilar ko'pincha aksiyadorlarning boyligini ta'kidlash menejrlarni muammolarni tezda tuzatishga, hatto qat'iy qiymatni saqlab qolish uchun axloqsiz xatti-harakatlarga murojaat qilishga olib kelishi mumkin deb ta'kidlaydi-

lar. Ba'zi menejerlar, afsuski, mahsulot sifati yoki xavfsizligi, ishchilar xavfsizligi va jamoalarning farovonligini e'tiborsiz qoldirish yoki yolg'on sotish amaliyotidan foydalanish to'g'risida qaror qabul qilishadi. Ushbu amaliyotlar kashf etilmasa yoki e'lon qilinmasa, ular aksiyadorlar qiymatini kerak bo'lgandan yuqori saqlashga yordam berishi mumkin. Ammo, keling, bu turdagi xatti-harakatlarni batafsil ko'rib chiqaylik.

Axloqsiz menejerlar har qanday ko'rsatkichlarga qaramay, noto'g'ri qarorlar qabul qiladilar, shu sababdan, aksiyadorlar qiymatidan foydalanish kabi ko'rsatkichlar bunday noto'g'ri amaliyotlarga ta'sir qilmasligi mumkin. Kompaniya daromadlarining ortishi, xarajatlarning sun'iy ravishda pasayishi yoki kambag'al resurslarni zarur bo'lmagan va kam samarali foydalanishga yo'naltirishi kabi noto'g'ri amallar har qanday ko'rsatkichni yaxshilashi mumkin, bu sotuvlar, xarajatlar yoki bozor ulushi bo'lsin. Shuning uchun, moliyaviy ko'rsatkichlarda etik xatolar uchun ayblash noto'g'ri bo'ladi.

Ba'zi barcha manfaatdor tomonlar, deb da'vo edi (xodimlar, mijozlar, yetkazib beruvchilar, bondholders, bankirlar va aksiyadorlar) rahbarlari mulohazalar bo'lishi kerak qaror qabul qilish. Ularning ta'kidlashicha, faqat aksiyadorlar boyligiga e'tibor qaratish menejerlar tomonidan qisqa muddatli fikrlashni yaratadi. Ushbu nuqtayi nazar egalari menejerlar aksiyalarning joriy narxiga va bu yil nima ko'tarilishiga e'tibor berishadi, natijada menejerlar qisqa muddatli daromad hisobotlarini ko'paytirish, pul oqimini tejashga qaror qilish yoki uzoq muddatli loyihalarni amalga oshirishdan voz kechish uchun buxgalteriya hiylalariga murojaat qilishadi, shuning uchun investitsiya va innovatsiyalar tushkunlikka tushadi.

Biroq, firma qiymatiga e'tibor qaratish menejmentning ko'zlarini uning harakatlarining uzoq muddatli ketma-ketligiga qaratishi mumkin. Axloqsiz yoki beparvo xatti-harakatlar bilan shug'ullanadigan firmalar ushbu xatti-harakatni fosh qilish xavfini tug'diradi. Bunday vahiyar uzoq vaqt davomida firmaning obro'siga va aksiyadorlarning qiymatiga zarar yetkazishi mumkin, chunki mijozlar va xodimlar o'zlarining ishonchlari buzilganligini his qilishadi. Yaqinda o'tkazilgan tadqiqotning ba'zi dalillari shuni ko'rsatadiki, ijtimoiy vijdonli firmalar bozorda moliyaviy jihatdan ko'proq daromad olishlari mumkin. Korporativ etikaning muhim jihati – bu firma bunday faoliyatni to'xtatish va agar u yuzaga kelsa, uni qo'lg' olish uchun mavjud bo'lgan boshqaruv tizimlari. Aksiyadorlar ko'p va tarqalib ketganligi sababli, boshqaruv kengashi va korporativ boshqaruvning roli "tezkor tuzatish" yoki o'zlarining xudbin manfaatlari uchun emas, balki aksiyadorlarning eng yaxshi manfaatlari uchun ishlashini ta'minlashdir. Menejerlarni kompaniyaning uzoq muddatli shakllanishi va aksiyalar narxlarini ko'rsatkichlari uchun mukofotlaydigan kompensatsiya tizimlari menejerlarning barcha manfaatdor tomonlar va aksiyadorlarning farovonligi uchun tegishli qarorlar qabul qilishini ta'minlashi mumkin. Costco bosh moliyaviy direktori Richard Galantining bu iqtiboslari, (CFO) aksiyadorlarning boylik istiqbolini yaxshi ifodalaydi:

“Deyarli 30 yil oldin bizning ta’sischilarimiz bizning missiyamizni bayon qildilar: a’zo mijozlarimizga eng past narxda eng sifatli mahsulotlarni taqdim eting”, deydi Galanti. “Ularning buni amalga oshirish rejasi to’g’ri edi: qonunga bo’ysunib va sariyog’ pechenyesidan ozgina sariyog’ olib, burchaklarni kesmang; mijozlarga g’amxo’rlik qiling, nafaqat ularga sifatli mahsulotlar berish, balki ular ishonishi mumkin bo’lgan qaytarish siyosati; xodimlarga g’amxo’rlik qiling; hurmat qiling, lekin ular bilan adolatli bo’ling va keyin ustuvorlik tartibida aksiyadorlarga g’amxo’rlik qiling”.

Nima uchun aksiyador ro’yxat oxirida? “Chunki agar biz boshqa barcha narxalarni to’g’ri qilsak, aksiyador foyda ko’radi”, deb javob beradi Galanti. “Bu uzoq muddatli qiymatni keltirib chiqaradi va kelgusi 20 yil atrofida bo’lishimizni ta’minlaydi”.

13.9. KORPORATIV BOSHQARUV

O’z mulkdorlari va sherikliklari, egalari menejerlar va ular o’z bizneslarini boshqarishda faol rol o’ynaydilar. Lekin ko’pgina firmalarda egalardan boshqasi biznes qarorlarini qabul qiladi; egalik va nazoratning bo’linishi mavjud. Masalan, professional menejerlar aksiyadorlar o’rniga davlat korporatsiyalarini boshqaradilar. Bunday tartib axloqiy muammolarga olib kelishi mumkin. Misol uchun, insofsiz menejerlar aksiyadorlar ustidan o’zlariga foyda keltirish uchun xarajatlarni oshiradigan qarorlar qabul qilishlari mumkin (shunday kompaniyaga tegishli dam olish villalari, korporativ samolyotlar, yuqori maoshlar). Yoki ular tranzaksiyalar va buxgalteriya hisobi qoidalarini manipulyatsiya qilish orqali qimmatli qog’ozlar narxini yuqoriroq yuborishi mumkin, shunda firma avvalgidan ko’ra ko’proq foyda keltiradi.

Afsuski, 2000-yillarning boshlari bir qator korporativ janjallarni keltirib chiqardi. Ba’zi aksiyadorlik tahlilchilari va ularning investitsiya bank firmalari daromadli investitsiya bank to’lovlarini jalb qilish uchun aksiyalarni “giping” qilishda ayblangan. Enron, Global Crossing, Parmalat, Rite-Aid, Tyco, Worldcom va Xerox kabi firmalar noto’g’ri buxgalteriya amaliyotida ayblanib, o’tgan yillardagi moliyaviy ishlarni qayta ko’rib chiqishga majbur bo’ldilar; ayrim rahbarlar jarimaga tortildi va qamoqqa jo’natildi. Artur Andersen, hurmatli buxgalteriya firmasi, xodimlar Enronning buxgalteriya qoidabuzarliklari bilan bog’liq hujjatlarni maydalagandan so’ng, keyingi auditorlik ishlarini bajarishdan cheklandi. Mojarolarning aksariyati daromadlar va aksiyalar narxini oshirgan buxgalteriya amaliyoti bilan bog’liq yomon axloqiy qarorlar tufayli yuzaga keldi.

Inqiroz 2007–2009-yillardagi Buyuk tanazzul boshqa uzoqni ko’ra olmaydigan korporativ amaliyotlarni keltirib chiqardi. Nazoratning yetishmasligi va xatarlarni to’g’ri boshqarish Uoll-Stritdagi ba’zi firmalarni bankrotlik yoqasi-

ga olib keldi, ba'zilar, masalan, Bear Stearns va Lehman Brothers, muvaffaqiyatsiz tugadi. AQSH va global moliyaviy tizimlarning kuchliligi bilan bog'liq xavotirlar tufayli yuzaga kelgan vahima federal rezerv Kengashi va boshqa mamlakatlarning Markaziy banklari tomonidan katta aralashuvga olib keldi va fiskal siyosat va pul-kredit siyosati qo'rqinchli qulashning oldini olish uchun birgalikda ishlatilganligi sababli davlat xarajatlarning katta o'sishiga olib keldi. Ishchilarning pensiya rejaları yarmiga, ba'zan esa ko'proq qisqartirildi, ular 2007-yil oxiridan 2009-yil boshiga qadar tushayotgan fond bozorida katta miqdorda sarmoya kiritdilar.

Asosiy agent muammosi

Yuridik tilda firma direktorlari yoki egalari firmani boshqarish uchun menejerlarni (agentlarni) yollashadi. Agentlar firmani direktorlarning manfaatlarini hisobga olgan holda boshqarishi kerak. Biroq, axloqiy nuqsonlar, shaxsiy manfaatlar yoki direktorlarning agentga ishonmasligi ikki tomon o'rtasida manfaatlar to'qnashuvi va shubhalarga olib kelishi mumkin. Korporativ boshqaruvdagi ushbu muammo asosiy agent muammosi deb ataladi.

Korporatsiyada firmaning oddiy aksiyadorlari direktorlar kengashini saylaydilar. In nazariyaga ko'ra, kengash menejerlarni nazorat qilish va ularning aksiyadorlarning manfaatlari yo'lida ishlashini ta'minlashdir. Biroq, amalda, kengash ko'pincha aksiyadorlarga qaraganda menejment bilan yaqinroq aloqada bo'ladi. Masalan, top-menejerlar firmaning direktorlar kengashida o'tirishadi va firmaning top-menejerlari ko'pincha kengash o'rindiqlariga nomzodlarni ko'rsatadilar. Misol uchun, 1995-yilda Archer Daniels Midland kengashi (don protsessori) firmaning bosh direktori va uning uchta qarindoshlari kiritilgan. Boshqa firmalarda firmaning moliyaviy nazoratini nazorat qiluvchi muhim guruh bo'lgan kengashning taftish qo'mitalari a'zolari sifatida menejmentning qarindoshlari bo'lgan. Ushbu munosabatlar sadoqatni yashirishi va taxtani ulush egalarning manfaatlari uchun tishsiz qo'riqchiga aylantirishi mumkin.

Agentlar sifatida ishlaydigan menejerlar maoshlarini, xodimlarining kattaligini oshirish orqali o'zlarining qiziqishlarini izlashlari mumkin. Yaxshisi "imtiyozlar" nomi bilan tanilgan, ikkinchisiga klubga a'zolik, kompaniya samolyotlaridan yoki hashamatli kompaniya mashinalaridan foydalanish, bog'dorchilik xarajatlari, past foizli yoki foizsiz kreditlar va uzoq muddatli pullik kabi umrbod imtiyozlar kiradi. Tibbiy sug'urta, kompaniya avtomobillari va haydovchilaridan foydalanish va kompaniya samolyotlariga kirish ham bu imtiyozlarga kiradi. Firmalar, shuningdek, bosh direktorning egalik ulushiga ega bo'lgan boshqa korxonalar bilan ham ish olib borishlari mumkin, bu aksiyadorlar uchun eng yaxshisini qilish va yuqori lavozimli xodim uchun yaxshilik qilish o'rtasidagi farqni xiralashtiradi va ba'zida firmaning top-menejerlari kompaniyani xususiy qilib olishga taklif qilishadi.

Bunday holatlar manfaatlar to'qnashuviga olib kelishi mumkin, chunki firmaning top-menejerlaridan kim o'z firmasidan daromadni qanday oshirishni yaxshiroq biladi va nega ular firmaning hozirgi aksiyadorlari uchun buni qilmaydi?

Ularning ish o'rinlari kabi ko'plab rahbarlari, ularning ish haqi, ularning bonusi va hokimiyat ularning postlaridir. O'z manfaatlari uchun harakat qilib, ular o'z ishlarini saqlab qolishni xohlashadi. Bu har doim bitta firma boshqa maqsadli firmani egallab olishga yoki birlashishga harakat qilganda yaxshi ko'rinadi. Ko'pincha, ushbu sotib olish firma aksiyalarini aksiyadorlaridan hozirgi bozor narxidan yuqori narxda sotib olish taklifini o'z ichiga oladi.

Maqsadli firma rahbariyati o'z kengashi bilan birgalikda olib ketishga qarshi kurashishga intilishi mumkin bo'lgan bir qator holatlar bo'lgan. Ular korporativ ustavda bunday egallashni qiyinlashtiradigan o'zgarishlarni izlash orqali bunday birlashish yoki qo'shilish urinishlarini oldindan bekor qilishga harakat qilishlari mumkin.

Bunday kechiktirish taktikalariga yoki zaharli tabletkalarga misol qilib, mavjud aksiyadorlarning ko'pchiligi (masalan, uchdan ikki qismi) har qanday sotib olishni ma'qullashi, boshqaruv kengashiga katta miqdordagi aksiyalarni ruxsat berish va chiqarishga ruxsat beruvchi qoidalar egallashga urinish yoki mavjud menejerlarga qimmat to'lovlarni amalga oshirish shartlari har qanday muvaffaqiyatli sotib olish talab qiladigan qoidalarni o'z ichiga oladi. Garchi menejerlar bunday harakatlar aksiyadorlarning eng yaxshi manfaatlari bilan amalga oshirilayotganligini ta'kidlashlari mumkin bo'lsa-da, ularning harakatlarining mumkin bo'lgan natijasi egallab olingan taqdirda o'z ish joylari va daromadlarini saqlab qolishdir. Biroq, korporativ janjallar tufayli investorlarning tartibsizliklari oldida, kamroq firmalar zaharli tabletkalarni qabul qilmoqdalar va ba'zilar ularni yo'q qilish uchun choralar ko'rmoqdalar yoki ularning qoidalari tugashiga ruxsat berishmoqda. So'nggi yillarda Darden, Goodyear, First Energy, PG&E va Raytheon zaharli tabletkalarni yo'q qilishdi.

Ushbu xatti-harakatlar tufayli asosiy agent muammosi aksiyalar egalariga agentlik xarajatlarini yuklaydi. Agentlik xarajatlari – bu menejerlarning haqiqiy yoki potensial o'z-o'ziga xizmat qiladigan harakatlari tufayli aksiyadorlar tomonidan qoplanadigan moddiy va nomoddiy xarajatlar. Agentlik xarajatlariga aniq, cho'ntak xarajatlari kiradi. Bunga misol qilib ularning to'g'riligini tekshirish uchun moliyaviy hisobotlarni tekshirish xarajatlari, kengash a'zolari va top-menejerlar uchun javobgarlikni sug'urtalashni sotib olish, kengash yoki mustaqil maslahatchilar tomonidan menejerlarning harakatlarini kuzatib borish va oshirilgan ma'muriy ish haqi va imtiyozlarni to'lash kiradi.

Yashirin agentlik xarajatlari ular bilan bog'liq to'g'ridan to'g'ri xarajatlarga ega emas, ammo ular baribir aksiyadorlarga zarar yetkazadi. Yashirin agentlik xarajatlariga boshqaruv harakatlariga qarshi qo'yilgan cheklovlar (masalan, ba'zi bir

muhim qarorlar uchun aksiyadorlarning ovozlarini talab qilish) va qarz beruvchi tomonidan firmaga joylashtirilgan shartnomalar yoki restriktiv – tionlar kiradi.

Asosiy agent muammosining yakuniy natijasi firma qiymatining pasayishi hisoblanadi. Investorlar firma aksiyalari uchun unchalik ko'p pul to'lamaydilar, chunki ular asosiy agent muammosi va uning xizmat xarajatlari firma qiymatini pasaytirishini tushunishadi. Agentlik xarajatlari pasayadi va firma qiymati oshadi, chunki direktorlarning o'z agentlariga bo'lgan ishonchi ortadi. Agentlik xarajatlarini kamaytirishning ba'zi usullarini keyingi bo'limda muhokama qilamiz.

Agentlik muammolarini kamaytirish

Menejrlarning o'z-o'ziga xizmat qiladigan qarorlarni qabul qilish oqibatlarini kamaytirish uchun ikkita asosiy yondashuvdan foydalanish mumkin. Birinchidan, menejrlarning imtiyozlari aksiyadorlarning imtiyozlariga ko'proq mos kelishi mumkin.

O'tmishda bu amaldagi uchun tez-tez ishlatiladigan usul rahbarlari uchun fond imkoniyatlari taklif qilish edi. Variantlar menejrlarga kelajakda firma aksiyalarining belgilangan sonini ma'lum narxda sotib olishga imkon beradi. Agar firmaning aksiyalari narxi ko'tarilsa, aksiyalarning qiymati va tegishli menejrlarning boyligi ko'tariladi. Aksiyadorlarning eng yaxshi manfaatlariga putur yetkazadigan qarorlar aksiya opsiyonlarini kamroq qimmatli qilish orqali boshqaruvga ta'sir qiladi. Lekin fond variant rejalari bir necha tanqidlarga tortiladi.

Axloqiy birja opsiyalari bilan bog'liq yana bir muammo shundaki, menejrlar katta bonuslarni olishlari mumkin, chunki iqtisodiy sharoitlar boshqaruv mahoratidan qat'i nazar, ko'tarilgan fond bozorini yaratadi. Boshqa tomondan, fond bozori tushganda, barcha menejrlar moliyaviy zarar ko'rmaydilar, chunki ba'zi firmalar o'zlarining aksiyadorlik opsiyonlarini past narxlarda qayta baholashni tanladilar va nihoyat, birja opsiyonlari 1990-yillarning oxirlarida menejrlarning ba'zi axloqiy kamchiliklari uchun ayblangan edi, chunki buxgalteriya qarorlari firmaning daromadlarini oshirish uchun aksiyalar narxining keskin o'zgarishiga va o'z imkoniyatlarini naqd qilgan menejrlar uchun kutilmagan hodisalarga olib keldi.

Biroq, aksiya opsiyalarining maqsadi aksiyadorlar bilan bo'linadigan xavfni taqsimlashdir. Rahbarlar aksiya opsiyasini amalga oshirgan va aksiya sotib olganlarida, ularning boyligi kompaniyaning aksiyalariga ko'proq ta'sir qiladi. Opsiya qiymatini yo'qotganda qog'ozda zarar ko'rish bir narsa, ammo aksiya narxlarining pasayishi sababli ko'p million dollarlik haqiqiy pozitsiyaning kamayishini ko'rish boshqa narsa. Ko'plab rahbarlar 2007–2009-yillarda aksiya narxlarini tushganida katta boyliklarini yo'qotishdi. Fond bozorining eng past nuqtasida chop etilgan maqola o'z kompaniyalarida aksiyalari qiymatini yo'qotgan ko'plab rahbarlarni nomlab o'tgan.

Cheklangan aksiyalardan foydalanish rahbarlarning manfaatlarini aksiyadorlar manfaatlari bilan uyg'unlashtirish uchun aksiya opsiyalarining salbiy oqibatlarisiz mashhurlikka ega bo'lmoqda. Cheklangan aksiyalar xodimlarga beriladi, ammo ular vestsiyalanmaguncha sotilishi mumkin emas, bu odatda uch-besh yil ichida sodir bo'ladi. Kompaniyani tark etgan xodimlar cheklangan aksiyalarini yo'qotadi. Ba'zi kompaniya rejalariga ko'ra, yuqori darajadagi rahbarlar yomon moliyaviy ko'rsatkichlar yoki moliyaviy maqsadlarga erisholmaslik holatida cheklangan aksiyalarini yo'qotadi. Cheklangan aksiyalarning vestsiyalanish muddati qisqa muddatli aksiya opsiyalariga qaraganda uzoqroq bo'lib, uning yuqori daromad potentsiali kamroq. Ammo, aksiya narxi yetarlicha ko'tarilmasa, aksiya opsiyalari qiymatini yo'qotishi mumkin bo'lgan joyda, cheklangan aksiyalar kompaniya bankrot bo'lmaguncha biroz qiymatini saqlab qoladi. Bundan tashqari, cheklangan aksiyalar egalari ular vestsiyalanmasdan oldin ham dividend oladi.

O'z manfaati uchun harakat qiluvchi rahbarlarni nazorat qilishning ikkinchi vositasi ularni yanada mas'uliyatli qilish uchun yaqinroq nazorat o'rnatishdir. Korporativ va buxgalteriya skandallaridan keyin qonuniy nazorat korporativ kengashlar nazorati bilan bir qatorda amalga oshirilmoqda. Ba'zi firmalar kengashlarida mustaqil direktorlar (ya'ni kompaniya boshqaruvining bir qismi bo'lmagan shaxslar) sonini ko'paytirmoqda. 2002 yilda AQSH Kongressi tomonidan qabul qilingan Sarbanes-Oxley Act (SOX yoki Sarbox) avval keltirilgan korporativ buxgalteriya va etik nizolarga javoban o'rnatilgan.

Ushbu qonun quyidagi standartlarni belgilaydi:

- Besh a'zodan iborat Jamoat kompaniyasi buxgalteriya nazorati kengashi (PCAOB) tashkil etildi. PCAOB, SEC ga hisobot beradi va korporativ buxgalteriya auditorlarini amalga oshiruvchi firmalarni ro'yxatdan o'tkazadi; bu firmalar uchun audit, sifat nazorati, etika va mustaqillik standartlarini belgilaydi; auditorlarni tekshiradi va ularning ishini ko'rikdan o'tkazish va SOX standartlari va qoidalarini buzgan firmalarga intizomiy chora qo'llash imkoniyatiga ega.

- Qiziqishlar to'qnashuvini bartaraf etish uchun buxgalteriya firmalari o'zlari audit o'tkazadigan firmalarda boshqa funksiyalarni (buxgalteriya yuritish, moliyaviy tizim maslahatlari va h.k.) bajarolmaydi. Mustaqillikni saqlash uchun bosh auditor har besh yilda kamida bir marta almashtirilishi kerak. Auditorlar o'z hisobotlarini kengashning audit qo'mitasiga taqdim etishlari kerak. Audit qo'mitasida qonunda belgilangan "moliyaviy ekspert" kamida bitta bo'lishi kerak. Faqat mustaqil direktorlar (ya'ni o'zlarining kengashdagi xizmatlari tashqari kompaniyada ishlamaydigan yoki pullik maslahat bermaydigan direktorlar) audit qo'mitasida ishtirok eta oladi.

- Korporativ mas'uliyatni oshirish uchun, kompaniya bosh direktori (CEO) va moliya direktori (CFO) kompaniyaning moliyaviy hisobotlari SOX talablari va yaxshi buxgalteriya amaliyotlariga mos kelishini tasdiqlashi kerak. Noto'g'ri hisobotni imzolagan amaldor o'n yilgacha qamoq jazosiga yoki bir million dollarga-

cha jarimaga tortilishi mumkin. Korporatsiyalar o'z amaldorlari va direktorlariga endi qarz bera olmaydi.

Bundan tashqari, firmalar yuqori darajadagi amaldorlar uchun etika kodeksini ishlab chiqishi va "whistleblowers"ni, ya'ni kompaniya tomonidan amalga oshirilgan ehtimoliy qonunbuzarliklarni xabar qilgan shaxslarni himoya qilish siyosatiga ega bo'lishi kerak.

– Xavfsizlik tahlilchilari korporatsiyalarni o'rganib chiqib, kompaniya aksiyalari, obligatsiyalari va boshqa qimmatli qog'ozlarining istiqbollari bo'yicha tadqiqot hisobotlarini yozadilar. Ko'pincha tahlilchi katta to'lovlar evaziga korporatsiyalarga birlamchi bozor takliflarida yordam beradigan investitsiya banki firmasi uchun ishlaydi. SOX tadqiqot funksiyasi bilan investitsiya banki funksiyasi o'rtasida qiziqishlar to'qnashuvini bartaraf etish uchun bir nechta qoidalarini o'z ichiga oladi; tadqiqot hisobotlari Wall Street firmasining investitsiya banki bo'limi tomonidan hisobot e'lon qilinishidan oldin ko'rib chiqilishi yoki tasdiqlanishi mumkin emas. Ikkinchidan, xavfsizlik tahlilchilari kompaniya mijozlari haqida yozgan ijobiy tadqiqot hisobotlari asosida investitsiya banki to'lovlari asosida to'lanishi mumkin emas. Uchinchidan, tahlilchi hisobotini tayyorlayotgan firmalar tomonidan chiqarilgan qimmatli qog'ozlarga ega bo'lsa, hisobotlarda buni oshkor etishi kerak.

Sarbanes-Oxley va fond birjalarning harakatlari korporativ kengashlarda ko'proq mustaqil direktorlarni talab qiladi. Mustaqil direktorlar menejmentning strategiyasi va takliflarini va ularning aksiyadorlar qiymatiga ta'sirini tahlil qilishga ko'proq moyil bo'lishi kerak. Bundan tashqari, pensiya jamg'armalari va investitsiya fondlari kabi yirik institutsional investorlar yanada lokal bo'lib bormoqda. Ba'zilar menejment bilan so'rov bo'yicha uchrashuvlar, boshqaruv harakatlarini tanqid qilish va firma uchun muhim bo'lgan masalalar bo'yicha aksiyadorlarning ovozlarini taklif qilish orqali aksiyalarni o'tkazadigan kompaniyalar faoliyatini nazorat qilishda faol rol o'ynamoqda.

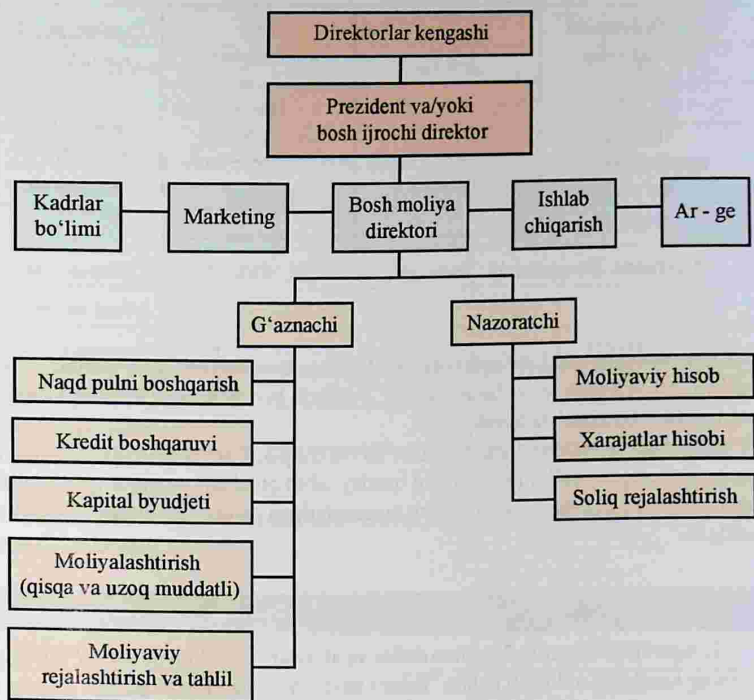
Moliya tizimiga bo'lgan ishonchni oshirdi va buxgalteriya hisobining shaffofligi aksiyadorlarning boyligiga yordam beradi. Bir nechta tadqiqotlar shuni ko'rsatdiki, korporativ boshqaruv qoidalari yaxshiroq bo'lgan mamlakatlardagi firmalar aksiyalarning yuqori rentabelligini boshdan kechirgan. Korporativ boshqaruvni kuchaytirish va agentlik xarajatlarini tartibga solish orqali kamaytirishga qaratilgan 29 ta urinish chet elda mashhurlikka erishmoqda. Iqtisodiy hamkorlik va taraqqiyot tashkiloti (OECD) tomonidan yaqinda o'tkazilgan tadqiqot a'zo davlatlar uchun bir qator "AQSH boshqaruv uslubi" tashabbuslarini taklif qiladi. Hisobot butun dunyodagi kompaniyalarga aksiyadorlar boyligini ko'paytirish, direktorlarni olib tashlash, direktorlarni tayinlash va saylash uchun aksiyadorlarning kuchli huquqlari, menejerlarni nazorat qilish uchun mustaqil kengashlar, xavfsizlik tahlilchilarining manfaatlar to'qnashuvidan qochish va mustaqil auditorlar va xabar beruvchilarni himoya qilish kabi amaliyotlarni qo'llashni tavsiya

qiladi. 2007–2009-moliyaviy inqirozidan so‘ng, ijro etuvchi kompensatsiya mavzusi ko‘p yillar davomida nazorat qiluvchi mavzu bo‘lishi mumkin. Kompaniyalar soliq to‘lovchiga hukumat tomonidan garovga qo‘yilgan firmalardan adolatni, yuqori sifatli iste’dodlarni jalb qilish va saqlab qolish zarurligini va kompensatsiya paketlari yaratishi mumkin bo‘lgan noto‘g‘ri imtiyozlardan kelib chiqadigan xavflarni kamaytirishga intilishadi.

13.10. TASHKILOT SXEMASIDA MOLIYA

Eng kichik firmalardan tashqari, bosh moliyaviy direktor (moliya direktori) yoki moliya vitse-prezidenti unvoniga ega bo‘lgan top-menejer prezidentga hisobot beradi. Firmaning xazinachisi va uning boshqaruvchisi odatda moliya direktoriga hisobot berishadi (13.1-rasm). Firma xazinachisi moliyaviy tahlilning an‘anaviy funksiyalarini nazorat qiladi: kapital byudjetlashtirish, qisqa muddatli va uzoq muddatli moliyalashtirish qarorlari va joriy aktivlarni boshqarish. Nazoratchi an‘anaviy ravishda buxgalteriya hisobi, xarajatlarni tahlil qilish va soliqni rejalashtirishni boshqaradi.

Yirik davlat korporatsiyalarida moliyaviy xodimlar uchun kompensatsiya jozibador, ammo mashaaqqatli mehnat, uzoq soatlar va tahlil, muloqot va odamlar bilan ishlash bo‘yicha mukammal ko‘nikmalar kutilmoqda. Odatda ish haqi paketiga ish haqi, yillik rag‘batlantiruvchi ish haqi, uzoq muddatli to‘lov (naqd pul va cheklangan aksiyalarni o‘z ichiga oladi; ya‘ni belgilangan yillar davomida sotilmaydigan aksiyalar) va aksiyalar opsiyalari kiradi. 2011-yilda daromadi 1 milliard dollardan ortiq bo‘lgan korporatsiyalarda moliyaviy direktorning o‘rtacha maoshi 1,2 million dollardan oshdi. Kichik korporatsiyalar uchun ish haqi kamroq, ammo baribir katta edi; daromadi 1 milliard dollardan kam bo‘lgan firmalar uchun CFO o‘rtacha 500 000–700 000 AQSH dollari ishlab topdi. Moliya direktori bo‘lish – firma bosh direktori bo‘lishga bir yo‘ldir. Hisob-kitoblarga ko‘ra, Fortune 500 ro‘yxatidagi 62 ta bosh direktor moliya direktori lavozimidan kelgan.



13.1-rasm. Odatda tashkilot sxemasida moliyaning o'rnini.

Kompaniyaning biznes muvaffaqiyati strategiyasi uning yuqori mansabdor shaxslari va korporatsiya bo'lsa, uning direktorlar kengashi tomonidan belgilanadi. Ko'pincha bu strategiya **13.2-rasmda** ko'rsatilganidek, firma balansi tarkibida o'z aksini topadi. Firma strategiyasini rejalashtirish bilan shug'ullanuvchilar bir nechta asosiy savollarga javob berishda balansda taqdim etilgan tuzilmaga amal qiladilar:

1. Kapitalni byudjetlashtirish masalasi. Firma o'z mahsulotini ishlab chiqarish uchun qanday asosiy yoki uzoq muddatli aktivlarni sotib olishi kerak?
2. Kapitalning tuzilishi masalasi. Firma bu xaridlarni qanday moliyalashtirishi kerak?

Operatsion qarorlar	Joriy aktivlar	Joriy majburiyatlar	Operatsion qarorlar
Kapital byudjetlashtirish bo'yicha qarorlar	Asosiy vositalar	Uzoq muddatli qarz	Kapital tuzilishi to'g'risidagi qarorlar
		Kapital	

13.2-rasm. Buxgalteriya balansi.

Operatsiyalar yoki sof aylanma savol. Firma inventarizatsiyani qanday boshqarishi, mijozlardan to'lovlarni yig'ishi, yetkazib beruvchilarga to'lashi va naqd pul hisobini boshqarishi kerak?

Quyidagi boblarda ushbu mavzular ko'rib chiqiladi, sizga moliyaviy odamlar-ga kerak bo'lgan ma'lumotlar, ularni qanday tahlil qilishlari va qaror qabul qilish uchun aksiyadorlar boyligini oshirish maqsadlaridan qanday foydalanishlari ko'r-satilgan.

MASHG'ULOTLAR

1. Agar majburiyatlar 5 million dollar va aktivlar 10 million dollar bo'lsa, ega-larining kapitalini aniqlash uchun "balans tenglamasi"dan foydalaning.

2. Yetishmayotgan summalarni to'ldirish uchun balanslar haqidagi bilimla-ringizdan foydalaning:

Aktivlar	
Naqd pul	\$10,000
Kutilgan tushum	100,000
Inventarizatsiya	-
Jami joriy aktivlar	220,000
Yalpi zavod va uskunalar	500,000
Kamroq: to'plangan amortizatsiya	-
Net zavod va uskunalar	375,000
Jami aktivlar	-

Majburiyatlar	
Kreditorlik qarzlari	\$12,000
To'lanadigan eslatmalar	50,000
Jami joriy majburiyatlar	-
Uzoq muddatli qarz	-
Jami majburiyatlar	190,000
Oddiy aksiyalar (nominal 1 dollar, 100 000 aksiya)	-
To'langan kapital	-
Taqsimlanmagan daromad	150,000
Jami aksiyadorlarning kapitali	-
Jami majburiyatlar va kapital	-

3. Yetishmayotgan summalarni to'ldirish uchun balans haqidagi bilimlaringizdan foydalaning:

Aktivlar	
Naqd pul	\$50,000
Kutilgan tushum	80,000
Inventarizatsiya	100,000
Jami joriy aktivlar	-
Yalpi zavod va uskunalar	-
Kamroq: to'plangan amortizatsiya	130,000
Net zavod va uskunalar	600,000
Jami aktivlar	-
Majburiyatlar	
Kreditorlik qarzlari	\$12,000
To'lanadigan eslatmalar	50,000
Jami joriy majburiyatlar	-
Uzoq muddatli qarz	-
Jami majburiyatlar	-

Oddiy aksiyalar (nominal 1 dollar, 100 000 aksiya)	-
To'langan kapital	250,000
Taqsimlanmagan daromad	200,000
Jami aksiyadorlarning kapitali	-
Jami majburiyatlar va kapital	\$830,000

4. Yetishmayotgan dollar summalarini to'ldirish uchun balans va umumiy o'lchamdagi hisobotlar haqidagi bilimingizdan foydalaning:

Aktivlar		
Naqd pul	\$25,000	3.4 %
Kutilgan tushum	\$125,000	-
Inventarizatsiya	-	27.1 %
Jami joriy aktivlar	\$350,000	-
Yalpi zavod va uskunalar	-	95.0 %
Kamroq: to'plangan amortizatsiya	\$313,000	42.5 %
Net zavod va uskunalar	-	-
Jami aktivlar	\$737,000	100 %
Majburiyatlar		
Kreditorlik qarzlari	-	15.7 %
To'lanadigan eslatmalar	\$29,000	3.9 %
Jami joriy majburiyatlar	-	-
Uzoq muddatli qarz	\$248,000	33.6 %
Jami majburiyatlar	\$393,000	-
Oddiy aksiyalar (nominal 1 dollar, 450, 000 aksiya)	\$4,500	0.6 %
To'langan kapital	\$220,500	29.9 %
Taqsimlanmagan daromad	-	-
Jami aksiyadorlarning kapitali	\$344,000	46.7 %
Jami majburiyatlar va kapital	-	100.0 %

5. Yo‘qolgan narsalarni to‘ldirish uchun daromad hisoboti haqidagi bilimingizdan foydalaning:

Sotish	
Sotilgan mahsulot tannarxi	\$575,000
Yalpi foyda	1,600,000
Umumiy va ma'muriy xarajatlar	200,000
Sotish va marketing xarajatlari	-
Amortizatsiya	50,000
Operatsion daromad	-
Qiziqish	100,000
Soliqlardan oldingi daromad	-
Daromad solig'i (30 %)	-
Sof daromad	\$700,000

6. Daromadlar to'g'risidagi hisobotni tuzish uchun quyidagi ma'lumotlardan foydalaning:

Qiziqish	\$25,000
Sotish	\$950,000
Daromad solig'i stavkasi	25 %
Sotish va marketing xarajatlari	\$160,000
Umumiy va ma'muriy xarajatlar	
Yalpi foyda	\$550,000
Amortizatsiya	\$30,000
Sotilgan mahsulot tannarxi	\$400,000

7. Daromadlar to'g'risidagi hisobotni tuzish uchun quyidagi ma'lumotlardan foydalaning:

Sotilgan mahsulot tannarxi	\$684,000
Yalpi foyda	\$546,000
Umumiy va ma'muriy xarajatlar	\$159,000
Sotish va marketing xarajatlari	\$134,000
Operatsion daromad	\$228,000
Soliqlardan oldingi daromad	\$87,000
Daromad solig'i stavkasi	27 %

8. Yo'qolgan dollar miqdorini to'ldirish uchun daromadlar to'g'risidagi hisobotlar va umumiy o'lchamdagi shtatlar haqidagi bilimlaringizdan foydalaning:

Sotish	\$2,876,200	100.0 %
Sotilgan mahsulot tannarxi	-	74.7 %
Yalpi foyda	-	25.3 %
Umumiy va ma'muriy xarajatlar	\$250,000	8.7 %
Sotish va marketing xarajatlari	\$140,000	4.9 %
Amortizatsiya	-	3.8 %
Operatsion daromad	\$229,000	8.0 %
Qiziqish	-	4.6 %
Soliqlardan oldingi daromad	\$97,000	3.4 %
Daromad solig'i (25 %)	\$24,250	0.8 %
Sof daromad	-	2.5 %

9. Mushkul muammo elektron jadvaldan foydalanib, 2-muammodagi ma'lumotlardan umumiy o'lchamdagi balansni va 5-muammodagi ma'lumotlardan umumiy o'lchamdagi daromadlar hisobotini tuzing.

10. Pul oqimlari to'g'risidagi hisobotni tuzish uchun quyidagi daromadlar to'g'risidagi hisobot va balans ma'lumotlaridan foydalaning:

	2017
Sotish	\$1,230,000
Sotilgan mahsulot tannarxi	\$684,000
Yalpi foyda	\$546,000
Umumiy va ma'muriy xarajatlar	\$159,000
Sotish va marketing xarajatlari	\$134,000
Amortizatsiya	\$25,000
Operatsion daromad	\$228,000
Qiziqish	\$141,000
Soliqlardan oldingi daromad	\$87,000
Daromad solig'i (27 %)	\$23,490
Sof daromad	\$63,510
To'langan dividendlar	\$25,000

Aktivlar	2017	2016
Naqd pul	\$25,000	\$21,990
Debitorlik qarzlari	\$125,000	\$115,000
Inventarizatsiya	\$200,000	\$215,000
Jami joriy aktivlar	\$350,000	\$351,990
Yalpi zavod va uskunalar	\$700,000	\$475,000
Kamroq: to'plangan amortizatsiya	\$313,000	\$288,000
Net zavodi va jihozlari	\$387,000	\$187,000
Jami aktivlar	\$737,000	\$538,990

Majburiyatlar	2017	2016
Kreditorlik qarzlari	\$116,000	\$103,000
To'lanadigan eslatmalar	\$29,000	\$29,000
Jami joriy majburiyatlar	\$145,000	\$132,000
Uzoq muddatli qarz	\$248,000	\$152,000
Jami majburiyatlar	\$393,000	\$284,000
Oddiy aksiya (nominal 0,01 dollar)	\$4,500	\$4,000
To'langan kapital	\$220,500	\$170,500
Taqsimlanmagan daromad	\$119,000	\$80,490
Jami aksiyadorlarning kapitali	\$344,000	\$254,990
Jami majburiyatlar va kapital	\$737,000	\$538,990

11. Quyidagi moliyaviy hisobotlardan foydalangan holda muammoni hal qiling:

a. umumiy moliyaviy hisobotlarni hisoblash.

b. firmaning pul oqimlari to'g'risidagi hisobotni tuzing. Firma yil davomida mablag'larni qayerga investitsiya qildi? Bu xaridlarni qanday moliyalashtirdi?

EastNorth Manufacturing, Inc uchun daromad hisoboti.

Yilning 31-dekabrida tugagan aktivlar	2017	2016
Sof daromad yoki sotish	\$700,000	\$600,000
Sotilgan mahsulot tannarxi	450,000	375,000
Yalpi foyda	250,000	225,000
Operatsion xarajatlar:		
Umumiy va ma'muriy	95,000	95,000
Sotish va marketing	56,000	50,000
Amortizatsiya	25,000	20,000
Operatsion daromad	74,000	60,000
Qiziqish	14,000	10,000

Soliqlardan oldingi daromad	60,000	50,000
Daromad solig'i (40 %)	24,000	20,000
Sof daromad	\$36,000	\$30,000
Chiqarilgan aksiyalar soni	50,000	50,000
Bir aksiya uchun daromad	\$0.72	\$0.60

415. Eastnorth Manufacturing, Inc. uchun balans jadvallari.

Yilning 31-dekabrida tugagan aktivlar	2017	2016
Naqd pul va bozorda sotiladigan qimmatli qog'ozlar	\$25,000	\$20,000
Debitorlik qarzlari	100,000	80,000
Inventarizatsiya	125,000	100,000
Jami joriy aktivlar	250,000	200,000
Yalpi zavod va uskunalar	300,000	225,000
Kamroq: to'plangan amortizatsiya	-100,000	-75,000
Net zavodi va jihozlari	200,000	150,000
Yer	50,000	50,000
Jami asosiy vositalar	250,000	200,000
Jami aktivlar	\$500,000	\$400,000
MAJBURIYATLAR VA KAPITAL		
Kreditorlik qarzlari	\$78,000	\$65,000
To'lanadigan eslatmalar	34,000	10,000
Hisoblangan majburiyatlar	30,000	25,000
Jami joriy majburiyatlar	142,000	100,000
Uzoq muddatli qarz	140,000	100,000
Jami majburiyatlar	\$282,000	\$200,000
Oddiy aksiya (nominal \$1, 50 000 ta aksiya)	\$50,000	\$50,000
To'langan kapital	100,000	100,000
Taqsimlanmagan daromad	68,000	50,000
Jami aksiyadorlarning kapitali	218,000	200,000
Jami majburiyatlar va kapital	\$500,000	\$400,000

12. Quyidagi ikki umumiy o'lchamdagi balans varaqlarini taqqoslang va farqlarini aniqlang. Sizningcha, qaysi biri avtomobil ishlab chiqaruvchisi va qaysi biri kompyuter ishlab chiqaruvchisi bo'lishi mumkin?

Umumiy o'lchamdagi balans varaqlari:

Aktivlar	A firma	B firma
Naqd pul	26.7 %	10.6 %
Debitorlik qarzlari	18.8 %	0.9 %
Inventarizatsiya	1.7 %	2.9 %
Boshqa joriy aktivlar	7.9 %	5.0 %
Jami joriy aktivlar	55.1 %	19.4 %
Net zavodi va jihozlari	7.9 %	13.3 %
Boshqa uzoq muddatli aktivlar	37.1 %	67.3 %
Jami aktivlar	100.0 %	100.0 %

13. Quyidagi ikki umumiy hajmdagi balans varaqlarini solishtiring va farqlarni aniqlang. Qaysi biri supermarketga tegishli bo'lishi mumkin? Qaysi biri zar-do'zlik do'koniga oid?

Umumiy hajmdagi balans varaqlari:

Aktivlar	A firma	B firma
Naqd pul	5.3 %	2.7 %
Debitorlik qarzlari	4.1 %	0.0 %
Inventarizatsiya	37.5 %	61.7 %
Boshqa joriy aktivlar	5.9 %	4.1 %
Jami joriy aktivlar	52.8 %	68.5 %
Net zavodi va jihozlari	35.1 %	20.6 %
Boshqa uzoq muddatli aktivlar	12.4 %	11.0 %
Jami aktivlar	100.0 %	100.0 %

Majburiyatlar	A firma	B firma
Kreditorlik qarzlar	19.6 %	23.8 %
To'lanadigan eslatmalar	0.1 %	0.0 %
Boshqa joriy majburiyatlar	16.8 %	3.6 %
Jami joriy majburiyatlar	36.5 %	27.4 %
Uzoq muddatli qarz	11.9 %	14.2 %
Boshqa majburiyatlar	14.7 %	8.0 %
Jami majburiyatlar	63.1 %	49.6 %
Umumiy kapital	4.9 %	4.9 %
Taqsimlanmagan daromad	32.0 %	45.5 %
Jami aksiyadorlarning kapitali	36.9 %	50.4 %
Jami majburiyatlar va kapital	100.0 %	100.0 %

14. Quyidagi moliyaviy hisobotlardan foydalangan holda muammoni hal qiling:

- umumiy moliyaviy hisobotlarni hisoblash.
 - turli hisoblarda yilma-yil foiz o'zgarishlarni hisoblang.
 - ushbu tahlildan firma haqida qanday tushunchalarni olishingiz mumkin?
- Balans-yillik ma'lumotlar (million \$)

	2017	2016	2015	2014	2013
Naqd pul va pul ekvivalentlari	16.9	12.8	141.8	144.0	73.0
Debitorlik qarzlar	798.3	614.5	486.5	373.0	376.0
Inventarizatsiya	3,482.4	2,830.8	2,462.6	2,027.0	1,733.0
Boshqa joriy aktivlar	96.3	92.0	130.8	79.0	144.0
Sof asosiy vositalar	4,345.3	3,428.2	2,593.9	2,144.0	1,754.0
Boshqa uzoq muddatli aktivlar	94.6	125.4	91.1	135.0	127.0
JAMI AKTIVLAR	8,833.8	7,103.7	5,906.7	4,902.0	4,207.0
Kreditorlik qarzlar	1,546.8	1,364.0	1,130.3	907.0	813.0
Qisqa muddatli qarz	440.7	0.0	0.0	0.0	0.0

Boshqa joriy majburiyatlar	1,024.1	939.7	793.5	673.0	626.0
Uzoq muddatli qarz	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Boshqa majburiyatlar	615.0	566.0	498.6	473.0	395.0
JAMI MAJBURIYATLAR	3,626.6	2,869.7	2,422.4	2,053.0	1,834.0
Afzal kapital	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Umumiy kapital	676.3	446.2	337.3	196.0	107.0
Taqsimlanmagan daromad	4,530.9	3,787.8	3,147.0	2,653.0	2,266.0
AKSIYADORLARNING KAPITALI	5,207.2	4,234.0	3,484.3	2,849.0	2,373.0
JAMI O'ZGARISHLAR VA MOLIYA EKUITETLARI	8,833.8	7,103.7	5,906.7	4,902.0	4,207.0

Daromadlar bo'yicha hisobot-yillik ma'lumotlar (million \$)

	2017	2016	2015	2014	2013
Daromad	24,623.0	21,206.9	17,838.8	15,307.0	13,363.0
Sotilgan mahsulot tannarxi	17,779.7	15,235.8	12,768.5	10,951.0	9,518.0
Sotish, umumiy va boshqaruv	5,175.8	4,516.9	3,844.8	3,332.0	2,973.0
Depresiatsiya va amortizatsiya	269.2	230.1	210.1	189.0	164.0
Tadqiqot va ishlanmalar	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
OPERATSION DAROMAD	1,398.3	1,224.1	1,015.4	835.0	708.0
Foiz xarajatlari	3.1	0.4	0.4	1.0	2.0
Boshqa xarajatlar (daromad)	(27.5)	(39.6)	(12.3)	(43.0)	(6.0)
SOLIQLARDAN OLDINGI DAROMAD	1,422.27	1,263.3	1,027.3	877.0	712.0
Daromad solig'i	537.1	486.4	403.2	340.0	276.0
SOLIQLARDAN KEYINGI DAROMAD	885.6	776.9	624.1	537.0	436.0
Eps (xabar qilinganidek)	0.86	0.76	0.62	0.54	0.44

14-BOB. MOLIVAVIY TAHLIL VA UZOQ MUDDATLI MOLIVAVIY REJALASHTIRISH

- 14.1. Moliyaviy hisobot tahlili**
- 14.2. Likvidlik koeffitsiyentlari va tahlili**
- 14.3. Aktivlarni boshqarish koeffitsiyentlari va tahlili**
- 14.4. Moliyaviy leveraj koeffitsiyentlari va tahlili**
- 14.5. Rentabellik koeffitsiyentlari va tahlili**
- 14.6. Bozor qiymati nisbati va tahlili**
- 14.7. Nisbatlarni tahlil qilishning DuPont usuli**
- 14.8. Uzoq muddatli moliyaviy rejalashtirish**
- 14.9. Xarajat-hajm-foйда tahlili**
- 14.10. Operatsion leveraj darajasi**

14.1. MOLIVAVIY HISOBOT TAHLILI

13-bobda muhokama qilingan moliyaviy hisobotlar firmaning moliyaviy hisobotlarini, ma'lum bir vaqtdagi mavqei, shuningdek, uning ma'lum bir vaqt oralig'idagi faoliyati natijalarini taqdim etish uchun mo'ljallangan. Haqiqiy ushbu bayonotlarning foydaliligi ular kompaniyaning kelajakdagi daromadlari va dividendlarini va ushbu o'zgaruvchi faktorlar bilan bog'liq risklarni bashorat qilishda yordam berishidadir. Moliyaviy hisobot tahlili kompaniyaning moliyaviy bo'l-magan operatsiyalariga ta'sir qilishi mumkin. Masalan, sotuvchi yangi mijozni yo'qotishi mumkin va savdo komissiyasi mijozning moliyaviy hisobotlar ma'lumotlarini tekshirishi va mijoz yomon kredit xavfi degan xulosaga kelishi mumkin.

Tovar-moddiy zaxiralarning haddan tashqari ko'pligini ko'rsatuvchi tahlil natijalari kompaniyaning narxлари va marketingidagi o'zgarishlarga olib kelishi mumkin va bu firmaning ishlab chiqarish rejasiga ta'sir qilishi, hatto ishchilarning ishdan bo'shatilishiga olib kelishi mumkin.

Kompaniya rahbariyati firma muvaffaqiyati bor-yo'qligini aniqlash uchun o'z moliyaviy hisobotlarini ko'rib chiqadi. Ushbu tahlilga asoslangan ichki hujjatlar bo'linma rahbarlarini ularning bo'linmalari va mahsulot liniyalarining holati haqida xabardor qiladi va bu natijalar yillik reja bilan solishtiriladi. Ko'pgina shaxslar va tashkilotlar firmalarning moliyaviy hisobotlarini tahlil qiladilar. Yetkazib beruvchi firma yoki bankdan kredit qidirayotgan firma odatda ekspertiza uchun moliyaviy hisobotlarni taqdim etishi kerak. Kompaniya obligatsiyalarining potensial xaridorlari kompaniyaning foizlar va asosiy qarzni o'z vaqtida to'lash qobiliyatini o'rganish uchun moliyaviy hisobotlarni tahlil qiladilar. Potensial aksiyadorlar moliyaviy hisobotlarni ko'rib chiqishlari kerak, chunki ular firma ma'lumotlarining

ajoyib manbaidir. Hozirgi aksiyadorlar kompaniya faoliyatini nazorat qilish uchun moliyaviy hisobotlarni tekshirishni xohlashadi.

Balans va daromadlar to'g'risidagi hisobotning nisbati tahlili

Nisbatlarni tahlil qilish kompaniyaning kuchli va zaif tomonlari haqida tushunchaga ega bo'lishning qimmatli usulidir. Nisbatlar turli xil moliyaviy hisobot raqamlarini bir-biriga bo'lish yo'li bilan tuziladi. Keyinchalik moliyaviy hisobot miqdoridagi o'zgarishlarni sabablarni aniqlash uchun nisbatlar tekshirilishi mumkin. Nisbatlar qimmatli vositalardir, chunki ular balans va daromadlar to'g'risidagi hisobot raqamlari standartlashtiradi. Shunday qilib, firma o'lchamidagi farqlar nisbat tahliliga ta'sir qilmaydi. 10 milliard dollarlik sotuv aylanmasiga ega firmani 1 milliard dollar yoki 200 million dollar sotuv aylanmasiga ega firma bilan solishtirish mumkin.

Nisbiy tahlilning uchta asosiy toifasi qo'llaniladi. Birinchidan, moliyaviy ko'rsatkichlardan kompaniyaning vaqt oralig'ida ish faoliyatini baholashda trend tahlilidan (vaqt seriyalari tahlili deb ham ataladi) foydalanish mumkin. Ikkinchidan, ko'rsatkichlar ko'ndalang kesimli tahlilda qo'llaniladi, unda turli xil firma ko'rsatkichlari bir vaqtning o'zida taqqoslanadi. Uchinchidan, solishtirish uchun sanoatning qiyosiy tahlilidan, ya'ni firma sanoatidagi boshqa kompaniyalar uchun o'rtacha ko'rsatkichlarga nisbatan firma koeffitsiyentlaridan foydalaniladi. Bu tahlilchiga sanoat me'yorlariga nisbatan firmaning moliyaviy faoliyatini baholashga imkon beradi.

Korxona koeffitsiyentlarini o'rtacha sanoat ko'rsatkichlari bilan solishtirish ehtiyohtorlikni talab qiladi. Ba'zi manbalar sanoat ma'lumotlari har bir nisbat uchun o'rtacha ko'rsatkichni bildiradi, boshqalari medianani, boshqalari esa har bir nisbat uchun kvartallararo diapazon (ya'ni nisbat qiymatlarining o'rta 50 foizi uchun diapazon) haqida hisobot beradi.

Yana boshqa beshta qiyinchilik ham paydo bo'lishi mumkin. Birinchidan, o'z tabiatiga ko'ra, sanoat nisbatlari faqatgina ma'lum bir sanoatga qaratilgan, ammo AT&T, ExxonMobil va IBM kabi yirik firmalarning operatsiyalari, ko'pincha sanoatning ko'plab chegaralarini kesib o'tadi.

Ikkinchidan, buxgalteriya hisobi standartlari ko'pincha sanoatda korxonalar o'rtasida farqlanadi. Bu ayniqsa sanoatdagi ba'zi firmalar boshqalardan oldin yangi buxgalteriya standartlarini (Moliyaviy buxgalteriya standartlari kengashi yoki (FASB – Financial Accounting Standards Board) tomonidan o'rnatilgan) qabul qilganda chalkashliklar yaratishi mumkin. Erta yangi standartlarni qabul qilish sanoatning o'rtacha darajasiga nisbatan yuqori yoki past ko'rsatkichlarga olib kelib, firmaning nisbatlariga ta'sir qilishi mumkin.

Uchinchidan, bir sanoatdagi har xil turdagi firmalarni solishtirishda ehtiyoq bo'lish kerak. Bitta sanoatda yirik va kichik firmalar, ko'pmillatli va mahalliy firmalar, milliy miqyosda faoliyat yuritadigan firmalar va faqat cheklangan geogra-

fik bozorlarga qaratilganlar bo'lishi mumkin. Ba'zi firmalar moliyaviy hisobotda yil tugash sanasi uchun 31-dekabrda foydalanishi mumkin, ammo boshqalar yil oxiri uchun boshqa sanani tanlaydilar.

To'rtinchidan, tahlilchilar va koeffitsiyentlar bo'yicha jamoatchilik ma'lumot manbalari nisbatlarni har xil tarzda hisoblashlari mumkin. Ba'zilar soliqlik to'lashdan keyingi daromadlardan, ba'zilar soliqdan oldingi daromadlardan foydalanishi mumkin; boshqalar "qarz" bo'lishi mumkin deya faqat uzoq muddatli qarzni nazarda tutadi, boshqalari esa barcha majburiyatlarni qarz sifatida o'z ichiga oladi. Ba'zilar eng so'nggi balans qog'ozidagi yil oxiridagi raqamlardan foydalanadilar, boshqalari esa oldingi va oxirgi balansdagi o'rtacha qiymatdan foydalangan holda moliyaviy koeffitsiyentni hisoblashi mumkin. Resursni tahlil qilishdan oldin uning nisbatlarini qanday belgilashidan xabardor ekanligingizga ishonch hosil qiling.

Beshinchidan, firmalar vaqt o'tishi bilan o'zgaradi, bu esa moliyaviy nisbatlar o'zgarishlarini baholashni qiyinlashtirishi mumkin. Kompaniya boshqa kompaniya bilan qo'shilishi yoki bo'linmani ajratishi (bo'lishi) mumkin. Firmadagi bu kabi o'zgarishlar avvalgi vaqt oralig'idagi moliyaviy nisbat tahlillari darajasiga ta'sir qilishi mumkin. Biz buni birinchi qo'ldan ko'ramiz, ushbu bobda biz Walgreens dan moliyaviy koeffitsiyentlarni hisoblash uchun namuna sifatida foydalanamiz. 2015-yilda, Walgreens Germaniyaning Boots Alliance chakana dori do'koni bilan birlashdi. Shu sababli, eng so'nggi moliyaviy hisobotlar va moliyaviy ko'rsatkichlari ikki kompaniyaning aktivlari, majburiyatlari, sotishlari va xarajatlari bitta kompaniyaga birlashtirilganligi sababli ba'zi hollarda oldingi yillardagidan farq qiladi, Walgreens Boots Alliance, biz uni oddiygina "Walgreens" deb ataymiz. Kompaniyaning moliyaviy hisobotlari vaqt seriyalari yoki kesmalari tahlili uchun eng yaxshi ma'lumot manbasi hisoblanadi. Ushbu materiallar yillik hisobotlarda, shuningdek, 10-Q va 10-K hisobotlarida Qimmatli qog'ozlar va birjalar komissiyasi (SEC – Securities and Exchange Commission) bilan ko'rinadi. Sanoatning o'rtacha moliyaviy ko'rsatkichlari bo'yicha ma'lumotlar bir qator tashkilotlar tomonidan, Dun & Bradstreet, Risk Management Association, Standard & Poor's (S&P) va Federal savdo komissiyasi (FTC) e'lon qilinadi. Ushbu ma'lumot manbalari ko'pchilik kutubxonalarda mavjud.

Bundan tashqari, tahlilchilar firma va uning raqobatchilarining moliyaviy hisoboti to'g'risidagi ma'lumotlarini olish orqali o'zlarining sanoat moliyaviy koeffitsiyentlarini yaratishlari mumkin.

Moliyaviy hisobot elementlari firmalar bo'ylab "sanoat" balansi yoki daromadlar to'g'risida hisobot berish uchun qo'shilishi mumkin. Bu ma'lumotlar ko'rib chiqilayotgan firma bilan taqqoslashda nisbatlarni hisoblash uchun ishlatiladi.

Tahlilchining nisbatni qanday izohlashi tahlilchi kim uchun ishlashiga bog'liq. Nisbatning ijobiy yoki salbiy ko'rinishi foydalanuvchining nuqtayi naza-

riga bog'liq. Masalan, qisqa muddatli kreditor, masalan, bank krediti mutaxassisi, asosan, yuqori likvidlik darajasini ko'rishni xohlaydi.

Bu tahlilchi firmaning daromadliligi bilan birmuncha kam shug'ullanadi. Ak-siya egasi kamroq likvidlik va ko'proq daromad olishni afzal ko'radi. Shuning uchun, tahlilchi moliyaviy ko'rsatkichlar ma'lumotlarini baholash va sharhlashda foydalanuvchining nuqtayi nazarini hisobga olishni yodda tutishi lozim.

Moliyaviy nisbatlarning turlari

Koeffitsiyentlarning ko'p turlarini moliyaviy hisobot ma'lumotlari yoki fond bozori ma'lumotlaridan hisoblash mumkin. Biroq, nisbatlarni beshta asosiy toifa-ga guruhlash odatiy holdir:

1. Likvidlik koeffitsiyentlari.
2. Aktivlarni boshqarish koeffitsiyentlari.
3. Moliyaviy leveraj koeffitsiyentlari.
4. Rentabellik koeffitsiyentlari.
5. Bozor qiymati koeffitsiyentlari.

Birinchi to'rtta toifa firmaning daromadlari to'g'risidagi hisoboti va balansi-dan olingan ma'lumotlarga asoslanadi. Beshinchi toifa birja ma'lumotlarini moli-yaviy hisobot moddalari bilan bog'laydi. Moliyaviy hisobot tahlili qanday o'tka-zilishini ko'rsatish uchun biz Walgreens uchun 13-bobda keltirilgan moliyaviy hisobotlardan foydalanamiz. **14.1 va 14.2-jadvallarda** Walgreensning bir necha yillik balanslari va daromadlari to'g'risidagi hisobot mavjud. Qiyosiy maqsadlar uchun har bir nisbat guruhi uchun biz Walgreens nisbatlarining grafiklarini, shu-ningdek, chakana dorixona sanoatining raqobatchisi CVS uchun 1997–2015-yil-lardagi nisbatlarini taqdim etamiz.

14.1-jadval

Walgreens balansi (million dollar)

	2012	2013	2014	2015
Pul mablag'lari va ularning ekvivalentlari	1,297 \$	2,106 \$	2,646 \$	3,000 \$
Debitor qarzdorlik	2,167 \$	2,632 \$	3,218 \$	6,849 \$
Zaxiralar	7,036 \$	6,852 \$	6,076 \$	8,678 \$
Boshqa joriy aktivlar	260 \$	284 \$	302 \$	1,130 \$
Jami joriy aktivlar	10,760 \$	11,874 \$	12,242 \$	19,657 \$
Sof asosiy vositalar	12,038 \$	12,138 \$	12,257 \$	15,068 \$
Boshqa uzoq muddatli aktivlar	8,503 \$	9,059 \$	10,324 \$	17,685 \$

Gudvil va nomoddiy aktivlar	2,161 \$	2,410 \$	2,359 \$	16,372 \$
Jami asosiy vositalar	22,702 \$	23,607 \$	24,940 \$	49,125 \$
JAMI AKTIVLAR	33,462 \$	35,481 \$	37,182 \$	68,782 \$
Ta'minotchilar bilan hisob-kitob	33,462 \$	35,481 \$	37,182 \$	68,782 \$
Qisqa muddatli qarz	4,384 \$	4,635 \$	4,315 \$	10,088 \$
Boshqa joriy majburiyatlar	1,319 \$	570 \$	774 \$	1,068 \$
Jami joriy majburiyatlar	3,019 \$	3,678 \$	3,806 \$	5,401 \$
Uzoq muddatli kreditlar	8,722 \$	8,883 \$	8,895 \$	16,557 \$
Boshqa majburiyatlar	4,073 \$	4,477 \$	3,736 \$	13,315 \$
JAMI MAJBURIYATLAR	2,431 \$	2,667 \$	4,094 \$	8,049 \$
Imtiyozli kapital	15,226 \$	16,027 \$	16,725 \$	37,921 \$
Umumiy kapitali + taqsimlanmagan foyda	0 \$	0 \$	0 \$	0 \$
JAMI AKSIYALAR	18,236 \$	19,454 \$	20,457 \$	30,861 \$
JAMI MAJBURIYATLAR VA KAPITAL	18,236 \$	19,454 \$	20,457 \$	30,861 \$
	33,462 \$	35,481 \$	37,182 \$	68,782 \$

14.2-jadval

Walgreens daromadlari to'g'risidagi hisobot (million dollarlarda)

	2012	2013	2014	2015
Daromad	71,633 \$	72,217 \$	76,392 \$	103,444 \$
Sotilgan mahsulot tannarxi	50,125 \$	51,098 \$	54,823 \$	76,520 \$
Sotish, umumiy, ma'muriy xarajatlar va amortizatsiya	18,044 \$	17,179 \$	17,375 \$	22,256 \$
Operatsion foyda	3,464 \$	3,940 \$	4,194 \$	4,668 \$
Foizli xarajatlar	88 \$	0 \$	156 \$	0 \$
Boshqa xarajatlar (daromad)	0 \$	45 \$	481 \$	(643 \$)
Soliqlardan oldingi daromadlar	3,376 \$	3,895 \$	3,557 \$	5,311 \$
Daromad soliqlari	1,249 \$	1,445 \$	1,526 \$	1,056 \$
Sof foyda	2,127 \$	2,450 \$	2,031 \$	4,255 \$
Bir aksiya uchun daromad	2,42 \$	2,59 \$	2,03 \$	4,05 \$

14.2. LIKVIDLIK KOEFFITSIYENTLARI VA TAHLILI

Firma qancha likvidli bo'lsa, to'lovga layoqatsizlik yoki defolt xavfi shunchalik yuqori bo'ladi. Qarz majburiyatlari naqd pul bilan to'langanligi sababli, firmaning pul oqimlari oxir-oqibat to'lov qobiliyatini aniqlaydi.

Biz kompaniyaning likvidlik holatini balansning aniq moddalarini o'rganish orqali baholashimiz mumkin. Likvidlik koeffitsiyentlari kreditorlar oldidagi qisqa muddatli majburiyatlarni, ular muddati tugashi yoki muddati kelishi bilan bajarish qobiliyatini ko'rsatadi. Likvidlikni tahlil qilishning ushbu shakli joriy aktivlar va joriy majburiyatlar o'rtasidagi bog'liqlikka, shuningdek, debitorlik qarzlari va inventarlarning oddiy biznes faoliyati davomida naqd pulga aylanish tezligiga qaratilgan. Bu shuni anglatadiki, veksellarni to'lash uchun pul mablag'larining bevosita manbai kassadagi naqd pul, qimmatli qog'ozlarni sotishdan tushgan tushum yoki debitorlik qarzlarni yig'ish bo'lishi kerak. Qo'shimcha likvidlik sotilishi mumkin bo'lgan tovar-moddiy boyliklardan kelib chiqadi va shu tariqa to'g'ridan to'g'ri naqd sotish yoki bilvosita kreditga sotish orqali naqd pulga aylantiriladi (debitorlik qarzlari).

Firmaning sof aylanma kapitalining dollar miqdori yoki uning joriy aktivlari minus joriy majburiyatlari ba'zan likvidlik o'lchovi sifatida ishlatiladi, lekin firmaning likvidlik pozitsiyasini aniqlash uchun ikkita mashhur nisbat ham qo'llaniladi. Joriy nisbat kompaniyaning qisqa muddatli qarzlarni muddatida to'lash qobiliyatining o'lchovidir. Joriy nisbat, joriy aktivlarni joriy majburiyatlarga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. Odatda, to'lov muddati bir yil yoki undan kam bo'lgan aktivlar va majburiyatlar moliyaviy hisobot maqsadlarida joriy deb hisoblanadi.

Past joriy nisbat (aytaylik, sanoat normalariga nisbatan past) kompaniya o'z hisoblarini to'lashda qiyinchiliklarga duch kelishi mumkinligini ko'rsatishi mumkin. Biroq, joriy nisbatning yuqori qiymati, albatta, katta likvidlikni anglatmaydi. Bu kompaniyada mablag'lar samarasiz ishlatilayotganligini ko'rsatishi mumkin. Haddan tashqari miqdorda inventarizatsiya, debitorlik qarzlari yoki bo'sh pul qoldiqlari yuqori joriy nisbatga hissa qo'shishi mumkin.

2015- va 2014-yillar uchun joriy nisbatni quyidagicha hisoblashimiz mumkin:

JORIY NISBAT:

2015: $(\text{Joriy aktivlar} / \text{Joriy majburiyatlar}) = (\$19,657 / \$16,557) = 1,19$ marta

2014: $(\$12,242 / \$8,895) = 1,38$ marta

Walgreens ning joriy nisbati 2014-yildan 2015-yilgacha pasaygan. **14.1-jadvalda** Walgreens ning barcha joriy aktivlari 2015-yilda ko'tarilgan, shubhasiz, birlashish tufayli. 2015-yilda joriy majburiyatlar qariyb ikki baravar ko'payib, joriy aktivlarga nisbatan ko'proq o'sdi (aylanma aktivlar 60 foizga o'sishiga nis-

batan joriy majburiyatlar 86 foizga o'sdi). Ikkala miqdor ham oshgan bo'lsa-da, joriy majburiyatlarning katta o'sishining birgalikdagi ta'siri joriy nisbatning pasayishi edi.

Tezkor nisbati yoki kislota sinovi nisbati naqd pul, sotiladigan qimmatli qog'ozlar va debitorlik qarzlari summasini joriy majburiyatlarga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. Bu taqqoslash tovar-moddiy zaxiralarni hisobga olishdan chiqarib tashlaydi, chunki tovar-moddiy zaxiralar asosiy aylanma aktivlar toifalari ichida eng kam likvidlilari qatoriga kiradi, chunki ular, avvalo, sotishga aylantirilishi kerak.

Umuman olganda, 1,0 nisbati o'rtacha likvidlik holatini ko'rsatadi, chunki bozordagi qimmatli qog'ozlarni joriy qiymatlari bo'yicha zudlik bilan tugatish va barcha debitorlik qarzlarni, shuningdek kassadagi pul mablag'larini undirish firmaning joriy majburiyatlarini qoplash uchun yetarli bo'ladi. Biroq, bu nisbat pasaygan sari, firma tovar-moddiy boyliklarni tovar-moddiy boyliklarni sotuvga aylantirishga tobora ko'proq tayanishi kerak bo'lib, ular joriy majburiyatlarni to'lashlari kerak. Walgreens ning 2015- va 2014-yillardagi tezkor nisbatlari quyidagilar:

TEZKOR NISBAT:

2015-yil: (Naqd pul + Qimmatli qog'ozlar + Debitorlik qarzlari / Joriy majburiyatlar)

$$= (\$ 3,000 + 6,849) / \$16,557 = 0,59 \text{ marta}$$

$$2014: (\$ 2,646 + 3,218) / \$ 8,895 = 0,66 \text{ marta}$$

Moliyaviy hisobot ma'lumotlariga ko'ra, Walgreens ning tezkor nisbati 1,0 dan ancha past. Ko'rib turganimizdek, bu chakana dorixona sanoatida tashvishlanish uchun asosiy sabab emas. Ushbu sohada biz pastroq tezlikni kutmoqdami, chunki Walgreens ning joriy aktivlarining katta qismi kompaniyaning do'kon javonlari va omborlarida sotilishi kutilayotgan inventarlardan iborat.

Moliyaviy menejerlar firmaning likvidlik holatini baholashda, shuningdek, biz kreditorlik qarzi deb ataladigan yetkazib beruvchilardan olingan savdo kreditidan qanday foydalanilishi va to'lanishi bilan qiziqishadi. Ushbu tahlil balansga qo'shimcha ravishda firmaning daromadlari to'g'risidagi hisobotidan ma'lumotlarni olishni talab qiladi. O'rtacha to'lov muddati yil oxiridagi kreditorlik qarzi miqdorini firmaning kuniga o'rtacha sotilgan mahsulot narxiga (COGS – cost of goods sold) bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. Biz o'rtacha kunlik COGSni daromadlar to'g'risidagi hisobotdagi COGS miqdorini yiliga 365 kunga (kabisa yilida 366) bo'lish orqali hisoblaymiz.

O'RTA TO'LOV DAVRI:

Kreditorlik qarzi / (Sotilgan mahsulot tannarxi / 365) = (To'lanadigan schyotlar / Kunlik sotilgan mahsulot tannarxi)

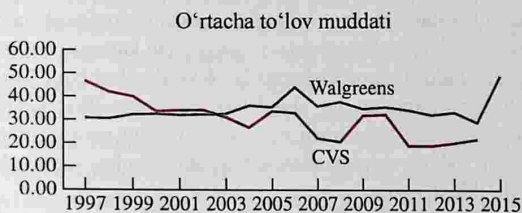
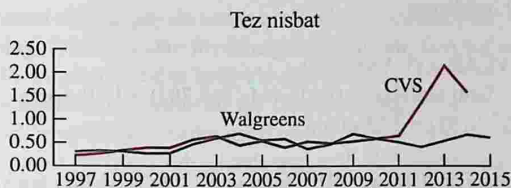
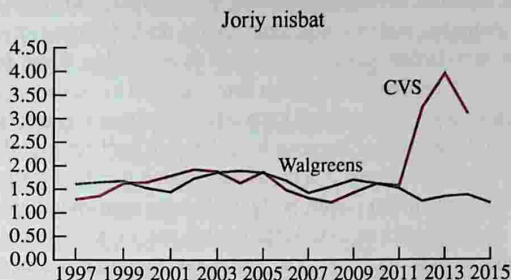
2015: [$\$ 10,088 / (\$ 76,520 / 365)$] = ($\$ 10,088 / \$ 209,64$) = 48,1 kun

2014: [$\$ 3,15 / (\$ 54,823 / 365)$] = ($\$ 4,315 / \$ 150,20$) = 28,7 kun

Walgreens o'z yetkazib beruvchilariga to'lovlarni qariyb 20 kunga sekinlash-tirdi. 2014-yilda yetkazib beruvchilarga to'lash uchun taxminan bir oy kerak bo'ldi. 2015-yilda bu bir yarim oydan ko'proq vaqtni oldi.

14.1-rasmda Walgreens kompaniyasining likvidlik koeffitsiyentlarining o'rtacha sanoat ko'rsatkichlariga nisbatan tendensiyasi ko'rsatilgan. Walgreens ning joriy nisbati va tezkor nisbati CVS ning joriy va tezkor nisbatlari keskin oshgan 2012-yilgacha CVS nisbatlarini yaqindan kuzatib boradi. CVS uchun joriy va tezkor nisbat ko'tarilganligi sababli, biz inventarizatsiya sabab emasligini bilamiz, chunki inventar ikkala nisbatda ham ko'rinmaydi. Shu sababli, CVS koeffitsiyentlarining oshishi uning naqd pullari va debitorlik qarzlarning ko'payishi yoki, ehtimol, joriy majburiyatlarning kamayishi bilan bog'liq. Walgreens ning o'rtacha to'lov muddati shuni ko'rsatadiki, 2003-yildan beri firma yetkazib beruvchilarga CVS ga qaraganda ko'proq to'laydi va 2015-yilda Boots Alliance bilan birlashganidan keyin sezilarli o'sish kuzatildi.

Umuman olganda, Walgreensning joriy va tezkor nisbatlari ushbu vaqt oralig'ida nisbatan barqaror bo'lib, shu sababli tashvishlanish uchun sabab yo'q edi. So'nggi yillarda CVS ning joriy va tezkor nisbatlari keskin o'sdi, uning o'rtacha to'lov muddati esa vaqt o'tishi bilan pasayishda davom etmoqda. Walgreensning o'rtacha to'lov muddatining oshishi nemis firmasi bilan qo'shilishdan so'ng uning global miqyosdagi katta izi natijasi bo'lishi mumkin; Shubhasiz, yetkazib beruvchilar kelgusi yilda Walgreensning to'lov xatti-harakatlarini diqqat bilan kuzatib boradilar. CVS uchun likvidlikning oshishi ijobiy belgi bo'lmasligi mumkin; bu uning ortiqcha debitorlik qarzlari va/yoki ortiqcha naqd pullari borligini ko'rsatishi mumkin, undan biznesga qayta sarmoya kiritish orqali undan yaxshiroq foydalanadi.



14.1-rasm. Walgreens uchun likvidlik koeffitsiyentlari.

14.3. AKTIVLARNI BOSHQARISH KOEFFITSIYENTLARI VA TAHLILI

Aktivlarni boshqarish koeffitsiyentlari aktivlarning qay darajada aylanganligini yoki sotishni qo'llab-quvvatlash uchun ishlatilishini ko'rsatadi. Ular ba'zan faoliyat yoki foydalanish koeffitsiyentlari deb ataladi va bu toifadagi har bir nisbat daromadlar to'g'risidagi hisobotdagi moliyaviy ko'rsatkichlar bilan balansdagi moddalar bilan bog'liq. Shunday qilib, biz Walgreens uchun 14.1 va 14.2-jadvallardagi ma'lumotlardan foydalanamiz.

Jami aktivlarning aylanma koeffitsiyenti sof sotishni firmaning jami aktivlari-ga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. Bu kompaniya daromad yoki sotish uchun jami

aktivlaridan qanchalik samarali foydalanayotganligini ko'rsatadi. Bu firma aktivlarining bir dollari tomonidan ishlab chiqarilgan savdo dollarlarining o'lehovidir. Umuman olganda, aktivlardan qanchalik samarali foydalanilsa, firma foydasi shunchalik yuqori bo'ladi. Koeffitsiyent hajmiga firma faoliyat ko'rsatayotgan sohaning xususiyatlari ta'sir qiladi. Sarmoyani ko'p talab qiladigan elektr ta'minoti korxonalari aktivlar aylanmasi koeffitsiyenti 0,33 dan past bo'lishi mumkin, bu esa IS daromad olish uchun aktivlarga 3 \$ investitsiya talab qilishini ko'rsatadi. Aksincha, aktivlar aylanmasi 10 dan yuqori bo'lgan chakana oziq-ovqat zanjirlari sotishdan 1 \$ ishlab chiqarish uchun aktivlarga 0,10 \$ sarmoya kiritishni talab qiladi. Oddiy ishlab chiqarish firmasining aktiv aylanmasi taxminan 1,5 ni tashkil qiladi. Walgreensning 2014- va 2015-yillardagi jami aktivlar aylanmasi koeffitsiyentlari quyidagicha hisoblanadi:

UMUMIY AKTIVLAR AYLANMASI:

2015: (Sof sotish / Jami aktivlar) = (\$103,444 / \$68,782) = 1,50 marta

2014: (\$76,392 / \$37,182) = 2,05 marta

Aktivlardan foydalanish 2014- va 2015-yillar oralig'ida pasaydi, chunki jami aktivlar sotishdan (taxminan 35 foizga) mutanosib ravishda ko'proq (85 foiz) o'sdi. Koeffitsiyentning ikkala komponenti ham ko'tarildi. Lekin maxrajdagi (jami aktivlar) foiz o'sishi hisoblagich (sotish)dagi foiz o'zgarishidan kattaroq bo'lganligi sababli, bu aktivning samaradorligi koeffitsiyenti 2014-yil darajasidan 25 foizdan ko'proqqa kamaydi. Shunga qaramay, bu, shubhasiz, Walgreens/Boots Alliance birlashmasidagi ikkita firmaning birlashishi natijasidir. Ushbu yangi global firmada barcha "burilishlar" ishlab chiqilgandan so'ng, aktivlarning samaradorligi oshadimi yoki yo'qligini bilish qiziq.

Asosiy vositalarning aylanma koeffitsiyenti sof sotishni firmaning sof asosiy vositalariga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi va uzoq muddatli aktivlar sotishni ishlab chiqarish uchun qanchalik foydalanilayotganligini ko'rsatadi. Jami aktivlar aylanmasiga berilgan talqinga o'xshab, asosiy vositalar aylanmasi asosiy vositalarning har bir dollari tomonidan ishlab chiqarilgan sotish dollarini ifodalaydi. Zavod va uskunalarga sarmoya kiritish odatda qimmatga tushadi. Binobarin, foydalanilmagan yoki ishlaymay qolgan quvvat qimmatga tushadi va ko'pincha yomon ish ko'rsatkichlarini namoyish qiluvchi firma uchun asosiy omil hisoblanadi. Boshqa tomondan, asosiy vositalarning aylanma koeffitsiyentining yuqoriligi (raqobatchilar yoki tarmoqdagi o'rtacha ko'rsatkichlarga nisbatan) har doim ham qulay belgi emas; aktivlardan samarali foydalanish (tovar) yoki firmaning yig'ilgan amortizatsiya ta'siri (yomon) ta'siridan kichik balans qiymatiga ega bo'lgan texnologik eskirgan uskunalaridan foydalanishi tufayli yuzaga kelishi mumkin. Tajribali tahlilchi tahlil qilinayotgan firma uchun nima foyda berishi yoki bermasligini aniqlash uchun tadqiqot olib boradi.

ASOSIY VOSITALAR AYLANMASI:

2015: (Sof sotish/Sof asosiy aktivlar) = ($\$ 103,444 / \$ 15,068$) = 6,87 marta

2014: ($\$ 76,392 / \$ 12,257$) = 6,23 marta

Walgreens ning asosiy vositalar aylanmasi 6,23 dan 6,87 gacha ko'tarildi, bu esa sof asosiy vositalarga qaraganda sotuvlar tezroq o'tganligini ko'rsatadi. Foiz miqdorida sof asosiy vositalar 23 foizga [ya'ni ($15\,068\$ - 12\,257\$$) / $12\,257\$$], sotuvlar esa 35 foizdan oshdi [ya'ni ($103\,444\$ - 76\,392\$$) / $76\,392\$$]. Walgreens va Boots Alliance qo'shilishdan keyin oldinga siljishi bilan asosiy vositalar samaradorligining bu aniq o'sishi – sof asosiy vositalarning bir dollariga ko'proq sotilishi davom etadimi yoki yo'qmi, ko'rish kerak. E'tibor bering, asosiy vositalar aylanmasi oshgan paytda umumiy aktivlar aylanmasi pasaygan. Ikkala nisbat ham hisoblagichda sotishdan foydalanganligi sababli, farq sof asosiy vositalar va jami aktivlarning harakatidan kelib chiqishi kerak.

Walgreens balansini ko'rib chiqishda biz 2014- va 2015-yillar oralig'ida "gudvil"ning katta o'sishini qayd etamiz. Gudvil (yaxshi niyat) – bu buxgalteriya tushunchasi bo'lib, sotib olishda maqsadli aktivlarning balans qiymatidan yuqori to'langan narxni hisobga olish uchun ishlatiladi. Boshqacha qilib aytganda, Walgreens Boots Alliance aktivlarining balans qiymatidan ko'proq pul to'lagan. Bu ko'pchilik qo'shilishlar uchun odatiy holdir – biz bilib olganimizdek, balans tarixiy xarajatlar va tarixiy qadriyatlarni qayd etadi, moliya va biznes nuqtayi nazari esa kelajakka qaratilgan. Boots Alliance balansidagi aktivlar ularning joriy bozor qiymatini aks ettirmadi, ammo Walgreens kompaniyasining Boots Alliance sotib olishi uchun to'langan narx ularning qiymati va pul oqimlarini ishlab chiqarish qobiliyati haqidagi taxminlarni o'z ichiga oldi. Aktivlar singari, vaqt o'tishi bilan gudvil hisobining qoldig'i kamayadi; aktivlar vaqt o'tishi bilan "ishlatilgan"ligini ko'rsatish uchun amortizatsiya qilinadi. Xuddi shunday, gudvil hisobi vaqt o'tishi bilan kamayadi (u amortizatsiya deb ataladi).

O'rtacha yig'ish davri yil yakuni bo'yicha debitorlik qarzlarining kunlik o'rtacha sof sotishga bo'linishi sifatida hisoblanadi va shuning uchun sotuvlar to'lanmagan o'rtacha kunlar sonini ko'rsatadi. Boshqacha qilib aytadigan bo'lsak, u firma mijozlariga amalga oshirilgan kredit sotuvlarini yig'ish uchun o'rtacha kunlar soni haqida hisobot beradi. O'rtacha yig'ish davri firma o'z mijozlariga taqdim etgan moliyalashtirish kunlarini o'lchaydi. Shu sababli, o'rtacha yig'ish muddati odatda uzoqroqdan ko'ra qisqaroq. Xuddi shu ma'lumotni taqdim etish uchun ishlatilishi mumkin bo'lgan yana bir chora debitorlik qarzlarini aylanmasidir. Debitorlik qarzlarining aylanmasi yillik sotishni, afzalroq kredit sotishni yil oxiridagi debitorlik qarzlariga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. Agar debitorlik qarzlarining aylanmasi oltita bo'lsa, bu o'rtacha yig'ish muddati taxminan ikki oyni tashkil etadi (12 oyni oltita aylanma koeffitsiyentiga bo'lingan holda). Agar aylanma to'rt marta bo'lsa, firmaning o'rtacha yig'ish

muddati taxminan uch oyni tashkil qiladi (12 oyni to'rtta aylanma koeffitsiyentiga bo'linadi).

Walgreensning 2015- va 2014-yillardagi o'rtacha yig'ish davrlari quyidagicha edi:

O'RTA YUKLASH DAVRI:

$[\text{Debitorlik qarzi} / (\text{Sof sotish} / 365)] = (\text{Debitorlik qarzi} / \text{Kunlik sof savdo})$

2015: $[\$ 6,849 / (\$ 103,444 / 365)] = (\$ 6,849 / \$ 283,41) = 24,2 \text{ kun}$

2014: $[\$ 3,218 / (\$ 76,392 / 365)] = (\$ 3,218 / \$ 209,29) = 15,4 \text{ kun}$

Walgreens ning o'rtacha yig'ish davri birlashgandan keyin oshdi. Walgreens 2015-yilda 2014-yilga nisbatan taxminan to'qqiz kun sekinroq mablag' yig'di. Bu "Boots Alliance" biznes yuritish usuli bilan biznes yuritishning "Walgreens" modelining o'rtacha natijasi, shuningdek, avvalgi mijozlardagi farqlar natijasi bo'lishi mumkin. va har bir firmaning mijozlar to'lov amaliyoti. Shunga qaramay, biz vaqt o'tishi bilan bu nisbatni 2015-yil darajasida qolayotganini yoki Walgreens va Boots Alliances yaxshi integratsiyalashgani sababli tushib ketishini ko'rishni xohlaymiz. O'rtacha yig'ish va to'lov muddatlarini solishtiradigan bo'lsak, Walgreens ijobiy holatda, chunki u o'z mijozlaridan yetkazib beruvchilarga to'laganidan ko'ra 20 kundan tezroq pul yig'adi. Bu Walgreens aktivlari samaradorligi va uning likvidligi uchun ijobiy ta'sir ko'rsatadi.

Boshqa nisbatlarda bo'lgani kabi, o'rtacha yig'ish muddati juda yuqori yoki past bo'lishi mumkin. Muayyan biznes yo'nalishi bo'yicha sotuvlarni yig'ish uchun zarur bo'lgan juda kam kunlar soni keraksiz ravishda qattiq ichki kredit siyosatini ko'rsatishi mumkin, bu esa sotishning yo'qolishiga olib kelishi mumkin. Firma faqat eng yaxshi mijozlarni tanlayotgan bo'lishi mumkin yoki odati bo'lmagan qat'iy to'lov shartlarini talab qilishi mumkin. Boshqa tomondan, yuqori o'rtacha yig'ish muddati firmaning mijozlar sifati va/yoki kreditni to'lash shartlari bo'yicha juda past siyosatga ega ekanligini ko'rsatishi mumkin. Shunday qilib, to'g'ri kredit siyosati to'g'risida qaror qabul qilishda, vaqt o'tishi bilan tendensiyalarni kuzatish, shuningdek, firmaning o'rtacha yig'ish davrini sanoat me'yorlariga nisbatan solishtirish muhim ahamiyatga ega. Biz 15-bobda kredit siyosatini batafsil ko'rib chiqamiz.

Tovar ayirboshlash koeffitsiyenti sotilgan mahsulot tannarxini yil oxiridagi inventarizatsiyaga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. Bu yerda biz tovar-moddiy zaxiralar miqdori qanchalik samarali boshqarilayotganligini aniqlashga intilamiz, shuning uchun bir tomondan firmada mavjud bo'lmagan ortiqcha tovar-moddiy zaxiralarini moliyalashtirish uchun, boshqa tomondan, obyektning zaxirada qolmasligi va potensial sotish (va foyda) yo'qotilishining oldini olish uchun yetarli inventar zaxiralari mavjud. Boshqacha aytganda, tovar ayirboshlash koeffitsiyenti sanoat me'yorlari bilan solishtirganda yoki ma'lum bir firma uchun vaqt o'tishi bi-

lan kuzatilganda, tovar-moddiy zaxiralarning sotish hajmiga nisbatan chegaradan tashqarida ekanligini ko'rsatadi.

INVENTAR AYLANMASI:

2015: $(\text{Sotilgan mahsulot tannarxi} / \text{Inventar}) = (\$76,520 / \$8,678) = 8,82 \text{ marta}$

2014: $(\$54,823 / \$6,076) = 9,02 \text{ marta}$

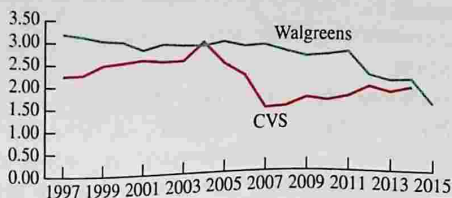
Walgreens kompaniyasining yillik inventar aylanmasi 2014-yildan 2015-yilgacha biroz pasaydi. Sotilgan tovarlar va inventarlarning har ikkalasi ham, taxminan bir xil nisbatga ko'tarildi (sotilgan mahsulot tannarxi uchun taxminan 40 foiz va inventar uchun taxminan 43 foiz).

Inventarizatsiyani boshqarish juda past inventar aylanmasiga ega bo'lish o'rtasidagi nozik muvozanatni talab qiladi, bu esa eskirgan inventarlarni saqlash ehtimolini oshiradi va inventarning haddan tashqari yuqori aylanmasi, bu zaxiralarning tugashiga va sotishning yo'qolishiga olib kelishi mumkin. Ushbu tushunchalar 15-bobda batafsilroq muhokama qilinadi.

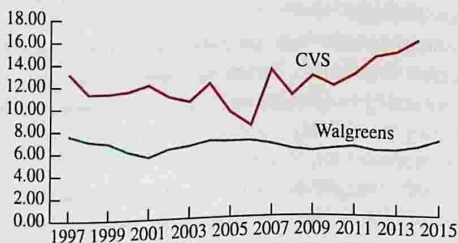
Agar firma tez o'sib borayotgan bo'lsa (yoki tez qisqarayotgan bo'lsa), yil oxiri ma'lumotlari vaqt o'tishi bilan nisbatlarni taqqoslash uchun ishlatilsa, buzilishlar bo'lishi mumkin. Bunday mumkin bo'lgan buzilishlarga yo'l qo'ymaslik uchun biz taqqoslash maqsadida inventar aylanmalarini hisoblash uchun o'rtacha inventardan (boshlang'ich va oxirgi qoldiqlar ikkiga bo'lingan) foydalanishimiz mumkin. Xuddi shunday, tez o'sish yoki qisqarish sodir bo'lganda, boshqa balans hisobvaraqlari uchun o'rtacha ma'lumotlardan ma'lum bir firma uchun foydalanish kerak.

14.2-rasmda 1997- va 2015-yillardagi CVS bilan solishtirganda Walgreens aktivlarini boshqarish koeffitsiyentlari ko'rsatilgan. Vaqt o'tishi bilan har ikkala firmada jami aktivlar aylanmasi koeffitsiyentlari pasaygan. Garchi bu yillar davomida Walgreensning umumiy aktiv aylanmasi yuqori bo'lsa-da, Walgreens va CVS ham 2010-yillarning o'rtalarida o'xshash nisbatlarga ega. CVS ning asosiy vositalar aylanmasi va o'rtacha yig'ish muddati Walgreensnikidan yuqori bo'lgan, bu sof asosiy vositalardan samaraliroq foydalanish va mijozlar to'lovlariga nisbatan osonroq yig'ish siyosatini ko'rsatadi. Inventarizatsiya aylanmasi CVSga ega ikkala firma uchun ham o'sib bormoqda, hatto 2007-yildan beri ancha samarali natija bermoqda.

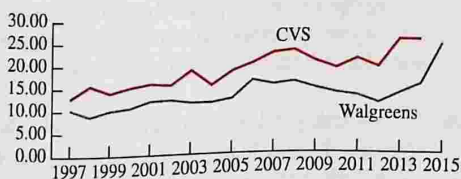
Jami aktivlar aylanmasi



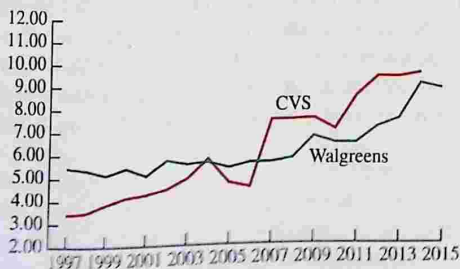
Asosiy vositalar aylanmasi



O'rtacha yig'ish davri



Inventarizatsiya aylanmasi



14.2-rasm. Walgreens uchun aktivlarni boshqarish nisbati.

14.4. MOLIVAVIY LEVERAJ KOEFFITSIYENTLARI VA TAHLILI

Moliyaviy leveraj koefitsiyentlari ssuda yoki qarz mablag'lari aktivlarni moliyalashtirish uchun qay darajada foydalanilganligini, shuningdek, firmaning qarzni to'lash majburiyatlarini bajarish qobiliyatini ko'rsatadi.

Jami qarzning jami aktivlarga nisbati biznesning umumiy qarzini yoki umumiy majburiyatlarini jami aktivlarga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. Bu nisbat barcha kreditorlar va qarzdorlar tomonidan moliyalashtirilgan jami aktivlarning qismini ko'rsatadi. Biz Walgreens uchun tegishli balans ma'lumotlarini 14.1-jadvaldan olamiz.

UMUMIY AKTIVLARGA JAMI QARZ:

2015: (Jami qarz/Jami aktivlar) = ($\$37,921 / \$68,782$) = 0,55 = 55%

2014: ($\$16,725 / \$37,182$) = 0,45 = 45%

Walgreensning umumiy qarz nisbati oshdi. Ko'rinish turibdiki, firma qo'shish natijasida qarzni (yoki Boots Alliance tomonidan to'langan qarzni) o'z zimmasiga olgan.

Jami qarzning aktivlarga nisbati juda yuqori bo'lsa, moliyaviy menejerga qo'shimcha qarz mablag'larini ta'minlash imkoniyatlari cheklanganligini bildiradi. Qo'shimcha qarz mablag'lari to'lanishi kerak bo'lgan foiz stavkasi nuqtayi nazaridan qimmatroq bo'lishi mumkin. Kreditorlar, aktivlari oldida qarzi yuqori bo'lgan firmaga kredit berish xavfini qoplash uchun yuqori kutilgan daromad olishni xohlashadi. Jami qarzning jami aktivlarga nisbati juda past bo'lishi mumkin, bu firma uchun qimmatga tushishi mumkin. Foiz xarajatlari daromad solig'i maqsadlari uchun chegirib tashlanganligi sababli, hukumat, aslida, qarzni moliyalashtirish xarajatlarining bir qismini to'laydi. Bundan tashqari, 18-bobda ko'rib turganimizdek, firmaning qarz xarajatlari o'z kapitalining samarali xarajatlaridan past.

Ba'zan qarzdorlik koefitsiyenti hisoblab chiqiladi, u umumiy qarzni egalari firmaga qo'ygan dollarlarga nisbatan ko'rsatadi. Bu umumiy qarzning o'z kapitaliga nisbati deb ataladi. Walgreensning 2015-yildagi nisbati 1,23 ($\$37,921 / \$30,861$), 2014 yilda 0,82 ($\$16,725 / \$20,457$) ni tashkil etdi. 2014-yilda kompaniya kapitalning har bir dollari uchun taxminan 82 sent qarz oldi; kapitalning har bir dollari uchun u 2015-yilda 1,23 \$ qarz oldi. Walgreens, albatta, Boots Alliance bilan birlashishdan oldin ko'proq qarzga ega.

Firmaning qarz yukini ko'rishning boshqa usulini ta'minlovchi o'z kapitalining ko'paytiruvchisi nisbati jami aktivlarni firmaning umumiy kapitaliga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi.



KAPITAL MULTIPLIKATORI:

2015: (Jami aktivlar/Jami kapital) = (\$68,782/30,861\$) = 2,23

2014: (\$37,182/\$20,457) = 1,82

Jami qarzning jami aktivlarga nisbati kabi, kapital multiplikatori 2014- va 2015-yillar orasida o'sdi.

Bir qarashda, bu nisbat leveraj bilan deyarli aloqasi yo'qdek ko'rinadi; bu aksiyadorlarning o'z kapitaliga bo'lingan jami aktivlar. Ammo buxgalteriya hisobini eslang: Aktivlar = Majburiyatlar + Kapital. Aktivlarning o'z kapitaliga nisbatan yuqori darajasi qarzdan ko'proq foydalanishni ko'rsatadi. Shunday qilib, kapital multiplikatorining kattaroq qiymatlari firma tomonidan qoldirishdan ko'proq foydalanishni anglatadi. Buni buxgalteriya identifikatoridan foydalanish va hamma narsani kapitalga bo'lish orqali ko'rish mumkin:

$$\frac{\text{Jami aktivlar}}{\text{Kapital}} = \frac{\text{Jami majburiyatlar}}{\text{Kapital}} + \frac{\text{Kapital}}{\text{Kapital}}$$
$$\frac{\text{Jami aktivlar}}{\text{Kapital}} = \frac{\text{Jami majburiyatlar}}{\text{Kapital}} + 1$$

Chap tomonda bizda kapital multiplikatori mavjud; o'ng tomonda, bizda umumiy qarzning o'z kapitaliga nisbati plyus bitta. Bu shuni ko'rsatadiki, firmani moliyalashtirish uchun qarzga ko'proq tayanish kattaroq kapital multiplikatoriga olib keladi. Xususiy kapital multiplikatori boshqa qarz koeffitsiyentlaridan olingan ma'lumotlarga qo'shilmasa ham, moliyaviy tahlil muayyan moliyaviy modellar yordamida amalga oshirilganda foydali bo'ladi.

Qarz koeffitsiyentlarini hisoblashdan tashqari, moliya menejeri firmaning o'z foizlarini va qarz mablag'lari bo'yicha asosiy qarzni to'lash majburiyatlarini qondirish yoki ularga xizmat ko'rsatish qobiliyatiga qiziqishi kerak. Bu foizlarni qoplash va belgilangan to'lovlarni qoplash nisbatlarini hisoblash orqali amalga oshiriladi. Ushbu nisbatlar to'g'ridan to'g'ri daromadlar to'g'risidagi hisobotdan yoki firmaning moliyaviy hisobotidagi izohlardan, ma'lumotlardan foydalanadi.

Foizlarni qoplash yoki foizlar nisbati firmaning operatsion daromadini yoki foizlar va soliqlarni to'lashdan oldingi foydani (EBIT) yillik foiz xarajatlariga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. Qizig'i shundaki, Walgreens 2015-yilda foizlar to'g'risida hisobot bermadi. Quyida biz 2014-yil uchun foizlarni qoplashni hisoblaymiz:

FOIZLARNI QOPLASH:

2014-yil: (Foizlar va soliqlardan oldingi daromad/Foiz xarajatlari) = (4194 \$ / 156 \$) = 26,9.

Walgreensning foizlarni qoplash koeffitsiyentlari katta, bu foizli qarz Walgreens moliyaviy tuzilmasining kichik bir qismi ekanligini ko'rsatadi.

Foizlarni qoplash ko'rsatkichi foiz majburiyatlarini to'lash qobiliyatiga to'sqinlik qilgunga qadar operatsion daromad yoki EBIT darajasining pasayishi mumkinligini ko'rsatadi. Aytaylik, Walgreensning foizlarni qoplash nisbati 5,0 edi. Bu shuni anglatadiki, Walgreensning operatsion daromadi 20 foizga yoki beshdan biriga (umuman, foizlarni qoplash nisbatiga bo'lingan holda, bu misolda $1/5 = 0,20$) hozirgi darajasi va foiz to'lovlari hali ham kamayishi mumkin edi.

Foiz to'lovlariga qo'shimcha ravishda boshqa qat'iy to'lovlar (masalan, ijara yoki lizing to'lovlari va davriy obligatsiyalarning asosiy to'lovlari) bo'lishi mumkin, ular odatda cho'kish fondi to'lovlari deb ataladi. Ruksat etilgan to'lovlarni qoplash koeffitsiyenti kompaniyaning o'z daromadlari hisobidan foizlar, lizinglar va asosiy qarzni to'lash bo'yicha shartnoma majburiyatlarini bajarish qobiliyatini ko'rsatadi.

Ijara yoki lizing to'lovlari, xuddi foiz xarajatlari bo'lgani kabi, daromad solig'ini to'lashdan oldin daromadlar to'g'risidagi hisobotda chegirib tashlanadi. Aksincha, cho'kayotgan fond to'lovi qarzni to'lashdir va shuning uchun daromad solig'i maqsadlari uchun chegirib tashlanadigan xarajat emas. Biroq, boshqa ma'lumotlarga muvofiq bo'lishi uchun, biz cho'kayotgan fond to'lovini soliqqa tortilgunga qadar o'zgartirishimiz kerak. Biz buni soliqdan keyingi summani bir minus samarali soliq stavkasiga bo'lish orqali qilamiz.

Walgreens balansiga izohlar 14.1-jadvalda ko'rsatilmagan bo'lsa-da, Walgreensning yillik hisobotlarida 2015-yilda 2,372 million dollar va 2014-yilda 2,319 million dollarlik mulkni ijaraga olish to'lovlari ko'rsatilgan va fond majburiyatlari yo'q. Ruksat etilgan to'lovni qoplash nisbatini quyidagicha hisoblaymiz. Birinchidan, nisbatdagi numerator foizlar, lizing to'lovlari va soliqlardan oldingi daromadlarni aks ettirishi kerak, biz lizing to'lovi miqdorini operatsion daromad yoki EBIT miqdoriga qo'shish orqali aniqlaymiz. Ikkinchidan, denominator barcha tegishli xarajatlarni soliqqa tortishdan oldin ko'rsatishi kerak. Cho'kish fondi to'lovlari soliqdan keyin amalga oshiriladi, shuning uchun har qanday cho'kayotgan fond to'lovlari ularni soliqdan oldingi asosga qo'yish uchun (1-firmaning soliq stavkasi) ga bo'linishi kerak. Quyidagi hisob-kitoblarda biz hech qanday cho'kmaydigan fond to'lovlari qabul qilamiz, faqat yuqorida qayd etilgan lizing to'lovlari bundan mustasno.

QAT'IIY BELGILANGAN TO'LOVLARNI QOPLASH:

(Foizlar, lizing to'lovlari va soliqlarni to'lashdan oldingi daromadlar/{Foizlar + Ijara to'lovlari + [(Jamg'arma fondi)/(1 - Soliq stavkasi)]})

2015 yil: $(\$ 4668 + 2372)/(0 + 2372 + 0) = 3,0$

2014: $(\$ 4,194 + 2,319)/(\$ 156 + 2,319 + 0) = 2,6$

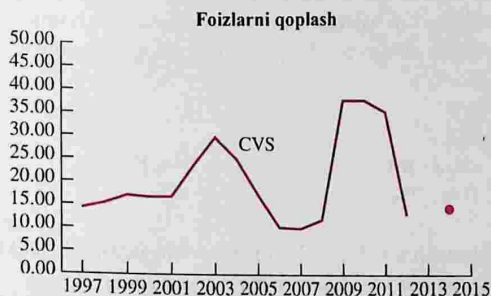
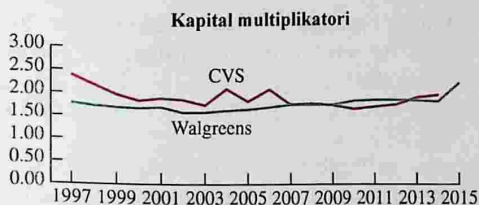
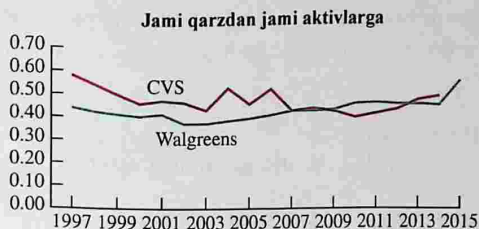
Bu foizlarni qoplash nisbatidan sezilarli farq. Walgreensning aksiyadorlarga yillik hisobotidagi ma'lumotlar shuni ko'rsatadiki, firma odatda uni sotib olishdan ko'ra o'z do'konini ijaraga oladi. Ushbu uzoq muddatli ijaralar Walgreens uchun qarzni moliyalashtirish o'rnini bosadi.

14.3-rasmdagi Walgreensning moliyaviy leveraj koeffitsiyentlarining grafiklari uning qarz nisbatlarining 1997–2015-yillar oralig'ida pasayib, keyin ortib borayotganini ko'rsatadi, CVS koeffitsiyentlari esa shunga o'xshash naqshni ko'rsatadi. Ikkala firmaning ham foiz xarajati kam; foizlarni qoplash nisbati grafigi faqat CVSni ko'rsatadi; 2013-yil uchun hech qanday ma'lumot yo'q, chunki u o'sha yil uchun foiz xarajati haqida xabar bermadi. Walgreensning qarz nisbati vaqt o'tishi bilan CVS dan past yoki juda yaqin bo'lib qoldi. Shunga qaramay, Walgreensning foizlarni qoplash nisbati sanoatdan yuqoriligicha qolmoqda. Shu vaqt oralig'ida Walgreensning foizlarni qoplash nisbati yuqori darajada edi yoki foizli qarz yo'qligi sababli aniqlanmagan (shuning uchun biz 14.3-rasmda Walgreensning foizlarni qoplash nisbatini ko'rsatmaymiz).

Walgreensga qarab, biz uchta muhim xulosa chiqarishimiz mumkin. Birinchidan, barcha majburiyatlar shartnoma bo'yicha qarz emas. Walgreensning aktivlarga nisbati qariyb 55 foizni tashkil qiladi, ammo 2015-yilgacha uning balansida qisqa muddatli (masalan, to'lanadigan notlar) yoki uzoq muddatli foizli qarzlar bo'lmagan. Ikkinchidan, barcha majburiyatlar foizlarni to'lashni talab qilmaydi. Shunga qaramay, Walgreensning qarz nisbati 55 foizni tashkil etadi, ammo foiz to'lovlari deyarli yo'q. Uchinchidan, firmaning moliyaviy ahvoli to'g'risida aniqroq tasavvurga ega bo'lish uchun barcha shartnoma bo'yicha belgilangan to'lovlar, jumladan foizlar, lizing to'lovlari va cho'kish fondi to'lovlari tekshirishi kerak. Bu firmaning moliyaviy hisobotidagi izohlarni va boshqa ma'lumotlarni o'qishni talab qiladi. Ruxsat etilgan to'lovlar hisobga olinsa va belgilangan to'lovni qoplash koeffitsiyenti hisoblanganda, Walgreensning yuqori foizlarni qoplash nisbati kamayadi.

Walgreens stavkalarining xatti-harakatining bir qismi 2015-yilda bir nechta firmalarni sotib olganligidir. Sog'liqni saqlash sohasidagi o'zgaruvchan dunyoda o'lcham yetkazib beruvchilar, korporativ sog'liqni saqlash yordami provayderlari va hukumat regulyatorlari bilan muzokaralar olib borish uchun afzallik bo'lishi mumkin; Walgreens, so'nggi yillarda, birlashish va sotib olish yo'li bilan o'sishga qaror qildi. U Yevropa dorixona giganti Alliance Boots GmbH ning 45 foiz ulushini 6,7 milliard dollarga sotib oldi, qolgan qismini 2015-yilga qadar sotib

olish imkoniyati mavjud edi va u bu opsiyadan foydalangan va 2015-yilda bitimni yakunlagan. Walgreens onlayn dori-darmon sotuvchi dorixonani 2014-yilning mart oyida 429 million dollarga, Dueyn Rid esa 2010-yilda 1,2 milliard dollarga sotib oldi. Ushbu ulushlarni qo'lg'a kiritish uchun Walgreens mavjud balans pullaridan, shuningdek, yangi qarz masalalaridan foydalangan. 2016-yilda Walgreens o'z onlayn brendini yaratish uchun kursni o'zgartirdi va drugstore.com ni yopdi.



14.3-rasm. Walgreens uchun moliyaviy leveraj nisbati.

14.5. RENTABELLIK KOEFFITSIYENTLARI VA TAHLILI

Rentabellik ko'effitsiyentlari firmaning sotishdan, aktivlardan va o'z kapitalidan daromad olish qobiliyatini ko'rsatadi. Ikki asosiy foyda marjasi nisbati moliyaviy menejer uchun muhimdir. Operatsion foyda marjasi firmaning foizlar va soliqlarni to'lashdan oldingi daromadi (EBIT – earnings before interest and taxes) sof sotishga bo'lingan holda hisoblanadi. Bu nisbat firmaning sotishga nisbatan operatsion xarajatlarini nazorat qilish qobiliyatini ko'rsatadi. 14.2-jadval Walgreens korporatsiyasi uchun daromadlar to'g'risidagi hisobot ma'lumotlarini o'z ichiga oladi va operatsion foyda marjasini aniqlash uchun zarur ma'lumotlarni taqdim etadi.

OPERATSION FOYDA MARJASI:

2015: (Foizlar va soliqlardan oldingi foyda / Sof sotish) = $(4668\$ / 103444\$)$
= 4,5%

2014: $(\$4,194 / \$76,392) = 5,5\%$

Ushbu natijalar Walgreensning operatsion rentabelligi 2014-yildan 2015-yilgacha pasayganligini ko'rsatadi. Bu sotish narxining pastligi yoki yuqori xarajalar tufaylimi, operatsion foyda (EBIT) atigi 11 foizga $[(\$ 4,668 - \$ 4,194) / \$4,194]$ o'sdi, sotish esa 35 dan oshdi. foiz $[(\$ 103,444 - \$ 76,392) / \$ 76,392]$ birlashishdan keyin.

Firma rentabelligining keng qo'llaniladigan ko'rsatkichi bo'lgan sof foyda marjasi soliqlarni to'lashdan keyin firmaning sof daromadining sof sotishga bo'linishi sifatida hisoblanadi. Operatsion xarajatlarni hisobga olishdan tashqari, bu nisbat foiz va soliq majburiyatlarini bajargandan keyin daromad olish imkoniyatini ko'rsatadi. Operatsion foyda marjasidan farqli o'laroq, Walgreensning sof foyda marjasi 2015-yilda o'sdi:

SOF FOYDA MARJASI:

2015: (sof daromad / sof savdo) = $(4255\$ / 103444\$) = 4,1\%$

2014: $(2031\$ / 76392\$) = 2,7\%$

Walgreens ning sof daromadi sotishning 35 foizga o'sishi sharoitida ikki baravardan ko'proq oshdi, natijada 2015-yilda sof foyda marjasi yuqori bo'ldi.

Moliyaviy menejer uchun aktivlar va kapitalning daromadlilik darajasining uchta asosiy o'lchovi muhimdir. Aktivlarning operatsion rentabelligi foizlar va soliqlarni to'lashdan oldingi foyda (EBIT) jami aktivlarga bo'lingan holda hisoblanadi. Bu nisbat firmaning operatsion samaradorligiga e'tibor qaratadi va firma qanday moliyalashtirilishi va soliqqa tortilishiga e'tibor bermaydi. Walgreens uchun tegishli ma'lumotlar 14.1- va 14.2-jadvallardan olinishi kerak.

AKTIVLARNING OPERATSION RENTABELLIGI:

2015: $(\text{Foizlar va soliqlardan oldingi daromad} / \text{Jami aktivlar}) = (\$4,668 / \$68,782) = 6,8\%$

2014: $(4194\$ / 37182\$) = 11,3\%$

Walgreensning aktivlari bo'yicha operatsion rentabelligi 2015-yilda operatsion foyda marjasining xatti-harakati bilan mos tushdi, chunki birlashishdan keyingi aktivlarning katta o'sishi operatsion daromadning o'sishidan kattaroq edi.

Umumiy aktivlarning sof rentabelligi, odatda jami aktivlar rentabelligi deb ataladi, firmaning sof daromadi umumiy aktivlarga bo'lingan holda o'lchanadi. Bu yerda biz firma o'zining operatsion xarajatlarini, foiz xarajatlarini va soliq majburiyatlarini qoplaganidan keyin aktivlarga investitsiyalarning rentabelligini o'lchaymiz. Sof foyda marjasiga o'xshab, Walgreensning jami aktivlari rentabelligi 2015-yilda o'sdi, chunki sof daromad 2014-yildagi darajasidan 100 foizga oshdi, aktivlar esa taxminan 85 foizga o'sdi:

JAMI AKTIVLARNING RENTABELLIGI:

2015: $(\text{Sof daromad} / \text{Jami aktivlar}) = (4255\$ / 68782\$) = 6,2\%$

2014: $(2031\$ / 37182\$) = 5,59\%$

Walgreens o'zining ko'plab do'konlarini qanday ijaraga olganini eslang. Bu uning moliyaviy ehtiyojlarini va uning asosiy va umumiy fondlar darajasi kamaytiradi. O'z navbatida, bu aktivlarga asoslangan rentabellikni koeffitsiyentlarini, masalan, jami aktivlarning rentabelligi, agar firma haqiqatan ham foydali bo'lsa oshirishga yordam beradi.

Yakuniy rentabellik koeffitsiyenti – bu o'z kapitalining rentabelligi (ROE – return on equity). U aksiyadorlarning daromadini o'lchaydi va firmaga investitsiya qilgan o'z kapitalidan daromad oladi. ROE firmaning sof daromadini aksiyadorlarning kapitaliga bo'lib o'lchanadi. Bu nisbat firmaning jami aktivlarining bir qismi qarz mablag'lari hisobidan moliyalashtirilganligini aks ettiradi.

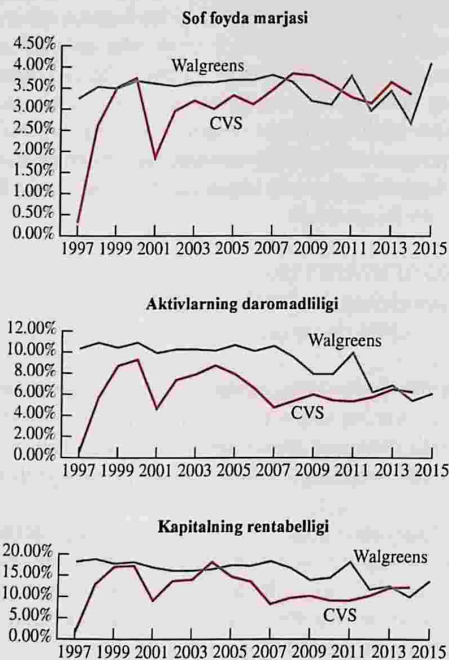
KAPITALNING RENTABELLIGI:

2015-yil: $(\text{Sof daromad} / \text{Umumiy kapital}) = (4255\$ / 30861\$) = 13,8\%$

2014-yil: $(2031\$ / 20457\$) = 9,9\%$

14.4-rasmda bir nechta Walgreens va CVS rentabellik koeffitsiyentlari keltirilgan. Vaqt oralig'ining birinchi yarmida biz Walgreens ning sof foyda marjasi CVS ga qaraganda yuqoriroq va barqarorroq bo'lganini ko'ramiz, ammo Buyuk turg'unlik davridan beri Walgreens ning sof foyda marjasi ancha o'zgaruvchan bo'lib qoldi va ba'zan CVS dan pastroq bo'ldi. Aktivlar rentabelligi (ROA – Return on assets) xuddi shunday xatti-harakatni ko'rsatadi, chunki u 2014-yilgacha

CVS ROA dan oshib ketdi. Buyuk turg'unlik boshlanganidan beri u pasayish tendensiyasida ko'rinadi. ROE so'nggi yillarda xuddi shunday o'zgaruvchanlikni va pasayish tendensiyasini ko'rsatadi. Umuman olganda, ushbu foyda nisbati tendensiyalari Walgreens ning sotish, aktivlar va kapitalga nisbatan rentabellik darajasi bo'yicha CVS ga o'xshab borayotganini ko'rsatadi.



14.4-rasm. Walgreens uchun rentabellik koeffitsiyentlari.

14.6. BOZOR QIYMATI NISBATI VA TAHLILI

Bozor qiymati koeffitsiyentlari investorlarning bozorda firmanni moliyaviy hisobot qiymatiga nisbatan baholashga tayyorligini ko'rsatadi. Kompaniyaning rentabelligi, tavakkalchiligi, boshqaruv sifati va boshqa ko'plab omillar uning aksiyalari va qimmatli qog'ozlari narxlarida samarali moliyaviy bozorlarda aks etadi. Moliyaviy hisobot tarixiy xususiyatga ega; moliyaviy bozorlar istiqbolli. Bilamiz-

ki, aksiya baholari kompaniya haqidagi ma'lum ma'lumotlarning ko'p qismini aks ettiradi va kompaniyaning haqiqiy qiymatining juda yaxshi ko'rsatkichidir. Demak, bozor qiymati koeffitsiyentlari bozorning firma qimmatli qog'ozlari qiymatini baholashini ko'rsatadi.

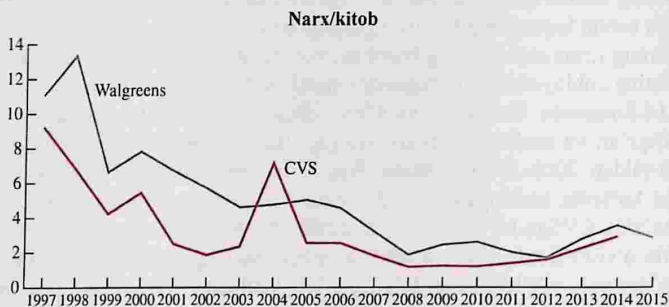
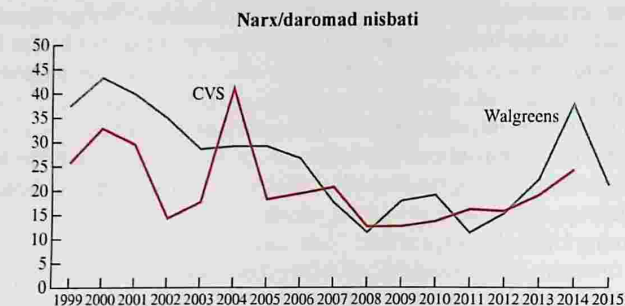
Narx-daromad yoki P/E nisbati firma oddiy aksiyalarining bozor narxini uning yillik daromadiga (Eps) bo'linadi. Ba'zan daromadlar ko'p deb ataladi, P/E nisbati investorlar firmaning Eps ning har bir dollari uchun qancha to'lashga tayyorligini ko'rsatadi. Aksiya boshiga daromad daromadlar to'g'risidagi hisobotdan kelib chiqadi, shuning uchun u sof daromadga ta'sir qiluvchi ko'plab omillarga sezgir. Garchi Eps patentlar yoki aktivlarning qiymatini aks ettira olmasa ham, firmaning inson resurslari, madaniyati, boshqaruv sifati yoki xavf, aksiya bahosi bu omillarning barchasini aks ettirishi mumkin va aks ettiradi. Firmaning P/E nisbatini butun fond bozori yoki firmaning raqobatchilari bilan taqqoslash bozorning kompaniyaning haqiqiy qiymatini idrok etishini ko'rsatadi.

Narxning kitob qiymatiga nisbati (yoki narx / kitob nisbati) balans kapitaliga nisbatan firmaning bozor qiymatini o'lchaydi. Xususi kapitalning balans qiymati balansda aks ettirilgan aktivlar va passivlarning balans qiymati o'rtasidagi farqdir. Narxning balans qiymatiga nisbati – har bir aksiyaning bozor narxining har bir aksiya uchun kapitalning balans qiymatiga bo'linishi. Yuqori koeffitsiyent investorlarning firma aktivlarining bozor qiymati, uning nomoddiy aktivlari va menejrlarning qobiliyatlariga nisbatan optimistikroq bo'lishini ko'rsatadi.

14.5-rasmda Walgreens va CVS uchun P/E nisbati va narx/kitob nisbati darajalari va tendensiyalari ko'rsatilgan. Ikkala kompaniya uchun P/K odatda 2000-yildan 2008–2009-yillardagi Buyuk turg'unlik davrida pasaygan, ammo keyin ko'tarila boshlagan. Ba'zida bozor Walgreensga ko'p daromad keltiradi va ba'zida CVSga ko'p daromad keltiradi. 2014-yilda Walgreensning P/E ning keskin o'sishi Boots Alliance bilan birlashish haqidagi optimizm tufayli bo'lishi mumkin; uning 2015-yildagi P/K pasayishi kutilgan sinergiya va foyda birinchi kutilganidan ko'ra ko'proq vaqt talab qilishi mumkinligini ko'rsatadi. Narx/kitob nisbati shunga o'xshash naqshni ko'rsatadi, lekin Walgreens nisbati odatda CVS nisbatidan kattaroqdir. Bozor o'n yoki undan ko'p yil oldingiga qaraganda ikkala kompaniyaga nisbatan kamroq optimistik ko'rinadi.

Moliyaviy menejerlar va tahlilchilar ko'pincha firma daromadlarining sifati yoki balansining sifati haqida gapirishadi. Bu firmaning daromadlari yoki aktivlari hajmiga yoki moliyaviy hisobotlarni kim tekshirganiga hech qanday aloqasi yo'q. Sifatli moliyaviy hisobotlar – bu firmaning haqiqiy iqtisodiy holatini aks ettiruvchi hisobotlar. Shunday qilib, sifatli daromad hisoboti uchun firmaning sotishdan tushgan daromadlari kelajakda takrorlanishi mumkin. Daromadga bir martalik to'lovlar ta'sir qilmaydi. Sifatli buxgalteriya balans sotiladigan va modadan tashqarida bo'lmagan yoki texnologik jihatdan eskirgan tovar-moddiy boyliklarini ifodalaydi. Bu cheklangan qarzni ifodalaydi, agar kerak bo'lsa, kompaniya

o'sonlikcha qarz olishi mumkinligini ko'rsatadi. Firma aktivlari buxgalteriya hisobi qiymatidan oshib ketadigan bozor qiymatlariga ega bo'ladi; boshqa so'z bilan aytganda, nomoddiy aktivlar (masalan, gudvil yoki patentlar) firma aktivlarini ko'paytirmaydi.



14.5-rasm. Bozor qiymati (Walgreens uchun nisbatlar).

Boshqa har bir narsa doimiy, yuqori sifatli moliyaviy hisobotga ega bo'lgan firma bozor qiymatining yuqori koeffitsiyentlariga ega bo'ladi. Bu bozor buxgalteriya hiyla-nayranglari bilan vaqtincha ko'paytirilmagan firma daromadlari va aktivlarining iqtisodiy haqiqatini tan olishi va mukofotlashi bilan sodir bo'ladi.

Buxgalteriya nayranglarini o'ynashga urinishlar firmaning nisbatlariga ta'sir qiladi. Mavjud inventarni oshirib ko'rsatish sotilgan tovarlarning joriy tannarxini pastroq qilib ko'rsatishi mumkin, bu esa foydaning oshishiga olib keladi. Mijozlarga haqiqiy sotishdan oldin daromadni bron qilish savdo va foydani oshiradi. Bunday harakatlarning samarasi rentabellik va aktivlarni boshqarish koeffitsiyent-

larini oshirish bo'ladi. Afsuski, investorlar uchun buxgalteriya nayranglari yoki ochiq firibgarliklarni kuzatish zarur, chunki epizodlar so'nggi yillarda telekom-munikatsiya uskunolari (Lucent), dot-com firmalari (ko'p) va energiya savdosi (Enron) kabi turli sohalardagi kompaniyalar bilan ko'rsatilgan.

Walgreens uchun nisbatlar tahlilining qisqacha mazmuni

Keling, Walgreens haqida uning nisbatlarini hisoblash va ularni sanoatning o'rtacha ko'rsatkichlari bilan taqqoslash orqali o'rganganimizni ko'rib chiqamiz va umumlashtiramiz. Likvidlik koeffitsiyentlari vaqt o'tishi bilan izchillikni ko'rsatadi, ammo Walgreens va CVS o'rtasidagi bo'shliq yaqinda ortdi, chunki CVS likvidlik koeffitsiyentlari ko'tarildi, Walgreens esa yetkazib beruvchilarga to'lash uchun ko'proq vaqt talab qilmoqda. Ammo aktivlarni boshqarish koeffitsiyentlari Walgreensning aktivlarning umumiy aylanmasidagi ustunligini ko'rsatadi va inkassatsiya davri vaqt o'tishi bilan kamaydi, CVS esa asosiy vositalar aylanmasi yuqori va odatda yuqori inventar aylanmasiga ega.

Agar Walgreens tezda pul to'plashi kerak bo'lsa, u qarz berish imkoniyatiga ega bo'lishi kerak, chunki Walgreensning qarz nisbati CVS ga o'xshaydi va uning foiz qoplanishi katta, chunki u foizli qarzlardan qochadi. Ilgari Walgreens CVS ga qaraganda yuqori rentabellik koeffitsiyentiga ega edi, ammo vaqt o'tishi bilan ular kamaydi.

Qimmatli qog'ozlar bozori Walgreens tendensiyalarini tan oldi, shuning uchun endi uning bozor qiymati koeffitsiyentlari (narx-daromad, bozor/kitob) CVS ga o'xshash. Walgreens va Boots Alliance ikkala firmani bitta kompaniyaga birlashtirgandan so'ng, Walgreensning taqdiri o'zgarishini aniqlash uchun qo'shimcha tahlil qilish kerak. Walgreens strategiyasi kelajakda CVS strategiyasidan yaxshiroq muvaffaqiyatga olib keladimi? Qimmatli qog'ozlar tahlilchilari investorlar qaysi kompaniyaning aksiyalarini sotib olishlarini tavsiya qilishdan oldin bu qarorni qabul qilishlari kerak. Kelajakdagi moliyaviy hisobotlar va bozor qiymati koeffitsiyentlari kim haqligini ko'rsatadi!

14.7. NISBATLARNI TAHLIL QILISHNING DUPONT USULI

Supermarket qanday foyda keltiradi? Umuman olganda, supermarketlar past rentabellikka ega. Uning ko'pgina tovarlari narxidan yuqori tiyinlarga sotiladi. Daromad tez aylanmasi natijasida hosil bo'ladi. Javonlar har kuni sotib olingan narsalar o'rnini bosadigan yangi narsalar bilan to'ldiriladi. Shunday qilib, supermarketlar, odatda, yuqori aktiv aylanma koeffitsiyentlariga ega. Zargarlik do'konlari o'z daromadlarini boshqacha ishlab chiqaradi. Ular odatda yuqori foyda marjasiga ega, ammo aylanmasi past. Zargarlik buyumlari sotilgunga qadar bir necha oy davomida javonda turishi mumkin.

Bu shuni ko'rsatadiki, firma ikkita asosiy strategiya yordamida o'z aktivlaridan daromad keltirishi mumkin: u supermarketda bo'lgani kabi tovar mahsulotlarini yuqori sotish hajmiga intilib, past narxlar va past foyda marjasini taklif qilishi mumkin; yoki zargarlik do'koni kabi o'zining sifatli yoki tabaqalashtirilgan tovarlarini yuqori narxlarda sotishi va past sotuvdan daromad olish uchun yuqori foyda marjasiga tayanishi mumkin.

Jami aktivlarning rentabelligi koeffitsiyenti ushbu munosabatlarni tekshirish va ma'lum bir firma qanday foyda keltirishini aniqlash uchun ishlatilishi mumkin. Aktivlar rentabelligini (ROA – return on assets) ikki qismga bo'lish mumkin. U sof foyda marjasi va aktivlarning umumiy aylanmasi koeffitsiyentining mahsulotiga teng:

Jami aktivlar rentabelligi = Sof foyda marjasi × Aktivlarning umumiy aylanmasi

$$(\text{Sof daromad} / \text{Aktivlar}) = (\text{Sof daromad} / \text{Sotish}) \times (\text{Sotish} / \text{Jami aktivlar})$$

Supermarketning foyda marjasi 1 foizni tashkil qilishi mumkin, lekin uning umumiy aktiv aylanmasi 10 ga teng bo'lishi mumkin. Bu unga jami aktivlardan 1 foiz × 10 yoki 10 foiz daromad keltiradi. Zargarlik do'koni 25 foiz foyda marjasiga ega bo'lishi mumkin va jami aktivlar aylanmasi 0,40 ni tashkil qilishi mumkin, shuningdek, jami aktivlardan 10 foiz (25 foiz × 0,40) daromad keltiradi. Kompaniyaning jami aktivlari rentabelligidagi yillik o'zgarishlar uning foyda marjasi, aktivlarning umumiy aylanmasi yoki ikkalasining o'zgarishi bilan izohlanishi mumkin.

Jami aktivlarning rentabelligi kabi, kapital rentabelligi (ROE – return on equity) ham tarkibiy qismlarga bo'linishi mumkin, bu bizga nima uchun daromad darajasi yildan yilga o'zgarib turishini yoki nima uchun ikki firmaning ROElari farq qilishini aytib beradi. ROE kapital multiplikatoriga ko'paytirilgan aktivlar rentabelligi bilan bir xil:

$$(\text{Sof daromad} / \text{Kapital}) = (\text{Sof daromad} / \text{Jami aktivlar}) \times (\text{Jami aktivlar} / \text{Kapital})$$

Biz jami aktivlarning rentabelligi yana ikkita koeffitsiyentdan iboratligini ko'rdik, shuning uchun ROEni quyidagilarga kengaytirish mumkin:

O'z kapitalining rentabelligi = Sof foyda marjasi × Aktivlarning umumiy aylanmasi × Kapital multiplikatori

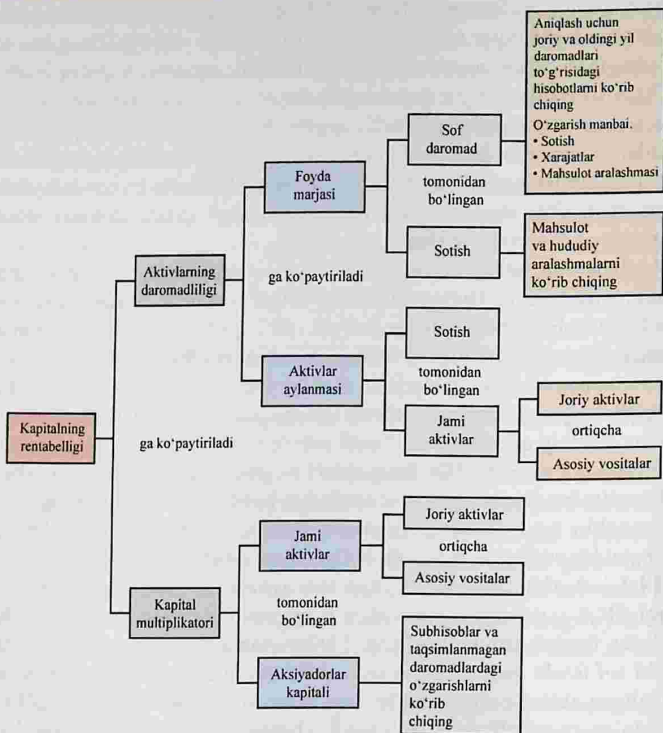
$$(\text{Sof daromad} / \text{Kapital}) = (\text{Sof daromad} / \text{Sotish}) \times (\text{Sotish} / \text{Jami aktivlar}) \times (\text{Jami aktivlar} / \text{Kapital})$$

Shunday qilib, firmaning ROE sof foyda marjasi, jami aktivlar aylanmasi yoki leverajdagi farqlar natijasida bir yildan keyingi yilga yoki raqobatchining ROE dan farq qilishi mumkin. Boshqa rentabellik ko'rsatkichlaridan farqli o'laroq, ROE to'g'ridan to'g'ri firmaning daromadi yoki qarzdan foydalanishini aks ettiradi. Agar firma aktivlarni moliyalashtirish uchun nisbatan ko'proq majburiyatlardan foydalansa, kapital multiplikatori ko'tariladi va boshqa omillar doimiy bo'lganda, firmaning ROE ko'tariladi. Firmaning ROE dan bu tarzda foydalanish yuqori operatsion samaradorlikni emas, balki faqat qarzni moliyalashtirishdan ko'proq foydalanishni anglatadi.

Aktivlar rentabelligi va kapital rentabelligini ularning tarkibiy qismlariga ajratishning ushbu usuli DuPont tahlili deb ataladi, uni ommalashtirgan kompaniya nomi bilan atalgan. **14.6-rasmda** DuPont tahlili qanday qilib ROE va jami aktivlarning daromadlilikini turlicha bo'lishi mumkinligini ko'rsatadi.

Komponentlar (foyda marjasi, aktivlarning umumiy aylanmasi va kapital multiplikatori) va bu komponentlar, o'z navbatida, tahlil qilish uchun qanday qilib ularning tarkibiy qismlariga bo'linishi mumkin. Shunday qilib, yuqoriroq aylanma natijasida firmaning ROE ko'rsatkichi oshganligi ko'rsatkichi bir necha yillik ma'lumotlardan foydalangan holda aylanma koeffitsiyentini o'rganishga olib kelishi mumkin, bu o'sish savdo hajmining oshishi, aktivlarni yaxshiroq boshqarish yoki ba'zi bir omillar tufayli sodir bo'lganligini aniqlaydi.

14.3-jadvalda 2012–2015-yillar mobaynida Walgreensning kapital rentabelligi (ROE – return on equity)dagi o'zgarishlarni tushuntirish uchun DuPont tahlilidan foydalanish ko'rsatilgan. 2012-yildan 2013-yilgacha ROE ko'tarildi, chunki sof foyda marjasining o'sishi aktivlarning umumiy aylanmasi bilan o'lanadigan aktivlar samaradorligining biroz pasayishiga olib keldi. 2014-yilda kapitalning rentabelligi pasayib ketdi, chunki boyliklar o'zgarib ketdi va sof foyda marjasi keskin pasaydi, garchi aktivlar samaradorligi va leveraj (jami aktivlar aylanmasi va kapital multiplikatori) o'zgarmas bo'lib qoldi. 2015-yilda sof foyda marjasining ortishi va qarzlardan foydalanishning ortishi hisobiga kapital rentabelligi yana oshdi (kapital multiplikatori o'sdi). Ushbu o'sishlar umumiy aktivlar aylanmasining pasayishini o'rnatgandan ko'ra ko'proq. Aktivlar samaradorligining pasayishi va qarzlarning ko'proq ishlatilishi Walgreens va Germaniyaning Boots Alliancesining bir kompaniyaga birlashishi natijasi bo'lishi mumkin. Bu vaqt ko'rsatadi!



14.6-rasm. DuPont moliyaviy tahlil tizimi.

14.3-jadval

Walgreens Inc. ning DuPont tahlili

	Sof foyda marjasi: Sof daromad	Jami aktivlar aylanmasi: Sotish	Kapital multiplikatori: Jami aktivlar	Kapitalning rentabelligi: Sof daromad
	Sotish	Jami aktivlar	O'z kapitali	O'z kapitali
2012	2,97 %	2,14	1,83	11,66 %
2013	3,39	2,04	1,82	12,59
2014	2,66	2,05	1,82	9,93
2015	4,11	1,50	2,23	13,79

Menejerlar va tahlilchilar rentabellikni oshirish yoki aktivlar samaradorligini oshirish natijasida kapital rentabelligining (ROE – return on equity) o'sishini ko'rishni afzal ko'radilar. Faqatgina qarz darajasining ko'tarilishi (ya'ni kapital multiplikatorining o'sishi) tufayli ROE ning o'sishi odatda ijobiy baholanmaydi.

14.8. UZOQ MUDDATLI MOLIVAVIY REJALASHTIRISH

Moliyaviy koeffitsiyentlar va moliyaviy hisobot munosabatlari, biz ko'rganimizdek, firmalar va ularning raqobatchilarini tahlil qilish uchun ishlatilishi mumkin. Ular ikkinchi muhim amaliy foydalanishga ega; menejerlar ulardan firmaning moliyaviy rejalashtirish jarayonida yordam berish uchun foydalanishlari mumkin.

Rejalashtirish uchun oldinga qarash kerak. Bizda juda yaxshi fikr bor, lekin oldindan ko'rish biznesning muvaffaqiyatini belgilaydi. Bir necha yilni o'z ichiga olgan uzoq muddatli rejalar sotish, aktivlar va xodimlarning o'sishini loyihalash uchun tayyorlanishi kerak. Birinchidan, iqtisodiyotdagi kutilayotgan o'zgarishlarni o'z ichiga olgan va boshqa korxonalar tomonidan yuzaga kelishi mumkin bo'lgan raqobat bosimini aks ettiruvchi savdo prognozini tuzish kerak. Savdo prognozi aktivlarga adekvat investitsiya qilish rejaları bilan tasdiqlanishi kerak. Misol uchun, ishlab chiqarish korxonasi prognoz qilingan sotish buyurtmalarini to'ldiradigan inventarni ishlab chiqarish uchun zavod va uskunalar sarmoya kiritishi kerak bo'lishi mumkin. Kerakli investitsiyalar hajmini aniqlagandan so'ng, zarur bo'lgan moliyalashtirish miqdorini hisoblash va uni sotib olish uchun rejalar tuzilishi kerak. Shuningdek, inson resurslariga tegishli investitsiyalar rejalashtirilgan bo'lishi kerak.

Uzoq muddatli moliyaviy rejalar yoki byudjetlarga qo'shimcha ravishda, moliya menejeri biznes bilan bog'liq bo'lgan yaqin muddatli pul oqimlari va pul mablag'lari bilan bog'liq. Naqd pul oqimlari ko'pincha yirik firmalar uchun kundalik ravishda nazorat qilinadi, kichik firmalar esa faqat oylik naqd byudjetlarni tuzishlari mumkin.

Koeffitsiyentlardan foydalangan holda moliyaviy tahlil muvaffaqiyatli moliyaviy rejalashtirish bilan birga keladi. Tashkil etilgan firma kelajakdagi real rejalarini ishlab chiqishda yordam berish uchun o'tmishdagi natijalarni moliyaviy nisbat tahlilini o'tkazishi kerak. Yangi firma rejalar tuzishdan oldin xuddi shu sohadagi boshqa firmalarning ishlash xususiyatlarini tahlil qilishi kerak.

Ushbu bobning qolgan qismida biz uzoq muddatli moliyaviy rejalashtirish usullariga e'tibor qaratamiz. Birinchisi, sotish texnikasining foizi, savdo prognozi va firma balansi va daromadlar to'g'risidagi ma'lumotlardan firmaning uzoq muddatli faoliyatini baholashda qanday foydalanish mumkinligini ko'rsatadi. Muddatli aktivlar va moliyaviy ehtiyojlar. Ikkinchi, xarajat-hajm-foйда tahlili, firma turli

savdo darajalari rentabelligini va foyda olish uchun qancha mahsulot birliklarini sotishi kerakligini aniqlash uchun foydalanishi mumkin bo'lgan usulni ko'rib chiqadi.

Sotish texnikasining ulushi

Moliyaviy rejalashtirish bir yoki bir necha yil uchun sotish prognozi bilan boshlanadi. Ushbu savdo prognozlari byudjetlar deb ataladigan yozma moliyaviy rejalar uchun asosdir. Tashkil etilgan firmalar uchun sotish prognozlari, odatda, kelajakni loyihalash uchun statistik tahlillarda qo'llaniladigan tarixiy savdo ma'lumotlariga asoslanadi. Tuzatishlar kutilayotgan iqtisodiy sharoitlar, yangi mahsulotlar va boshqalar tufayli sotuvlar o'sishidagi mumkin bo'lgan o'zgarishlarni aks ettirish uchun kiritilishi mumkin. Masalan, o'tmishda firma savdosi o'rtacha yillik 10 foizga o'sgan bo'lishi mumkin. Biroq, agar turg'unlik kutilsa, rahbariyat kelgusi yil uchun nol foiz o'sish sur'atini bashorat qilishi mumkin. Aksincha, jadal rivojlanayotgan iqtisodiy iqlim yillik 15 foizlik o'sish sur'ati bilan bog'liq bo'lishi mumkin. Savdo tarixi bo'lmagan yangi firmalar o'z sohalaridagi boshqa firmalarning tajribasidan olingan ma'lumotlarga tayanishi kerak. Sotishni aniq prognoz qilish muvaffaqiyatli moliyaviy boshqaruvning muhim elementidir. Sotish foizi usuli aktivlarga qo'shimcha investitsiya talablarini va ular qanday moliyalashtirishini bashorat qilish uchun sotishdan tushgan tushum va balans moddalarini o'rtasidagi tarixiy yoki kutilayotgan munosabatdan foydalanadi. Tasavvur qilaylik, firmaning jami aktivlar aylanmasi koeffitsiyenti 3,0, sotish hajmi 60 000 AQSH dollari va aktivlari 20 000 dollar. Ushbu nisbatning teskarisini olib, jami aktivlarni sof sotishga bo'lingan holda, biz aktivlarni sotishning foizi sifatida ifodalashimiz mumkin, bu taxminan 33 foizni tashkil qiladi ($\$20,000 / \$60,000$). Bu raqam kelajakdagi aktivlarga bo'lgan ehtiyojni bashorat qilish uchun ishlatilishi mumkin. Misol uchun, bizning namunaviy firmamiz sotishning 15 foizga o'sishini bashorat qilmoqda ($\$60,000 \times 15\% = \$9,000$ savdo o'sishi) kutilayotgan yangi aktiv investitsiyasiga taxminan 3000 AQSH dollari (ya'ni $\$9,000 \times 33\%$) olib keladi, chunki qo'shimcha aktivlar ishlab chiqarish va sotish hajmini oshirishni qo'llab-quvvatlashni talab qiladi.

14.4-jadvalda Walgreens uchun balansning har bir asosiy moddasi 2012–2015-yillar oralig'idagi sotuvlar foizi sifatida ko'rsatilgan, shuningdek, ushbu vaqt oralig'idagi o'rtacha foiz. Biz keyingi muhokamada o'rtacha foiz munosabatidan foydalanamiz.

Aktivlarni investitsiyalash talablari

2015-yilda Walgreens ning sotuvi 103 444\$ ni tashkil etdi. Aytaylik, rahbariyat savdo 15 foizga o'sishiga ishonadi. Ushbu yuqori savdo darajasini qo'llab-quvvatlash uchun zarur bo'lgan aktivlarning kutilayotgan o'sishi qanday? Turli balans ochiqotlaridagi o'zgarishlarni aniqlash uchun 14.4-jadvaldagi o'rtacha fo-

izlardan foydalanishimiz mumkin. Sotishning 15 foizga o'sishi sotuvlarda $0,15 \times 103\,444\$$ ga yoki $15\,517\$$ ga oshadi. So'nggi to'rt yil ichida Walgreensning jami aktivlarining sotishga nisbati o'rtacha 53 foizni tashkil etdi. Walgreens aktivlari-ning o'sishi prognozlariga ko'ra, bu o'rtacha ko'effitsiyent savdolarning o'sishiga yoki $0,53 \times 15,517$ dollar = $8,224\$$ ga teng bo'ladi.

14.4-jadval

Walgreens uchun 2012–2015-yillardagi sotishdan olingan foizlar balansi

Aktivlar	2012	2013	2014	2015	O'rtacha
Pul mablag'lari va ularning ekvivalentlari	1,8 %	2,9 %	3,5 %	2,9 %	2,8 %
Debitor qarzdorlik	3,0 %	3,6 %	4,2 %	6,6 %	4,4 %
Zaxiralar	9,8 %	9,5 %	8,0 %	8,4 %	8,9 %
Boshqa joriy aktivlar	0,4 %	0,4 %	0,4 %	1,1 %	0,6 %
Jami joriy aktivlar	15,0 %	16,4 %	16,0 %	19,0 %	16,6 %
Sof asosiy vositalar	16,8 %	16,8 %	16,0 %	14,6 %	16,1 %
Boshqa uzoq muddatli aktivlar	11,9 %	12,5 %	13,5 %	17,1 %	13,8 %
Gudvil va nomoddiy aktivlar	3,0 %	3,3 %	3,1 %	15,8 %	6,3 %
Jami vositalar	46,7 %	49,1 %	48,7 %	66,5 %	52,8 %
MAJBURIYATLAR VA AKTIVLAR					
Ta'minotchilar bilan hisob-kitob	6,1 %	6,4 %	5,6 %	9,8 %	7,0 %
Qisqa muddatli qarz	1,8 %	0,8 %	1,0 %	1,0 %	1,2 %
Boshqa joriy majburiyatlar	4,2 %	5,1 %	5,0 %	5,2 %	4,9 %
Jami joriy majburiyatlar	12,2 %	12,3 %	11,6 %	16,0 %	13,0 %
Uzoq muddatli kreditlar	5,7 %	6,2 %	4,9 %	12,9 %	7,4 %
Boshqa majburiyatlar	3,4 %	3,7 %	5,4 %	7,8 %	5,1 %
Jami majburiyatlar	21,3 %	22,2 %	21,9 %	36,7 %	25,5 %
Imtiyozli kapital	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
Umumiy kapitali + taqsimlanmagan foyda	25,5 %	26,9 %	26,8 %	29,8 %	27,3 %
Ustav kapitali	25,5 %	26,9 %	26,8 %	29,8 %	27,3 %
Jami majburiyatlar va kapital	46,7 %	49,1 %	48,7 %	66,5 %	52,8 %

Buxgalteriya balansi muvozanatli bo'lishi kerakligi sababli, aktivlarning bu o'sishi yangi qarzlar, yangi aksiyalarning chiqarilishi yoki prognoz qilingan sotishdan taqsimlanmagan foydaning oshishi bilan moliyalashtirilishi kerak. Moliyalashtirishning bu oxirgi turi "ichki ishlab chiqarilgan mablag'lar" deb ataladi, chunki u firma foydasidan kelib chiqadi.

Ichki moliyalashtirish

Yangi investitsiyalarni moliyalashtirish uchun ichki ishlab chiqarilgan mablag'lar foydadan kelib chiqadi. Faraz qilaylik, Walgreens uchun 8 224 dollarlik aktiv investitsiya ssenariysi kelgusi yilda kerak bo'lgan narsa bo'ladi. Biz ushbu aktivlar kutilayotgan foyda yoki tashqi manbalar hisobidan qanday moliyalashtirilishini rejalashtirishga tayyormiz. Walgreens uchun 2012–2015-yillardagi o'rtacha foyda marjasi taxminan 3,3 foizni tashkil etdi. Agar kelgusi yilda sof sotuvlar 15 foizga o'sishi kutilgan bo'lsa, sotish prognozi $1,15 \times 103,444$ dollar = 118,961 dollarni tashkil etadi, agar bu o'rtacha foyda marjasi davom etsa, biz kelgusi yil foydasini 3,926 dollar (118,961 dollar $\times$ 3,3 foiz) bo'lishini prognoz qilgan bo'lardik. Walgreensning yillik hisobotidagi dividendlar bo'yicha rekordni o'rganib chiqsak, biz kompaniya biznes sikli davomida daromadning taxminan 35 foizini aksiyadorlarga dividend sifatida to'lashini bilib olamiz; bu firma o'sishini moliyalashtirishga yordam berish uchun sof daromadning 65 foizini saqlab qolishini anglatadi.

Moliyaviy menejer tashqi manbalardan qisqa muddatli va uzoq muddatli mablag'lar aralashmasini qanday rejalashtirishi mumkinligini ko'rib chiqaylik.

Shunday qilib, dividendlarni to'laganimizdan so'ng, biz Walgreensning aktivlarda kutilayotgan \$ 8,224 kengayishini moliyalashtirish uchun ichki ishlab chiqarilgan mablag'larda \$ 2,552 (3,926 dollarining 65 foizi) bo'lishini kutamiz. Qolgan 5 672 dollar (8 224 – 2 552 dollar) aktivlar tashqi mablag'lar hisobidan moliyalashtirilishi kerak.

Qolgan 5 672 dollar (8 224 – 2 552 dollar) aktivlar tashqi mablag'lar hisobidan moliyalashtirilishi kerak. Bu qisqa muddatli qarzlar, uzoq muddatli qarzlar yoki aksiyadorlik fondlari bo'lishi mumkin.

Bu qisqa muddatli qarzlar, uzoq muddatli qarzlar yoki aksiyadorlik fondlari bo'lishi mumkin. Moliyaviy menejer tashqi manbalardan qisqa muddatli va uzoq muddatli mablag'lar aralashmasini qanday rejalashtirishi mumkinligini ko'rib chiqaylik.

Tashqi moliyalashtirishga qo'yiladigan talablar

Walgreens aktivlarni moliyalashtirish bo'yicha talablarining bir qismi kreditorlik qarzlar va hisoblangan majburiyatlar kabi ma'lum joriy majburiyatlar hisoblarida deyarli avtomatik o'sish orqali qondirilishini kutishi mumkin. Rejalashtirilgan savdo o'sishini qondirish uchun yuqori savdo darajasini qo'llab-quv-

vatlash uchun inventar obyektlarini ko'proq kredit sotib olish kerak bo'ladi. Hisoblangan ish haqi va soliqlarning oshishi kutiladi. Ushbu avtomatik javobgarlik hisoblari boshqa tashqi moliyalashtirishga bo'lgan ehtiyojni kamaytiradi, chunki ular firmaga zudlik bilan pul sarflamasdan qo'shimcha ma'lumotlarni olish imkonini beradi. Ular odatda sotish bilan birga ko'tariladi va tushadi, bu joriy majburiyat hisoblari o'z-o'zidan yoki avtomatik ravishda moliyalashtirish manbasini ta'minlaydi.

14.4-jadvalda kreditorlik qarzlari va boshqa joriy majburiyatlar Walgreens uchun sotishning o'rtacha 13 foizini tashkil qilganligini ko'rsatadi. Savdo hajmining 15 foizga kutilayotgan o'sishiga asoslanib, joriy majburiyatlar o'sishi va o'z-o'zidan paydo bo'ladigan qisqa muddatli mablag'larda taxminan 2,017 dollar ($15,517 \times 13$ foiz) taqdim etishi kutilmoqda. Bu Walgreens uchun aktivlarga investitsiya talablarini qoplash uchun taxminan \$ 3,655 ($\$ 5,672 - \$ 2,017$) tashqi moliyalashtirish ehtiyojini qoldiradi. Rahbariyat ushbu summani tijorat bankidan qarzga olishni, uzoq muddatli qarz berishni yoki egalariidan ko'proq kapital mablag'larini talab qilishni tanlashi mumkin.

Qisqacha aytganda, aktivlarni qo'shishni moliyalashtirish uchun zarur bo'lgan yangi tashqi mablag'lar miqdorini quyidagicha hisoblash mumkin:

1. Kutilayotgan savdo o'sishining dollar miqdorini prognoz qiling:

Sotish 15 foizga o'sishi kutilmoqda: yangi sotuvlar = $1,15 \times 103\,444$ dollar = 118 961 dollar

Sotishning dollar miqdori = $15\% \times \$103,444 = \$15,517$ (yoki $\$118,961 - \$103,444$)

2. Savdoni oshirishni qo'llab-quvvatlash uchun zarur bo'lgan yangi aktiv investitsiyasining dollar miqdorini aniqlang.

Qo'shimcha aktivlar = 53 foiz $\times 15\,517$ dollar = 8 224 dollar

3. Rejalashtirilgan aktiv investitsiyasidan kutilayotgan taqsimlanmagan foyda miqdorini ayirib tashlang.

Kutilayotgan foyda = $3,3$ foiz $\times 118\,961$ dollar = 3 926 dollar

Taqsimlanmagan daromadga kutilayotgan qo'shimcha = $0,65 \times 3,926$ dollar = 2,552 dollar

4. Rejalashtirilgan aktiv investitsiyasidan kreditorlik qarzlari va boshqa joriy majburiyatlarda kutilayotgan o'z-o'zidan o'sish summasini ayirib tashlang.

Kutilayotgan o'z-o'zidan moliyalashtirish = $13\% \times \$15,517 = \$2,017$

5. Aktiv investitsiyalarning qolgan dollar miqdori tashqi moliyalashtirish ehtiyojlarini belgilaydi.

Tashqi moliyalashtirishga ehtiyoj = Aktivlarning o'zgarishi – taqsimlanmagan daromadga qo'shimcha – o'z-o'zidan moliyalashtirish = $\$ 8,224 - \$ 2,552 - \$ 2,017 = \$ 3,655$

Muayyan savdo o'sishini qo'llab-quvvatlash uchun zarur bo'lgan aktivlarga haqiqiy investitsiyalar, agar ikkita hodisadan biri sodir bo'lsa, o'zgarishi mumkin: 1) agar aktivlarning aylanish koeffitsiyenti o'zgarsa yoki 2) muayyan asosiy vositalarni ko'paytirish talab etilmasa.

Birinchidan, agar Walgreens aktivlar aylanma koeffitsiyentini yaxshilay olsa, aktivlar sotuvlarning 45 foizini tashkil eta olsa, sotishning 15 517 dollarga o'sishi uchun aktivlarga taxminan $15\,517 \times 0,45$ yoki 6 983 dollar yoki taxminan 1 241 dollar ($= 8\,224$ AQSH dollari) investitsiya kerak bo'ladi. \$6 983) oldingidan kamroq. (Yodda tutingki, barcha raqamlar millionlab dollarlarda, shuning uchun bu talab qilinadigan sarmoyadan 1,241 million dollar [yoki 1,241 milliard dollar] kam.)

Ikkinchidan, er yoki binolar kabi asosiy vositalarni sotish hajmini oshirish bilan birga har yili ko'paytirish shart emas. Odatda hal qiluvchi omil, odatda, firma hozirda ortiqcha ishlab chiqarish quvvatiga egami yoki yo'qmi. Misol uchun, 14.4-jadvalga ko'ra, agar faqat joriy aktivlar (sotishning o'rtacha 16,6 foizi) kelgusi yil sotish bilan ko'payishi kutilsa, u holda aktivlarni investitsiya qilish talabi taxminan 2576 AQSH dollarini tashkil qiladi (ya'ni $15\,517$ AQSH dollari $\times 16,6$ foizi). Bunday holda, 2552 AQSH dollari miqdorida taqsimlanmagan foydaning kuzatiladigan o'sishi aktivlarning kutilayotgan o'sishini moliyalashtirish uchun yetarli bo'ladi.

14.2. XARAJAT-HAJM-FOYDA TAHLILI

Xarajat-hajm-foйда tahlili menejerlar tomonidan moliyaviy rejalashtirish maqsadlarida qo'llaniladigan boshqa vositadir. U birlik sotishning turli darajalarida firmaning operatsion foydasini baholash uchun ishlatilishi mumkin. Zararsizlik tahlili olib boriladigan o'zgarishlardan firmaning "zararsizligi" yoki nol operatsion foydaga ega bo'lishi uchun qancha mahsulot birliklari sotilishi kerakligini taxmin qilish uchun foydalanish mumkin.

Xarajat-hajm-foйда tahliliga misol sifatida, Walgreens o'z do'konlariga yangi mahsulot qo'shishini o'ylayotganini faraz qilaylik. U har bir tovar uchun 10 dollardan sotiladi. O'zgaruvchan xarajatlar, bu holda, uni ishlab chiqaruvchidan sotib olish g'ijmatini 6 dollarni tashkil qiladi. Ruxsat etilgan xarajatlar, asosan inventarni kuzatish va yetkazib beruvchi bilan ishlash bo'yicha turli ma'muriy qo'shimcha xarajatlar yiliga 1000 dollarni tashkil qilishi kutilmoqda. Rahbariyat, agar birlik sotuvi yiliga 2000 dona bo'lsa, operatsion foyda qanday darajada bo'lishini bilishdan manfaatdor.

Daromadlar to'g'risidagi hisobotning formatidan (masalan, 14.2-jadval) biz bilamizki, sotishdan tushgan tushumlar minus turli xil xarajatlar bizga operatsion foyda yoki foizlar va soliqlardan oldingi daromad (EBIT – earnings before interest and taxes) beradi. Savdo birlik narxi (P – price) sotilgan miqdorga (Q – quantity

sold) ko'paytirilishi yoki $P \times Q$ sifatida ifodalanishi mumkin. Xarajatlar birligi uchun o'zgaruvchan xarajatlar (vc – variable cost per unit) va qat'iy xarajatlar (FC – fixed costs) bilan ifodalanishi mumkin. Bir birlik uchun o'zgaruvchan xarajat (vc) sotilgan miqdorga (Q) ko'payib, bizga umumiy o'zgaruvchan xarajatlarni beradi: $vc \times Q$. Jami doimiy xarajatlar, FC , doimiy; ular "sobit" deb ataladi, chunki ular ishlab chiqarish hajmining oshishi yoki kamayishi bilan o'zgarmaydi. Shunday qilib, biz operatsion daromadni quyidagicha topishimiz mumkin:

$EBIT = \text{Sotish} - \text{Jami o'zgaruvchan xarajatlar} - \text{Ruxsat etilgan xarajatlar}$

Bizning belgilarimizga kelsak, bu quyidagicha bo'ladi:

$$EBIT = (P \times Q) - (vc \times Q) - FC$$

Bizning yangi mahsulot namunamiz uchun bizda quyidagilar mavjud:

$$\begin{aligned} EBIT &= (\$10 \times 2000) - (\$6 \times 2000) - 10000 \\ &= 20\,000 - 12\,000 - 1\,000 \text{ dollar} \\ &= 20\,000 - 13\,000 \text{ dollar} \\ &= 7000 \text{ dollar} \end{aligned}$$

Agar sotish yiliga 2000 donaga yetsa, firma operatsion foydani 7000 dollar ga oshishini kutmoqda.

Rahbariyat mahsulotning qancha daromadni sotish kerakligini bilishi mumkin. Ya'ni, jami daromadlar miqdori umumiy xarajatlarga o'zgaruvchan xarajatlar va qat'iy xarajatlar) teng bo'lishi uchun qancha hajmga erishish kerak. Ushbu nuqtada operatsion daromad yoki EBIT nolga teng. Hozirgi zamonaviy nuqtasi 14.1-tenglamani nolga tenglashtirish orqali hisoblanishi mumkin:

$$EBIT = (P \times Q) - (vc \times Q) - FC = 0$$

Bu tenglamani yechadigan birlik sotuvi miqdori zararsizlik miqdori, bu ham QBE deb nomlaymiz. Ushbu tenglamani zararsiz miqdor uchun yechish, biz quyidagilarga ega bo'lamiz:

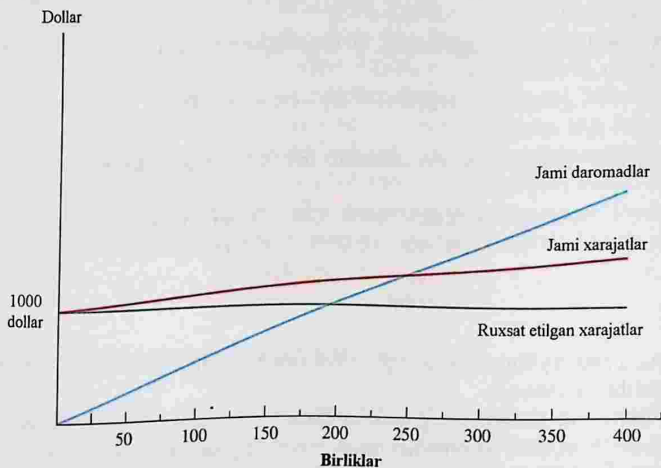
$$QBE = [FC / (P - vc)]$$

Yangi mahsulot misolidagi ma'lumotlardan foydalanib, bizda quyidagilar mavjud:

$$QBE = [\$1,000 / (\$10 - \$6)] = (\$1,000 / \$4) = 250 \text{ birlik}$$

Firma 250 dona yangi mahsulot sotishi kerak. Buni 14.1-tenglamadagi tegishli ma'lumotni quyidagi tarzda almashtirish orqali tasdiqlash mumkin:

$$\begin{aligned} \text{EBIT} &= (\$10 \times 250) - (\$6 \times 250) - 1000\$ \\ &= \$2,500 - \$1,500 - \$1,000 \\ &= 2500 - 2500 \text{ dollar} \\ &= 0 \end{aligned}$$



14.7-rasm. Xarajat-hajm-foyda munosabatlari.

14.7-rasmda grafik tarzda tasvirlangan birliklardagi zararsizlik nuqtasi umumiy daromadlar umumiy xarajatlarga teng bo'lganda yuzaga keladi. Savdo dollarlaridagi zararsizlik nuqtasi bir birlik uchun sotish narxiga teng, birlikdagi zararsizlik nuqtasi. Bizning misolimizda bizda 10 marta 250 birlik yoki 2500 dollar bor.

14.2 ($P - vc$) tenglamaning maxraji hissa marjasi deb ataladi. Bu sotilgan har bir birlikning yillik sobit xarajatlarni to'lashga ketadigan hissasini ifodalaydi. Bizning misolimizda, agar 10 dollar mahsulot narxi bo'lsa, daromadning 6 dollari birlikning o'zgaruvchan xarajatlarini qoplaydi.

Qolgan ($\$10 - \6) yoki $\$4$, belgilangan xarajatlarni to'lashga qo'shilgan hissadir. Ruxsat etilgan xarajatlar 1000 dollar bo'lganligi sababli, firma doimiy xarajatlar qoplanishidan oldin $\$1000 / \4 dona yoki 250 dona sotishi kerak.

14.10. OPERATSION LEVERAJ DARAJASI

Kompaniyaning sotishdan tushgan daromadlari kamdan kam hollarda doimiy bo'ladi. Vaqt o'tishi bilan sotish yoki daromadlarning o'zgaruvchanligi moliyaviy rejalarni ishlab chiqishda hisobga olinishi kerak bo'lgan asosiy operatsion xavfni ko'rsatadi. Bundan tashqari, daromadlar to'g'risidagi hisobotda ko'rsatilgan daromad miqdorining o'zgarishiga sotishdagi o'zgarishlar va doimiy va o'zgaruvchan xarajatlardan foydalanish ta'sir qiladi. Ushbu bo'limda ko'rib turganimizdek, doimiy xarajatlarning miqdori qancha ko'p bo'lsa, operatsion foyda shunchalik o'zgaruvchan bo'ladi.

Walgreens ma'lumotlariga asoslangan daromadlar to'g'risidagi hisobotning quyidagi qismi bu fikrni ko'rsatadi. So'nggi tajribaga asoslanib, biz o'zgaruvchan xarajatlarni, asosan Walgreens kompaniyasining sotilgan mahsulot narxini sotishning 74 foizini tashkil qiladi deb hisoblaymiz. Xuddi shunday, biz Walgreensning sotish, umumiy va ma'muriy xarajatlari amortizatsiya xarajatlari kabi belgilangan deb taxmin qilamiz.

Hozirgi holat (million dollarda)		
Sof foyda	103 444,00 \$	
Kamroq o'zgaruvchan xarajatlari	76 520,00 \$	Sotilgan mahsulotlarning o'rtacha qiymati sotilganlarning taxminan 74 % ni tashkil qiladi
Kamroq qat'iy xarajatlari	22 256,00 \$	Faraz qilaylik, SG&A xarajatlari va amortizatsiya belgilangan
Foizlar va soliqlarni to'lashdan oldingi foyda (operatsion daromad)	4 668,00 \$	

Kelgusi yilgi sotuvlar hajmining 10 foizga kamayishi va 10 foizga oshishi firmaning operatsion daromadiga yoki foizlar va soliqlardan oldingi daromadiga (EBIT – earnings before interest and taxes) ta'sirini ko'rib chiqamiz. Qayta ko'rib chiqilgan qisman daromadlar to'g'risidagi hisobot quyidagicha ko'rinadi:

Sotishdagi foiz o'zgarishi			
	-10%	Asos	10%
Sof foyda	93 099,60 \$	103 444,00 \$	113 788,40 \$
Kamroq o'zgaruvchan xarajatlari (sotishning 74%)	68 868,00 \$	76 520,00 \$	84 172,00 \$



Kamroq ruxsat belgilangan xarajatlar	22 256,00 \$	22 256,00 \$	22 256,00 \$
Foizlar va soliqlarni to'lashdan oldingi daromad	1 975,60 \$	4 668,00 \$	7 360,40 \$
Joriy darajadan operatsion daromadning foiz o'zgarishi	-57,7 \$		57,7 %

Savdoning 10 foizga o'zgarishi operatsion daromadning 57,7 foiz o'zgari-shiga ko'payadi yoki foyda keltiradi. Operatsion daromad sotish hajmining o'zga-rishiga nisbatan shunday katta miqdorda o'zgaradi, chunki ba'zi xarajatlar qat'iy bo'lib, daromadlar ko'tarilishi va pasayishi bilan o'zgarmaydi. Savdoning o'sishi operatsion foydaga katta foiz ta'sir qiladi, chunki ba'zi xarajatlar o'zgarmaydi. Xuddi shunday, sotishning pasayishi operatsion xarajatlarga ko'proq foiz ta'sir qiladi, chunki ba'zi xarajatlar qat'iy bo'ladi va sotuvlar pasayganda pasaymaydi.

Operatsion leveraj darajasi (DOL) operatsion daromadning ishlab chiqarish darajasidagi o'zgarishlarga sezgirligini o'lchaydi:

$$DOL = EBITdagi \text{ foiz o'zgarishi} / \text{birlik savdosidagi foiz o'zgarishi}$$

Walgreens uchun operatsion leveraj darajasi quyidagicha:

$$DOL = EBITning \text{ foiz o'zgarishi} / \text{birlik savdosidagi foiz o'zgarishi} \\ = 57,7 \text{ foiz} / 10 \text{ foiz} = 5,77$$

Bu, agar keyingi yilda sof sotuvlar 10 foizga oshsa, 103 444 dollardan 113 788,40 dollargacha, operatsion daromad 4 668 dollardan 7 360,40 dollarga, 2 692,40 dollar yoki 57,7 foizga (2 692,40 dollar / 7,7 foiz = 4065 dollar) ko'tari-lishi kutilmoqda. Shunday qilib, operatsion daromadning 57,7 foiz o'zgarishi sof sotishdagi 10 foiz o'zgarishga bo'linib, 5,77 kattalashtirish yoki leveraj effektini keltirib chiqaradi. DOL shuningdek, teskari yo'nalishda ishlaydi va sof sotuvlar pasayganda salbiy ta'sir ko'rsatadi. Savdo hajmining 10 foizga qisqarishi operat-sion daromadning 57,7 foizga qisqarishiga aylanadi.

DOL quyidagi formula bilan ham ifodalanishi mumkin:

$$DOL = \frac{Q \times (P - vc)}{Q \times (P - vc) - FC} = \frac{\text{Savdo} - \text{Jami o'zgaruvchan xarajatlar}}{\text{Savdo} - \text{Jami o'zgaruvchan xarajatlar} - \text{Doimiy xarajatlar}}$$

Bu bog'liqlik bizga sotish, o'zgaruvchan xarajatlar va doimiy xarajatlarning faqat bitta kuzatuv bilan operatsion leveraj darajasini aniqlash imkonini beradi. Yuqoridagi misolda sotuvlar 103 444 dollarni tashkil etdi; o'zgaruvchan xarajatlar

76 520 dollarni tashkil etdi; va doimiy xarajatlar 22 256 dollarni tashkil etdi. Bu shuni anglatadiki, DOL quyidagilarga teng:

$$DOL = \frac{\$103,444 - \$76,520}{\$103,444 - \$76,520 - \$22,256} = \frac{\$26,924}{\$4,668} = 5,77$$

Bu biz DOL ni baholash uchun operatsion daromad va sotishdagi foiz o'zgarishlaridan foydalanganimiz bilan bir xil natijadir. DOL 5,77 bo'lsa, sotishning 10 foizga o'zgarishi EBIT ning 57,7 foizga o'zgarishiga olib kelishi kutilmoqda (ya'ni $5,77 \times 10$ foiz).

Agar biz firmaning DOL ko'rsatkichini bilsak, sotishdagi o'zgarishlarning operatsion daromadga ta'sirini taxmin qilishimiz mumkin. Agar DOL 5,77 bo'lsa, sotishning 5 foizga prognoz qilingan o'sishi operatsion daromadni ($5 \text{ foiz} \times 5,77$) = 28,84 foizga oshirishi kutilmoqda.

Operatsion leveraj effekti faqat belgilangan xarajatlar darajasiga bog'liq. Faraz qilaylik, Walgreensning doimiy xarajatlari pastroq edi; masalan, 20 000 dollar. 103 444 AQSH dollarini sotish, 76 520 dollar o'zgaruvchan xarajatlar va 20 000 dollar doimiy xarajatlar bilan EBIT 6 924 dollarni tashkil qiladi:

Hozirgi holat	
Sof savdo	103 444 \$
Kamroq o'zgaruvchan xarajatlar (sotishning 74%)	76 520 \$
Kamroq ruxsat belgilangan xarajatlar	20 000 \$
Foizlar va soliqlarni to'lashdan oldingi daromad	6 924 \$

Ruxsat etilgan xarajatlar va operatsion leverajning yuqori darajasining EBIT ga ta'siri quyidagicha:

Sotishdagi foiz o'zgarishi			
	-10%	Asos	10%
Sof savdo	93 099,60 \$	103 444,00 \$	113 788,40 \$
Kamroq o'zgaruvchan xarajatlar (sotishning 74%)	68 868,00 \$	76 520,00 \$	84 172,00 \$
Kamroq ruxsat belgilangan xarajatlar	20 000,00 \$	20 000,00 \$	20 000,00 \$
Foizlar va soliqlarni to'lashdan oldingi daromad	4 231,60 \$	6 924,00 \$	9 616,40 \$
Joriy darajadan operatsion daromadning foiz o'zgarishi	-38,9 \$		38,9 %

Savdoning 10 foizga o'zgarishi operatsion daromadning 38,9 foiz o'zgarishiga ko'payadi yoki foyda keltiradi. Ruxsat etilgan xarajatlarning 20 000 dollarga cha kamayishi bilan operatsion leveraj darajasi (DOL) 38,9 foiz/10 foiz yoki 3,89 ni tashkil qiladi.

Kattalashtirish yoki leveraj ta'siri faqat belgilangan xarajatlar darajasiga bog'liq. Ruxsat etilgan xarajatlarning yuqori darajasi operatsion leverajning yuqori darajasiga olib keladi. Bu operatsion daromadni sotish hajmidagi o'zgarishlarga nisbatan sezgirroq qiladi. Murakkab moliyaviy rejalashtirish modellari kelgusi yil daromadlarini prognozlashda operatsion leverajning ta'sirini hisobga oladi.

MASHG'ULOTLAR

1. Robinson kompaniyasi ushbu ikki yil uchun quyidagi joriy aktivlar va joriy majburiyatlarga ega:

	2016	2017
Naqd pul va qimmatli qog'ozlar	50 000 \$	50 000 \$
Debitor qarzdorlik	300 000 \$	350 000 \$
Inventarizatsiya	350 000 \$	500 000 \$
Jami joriy aktivlar	700 000 \$	900 000 \$
Kreditorlik qarzlari	200 000 \$	250 000 \$
Bank krediti	0 \$	150 000 \$
Hisob-kitoblar	150 000 \$	200 000 \$
Jami joriy majburiyatlar	350 000 \$	600 000 \$

a. Ikki yil o'rtasidagi joriy nisbatlarni solishtiring.

b. 2016- va 2017-yillardagi kislota sinovi nisbatlarini solishtiring. Topilmalaringizni sharhlang.

2. Robinson kompaniyasi 2016-yilda 1 000 000 dollar, 2017-yilda esa 1 200 000 dollar sotilgan mahsulot tannarxi bor edi.

a. Har bir yil uchun inventar aylanmasini hisoblang. Topilmalaringizga izoh bering.

b. Agar 2016-yilgi aylanma koeffitsiyenti saqlanib qolganda, 2017-yilda tovar-moddiy zaxiralar miqdori qancha bo'lar edi?

3. Dayco Manufacturing Company o'tgan yil uchun quyidagi moliyaviy hisobot natijalariga ega edi. Sof sotuvlar 90 ming dollarni tashkil etgan holda 1,2 million dollarni tashkil etdi. Yil oxirida jami aktivlar 900 000 dollarni tashkil etdi.

a. Dayco aktivlari aylanmasi nisbati va uning foyda marjasini hisoblang.

b. (a) qismdagi ikkita nisbatdan Dayco aktivlari rentabelligini aniqlash uchun qanday foydalanish mumkinligini ko'rsating.

c. Dayco operatsiyasining sanoat bo'yicha o'rtacha ko'rsatkichlari quyida-gicha: Aktivlar rentabelligi: 11 foiz; Aktivlar aylanmasi: 2,5 marta; Sof foyda marjasi: 3,6 foiz Dayco ish faoliyatini sanoatning o'rtacha ko'rsatkichlari bilan solishtiring.

4. Kelgusi yilda Allgreens o'z sotuvi 33 000 dollarga yetishini kutmoqda, investitsiyalarning umumiy hajmi 10 750 dollar. 1225 dollar miqdorida sof daromad kutilmoqda. Bu yil sotuvlar 30 000 dollarni, jami aktivlar 9 900 dollarni, sof daromad esa 1 000 dollarni tashkil etdi. O'tgan yili bu ko'rsatkichlar mos ravishda 28 000, 9 000 va 750 dollarni tashkil qilgan.

a. Allgreensning kutilgan ish faoliyatini oldingi yil natijalari bilan solishtirish uchun DuPont tizimidan foydalaning. Topilmalaringizga izoh bering.

b. Agar Dayco bilan bir xil sanoatda ishlayotgan bo'lsa (3-muammoga qarag) va sanoatning o'rtacha nisbati vaqt o'tishi bilan bir xil bo'lib qolsa, Allgreens sanoat bilan qanday solishtiriladi?

5. Quyida Hunter korporatsiyasi uchun minglab dollarlarda tanlangan moliyaviy ma'lumotlar keltirilgan:

	2017	2016
Joriy aktivlar	500 \$	400 \$
Asosiy vositalar, sof	700	600
Jami aktivlar	1 200	1 000
Joriy majburiyatlar	300	200
Uzoq muddatli qarz	200	200
Umumiy kapital	700	600
Jami majburiyatlar va o'z kapitali	1 200 \$	1 000 \$
Sof savdo	1 500 \$	1 200 \$
Umumiy xarajatlar	-1 390	-1 100
Sof daromad	110	100

a. 2017-yilda va 2016-yilda Hunterning jami aktivlar rentabelligi darajasini hisoblang. Bu nisbat yaxshilandimi yoki yomonlashdimi?

b. 2017-yil uchun Hunter uchun kengaytirilgan DuPont tizimini diagramma qiling. Mumkin bo'lgan joyda tegishli dollar miqdorini kiriting.

c. Ikki yil davomida aktivlar rentabelligini hisoblash uchun DuPont tizimidan foydalaning va ular nima uchun o'zgarganligini aniqlang.

6. Quyida Genatron ishlab chiqarish korporatsiyasining 2017- va 2016-yillardagi moliyaviy hisobotlari keltirilgan.

Genatron ishlab chiqarish korporatsiyasi		
Balans varaqasi	2017	2016
AKTIVLAR		
Naqd pul	40 000 \$	50 000 \$
Debitorlik aktlari	260 000	200 000
Inventarizatsiya	500 000	450 000
Jami joriy aktivlar	800 000	700 000
Asosiy vositalar, sof	400 000	300 000
Joriy aktivlar	1 200 000 \$	1 000 000 \$
MAJBURIYATLAR VA KAPITAL		
Kreditorlik aktlari	170 000 \$	130 000 \$
Bank krediti	90 000	90 000
Hisob-kitoblar	70 000	50 000
Jami joriy majburiyatlar	330 000	270 000
Uzoq muddatli qarz, 12%	400 000	300 000
Oddiy aksiya nominal 10 \$	300 000	300 000
Ortiqcha kapital	50 000	50 000
Taqsimlanmagan foyda	120 000	80 000
Jami majburiyatlar va kapital	1 200 000 \$	1 000 000 \$

Daromadlar jadvali	2017	2016
Sof savdo	1 500 000 \$	1 300 000 \$
Sotilgan mahsulot tannarxi	900 000	780 000
Umumiy daromad	600 000	520 000
Xarajatlar: umumiy va ma'muriy	150 000	150 000
Marketing	150 000	130 000
Amortizatsiya	53 000	40 000
Foiz stavkasi (interest)	57 000	45 000
Soliqlardan oldingi daromad	190 000	155 000
Daromad soliqlari	76 000	62 000
Sof daromad	114 000 \$	93 000 \$

a. 2017- va 2016-yilgi moliyaviy hisobot ma'lumotlariga DuPont tahlilini qo'llang.

b. 2017- va 2016-yillardagi moliyaviy natijalar qanday farq qilganligini tushuntiring.

7. Ushbu masala Genatron ishlab chiqarish korporatsiyasining 2017- va 2016-yillardagi moliyaviy hisobotlaridan 6-muammodan foydalaniladi.

a. Genatronning har yili sof aylanma kapitalining dollar miqdorini hisoblang.

b. Har yili joriy nisbatni va kislota sinovi nisbatini hisoblang.

c. Har yili o'rtacha yig'ish davri va inventar aylanish koeffitsiyentini hisoblang.

d. Ikki yil davomida Genatronning joriy aktivlarini boshqarishda qanday o'zgarishlar sodir bo'lgan?

8. Genatron Manufacturing 2016-yilda uning sotuvi 10 foizga oshishini kutmoqda. 2017-yil ma'lumotlari bo'yicha sotishdan foizlar usulidan foydalangan holda firmaning tashqi moliyalashtirish ehtiyojlarini baholang. Tasavvur qiling, ortiqcha quvvat mavjud emas va 2017-yilgi sof daromadning yarmi biznesda saqlanib qoladi.

9. Genatron Manufacturing 2015-yilda uning sotuvi 20 foizga oshishini kutmoqda, deb faraz qilgan holda 8-muammoni qayta ishlash. Tashqi moliyalashtirish miqdori qancha?

10. Genatron, agar uning sof savdosi 2017-yildagi 1 500 000 dollar darajasidan o'zgarsa, uning daromadi foizlar va soliqlardan oldin nima bo'lishini taxmin qilmoqchi. 6-muammoda ko'rsatilgan Genatronning 2017-yildagi daromadlar to'g'risidagi hisobotiga qarang, bu yerda foizlar va soliqlardan oldingi daromad 247 000 dollarni tashkil etadi (EBT 190 000 dollar va 57 000 dollar). Faraz qilaylik, sotilgan mahsulot tannarxi o'zgaruvchan xarajatlar, boshqa operatsion xarajatlardan esa qat'iy belgilangan.

a. Kelgusi yil uchun sof sotishning 10 foizga kamayishi va 10 foizga oshishi uchun foizlar va soliqlar oldidan kutilayotgan daromad miqdorini hisoblang.

b. A bo'limidagi hisob-kitoblarni hisobga olgan holda, foizlar va soliqlardan oldingi daromadning foiz o'zgarishini aniqlang va operatsion leveraj darajasini aniqlang.

11. Chellenj muammosi. 14.1 va 14.2-jadvallardagi va 2013- va 2012-yillardagi ma'lumotlardan foydalanib, Walgreens uchun ushbu bobda muhokama qilgan moliyaviy ko'rsatkichlarni hisoblang.

12. Chellenj muammosi Quyida Eastnorth Manufacturing uchun moliyaviy hisobotlar keltirilgan. Ushbu bobda muhokama qilgan nisbatlarni hisoblab chiqqandan so'ng, Eastnorth ishlashining kuchli va zaif tomonlarini muhokama qiling.

31-dekabr	2017	2016	2015
AKTIVLAR			
Naqd pul va qimmatli qog'ozlar	25 000 \$	20 000 \$	16 000 \$
Debitor qarzdorlik	100 000	80 000	56 000
Inventarizatsiya	125 000	100 000	80 000
Jami joriy aktivlar	250 000	200 000	152 000
Mashina va jihozlarning yalpi qiymati	300 000	225 000	200 000
Kamroq: yig'ilgan amortizatsiya	-100 000	-75 000	-50 000
Sof mashina va jihozlar	200 000	150 000	150 000
Yer	50 000	50 000	50 000
Jami asosiy vositalar	250 000	200 000	200 000
Jami aktivlar	500 000 \$	400 000 \$	352 000 \$
MAJBURIYATLAR VA KAPITAL			

Ta'minotchilar bilan hisob-kitob	78 000 \$	65 000 \$	58 000 \$
To'lanadigan veksellar	34 000	10 000	10 000
Hisoblangan majburiyatlar	30 000	25 000	25 000
Jami joriy majburiyatlar	142 000	100 000	93 000
Uzoq muddatli qarz	140 000	100 000	71 000
Jami majburiyatlar	282 000 \$	200 000 \$	164 000 \$
Oddiy aksiya (nominal 1 \$, 50 000 \$ aksiya)	50 000 \$	50 000 \$	50 000 \$
To'langan kapital	100 000	100 000	100 000
Taqsimlanmagan foyda	68 000	50 000	38 000
Jami aksiyadorlar kapitali	218 000	200 000	188 000
Jami majburiyatlar va kapital	500 000 \$	400 000 \$	352 000 \$

31-dekabrda tugagan yillar	2017	2016	2015
Sof daromad yoki sotish	700 000 \$	600 000 \$	540 000 \$
Sotilgan mahsulot tannarxi	450 000	375 000	338 000
Yalpi foyda	250 000	225 000	202 000
Operatsion xarajatlar:			
Umumiy va ma'muriy	95 000	95 000	95 000
Sotish va marketing	56 000	50 000	45 000
Amortizatsiya	25 000	20 000	15 000
Operatsion daromad	74 000	60 000	47 000
Foiz stavkasi	14 000	10 000	7 000
Soliqlardan oldingi daromadlar	60 000	50 000	40 000
Daromad soliqlari (40%)	24 000	20 000	16 000
Sof daromad	36 000 \$	30 000 \$	24 000 \$
Muomaladagi aksiyalar soni	50 000	50 000	50 000
Bir aksiya uchun daromad	0,72 \$	0,60 \$	0,48 \$

13. Quyida Eastnorth Manufacturing sanoati uchun konsolidatsiyalangan moliyaviy hisobotlar keltirilgan. Sanoatning kapital rentabelligi (ROE) yildan yilga o'zgarishini aniqlash uchun sanoat moliyaviy hisobotlarida DuPont tahlilidan foydalaning.

SANOAT uchun balanslar:

31-dekabr	2017	2016	2015
AKTIVLAR			
Naqd pul va qimmatli qog'ozlar	30 000 \$	25 000 \$	20 000 \$
Debitor qarzdorlik	110 000	90 000	60 000
Inventarizatsiya	100 000	80 000	80 000
Jami joriy aktivlar	240 000	195 000	160 000
Mashina va jihozlarning yalpi qiymati	250 000	220 000	200 000
Kamroq: yig'ilgan amortizatsiya	-100 000	-65 000	-50 000
Sof mashina va jihozlar	150 000	155 000	150 000
Yer	50 000	50 000	50 000
Jami asosiy vositalar	200 000	205 000	200 000
Jami aktivlar	440 000 \$	400 000 \$	360 000 \$
MAJBURIYATLAR VA KAPITAL			
Ta'minotchilar bilan hisob-kitob	58 000 \$	50 000 \$	45 000 \$
To'lanadigan veksellar	50 000	50 000	50 000
Hisoblangan majburiyatlar	0	0	0
Jami joriy majburiyatlar	108 000	100 000	95 000
Uzoq muddatli qarz	32 000	20 000	15 000
Jami majburiyatlar	140 000 \$	120 000 \$	110 000 \$
Jami aksiyadorlar kapitali	300 000	280 000	250 000
Jami majburiyatlar va kapital	440 000 \$	400 000 \$	360 000 \$

SANOAT bo'yicha daromadlar to'g'risidagi hisobot:

31-dekabrda tugagan yillar	2017	2016	2015
Sof daromad yoki sotish	1 100 000 \$	1 000 000 \$	900 000 \$
Sotilgan mahsulot tannarxi	700 000	650 000	600 000
Yalpi foyda	400 000 \$	350 000 \$	300 000 \$
Operatsion xarajatlari:			
Umumiy va ma'muriy	143 000	135 000	130 000
Sotish va marketing	88 000	80 000	70 000
Amortizatsiya	44 000	40 000	36 000
Operatsion daromad	125 000	95 000	64 000
Foiz stavkasi	15 000	15 000	14 000
Soliqlardan oldingi daromadlar	100 000	80 000	50 000
Daromad soliqlari (40%)	44 000	32 000	20 000
Sof daromad	66 000 \$	48 000 \$	30 000 \$

14. Eastnorth Manufacturing va uning sanoatining o'z kapitali rentabelligidagi o'zgarishlar sabablarini solishtiring.

15. Chellenj muammosi. Eastnorth Manufacturing sanoati uchun moliyaviy koeffitsiyentlarni hisoblang. 12-masaladagi Eastnorth nisbatlaridan foydalanib, biz ushbu bobda qilganimizdek, firma va sanoat nisbatlarini grafigini tuzing. East-northning ish faoliyatini uning sanoati bilan taqqoslaganda tahlil qiling.

16. Chellenj muammosi. Johnson & Johnson kompaniyasining ish faoliyatini uning sohasi bilan taqqoslaganda baholang.

	Johnson & Johnson		Industry	
Nisbat	1 yil	2 yil	1 yil	2 yil
Joriy nisbat	1,62	1,57	1,54	1,68
Tez nisbat	0,80	0,78	1,01	1,01
Aktivlarning umumiy aylanmasi	1,15	1,00	0,86	0,90
Asosiy vositalar aylanmasi	2,01	1,75	2,59	3,27

O'rtacha yig'ish davri	53,65	60,33	67,13	75,62
Inventarizatsiya aylanmasi	2,79	2,45	2,16	2,05
Jami qarz umumiy aktivlarga nisbatan	0,55	0,55	0,53	0,51
Kapital multiplikator	2,20	2,20	2,13	2,02
Foizlarni qoplash	19,51	14,86	16,90	14,40
Sof foyda marjasi	12,6%	12,7%	14,2%	14,2%
Aktivlar rentabelligi	14,6%	12,8%	12,2%	11,7%
Kapitalning rentabelligi	32,1%	28,2%	26,1%	25,8%
Narx/daromad	16,38	17,55	21,45	22,03
Narx/kitob	5,18	4,94	3,93	3,78

17. Associated Containers kompaniyasi plastik qalam ushlagichlarini sotishni rejalashtirmoqda. To'g'ridan to'g'ri mehnat va xomashyo bir birlik uchun 2,28 dollarni tashkil qiladi. Ruqsat etilgan xarajatlar \$15,300 va kutilayotgan sotish narxi bir birlik uchun \$3,49.

a. Zararsizlik nuqtasini (operatsion foyda nolga teng) birliklar va dollarlarda aniqlang.

b. 10 825 dona sotilsa, foizlar va soliqlar oldidan qancha foyda yoki zarar bo'ladi?

c. Agar 13 650 dona sotilgan bo'lsa, birlik uchun sotish narxi qanday bo'lishi kerak?

d. Agar atigi 9500 dona sotilishi kutilsa va sotish narxi 3,49 dollar bo'lsa ham, har bir birlik uchun o'zgaruvchan xarajatlar qancha bo'lishi kerak?

18. Chellenj muammosi. Quyidagi ma'lumotlar uchun zararsizlik nuqtasini taxmin qilish uchun daromad va xarajat chiziqlarini chizing. Zararsizlik nuqtasini matematik tarzda hisoblang.

a. narxi = \$12,95; o'zgaruvchan xarajat / birlik = \$6,89; doimiy xarajatlar = 10 000 dollar

b. narxi = \$23,995; o'zgaruvchan xarajat / birlik = 16 545 dollar; doimiy xarajatlar = 40 million dollar

c. narxi = \$249; o'zgaruvchan xarajat / birlik = 50 dollar; doimiy xarajatlar = 800 000 dollar

19. Ushbu muammo Genatron ishlab chiqarish korporatsiyasi uchun 6-muammoda keltirilgan ikki yillik moliyaviy hisobot ma'lumotlaridan foydalanadi.

a. Har bir joriy aktivlar hisobini o'sha yil uchun jami aktivlarning ulushi sifatida hisoblang va taqqoslang.

b. Har bir joriy majburiyat hisobini o'sha yil uchun jami majburiyatlar va kapitalning foizi sifatida hisoblang va taqqoslang.

c. Har bir yil uchun joriy nisbatni va kislota sinovi nisbatini hisoblang. Ikki yil davomida sodir bo'lgan, agar mavjud bo'lsa, likvidlikdagi o'zgarishlarni tavsiflang.

20. Jackman kompaniyasi o'tgan yili 1 000 000 dollar sotgan va sof daromadi 50 000 dollarni tashkil qilgan. Kelgusi yilda savdo hajmi 20 foizga oshishi kutilmoqda. Yil oxiri balansining tanlangan moddalari quyidagilar edi:

Joriy aktivlar	400 000 \$
Asosiy vositalar	500 000 \$
Jami aktivlar	900 000 \$
Joriy majburiyatlar	200 000 \$
Uzoq muddatli qarz	200 000 \$
Mulkdorlarning kapitali	500 000 \$
Jami majburiyatlar va kapital	900 000 \$

a. Buxgalteriya balansining har bir moddasini bu yilgi sotishdan foiz sifatida ifodalang.

b. Ortiqcha ishlab chiqarish quvvati yo'qligini hisobga olib, kelgusi yil uchun yangi aktivlarga investitsiya talabini hisoblang.

c. Kelgusi yil uchun ichki ishlab chiqarilgan mablag'lar miqdorini hisoblang, barcha daromadlar firmada saqlanib qoladi.

d. Agar barcha joriy majburiyatlar sotuvlar bilan o'z-o'zidan o'zgarishi kutilsa, kelgusi yilda ularning dollar o'sishi qanday bo'ladi?

e. Kelgusi yil uchun Jekmannning tashqi moliyalashtirish talablarini hisoblang.

21. Bobdagi ma'lumotlardan foydalanib, agar 20 foizlik o'sish sur'ati kutilsa, Walgreensning tashqi moliyalashtirish ehtiyojlarini baholang.

22. 12-muammoda Eastnorth Manufacturing moliyaviy hisobotidan foydalanib, agar savdo hajmining 10 foizga o'sishi kutilsa va firma o'z daromadining yar-

mini dividend sifatida to'lasa, uning tashqi moliyalashtirishga bo'lgan ehtiyojini hisoblang.

23. 12-muammoda keltirilgan moliyaviy hisobotlardan foydalanib, Eastnorth Manufacturing kompaniyasining taqdim etilgan har bir yildagi operatsion leveraj darajasini aniqlang. Faraz qilaylik, sotilgan mahsulot tannarxi o'zgaruvchan va boshqa barcha xarajatlar qat'iy.

24. 2017-yilda Sharqiy shimol uchun operatsion leveraj darajasi bo'yicha o'zingizning taxminingizdan foydalanib, agar keyingi yil savdosi 5 foizga oshgan bo'lsa yoki keyingi yil savdosi 12 foizga kamaygan bo'lsa, operatsion daromad darajasini hisoblang.

25. 6-muammoda keltirilgan moliyaviy hisobotlardan foydalanib, Genatronning har bir taqdim etilgan yildagi operatsion leveraj darajasini aniqlang. Faraz qilaylik, sotilgan mahsulot tannarxi va marketing xarajatlari, o'zgaruvchan xarajatlar va boshqa barcha xarajatlar qat'iy belgilangan.

26. 25-muammodan Genatron uchun 2017-yilda operatsion leveraj darajasi bo'yicha o'zingizning taxminingizdan foydalanib, agar keyingi yil savdosi 5 foizga oshgan bo'lsa yoki keyingi yil savdosi 12 foizga kamaygan bo'lsa, operatsion daromad darajasini hisoblang.

15-BOB. AYLANMA KAPITALNI BOSHQARISH

15.1. Aylanma kapitalning ahamiyati

15.2. Operatsion va pul mablag‘larining aylanish sikllari

15.3. Debitorlik qarzlarga, tovar-moddiy zaxiralarga va kreditorlik qarzlari orqali moliyalashtirishga investitsiyalar

15.4. Naqd pul byudjetlari

15.5. Joriy aktivlarni boshqarish

15.6. Naqd pulni olish va saqlash

15.7. Debitorlik qarzlarni boshqarish

15.8. Tovar-moddiy zaxiralarni boshqarish

15.9. Texnologiya va aylanma kapitalni boshqarish

15.1. AYLANMA KAPITALNING AHAMIYATI

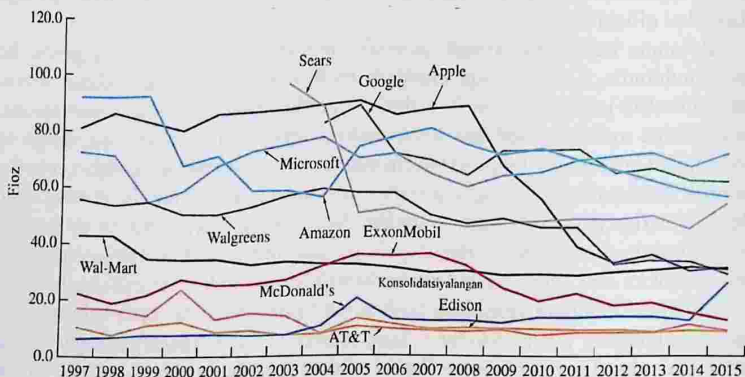
Firma aylanma va asosiy kapitalga sarmoya kiritishi mumkin. Aylanma mablag‘lar – bu pul mablag‘lari, bozorda muomalada bo‘lgan qimmatli qog‘ozlar, debitorlik qarzlari va zaxiralardan iborat firmaning joriy aktivlari. Asosiy kapital – bu fabrikalar, uskunalar va ko‘chmas mulkni o‘z ichiga olgan firmaning asosiy mablag‘lari. Ushbu bobda biz firmaning aylanma mablag‘larini boshqarishga e‘tibor qaratamiz. Moliyaviy menejer aylanma mablag‘larga yoki joriy aktivlarga qancha mablag‘ kiritishni va ushbu joriy aktivlarni qanday moliyalashtirishni hal qilishi kerak.

Aylanma kapital masalalari qanchalik muhim? Bir so‘z bilan aytganda, bu juda muhimdir. Kerakli qisqa muddatli moliyalashtirishni ololmaydigan firmalar bankrotlik uchun nomzod bo‘lishadi. Materiallar va xomashyo tovar-material zaxiralarga aylanadi. Sotishda tovar-material zaxiralari debitorlik qarzlarga va oxir-oqibat pul mablag‘lariga aylanishi mumkin. Tovar-material zaxiralari yoki debitorlik qarzlarning kutilmagan o‘sishi firmaning eng yaxshi qo‘yilgan uzoq muddatli rejalariga zarar yetkazishi mumkin. Agar noto‘g‘ri rejalashtirish aktivlar va moliyalashtirish manbalari o‘rtasida yoki pul tushumlari va chiqimlari o‘rtasida nomuvofiqlikka olib keladigan bo‘lsa, bankrotlik yuzaga kelish ehtimoli kuchayadi.

Aylanma kapitalni yaxshiroq boshqarish firmalarga katta foyda keltiradi. Balans tenglamasini ($\text{Jami aktivlar} = \text{Jami majburiyatlar} + \text{Xususiy kapital}$) eslatib o‘tamizki, aktivlarning har bir dollari bir dollarlik majburiyatlar va xususiy kapital kombinatsiyasi bilan moliyalashtirilishi kerak. Joriy aktivlarga kamroq investitsiya kiritish kamroq moliyalashtirish kerakligini anglatadi, shuning uchun moliyalashtirish xarajatlari ham kamroq bo‘ladi. Past moliyaviy xarajatlar to‘g‘ridan to‘g‘ri yuqori daromad ko‘rinishidagi “yakuniy natija”ga ta’sir qiladi

2007–2009-yillarda biz boshdan kechirgan iqtisodiy tanazzul sharoitida naqd pulni bo'shatib olish va moliyalashtirish ehtiyojlarini kamaytirish juda muhimdir. CFO jurnalining yillik "aylanma mablag'lar ko'rsatkichlari tizimi" nashrida xabar qilinganidek, eng muvaffaqiyatli firmalar aylanma mablag'larga bo'lgan ehtiyojlarini 1 milliard dollar yoki undan ko'proqqa kamaytirishi odatiy hol emas. Agar o'rtacha kompaniya (10 milliard dollarlik savdo hajmi bilan) aylanma kapitalni boshqarish amaliyotini eng samarali firma darajasiga ko'tara olsa, u naqd pulsiz joriy aktivlarni 1,4 milliard dollarga qisqartirishi mumkin edi. Moliyalashtirishni olish qiyin bo'lsa, bu yaxshi pul yostig'ini yaratishga yordam beradi.

Aylanma kapitalni qisqartirish bo'yicha harakatlar butun firma uchun foyda keltiradi, bu balans va moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisobotdagi raqamlardan tashqarida bo'ladi. Aylanma kapitalni boshqarish bo'yicha samarali amaliyotiga ega bo'lgan firma marketing va ishlab chiqarishda yaxshi sozlangan jarayonlarga, savdo, moliya va ishlab chiqarish bo'limlari o'rtasida yaxshi aloqa va ko'rsatkichlar almashinuviga va korxona ishida yaxshi intizomga ega bo'lishi mumkin. Mahsulotga bo'lgan talabni prognozlashni yaxshilash tovar-material zaxiralari boshqarishni yaxshilaydi, xarajatlarini kamaytiradi, pul oqimlari prognozlarini yaxshilaydi va moliyaviy zaxiralarga bo'lgan ehtiyojni kamaytiradi. Bo'lim rahbarlari va zavod rahbarlari bilan muntazam uchrashuvlar, ular firmaning aylanma kapitalining holatini eslatib turadi, odamlar samaradorlik va chiqimlarni kamaytirish haqida qayg'uradigan muhitni yaratishga yordam beradi.



15.1-rasm. Joriy aktivlar umumiy aktivlarga bo'linadi.

Firmalar o'zlarini yuqori daromadli yoki moliyaviy jihatdan "xo'jako'rsinga" sog'lom ko'rsatish uchun moliyaviy yili oxirida (yoki ba'zan kvartal oxirida) chora-tadbirlar ko'radi. Ba'zida firmalar tovar-moddiy zaxiralarni ko'chirishda yordam berish, mijozlarni to'lovlarni muddatidan oldin to'lashga undash va to'lovlarni kechiktirganlar uchun qat'iy choralarini amalga oshirish uchun narxlarni pasaytiradilar, shu bilan birga o'z yetkazib beruvchilariga to'lovlarni sekinlashtirishga intilishadi. Bu savdo hajmining oshishiga, tovar-moddiy zaxiralarning pasayishiga va balansdagi naqd pulning oshishiga olib keladi. Biroq, oqibatlar aniq: birinchidan, ular keyingi davr uchun o'zlarini qiyin ahvolga solib qo'yishadi, ikkinchidan, ular vaqt o'tishi bilan mijozlar va yetkazib beruvchilar bilan munosabatlarga zarar yetkazishi va firma xodimlari uchun stressni kuchaytirishi mumkinligini bilishadi. Zo'r investorlar esa firmaning moliyaviy hisobotlarini ko'rib chiqayotganda aylanma kapital hisobvaraqlaridagi yuqoridagi kabi o'zgarishlarni kuzatib borish kerakligini bilishadi.

Joriy aktivlar, odatda, firma umumiy aktivlarining uchdan bir qismidan yarmigacha tashkil etadi. Ularga firmaning kunlik marketing, ishlab chiqarish va inson resurslari masalalari ta'sir ko'rsatadi. Moliyaviy menejerlar bilan o'tkazilgan so'rovga ko'ra, ular vaqtining qariyb 70 foizini moliyaviy rejalashtirish, byudjetlashtirish va aylanma kapital masalalari bilan shug'ullanishga sarflashadi. **15.1-rasmda** bir nechta firmalar joriy aktivlarining uchun umumiy aktivlariga nisbati vaqti bo'yicha darajasi va o'zgaruvchanligi ko'rsatilgan. McDonald's, Consolidated Edison (elektr-energiya ta'minoti) va AT&T joriy aktivlarining umumiy aktivlariga nisbati past ko'rsatkichlarga ega, Apple Computer, Amazon, Microsoft va Google kabi texnologiya firmalarida esa joriy aktivlarning umumiy aktivlarga nisbati yuqori darajaga ega. Apple Computer ning ushbu ko'rsatkichi so'nggi yillarda pasayib ketdi; garchi uning joriy aktivlar darajasi ko'tarilayotgan bo'lsa-da, uning doimiy aktivlar va uzoq muddatli investitsiyalardagi o'sishi joriy aktivlarning umumiy aktivlarga nisbati pasayishiga sabab bo'ladi. Masalan, 2008-yilda Apple Computer ning joriy aktivlari va umumiy aktivlari mos ravishda 34 690 va 39 572 mln. dollarni tashkil etgan, shu sababli joriyning umumiy aktivlarga nisbati 87,7 foizni tashkil etgan. 2016-yil boshida Apple Computer ning joriy aktivlari 87,592 million dollarni tashkil etgan bo'lsa, uning umumiy aktivlari 305,277 million dollarni tashkil etdi. Joriy aktivlarning umumiy aktivlarga nisbati 28,7 foizga tushdi, chunki joriy aktivlar ushbu davr mobaynida 150 foizdan oshgan bo'lsa-da, uning umumiy aktivlari 670 foizdan oshdi.

Ushbu bobning birinchi qismida firmaning operatsion sikli uning aylanma mablag'lari hajmiga qanday ta'sir qilishi tasvirlangan. Keyinchalik, biz pul mablag'lari byudjetini qanday tuzish va undan foydalanishni ko'rib chiqamiz. Bizning yakuniy e'tiborimiz pul mablag'lari va bozor qimmatli qog'ozlari, debitorlik qarzlari va tovar-moddiy zaxiralarni boshqarish usullariga qaratilgan.

15.2. OPERATSION VA PUL MABLAG'LARINING AYLANISH SIKLLARI

Qisqa muddatli moliyalashtirishni boshqarishda ikkita muhim tushuncha operatsion sikl va pul mablag'larini aylanish sikli hisoblanadi.

Operatsion sikl

Operatsion sikl xomashyoni olish va debitorlik qarzlardan pul yig'ish o'rtasidagi vaqtni o'lchaydi. **15.2-rasmda** ishlab chiqarish kompaniyasi uchun operatsion sikli grafik tarzda tasvirlangan. Xomashyo sotib olinadi, undan tayyor mahsulotga aylanadigan mahsulotlar tayyorlanadi. Keyin tayyor mahsulotni sotish bo'yicha harakatlar amalga oshiriladi. Agar tovarlar kreditga sotilgan bo'lsa, unda debitorlik qarzlari undirilishi kerak. Xizmat ko'rsatish firmasi ishlab chiqarish bosqichidan tashqari shunga o'xshash siklga ega bo'lar edi. Ya'ni xizmat ko'rsatish jarayonida tayyor mahsulotlar sotib olinadi va keyin iste'mol qilinadi va debitorlik qarzlari undiriladi. Albatta, agar savdo kreditga emas, balki naqd pulga amalga oshirilsa, xizmat ko'rsatish va ishlab chiqarish firmalarining operatsion sikllari kamayadi.

15.3-rasmda ishlab chiqarish kompaniyasi uchun operatsion siklni aks ettiruvchi davr tasvirlangan. Sikl xomashyo olish bilan boshlanadi. Tovar-moddiy zaxiralarning aylanish davri materiallarni yakuniy mahsulotga yoki tayyor mahsulotga ishlab chiqarish yoki qayta ishlashni o'z ichiga oladi va tayyor mahsulotni sotish paytida tugaydi. Agar tayyor mahsulotlar kreditga sotilsa, ikkinchi asosiy davr debitorlik qarzlarni to'lash davri boshlanadi. U tovarlarni sotish paytidan boshlab debitorlik qarzlarni naqd pul shaklida olishgacha bo'lgan davrni o'z ichiga oladi. Tovar-moddiy zaxiralarning aylanish davri va debitorlik qarzlarni to'lash davri birgalikda kompaniyaning operatsion siklini tashkil etadi.

Pul mablag'larining aylanish sikli

Ko'pgina hollarda, qayta sotish uchun xomashyo yoki tayyor mahsulotni dastlabki sotib olish kredit asosida amalga oshiriladi. Shunday qilib, yetkazib beruvchilar kreditorlik qarzlari shaklida moliyalashtirishni ta'minlashlari mumkin. Kreditorlik qarzlarni to'lash muddati xomashyo buyurtmasi bo'yicha hisob-kitob qilish va kreditorlik qarzlarni olish o'rtasidagi vaqtni o'z ichiga oladi. Pul mablag'larini aylanish siklini aniqlash uchun kreditorlik qarzlarni to'lash muddati operatsion sikl davomiyligidan ayirib tashlanadi.

Pul mablag'larining aylanish sikli firmaning moliyalashtirish tanqisligini vaqt bo'yicha o'lchaydi. Boshqacha qilib aytganda, bu kompaniya o'z mol yetkazib beruvchilariga to'lashi va mijozlaridan pul olishi o'rtasidagi vaqt oralig'i. Bu materiallarni buyurtma qilish va debitorlik qarzlarni olish o'rtasidagi vaqt, kreditorlik qarzlari to'lanmagan vaqtni ayirib tashlangan holda. Albatta, agar mol yetkazib

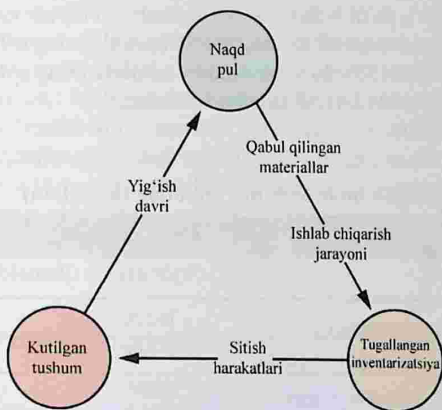
beruvchilar kreditga bermasa, operatsion sikl va pul mablag'larini aylanish sikli bir xil bo'ladi. Pul mablag'larini aylanish sikli 15.3-rasmda ko'rsatilgan.

Pul mablag'larini aylanish siklining ko'payishi firma o'zini uzoq vaqt davomida moliyalashtirishi kerakligini anglatadi. Bu firmaning qisqa muddatli moliyalashtirish ehtiyojlari va moliyalashtirish xarajatlarini oshiradi. Moliyaviy menejerlar pul mablag'larini aylanish siklini kuzatib va agar u uzaya boshlasa, chora ko'rib borishadi. Pul mablag'larini aylanish siklining qisqarishi firmaning qisqa muddatli moliyalashtirish ehtiyojlari va moliyaviy xarajatlarini kamaytirishini anglatadi.

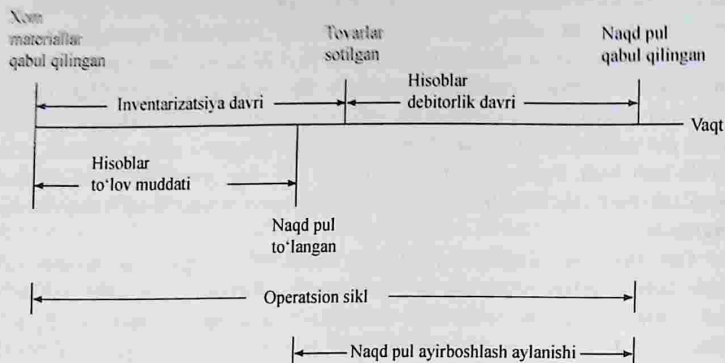
Operatsion siklning davomiyligi ikki omil bilan belgilanadi: tovar-moddiy zaxiralarning aylanish davri va debitorlik qarzlari aylanish davri. Pul mablag'larini aylanish sikliga uchta element ta'sir qiladi: tovar-moddiy zaxiralarning aylanish davri, debitorlik qarzlarning aylanish davri va kreditorlik qarzlarning aylanish davri

Operatsion sikl va pul mablag'lari aylanish siklining uzunligini aniqlash

Firmaning operatsion va pul mablag'lari aylanish sikllari uzunligini firmaning moliyaviy natijalar to'g'risidagi hisoboti va balansidan olingan ma'lumotlar yordamida taxmin qilishimiz mumkin. Faqat bajarilishi kerak bo'lgan narsa firmaning Tovar-moddiy zaxiralari, debitorlik qarzlari va kreditorlik qarzlarning aylanish davrlarini aytib beradigan uchta koeffitsiyentni hisoblashdir. **15.1-jadvalda** Walgreens balansi va moliyaviy natijalari to'g'risidagi hisobotning alohida moddalarini keltirilgan.



15.2-rasm. Operatsion sikl.



15.3-rasm. Operationsikl va naqd pul ayirboshlash sikli.

Tovar-moddiy zaxiralarning aylanish davri

Birinchidan, biz 2015-yil davomida tovarlar necha kun davomida omborda bo'lganligini, ya'ni xomashyoni qabul qilish va tegishli tayyor mahsulotlarni sotish o'rtasidagi vaqtni bilmoqchimiz. Ushbu davrning davomiyligini aniqlash uchun biz 14-bobdagi Tovar-moddiy zaxiralarning aylanish koeffitsiyentidan (sotilgan tovarlarning qiymati zaxiraga bo'lingan holda) foydalanishimiz mumkin. Ushbu bobda ko'rib turganimizdek, Walgreensda Tovar-moddiy zaxiralarning aylanmasi 8,82 marta (76,520/8,678 dollar), ya'ni Walgreens o'z zaxiralarni tayyor mahsulotga aylantiradi va yiliga 8,82 marta sotadi. Tovar-moddiy zaxiralarning aylanish davrini aniqlash uchun biz yiliga 365 kunni tovar-moddiy zaxiralarning aylanish koeffitsiyentiga ($365/8,82$) bo'lamiz va 41,38 kunni chiqaramiz.

15.1-jadval

Walgreens uchun tanlangan moliyaviy ma'lumotlar (\$ million)

	2015
Daromad	103,444
Sotilgan mahsulot tannarxi	76,520
Debitorlik qarzlari	6,849
Tovar-moddiy zaxiralar	8,678
Kreditorlik qarzlari	10,088

Muqobil hisob-kitob sifatida biz 2015-yil oxiridagi zaxira miqdorini 2015-yil uchun bir kunlik sotilgan mahsulot tannarxiga bo'lishimiz mumkin. Buni quyidagi ko'rinishda hisoblaymiz:

$$\text{Zahiralarning aylanish davri} = \frac{\text{Tovar} - \text{moddiy zahiralar}}{\text{sotilgan mahsulot tannarxi}/365}$$

$$= \frac{\$8,678}{\$76,520/365} = \frac{\$8,678}{\$209.64} = 41.39 \text{ kun}$$

Debitorlik qarzlarini aylanish davri Ikkinchi qadam Walgreens uchun 2015-yilda o'rtacha debitorlik qarzlarini yig'ish muddatini aniqlashdir. Bu nisbatni 14-bobda ko'rdik. U tovar kredit asosida sotilganda va xaridordan naqd pul olinganda o'rtacha vaqtini o'lchaydi. U quyidagicha hisoblab chiqiladi:

$$\begin{aligned} \text{O'rtacha debitorlik qarzlarini yig'ish davri} &= \frac{\text{Debitorlik qarzlar}}{\text{sof tushum}/365} = \frac{\$6,849}{\$103,444/365} \\ &= \frac{\$6,849}{\$283.41} = 24.17 \text{ kun} \end{aligned}$$

2015-yil davomida Walgreens ga tayyor tovarlar kredit asosida sotilgan paytdan boshlab, debitorlik qarzlar yig'ilgan vaqtgacha o'rtacha 24,17 kun kerak edi.

Operatsion sikl quyidagicha aniqlanadi:

Operatsion sikl = Zaxiralarning aylanish davri + O'rtacha debitorlik qarzlarini yig'ish davri

Walgreens ning 2015-yilgi o'rtacha operatsion sikli o'z itovar-moddiy xazinalarini qayta ishlash va sotish uchun 41,39 kun hamda debitorlik qarzlarini olish uchun 24,17 kunni tashkil etdi, bu jami 65,56 kunni tashkil etdi.

O'rtacha to'lov muddati O'rtacha to'lov muddati Walgreens o'z mol yetkazib beruvchilariga to'lash uchun kerak bo'lgan vaqtini bildiradi. Biz bu nisbat bilan ilk bor 14-bobda tanishdik. O'rtacha to'lov muddati firmaning kreditorlik qarzlarini uning bir kunlik sotilgan mahsulot tannarxiga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. 15.1-jadvaldagi ma'lumotlardan foydalanib, o'rtacha to'lov muddati quyidagicha hisoblanadi:

$$\begin{aligned} \text{O'rtacha to'lov muddati} &= \frac{\text{Kreditorlik qarzlar}}{\text{sotilgan mahsulot tannarxi}/365} = \frac{\$10,088}{\$76,520/365} \\ &= \frac{\$10,088}{\$209.64} = 48.12 \text{ kun} \end{aligned}$$

Shunday qilib, Walgreens 2015-yilda yetkazib beruvchilardan o'rtacha 48.12 kunlik kredit olishga muvaffaq bo'ldi.

Pul mablag'larining aylanish davri o'rtacha to'lov muddatiga kam bo'lgan operatsion sikl hisoblanadi:

$$\text{Pul mablag'larining aylanish davri} = \text{Operatsion sikl} - \text{O'rtacha to'lov muddati}$$

Walgreens uchun biz 65,56 kunlik operatsion sikldan boshlaymiz va undan 2015-yil uchun 48,12 kunlik o'rtacha to'lov muddatini chiqarib tashlaymiz va 17,44 kunlik pul mablag'larini aylanish davri kelib chiqadi. Walgreens xomashyo va materiallar uchun pul to'lagan vaqt bilan oxirgi sotuvdan so'ng o'z mijozlaridan to'lovni olgan vaqt o'rtasidagi o'rtacha vaqt taxminan 17 kunni oldi. Pul mablag'lari aylanmasini boshqarish kompaniya moliyaviy menejerining asosiy vazifasidir. Pul mablag'larini aylanish davri qancha qisqa bo'lsa, firmaning tovar-moddiy zaxiralarga va debitorlik qarzlarga investitsiyasi qancha kam bo'lsa, uning moliyalashtirish ehtiyojlari ham kam bo'ladi.

15.3. DEBITORLIK QARZLARIGA, TOVAR-MODDIY ZAXIRALAR-GA VA KREDITORLIK QARZLARI ORQALI MOLIALASHTIRISHGA INVESTITSİYALAR

Keling, operatsion siklning davomiyligi debitorlik qarzlari va zaxiralarga investitsiya qilingan mablag'lar hajmiga qanday ta'sir qilishini batafsil ko'rib chiqaylik. Walgreens ning 2015-yildagi savdosi 103,444,5 dollarni tashkil etgan holda, kuniga o'rtacha savdo 283,41 dollarni ($103,444 / 365$) tashkil etdi. Biz bilamizki, 2015-yilda Walgreens ga debitorlik qarzlarni to'lash uchun o'rtacha 24,17 kun kerak edi. Biz ushbu ma'lumotdan Walgreens ning debitorlik qarzlarga o'rtacha sarmoyasini aniqlash uchun foydalanishimiz mumkin. Biz kuniga \$ 283,41 sof daromadni o'rtacha yig'ish davriga ko'paytiramiz. Biz kuniga 283,41 dollarlik sof sotuvlarni o'rtacha yig'ish davriga ko'paytiramiz:

$$\text{Debitorlik qarzlarga investitsiya miqdori} = \text{Kunlik sof tushum} \times \text{O'rtacha debitorlik qarzlarni yig'ish davri}$$

$$\text{Debitorlik qarzlarga investitsiya miqdori} = \$ 283.41 \times 24.17 \text{ kun} = \$ 6,850.20$$

Bu biz uchun ajablanarli bo'lmisligi kerak, chunki biz o'rtacha yig'ish davrini aniqlash uchun Walgreensning 6849 dollarlik debitorlik balansidan foydalanganmiz; raqamlarning ozgina farqlanishi ko'rsatkichlarni yaxlitlash bilan bog'liq.

Agar sotuvlar 10 foizga oshib, 113 788,40 so'mga, o'rtacha yig'ish muddati esa 24,17 kunda qolsa, kelgusi yil hisob-kitoblarda investitsiya qanday bo'ladi? Intuitiv ravishda, agar sotuvlar va debitorlik qarzlari o'rtasida doimiy munosabatlar mavjud bo'lsa, sotuvlarning 10 foizga oshishi debitorlik qarzlarning 10 foizga oshishiga olib kelishi kerak. Debitorlik qarzlarning taxminiy yangi qoldig'i \$ 6,849 (2015-yil darajasi) va 10 foiz yig'indisini, bu jami \$ 7,533.90 ni tashkil qiladi.

Shuningdek, biz kunlik yangi sotuvlar sonini hisoblash va uni debitorlik qarzlarni yig'ish davriga ko'paytirish orqali debitorlik qarzlarning yangi qoldig'ini topishimiz mumkin. 113 788,40 dollarni 365 dollarga bo'lish orqali biz 311.75 dollarlik savdo hajmini olamiz va buni 24.17 kunga ko'paytirsak, quyidagilarni olamiz:

$$\text{Debitorlik qarzlarga investitsiya miqdori} = \$ 311.75 \times 24.17 \text{ kun} = \$ 7,535.00$$

Bunday holda, bizning dastlabki hisob-kitobimiz – 7,533.90 AQSH dollari to'g'ri edi (dastlabki ma'lumotlarning yaxlitlanishini hisobga olgan holda), chunki mablag' yig'ish davri bir xil bo'lib qoldi. Walgreens ning sotuv hajmini \$10,344,40 (ya'ni \$113,788,40 – \$103,444) ga o'sishni ta'minlash uchun, agar o'rtacha to'lov muddati 24,17 kun bo'lsa, debitorlik qarzlarga investitsiyalari \$686 (ya'ni \$7,535-6,849) ga ko'payishi kerak

Agar sotish hajmi va debitorlik qarzlari o'rtasidagi nisbat doimiy bo'lib qolmasa nima bo'ladi? Masalan, vaqt o'tishi bilan sotuvlar o'sishi yoki pasayishi bilan debitorlik qarzlarni to'lash muddati o'zgarishi mumkin. Agar iqtisodiyot tanazzulga yuz tutsa, debitorlik qarzlari muddati oshishi mumkin, chunki mijozlar o'z hisob-kitoblarini to'lash uchun ko'proq vaqt talab etadi. Boshqa tomondan, firmaning marketing harakatlarini kredit sifati yuqori bo'lgan mijozlarga qaratish, agar ko'proq mijozlar muddatidan oldin to'lovni amalga oshirsa, firma sotishni ko'paytirishi va debitorlik qarzlarni kamaytirishi mumkin. Shunday qilib, debitorlik qarzlarga zarur investitsiyalar qanday bo'ladi. Agar savdo hajmi 113,788,40 dollargacha ko'tarilsa, lekin Walgreens o'rtacha debitorlik qarzlarni yig'ish muddatini 22 kungacha qisqartirilsa, debitorlik qarzlarga investitsiya miqdori qanday bo'ladi? Biz quyidagi javobga ega bo'lamiz:

$$\text{Debitorlik qarzlarga investitsiya miqdori} = \$ 311.75 \times 22 \text{ kun} = \$ 6,858.50$$

Shunday qilib, o'rtacha yig'ish davrining ikki kunlik qisqarishi sotuvlarning 10 foizga oshishini qo'llab-quvvatlash uchun olinadigan hisob-kitoblarga talab qilinadigan investitsiyalarning ko'payishi miqdori faqat 9,50 dollarni (6 858,50 dollar – 6 849 dollar) tashkil etishini bildiradi.

Shunga o'xshash tahlil inventarlar bo'yicha o'tkazilishi mumkin. 2015-yilgi sotilgan mahsulot tannarxi (COGS) yil davomida 76,520 dollarni, ya'ni kuniga 209,64 dollarni tashkil etdi (76 520/365 dollar). Bilamizki, 2015-yilda Walgreens xomashyo olingan vaqt bilan tayyor mahsulotni sotish vaqti oralig'ida o'rtacha 41.39 kun kerak bo'ldi. Tovarlarining o'rtacha tannarxini kunlik qiymatini zaxiralarning aylanish davriga ko'paytirish orqali biz tovar-moddiy zaxiralar uchun zarur bo'lgan investitsiyalar miqdorini aniqlashimiz mumkin:

$$\text{Zaxiralarga investitsiya miqdori} = \text{kunlik sotilgan tovarlarning tannarxining o'rtacha qiymati} \times \text{zaxiralarning aylanish davri}$$

Walgreens uchun 2015-yilda bizda quyidagilar mavjud:

$$\begin{aligned}\text{Zaxiralarga investitsiya miqdori} &= 209.64 \times 41.39 \text{ kun} \\ &= 8,677 \text{ AQSH dollari}\end{aligned}$$

Bu, albatta, Walgreens uchun jadval **15.1-jadvaldagi** tovar-moddiy zaxiralar ko'rsatkichi bilan bir xil miqdor (yaxlitlash xatosi ichida)

Agar sotilgan tovarlar tannarxi (COGS), tovar-moddiy zaxiralarni aylanish davri (sikli) yoki ikkalasi ham o'zgarsa, unda talab qilinadigan investitsiyalar o'zgaradi. Masalan, sotuvlar ko'paygani sababli firmaning COGS i 10 foizga oshib, 84 172 dollarga etadi deb faraz qilaylik. Bu kuniga \$ 230.61 (\$ 84,172/365) yangi COGS bo'ladi. Agar zaxiralarni aylanish davri 41,39 kun qolsa, zaxiralarga yangi investitsiya miqdori ham qariyb 10 foizga ko'proq bo'lishi kerak:

Zaxiralarga investisiya miqdori = $230,61 \times 41,39 \text{ kun} = 9\,545,00$ \$, bu 867 AQSH dollari ($9\,545,00 - 8\,678$ so'm) miqdorida o'sish, ya'ni 10 foiz (yaxlitlash tufayli farq qilishi mumkin).

Agar Walgreens zaxiralarni aylanish davrini, masalan, 40 kunga tushirish yo'lini topa olsa, 10 foizlik sotuvlar ko'tarilishi zaxiralarga investitsiyalar miqdoriga to'liq ta'siri quyidagicha bo'ladi:

$$\text{Zaxiralarga investitsiya miqdori} = \$230,61 \times 40 \text{ kun} = \$9,224,40$$

Shunday qilib, kelgusi yilda sotuvlar va COGS o'sishiga qaramay, zaxiralarni aylanish davrini 40 kunga pasayishi unga qilinadigan investitsiyalarning 546,40 dollarga ($9\,224.40 - \$\,8.678$) kam o'sishiga olib keladi. Walgreens tovar-moddiy zaxiralarni yanada samarali boshqarish orqali tovar-moddiy zaxiralarning aylanish davrini kamaytirishga erishishi mumkin. Buni amalga oshirishning ba'zi strategiyalari ushbu bobning oxirgi qismida muhokama qilinadi.

Kreditorklik qarzlari miqdoriga ikkita asosiy omil ta'sir qiladi: kompaniyaning sotilgan tovarlari tannarxi (COGS) darajasi va o'rtacha to'lov muddati. 15.1-jad-

valdan ko‘rinib turibdiki, 2015-yilda Walgreens sotilgan tovarlari tannarxi (COGS) 76,520 AQSH dollarini tashkil etdi. Bir kunlik hisob-kitobda COGS miqdori 209,64 dollarni tashkil etdi (76,520 / 365). Biz ilgari 2015-yilda o‘rtacha to‘lov muddati 48,12 kun hisoblagan edik. Ushbu ma‘lumotni hisobga olgan holda, biz kreditorlik qarzlarining zarur miqdorini quyidagicha aniqlashimiz mumkin:

$$\text{Kreditorlik qarzlarining zarur miqdori} = \text{O‘rtacha to‘lov muddati} \\ \times \text{Kunlik sotilgan tovarlarning tannarxi}$$

Walgreens uchun, 2015-yilda bizda quyidagilar mavjud:

$$\text{Kreditorlik qarzlarining zarur miqdori} = 209.64 \times 48.12 \text{ kun} \\ = 10\,087.88 \$$$

Ushbu miqdor, albatta, 15.1-jadvalda keltirilgan Walgreens ning 2015-yil oxiridagi kreditorlik qarzlar miqdoriga to‘g‘ri keladi (yaxlitlash xatosi bilan).

Albatta, firmaning sotilgan tovarlar tannarxi oshishi bilan uning kredit xaridlari va kreditorlik qarzlar oshishi kerak. Masalan, Walgreens ning COGS i kelgusi yilda 10 foizga oshib, 84 172 dollarga yetsa, hozirda 10 088 dollar bo‘lgan kreditorlik qarzlar ham 10 foizga ko‘tarilishini kutamiz, agar to‘lov muddati o‘zgarmasa. 84 172 AQSH dollari miqdoridagi COGS kunlik o‘rtacha 84 172 / 365 kun, ya‘ni 230,61 dollarlik COGS beradi. Agar o‘rtacha to‘lov muddati 48,12 kun bo‘lib qolsa, kreditorlik qarzlarining prognoz miqdori quyidagicha bo‘ladi:

$$\text{Kreditorlik qarzlar} = \$230,61 \times 48,12 \text{ kun} = \$11\,096,95$$

Bu, taxminan, kreditorlik qarzlarining 10 foizga oshishini anglatadi. Shuni tan olish kerakki, sotuvdan tushgan tushum va COGS larning o‘shishi debitorlik qarzlar va tovar-moddiy zaxiralarga investitsiyalarning ko‘payishiga olib kelishi kerak bo‘lsa-da, bu o‘shishlar qisman kreditorlik qarzlarining ko‘payishi bilan belgilanadi, boshqa narsalar teng bo‘ladi. Agar kreditorlik qarzlar o‘rtacha to‘lov muddati 50 kungacha ko‘tarilsa, kreditorlik qarzlarining yangi miqdori quyidagicha bo‘ladi:

$$\text{Kreditorlik qarzlar} = \$230,61 \times 50 \text{ kun} = \$11\,530,50$$

Debitorlik qarzlar, tovar-moddiy zaxiralari va kreditorlik qazlariga ta‘siri, operatsion sikl va pul mablag‘larini aylanish sikli o‘zgarmaydi degan taxmin asosida, **15.2-jadvalda** umumlashtirilgan shaklda keltirilgan.

Shunday qilib, debitorlik qarzlar va tovar-moddiy zaxiralarga investitsiyalar \$ 15,527 dan \$ 17,079,95 gacha, ya‘ni 1,552,95 AQSH dollariga oshishi kutilmoq-

da, kreditorlik qarzlarning kutilayotgan o'sishi 1008,95 AQSH dollarini tashkil etdi, ya'ni 10 088 dan 11 096,95 dollargacha. Natijada moliyalashtirishga ehtiyojga sof ta'sir 544 AQSH dollari miqdorida o'sishga olib keladi.

15.2-jadval

Sotishdan tushgan tushum va sotilgan tovarlarning tannarxining 10 foizga oshishi debitorlik qarzlari. Tovar-moddiy zaxiralar va kreditorlik qarzlarga ta'siri

Ko'rsatkichlar	Wallgreens ning 2015-yil uchun natijalari	Sotishdan tushgan tushum va sotilgan tovarlarning tannarxi- ning 10 %ga oshish	
Investitsiya			
Debitorlik qarzlari	\$6,849.00	\$7,535.00	
Tovar-moddiy zaxiralar	\$8,678.00	\$9,544.95	Investitsiyaga o'zgarishlar
Jami	\$15,527.00	\$17,079.95	\$1,552.95
Moliyalashtirish			Kreditorlik qarzlari hisobiga moliyalashtirishdagi o'zgarishlar
Kreditorlik qarzlari	\$10,088.00	\$11,096.95	\$1,008.95
Sof investisiyalar			Sof investisiyalarda- gi o'zgarishlar
Investisiya-moliyalash- tirish	\$5,439.00	\$5,983.00	\$544.00

Taxminlar: O'rtacha debitorlik qarzlarni yig'ish davri = 24,17 kun; Tovar-moddiy zaxiralarni aylanish davri = 41,39 kun; o'rtacha to'lov muddati = 48,12 kun

Moliyaviy menejer sof aylanma kapitalning kutilayotgan o'sishini qo'llab-quvvatlash uchun zarur mablag'larni olishni oldindan rejalashtirishi kerak. U 16-bobda aytib o'tilganidek, qisqa muddatli moliyalashtirish manbalaridan mablag' olishi mumkin yoki aksiyalar va obligatsiyalar kabi uzoq muddatli manbalardan foydalanishni tanlashi mumkin.

15.3-jadvalda, agar sotishdan tushgan tushum (sotish hajmi) va sotilgan mahsulot tannarxi (COGS) 10% ga oshsa va operatsion siklda va pul mablag'lari aylanish siklida o'zgarishlar yuz bersa, debitorlik qarzlari, zaxiralar va kreditorlik qarzlari bo'yicha hisob-kitoblarni keltirilgan.

Xususan, **15.3-jadvalda** oʻrtacha 22 kunlik debitorlik qarzlarini toʻplash davri, 40 kunlik xaziralarni aylanish davri va 50 kunlik kreditorlik qarzlarini toʻlash davri, shuningdek, sotish hajmi va sotilgan mahsulot tannarxining 10 foizga oʻsishi koʻrsatilgan pul mablagʻlari aylanish siklining tarkibiy qismlaridagi ushbu kichik oʻzgarishlarning taʼsiri hayratlanarli. Ushbu aylanma kapitalga firmaning sof investitsiyalari 4,552.40 dollargacha kamayadi, bu hozirgi vaziyatdan (2015) 887 ga kam va 15.2-jadvalda keltirilgan ssenariydan \$ 1,430 ga kamroq boʻladi.

15.3-jadval

Sotish hajmining va sotilgan mahsulot tannarxining 10 foizga oʻsishi va operatsion sikl oʻzgarganda debitorlik qarzlariga, tovar-moddiy xaziralarga va kreditorlik qarzlariga taʼsiri

Koʻrsatkichlar	Wallgreens ning 2015- yil uchun natijalari	Sotishdan tushgan tushum va sotilgan tovarlar tannarxining 10 %ga oshishi	
Investitsiya			
Debitorlik qarzlar	\$6,849.00	\$6,858.50	
Tovar-moddiy xaziralar	\$8,678.00	\$9,224.40	Investitsiyaga oʻzgarishlar
Jami	\$15,527.00	\$16,082.90	\$555.90
Moliyalashtirish			
			Kreditorlik qarzlar hisobiga moliyalashtirishdagi oʻzgarishlar
Kreditorlik qarzlar	\$10,088.00	\$11,530.50	\$1,442.50
Sof investitsiyalar			
			Sof investitsiyalardagi oʻzgarishlar
Investitsiya- moliyalashtirish	\$5,439.00	\$4,552.40	\$-886.60

Keyingi boʻlimda aylanma kapital aktivlarini boshqarish mavzusini muhokama qilamiz. Bizning muhokamamizdan shuni aniq aytish mumkinki, kapital aktivlarini yanada samarali boshqarish va pulni tezroq yigʻish firmaning moliyalashtirishga boʻlgan ehtiyojini kamaytiradi. Aylanma kapitalning kamligi kamroq qarz va tashqi ulushli moliyalashtirish zarurligini anglatadi, bu esa firmani qoʻshimcha moliyalashtirish xarajatlarini saqlab qoladi. Pul mablagʻlari aylanmasini kamaytiradigan ishlar firmaning moliyalashtirishni olishga boʻlgan ehtiyojini kamaytiradi.

15.4. NAQD PUL BYUDJETLARI

Bir yil mobaynida firmaning umumiy moliyalashtirish ehtiyojlarini hisoblash uchun moliyaviy nisbatlardan qanday foydalanish mumkinligini ko'rdik. 14-bobda bilib olganimizdek, kutilayotgan sotuvlar o'sishi firmadan yuqori sotish darajasini qo'llab-quvvatlash uchun qo'shimcha joriy aktivlar va doimiy aktivlarni sotib olishni talab qilishi mumkin. Sotish prognozi va firmaning umumiy mol-mulk aylanmasi nisbatini birlashtirish orqali sotish prognozini qo'llab-quvvatlash uchun zarur bo'lgan aktivlar miqdorini hisoblashimiz mumkin.

Aktivlarning prognoz qilingan o'sishi joriy majburiyatlarning hisoblangan o'sishi va saqlanib qolgan ishlab chiqarish moliyaviy tahlilchiga firmaning tashqi moliyalashtirishga bo'lgan ehtiyojlari hisob-kitobini beradi.

Avvalgi bo'limda joriy aktivlar va joriy majburiyatlardagi kutilayotgan o'zgarishlarni solishtirish orqali aylanma kapitalni moliyalashtirish ehtiyojlarini hisoblashning tezkor vositasi yaqqol ko'rsatilgan. Joriy aktivlarning hisoblangan o'zgarishi minus joriy majburiyatlarning kutilayotgan o'zgarishi aylanma kapitalning o'zgarishini o'lchaydi. Ishchi kapitalning ushbu o'sishi (yoki pasayishi) qisqa muddatli moliyalashtirish yoki uzoq muddatli moliyalashtirish orqali moliyalashtirilishi kerak.

Bunday usullar firmaning yillik moliyalashtirish ehtiyojlarini baholashga birinchi yondashuv sifatida mos keladi, ammo firma uchun aniqroq ma'lumot zarur. Yil davomida pul tushishidan oldin katta to'lovlarni to'lash kerak bo'lishi mumkin. Aksiyadorlarga dividend cheklari pochta orqali yuboriladi, ishchilar va mol yetkazib beruvchilar qarzlari bo'yicha foizlarni va hatto asosiy qarzni to'lash kerak. Har hafta yoki oy davomida firmaning naqd pulga bo'lgan ehtiyoji yuqoridagi yillik hisob-kitoblardan oshib ketishi mumkin. Firma g'aznachisi zarur xarajatlarni to'lash uchun naqd pul mavjudligini ta'minlash uchun kunlik va haftalik naqd pul tushumlari va chiqimlarini diqqat bilan kuzatib borishi va bashorat qilishi kerak. Agar firma hisobvarag'idagi naqd pul qoldig'i past bo'lsa, g'aznachi pulni qarzga olish yoki bozor qiymatiga ega bo'lgan qimmatli qog'ozlarni sotish orqali kerakli mablag'larni olishni rejalashtirish kerak bo'ladi. Naqd pul byudjeti bu g'aznachi kelajakdagi naqd pul oqimlarini prognoz qilish va kelajakdagi qisqa muddatli qarz olish ehtiyojlarini baholash uchun foydalanadigan vositadir.

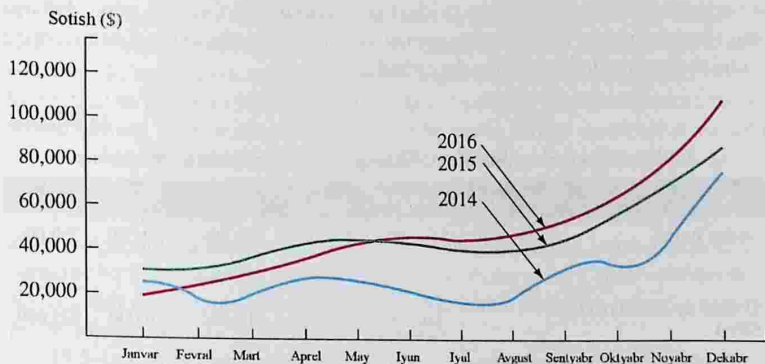
Byudjet – bu xarajatlar, daromadlar yoki har ikkalasining moliyaviy prognozi. Naqd pul (kassa) byudjetida ma'lum vaqt davomida kompaniyaning davriy pul tushumlari va pul chiqimlarini batafsil bayon qilinadi. Kichik va o'rta firmalar oylik kassa byudjetlarini tashkil qilishi mumkin, yirik firmalar esa har haftalik yoki har kunlik pul oqimlarini bashorat qilishadi. Agar naqd pul profitsiti prognoz qilinayotgan bo'lsa, g'aznachi foizlar olish uchun firmaning ortiqcha naqd pullarini qanday investitsiya qilishni rejalashtirishi mumkin. Agar naqd pul tanqisligi

prognoz qilinsa, g'aznachi kerakli mablag'larni qanday qilib eng yaxshi tarzda jalb qilishni rejalashtirishi mumkin. Ushbu bo'limda biz East-North Manufacturing ishlab chiqarish firmasi uchun naqd pul byudjetini tuzamiz. East-North Manufacturingning savdo tarkibi mavsumiy bo'lib, kalendar yilining oxirida sotuvlar o'sishga moyil bo'lib, kalendar yilining boshida keskin pasayadi. Firmaning mavsumiy ishlab chiqarish emas, balki yil davomida darajadagi ishlab chiqarishga ega bo'lishi to'g'risidagi qaror yil bo'yi uning naqd pul ehtiyojlariga qanday ta'sir qilishini ko'ramiz.

Naqd pul byudjetini tuzish uchun uch to'plam ma'lumot kerak: firma uchun zarur naqd pulning minimal miqdori, taxminiy pul tushumlari va pul chiqimlari. Quyida bularning har birini muhokama qilamiz.

Minimal istalgan naqd pul miqdori

Aksariyat firmalarda minimal naqd pul qoldig'i mavjud. Oylik to'lovlarni to'lash uchun ma'lum miqdordagi naqd pul kerak bo'ladi, ammo qo'shimcha mablag' talab qilinishi mumkin, chunki naqd pul tushumi va chiqimi prognozlari noto'g'ri bo'ladi. Kutilganidan pastroq naqd pul tushishidan (yoki kutilganidan yuqori chiqimdan) himoya qilish uchun pul buferi kerak. Naqd pul zaxirasi miqdori bir necha omillarga bog'liq, shu jumladan, firmaning moliyalashtirishni oson va qisqa vaqt ichida olish qobiliyati, naqd pul oqimi va chiqishini bashorat qilish va menejmentning afzalliklari.



15.4-rasm. Savdo ma'lumotlari, 2014–2016. Janubiy-shimoliy ishlab chiqarish, taxminiy naqd pul tushumlari.

Naqd pul tushumini baholash ikkita asosiy omilga bog'liq: savdo prognozi va mijozlarning to'lov shartlari. Har qanday davrda firma uchun pul tushumining asosiy manbalari naqd pul bilan sotish va debitorlik qarzlarni to'lash bo'ladi. Agar biz naqd savdo ulushini va har oy o'z hisob-kitoblarini to'laydigan mijozlar foizini bilsak, kelajakdagi naqd pul tushumlarini baholash uchun savdo prognozlaridan foydalanishimiz mumkin. Savdo prognozlariga mavsumiy xususiyatlar ta'sir qiladi. Cho'milish kiyimlari va qor tozalash mashinalari ishlab chiqaruvchilarining oylik savdo ko'rsatkichlari har xil bo'ladi. Menejerlar **15.4-jadvalda** ko'rsatilgandek oylik yoki choraklik savdo ko'rsatkichlarini yaratish orqali mavsumiylikni aniqlashlari mumkin.

Masalan, **15.4-jadvalda** Eastnorth Manufacturing kompaniyasining 2016-yil noyabr va dekabr oylari uchun haqiqiy sotuvlari va 2017-yil yanvar, fevral, mart va aprel oylari uchun rejalashtirilgan sotuvlari keltirilgan.

15.4-rasmdan ko'rinib turibdiki, Eastnorth Manufacturing (Eastnort) sotuvi mavsumiylikka juda bog'liq va sotuvlarning aksariyati yilning so'nggi bir necha oylarida sodir bo'ladi. Eastnorth-ning barcha sotuvlari kredit asosida amalga oshiriladi va debitorlik qarzlarga aylanadi. O'tgan to'lov sxemalarini tahlil qilgandan so'ng, Eastnorth oylik sotishning 50 foizini tashkil etuvchi debitorlik qarzlari sotib olinganidan bir oy o'tgach, qolgan 50 foizi esa ikki oydan keyin to'lanishini biladi. Shunday qilib, yanvar-aprel oylarida har oyning pul oqimlari ikki manbadan kelib tushdi: naqd pul firmaga o'tgan oydagi sotuvlarning 50 foizi va naqd pul firmaga o'tgan ikki oydagi sotuvlarning 50 foizi miqdorida tushdi. Shunday qilib, yanvar oyi uchun umumiy kutilgan 90 ming dollarlik pul tushumi dekabr oyidagi sotuvlarning 50 foizini (dekabr oyidagi sotuvlarning 50 foizi 50 ming dollarga teng) hamda noyabr oyidagi sotuvlarning 50 foizini (noyabr oyidagi sotuvlarning 50 foizi 40 ming dollarga teng) aks ettiradi.

15.4-jadval

Oylik naqd pul tushumlari. Sharqiy-shimoliy ishlab chiqarish

	Noyabr	Dekabr	Yanvar	Fevral	Mart	Aprel
Sotish hajmi	\$80,000	\$100,000	\$30,000	\$40,000	\$50,000	\$60,000
Tushumlar:						
O'tgan oy sotuvlarining 50%i		\$40,000	\$50,000	\$15,000	\$20,000	\$25,000
1 oy avvalgi oydagi sotuvlarning 50%i			\$40,000	\$50,000	\$15,000	\$20,000
Jami tushumlar:			\$90,000	\$65,000	\$35,000	\$45,000

Oylik naqd pul chiqimlari. Janubiy-shimoliy ishlab chiqarish

	Noyabr	Dekabr	Yanvar	Fevral	Mart	April
Sotish hajmi	\$80,000	\$100,000	\$30,000	\$40,000	\$50,000	\$60,000
Xomashyo va materiallarni sotib olish (oylik sotuv hajmining 50%i)	\$40,000	\$50,000	\$15,000	\$20,000	\$25,000	\$30,000
To'lovlar:						
1 oy avvalgi oydagi xaridlarning 100%i			\$40,000	\$50,000	\$15,000	\$20,000
Ish haqi va qo'shimcha xarajatlar			\$20,000	\$20,000	\$20,000	\$20,000
Foizlar				\$7,000		
Dividendlar					\$6,000	
Soliqlar					\$3,000	
Kapital xarajatlar				\$50,000		
Jami pul chiqimlari			\$60,000	100,000	\$44,000	\$40,000

Taxminiy naqd pul chiqimlari

Har oy Eastnorth to'lashi kerak bo'lgan to'lovlar bor va bu pul chiqimlari naqd pul byudjetida aks ettirilishi kerak. Xomashyo yetkazib berish uchun to'lash, shuningdek, kompaniya xodimlarining ish haqini hisoblash kerak. Ijara to'lovlari, kommunal to'lovlar va boshqalar byudjetda ko'rsatilishi kerak bo'lgan muntazam chiqishlarning boshqa misollari. Kreditlar bo'yicha foizlar dividendlar va soliq to'lovlari kabi aniq muddatlarda to'lanishi mumkin. Asosiy vositalarni har qanday xaridlari byudjetda ko'rsatilishi kerak.

Yil davomida ishlab chiqarish mavsumiy bo'lishi mumkin, sotish prognoziga ko'ra ko'payadi va kamayadi yoki har oy doimiy mahsulot ishlab chiqaradigan barqaror bo'lishi mumkin. Bu yerda, biz Eastnorth mavsumiy ishlab chiqarishdan foydalanadi deb taxmin qilamiz. Keyinchalik, ishlab chiqarish jadvali Eastnorth pul byudjetiga qanday ta'sir qilishini ko'ramiz.

15.5-jadvalda Eastnorthning kutilayotgan naqd pul mablag'lari chiqimi ko'rsatilgan. Har oydagi sotuvlarning 50 foiziga teng bo'lgan xomashyo va materiallar har oyda sotib olinadi. Eastnorth o'z yetkazib beruvchilariga tovarlar sotib olingandan keyin ikki oy o'tgach to'laydi. Har oyning taxminiy ish haqi va qo'shimcha xarajatlari 20 ming dollarni tashkil etadi. 7 ming dollarlik foiz to'lovlari fevral oyida to'lanishi kerak. 6 ming dollar bo'lishi kutilayotgan choraklik dividend

mart oyida to'lanishi kerak. 3000 dollarlik choraklik soliqlarni mart oyida to'lash kerak. Sotuvlar ko'payishi kutilayotgani uchun, Eastnorth fevral oyida 50 ming dollarlik kapital jihozlarini sotib olishni rejalashtirmoqda.

Naqd pul mablag'lari byudjetini tuzish

Har oy uchun barcha taxmin qilingan naqd pul tushumlari va chiqimlari ro'yxatini tuzgandan so'ng, biz oyning sof pul oqimini hisoblashimiz mumkin.

15.6-jadvalda ko'rsatilganidek, bu Eastnorth ning 15.4 va 15.5-jadvallardan naqd pul tushumlari bilan naqd pul to'lovlari o'rtasidagi farqdir.

15.6-jadvaldan biz yanvar oyi katta ijobiy sof pul oqimi bo'lgan oy bo'lishini ko'ramiz, ammo fevral va mart oylarida naqd pul tushumidan ko'ra ko'proq chiqimi kutilmoqda.

Aprel oyida firma chiqimlaridan ko'ra ko'proq pul olishi kutilmoqda. Eastnorthga qisqa muddatli moliyalashtirish ehtiyojlarini aniqlashga yordam berish uchun biz Eastnorth-ning kerakli minimal naqd pul qoldig'ini, shuningdek, uning oylik kredit ehtiyojlarini (yoki kreditni to'lashni) o'z ichiga olgan naqd pul byudjetini tuzishimiz kerak. Biz Eastnorth naqd pulining minimal qoldig'i 25 000 dollarni tashkil qiladi deb taxmin qilamiz. Agar har qanday oyda pul miqdori 25 ming dollardan pastga tushsa, Eastnorth g'aznachisi naqd pul balansi 25 ming dollarlik darajaga tiklanishi uchun yetarli mablag' qarz olishi kerak bo'ladi. **15.7-jadvalda** Eastnorthning oylik pul byudjeti yaqqol ko'rsatilgan.

15.6-jadval

Oylik sof pul oqimlari, mavsumiy ishlab chiqarish. Sharqiy-shimoliy ishlab chiqarish

	Yanvar	Fevral	Mart	Aprel
Jami pul tushumlari	\$90,000	\$65,000	\$35,000	\$45,000
(-): Jami pul to'lovlari	\$60,000	127,000	\$44,000	\$40,000
Sof pul oqimi	\$30,000	(\$62,000)	(\$9,000)	\$5,000

15.6-jadvaldan ko'rib turibmizki, yanvar oyining sof naqd pul oqimi 30 ming dollarni. Buni yanvar oyi boshida Sharqiy-shimolning 25 ming dollarlik minimal naqd pul qoldig'iga qo'shish Eastnorthga 55 ming dollarlik to'plangan naqd pul balansini beradi. Eastnorth g'aznachisi qo'shimcha foiz daromadini topish uchun

ushbu ortiqcha pul mablag'larining bir qismini bozorga chiqariladigan qimmatli qog'ozlarga investitsiya kiritish rejalarini tuzishni xohlashi mumkin.

Yanvar oyi oxirida naqd pul balansi fevral oyi boshida naqd pul balansiga aylanadi. Fevral oyining sof naqd pul oqimi – 62,000 dollarga 55,000 dollarlik naqd pul balansini qo'shish Eastnorthning mavjud bo'lishi kutilganidan 7,000 dollar ko'proq naqd pul sarflashi prognoz qilinishini anglatadi. Kutilayotgan to'lovlarni qondirish va naqd pul balansini minimal istalgan darajaga ko'tarish uchun Eastnorth xazinadori fevral oyi davomida $7,000 + 25,000$ dollar, ya'ni 32,000 dollar qarz olishi kerak bo'ladi. Shundan so'ng fevral oyining yakunlangan naqd pul balansi 25,000 dollarni tashkil etadi.

Mart oyining boshlang'ich naqd pul balansiga mart oyining – 9,000 AQSH dollari miqdorida sof pul oqimi qo'shilsa, Eastnorthning naqd pul mablag'i 16,000 dollarni tashkil etadi. Minimal istalgan naqd pul balansini 25,000 dollar saqlab qolish uchun Eastnorth 9,000 dollar qarz olishni rejalashtirishi kerak. Bu fevral oyidan hisoblangan kreditlarga qo'shilganda, Eastnorthning mart oyi oxirida umumiy kredit balansi $32,000 + 9,000$ dollarni, ya'ni 41,000 dollarni tashkil etadi. Mart oyida tugaydigan naqd pul balansi 25,000 dollar bo'ladi.

Aprel oyining ijobiy sof naqd pul oqimi, boshlang'ich naqd pul balansiga qo'shilganda, Eastnorthga 30 ming dollarlik ijobiy naqd pul balansini beradi. Bu Eastnorthning minimal istalgan naqd pul balansidan 25 ming dollardan oshadi, shuning uchun 5 ming dollarlik ortiqcha naqd pul Eastnorthning yaqinda sotib olingan qarzining bir qismini qaytarish uchun ishlatilishi ehtimoli bor. Bu bilan Eastnorthning to'plangan kredit balansi 36 ming dollarga tushadi.

Ushbu misol pul mablag'lari (kassa) byudjetining foydaliligini ko'rsatadi. Kutilayotgan savdo hajmi, kutilayotgan to'lov sxemalari asosida kelajakdagi naqd pul tushumlari va chiqimlarini baholash uchun ishlatiladi. G'aznachi ortiqcha pul mablag'larini investitsiya qilishni rejalashtirishi yoki kerakli mablag'larni qarz olishi mumkin. Rejalashtirish vositasi sifatidagi ahamiyatidan tashqari, naqd pul byudjeti bankning qisqa muddatli kredit olish uchun har qanday so'rovining zarur tarkibiy qismi bo'ladi. Bank nafaqat firma qachon va qancha miqdorda kredit talab qilishi mumkinligini, balki firma kreditni qachon to'lashi mumkinligini bilishni xohlaydi.

Mavsumiy va ritmik ishlab chiqarish

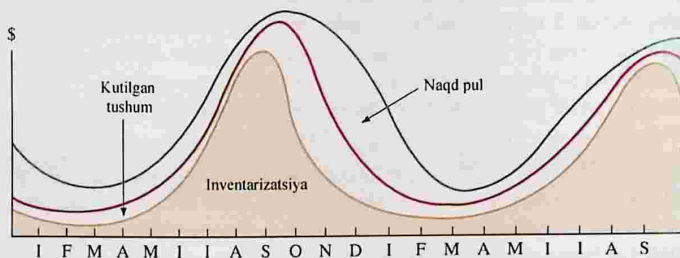
Misolda, Eastnorth mavsumiy savdo prognozini amalga oshirish uchun mavsumiy ishlab chiqarishdan foydalanadi deb taxmin qilindi. Xomashyo sotib olish savdoning o'sishi yoki pasayishiga qarab ortadi yoki kamayadi. Bunday strategiya mavsumiy sotuvlarning tovar-moddiy zaxiralarga ta'sirini minimallashtirishi mumkin. Mahsulotlar sotuvga chiqarilishidan oldin ishlab chiqariladi, ammo mavsumiy ishlab chiqarish boshqa muammolarga olib kelishi mumkin, masalan, so-

tish hajmi kam oylarda zavodning to'xtab qolishi va ishchilarni ishdan bo'shatish, shuningdek, band bo'lgan davrlarda ishlab chiqarishdagi qiyinchiliklar.

15.7-jadval

**Oylik naqd pul byudjeti, mavsumiy ishlab chiqarish.
Janubiy-shimoliy ishlab-chiqarish**

	Yanvar	Fevral	Mart	Aprel
Sof pul oqimi	\$30,000	(\$62,000)	(\$9,000)	\$5,000
Pul mablag'larining boshlang'ich qoldig'i	25,000	55,000	25,000	25,000
Jami naqd pul qoldig'i	55,000	(7,000)	16,000	30,000
Oylik kredit (yoki to'lash)	0	32,000	9,000	(5,000)
Kredit bo'yicha jami naqd pul qoldig'i	0	32,000	41,000	36,000
Pul mablag'larining yakuniy qoldig'i	\$55,000	\$25,000	\$25,000	\$25,000



15.5-rasm. Mavsumiy va ritmik ishlab chiqarish bilan joriy aktivlar tarkibining o'zgarishi.

Shunday qilib, ishlab chiqarish samaradorligini oshirish uchun mavsumiy sotuvlarni amalga oshiradigan ba'zi firmalar yagona ishlab chiqarish rejasidan foydalanadilar. Yagona ishlab chiqarish rejasi bilan bir xil miqdordagi xomashyo sotib olinadi va har oy bir xil miqdordagi tayyor mahsulot ishlab chiqariladi. Naqd pul va debitorlik qarzlari kam bo'lsa-da, zaxiralar mavsumiy sotuvlarni kutish uchun to'planadi. Savdo mavsumi boshlanganda, zaxiralar kamayadi va debitorlik qarzlari ko'payadi. Biroz vaqt o'tgach, zaxiralar deyarli tugaydi va firma o'z mijozla-

ridan naqd pul oladi. Mavsumiy savdo xususiyatiga ega bo'lgan kompaniyaning joriy aktivlarining o'zgaruvchan tarkibi **15.5-rasmda** ko'rsatilgan.

Endi Eastnorth ning naqd pul byudjetiga ritmik ishlab chiqarish rejasiga o'tsa, qanday ta'sir ko'rsatishini ko'raylik. **15.4-jadvalda** keltirilgan naqd pul oqimi jadvali o'zgar olmaydi, ammo **15.5-jadvalda** materiallarni sotib olish darajasini aks ettirish uchun jadval o'zgartiriladi. Yil davomida xomashyo va materiallar hajmi taxmin qilingan savdo hajmining yarmini tashkil qiladi deb taxmin qilamiz. Agar prognoz qilingan savdo hajmi 700,000 dollarni tashkil etsa, bu Eastnorth yil davomida 350,000 dollarga yoki oyiga taxminan 29,200 dollarga material sotib olishini anglatadi. **15.8-jadvalda** oyiga 29,200 AQSH dollari miqdorida xaridlar va keyingi to'lovlarni o'z ichiga olgan qayta ko'rib chiqilgan naqd pul oqimi jadvali ko'rsatilgan.

Ushbu yangi naqd pul to'lovlari bilan **15.9-jadvalda** oylik to'liq naqd pul oqimlari va **15.10-jadvalda** yangi naqd pul byudjeti ko'rsatilgan. Yanvar oyida ritmik ishlab chiqarish rejasini mavsumiy rejaga qaraganda yuqori naqd pul balansiga olib keladi, ammo Eastnorthning jadal sotish oylarida ishlab chiqarish darajasining barqarorligi fevral, mart va aprel oylarida oylik naqd pul defitsitlariga olib keladi. Mavsumiy ishlab chiqarishga ko'ra, aprel oyida to'liq naqd pul oqimi ijobiyga qaytdi va ba'zi kreditlar qaytarilishi mumkin. Ritmik ishlab chiqarish bilan to'plangan kredit balansini aprelgacha o'sishda davom etmoqda.

Naqd pul byudjeti bo'yicha proyeksiyalarda firmaning marketing sa'y-harakatlari, shuningdek, uning kredit siyosati, uning daromadlarini qanday boshqarishi, ishlab chiqarish va tovar-moddiy zaxiralarini qanday boshqarishga qaror qilgani aks ettiriladi. Umuman olganda, debitorlik qarzlari katta bo'lgan va kreditlash shartlari sodda bo'lgan firmalar naqd pul tushumining sekinroq bo'lishiga olib keladi, ammo bu debitorlik qarzlarni boshqarish siyosatini kuchaytirishning raqobatbardosh oqibatlarini bilan muvozanatli bo'lishi kerak.

15.8-jadval

Oylik naqd pul chiqimlari, ritmik ishlab chiqarish

	Noyabr	Dekabr	Yanvar	Fevral	Mart	Aprel
Sotish hajmi	\$80,000	\$100,000	\$30,000	\$40,000	\$50,000	\$60,000
Xomashyo va materiallarni sotib olish (oylik sotuv hajmining 50%)	\$29,200	\$29,200	\$29,200	\$29,200	\$29,200	\$29,200
To'lovlar:						
1 oy avvalgi oydagi xaridlarning 100%			\$29,200	\$29,200	\$29,200	\$29,200

Ish haqi va qo'shimcha xarajatlar		\$20,000	\$20,000	\$20,000	\$20,000
Foizlar			\$7,000		
Dividendlar				\$6,000	
Soliqlar				\$3,000	
Kapital xarajatlar			\$50,000		
Jami pul chiqimlari		\$49,200	106,200	\$58,200	\$49,200

15.9-jadval

Oylik sof pul oqimlari, ritmik ishlab chiqarish

	Yanvar	Fevral	Mart	Aprel
Jami pul tushumlari	\$90,000	\$65,000	\$35,000	\$45,000
(-): Jami pul chiqimlari	\$49,200	\$106,200	\$58,200	\$49,200
Sof pul oqimlari	\$40,800	(\$41,200)	(\$23,200)	(\$4,200)

Katta tovar-moddiy zaxiralarga ega bo'lgan firmalar kichikroq zaxiralar va qat'iyroq ishlab chiqarish jadvallari bilan ishlaydigan firmalarga qaraganda ko'proq kreditorlik qarzlari va ko'proq pul to'lovlariga duch kelishadi. Shunday qilib, kompaniya g'aznachisi uchun firma o'zining aylanma kapitalini qanday boshqarishi muhim bo'ladi. Biz ushbu mavzularni keyingi bo'limda ko'rib chiqamiz.

15.5. JORIY AKTIVLARNI BOSHQARISH

Joriy aktivlarni boshqarish pul mablag'lari va likvid qimmatli qog'ozlar, debitorlik qarzlari va tovar-moddiy zaxiralarni boshqarishni o'z ichiga oladi. Bir tomondan, moliyaviy menejer ularni moliyalashtirish xarajatlari tufayli joriy aktivlarga investitsiyalarni minimallashtirishga intilishi kerak. Boshqa tomondan, likvidlikni ta'minlash uchun bozor qiymatiga ega bo'lgan yetarli miqdordagi naqd pul va qimmatli qog'ozlar talab qilinadi, sotishni davom ettirish uchun maqbul kreditlash shartlari talab qilinadi, shuningdek, tovar-moddiy zaxiralar tugab qolmasligi va sotishning pasayishiga yo'l qo'ymaslik uchun tegishli darajada saqlanishi kerak. Shunday qilib, muvaffaqiyatli boshqaruv joriy aktivlarga investitsiyalar bilan bog'liq xarajatlar va foydalarning doimiy balansini talab qiladi.

Pul mablag'larini boshqarish

Ba'zi yirik firmalar deyarli naqd pulsiz holda mavjud, boshqalari esa milliardlab dollar naqd pul va likvid qimmatli qog'ozlarga ega. Naqd puli kam yoki umuman bo'lmagan firmalar, qanday mablag' kerak bo'lishidan qat'i nazar, ularni qisqa muddatli bank kreditlari yoki overdraftlar orqali olishadi, ular ertasi kuni naqd pul tushumi yoki bozor qiymatiga ega bo'lgan qimmatli qog'ozlarni sotish orqali to'lanadi.

15.10-jadval

Oylik pul byudjeti, ishlab chiqarish darajasi

	Yanvar	Fevral	Mart	Aprel
Sof pul oqimi	\$40,800	(\$41,200)	(\$23,200)	(\$4,200)
Pul mablag'larining boshlang'ich qoldig'i	25,000	65,800	25,000	25,000
Jami naqd pul qoldig'i	65,800	24,600	1,800	20,800
Oylik kredit (yoki to'lash)	0	400	23,200	4,200
Kredit bo'yicha jami naqd pul qoldig'i	0	400	23,600	27,800
Pul mablag'larining yakuniy qoldig'i	\$65,800	\$25,000	\$25,000	\$25,000

Umuman olganda, tijorat firmalari o'zlarining pul mablag'larini minimal-lashtirishga intilishlari kerak, chunki amaldagi qonunchilikka binoan korxonalar o'zlarining hisobraqamlaridagi mablag'lar bo'yicha foizlar ololmaydilar. Ammo, shunga qaramay, korxonalar ortiqcha naqd pulni tijorat banklarida talab qilib olinadigan depozitlarda (joriy hisobraqamlarda) saqlasa, ularga ma'lum bir kompensatsiya beriladi. Korxonalar o'zlarining hisobraqamlari bo'yicha foizlarni ololmaydilar, ammo banklarga "daromad krediti"ni to'lashga ruxsat beriladi. Daromad krediti firma tomonidan to'lanadigan bank to'lovlarini qoplash yoki kamaytirish uchun ishlatiladi (masalan, cheklarni olish, to'lovlarni qayta ishlash va depozitlarni qabul qilish). 2009-yil oxiri va 2010-yil boshida, uch oylik g'azna majburiyatlari (T-bills) bo'yicha foiz stavkalari 0,10 foizdan past bo'lganida, ba'zi banklarda daromad krediti 0,50 foiz yoki undan yuqori bo'lgan. Bu esa bank-da naqd pulni saqlashni bunday past daromadli muhitda chiroyli muqobil qilib qo'ydi. Biroq shuni ta'kidlash kerakki, firmaning daromad kreditlari bank xizmati to'lovlaridan oshib ketsa, ortiqcha kreditlarni firmaga to'lab bo'lmaydi, ortiqchasi keyingi davrga o'tkazib bo'lmaydi.

Firmaning qisqa muddatli moliyalashtirish manbalarini topish imkoniyati qancha ko'p bo'lsa (16-bobda muhokama qilinadi), naqd pul va bozorga chiqqan qimmatli qog'ozlar balanslarini ushlab turish zarurati ham shu qadar kam bo'ladi. Naqd pul ushlab turgan firmalar umuman uchta motiv uchun buni amalga oshiradilar, biz buni quyida muhokama qilamiz.

Kundalik operatsiyalarni amalga oshirish uchun ma'lum miqdordagi naqd pul kerak. Bu operatsiyalar motivi, ya'ni naqd pulni ushlab turishga bo'lgan talab. Agar naqd pul tushumi va chiqimini deyarli aniq bashorat qilish mumkin bo'lsa, operatsiyalar uchun naqd pulga bo'lgan ehtiyoj nazariy jihatdan nolga tushirilishi mumkin edi. Aksariyat kompaniyalar kerak bo'ladigan naqd pul miqdorini taxmin qilish uchun pul oqimi prognozlarini yoki byudjetlarini tuzadilar. Biroq, aksariyat firmalar naqd pul oqimining noaniqligi va ko'pincha tijorat banklaridagi kreditlar bo'yicha minimal naqd pul qoldig'i talab qilinishi sababli ba'zi naqd pullarni saqlashga majbur.

Bozor qiymatiga ega bo'lgan qimmatli qog'ozlar asosan ehtiyotkorlik motivlari uchun ushlab turiladi. Bular ishlab chiqarishdagi yoki debitorlik qarzlarini olishdagi kechikishlar kabi oldindan aytib bo'lmaydigan hodisalar tufayli yuzaga kelishi mumkin bo'lgan mablag'larga bo'lgan ehtiyojlardir. Bunday likvidlik muammolarini hal qilish uchun bozor qiymatiga ega bo'lgan qimmatli qog'ozlar sotilishi mumkin.

Kuchli mavsumiy sotuvlar bo'lsa, bozorda sotiladigan qimmatli qog'ozlar qisqa muddatli moliyalashtirish ehtiyojlarining sezilarli o'zgarishini kamaytirish uchun ishlatilishi mumkin. Mablag'lar ehtiyot chorasi sifatida saqlanishi mumkin, shunda firma kelajakda sotish va pul oqimlari kamaygan taqdirda ham aktivlarga (fabrikalar, uskunalar va texnologiyalar) sarmoya kiritishni davom ettirishi mumkin.

Bozor qiymatiga ega bo'lgan qimmatli qog'ozlar spekulativ motivlar uchun ushlab turilishi mumkin. Ba'zi hollarda firma naqd pul bilan tez to'lay olsa, materiallar uchun g'ayrioddiy pul chegirmalari yoki qulay narxlardan foydalanishi mumkin. Bozor qiymatiga ega bo'lgan qimmatli qog'ozlar bunday maqsadlar uchun osongina naqd pulga aylantiriladi.

Ammo naqd pulni saqlashning to'rtinchi sababi ham aniq. So'nggi yillardagi qiziq voqea AQSH firmalarining katta miqdordagi naqd pulni, operatsiyalarni amalga oshirish, ehtiyot choralari ko'rish yoki spekulativ choralar ko'rish uchun zarur bo'lganidan ancha yuqori bo'lgan summalarni saqlash to'g'risidagi qarori bo'ldi. Masalan, 2011-yilda Standard & Poor's 500 (S&P500) fond indeksiga kiruvchi kompaniyalar deyarli 1 trillion dollar naqd pulga ega bo'lishgan. 2015-yilga kelib bu miqdor 1,45 trillion dollardan oshdi, buni istiqbolga qo'yish uchun shuni aytish mumkinki, tovar va xizmatlarni sotib olish, ishchilarni yollash, asosiy vositalarga sarmoya kiritish yoki dividendlarni to'lash uchun ushbu salohi-

yat AQSH hukumatining 2009-yildagi 800 milliard dollarga yaqin rag'batlantiruvchi xarajatlar to'plamidan deyarli 50 foizga oshdi.

Katta miqdordagi naqd pul General Electric (99,1 milliard dollar), Apple Computer (41,6 milliard dollar), Cisco Systems (59,1 milliard dollar), Microsoft (99,4 milliard dollar) va Alphabet (Google) (72,8 milliard dollar) kabi alohida firmalar tomonidan saqlanadi. Ko'pchilik bilmagan narsa shundaki, ushbu naqd pulning katta qismi Qo'shma Shtatlardan tashqarida saqlanadi va firmalar ularni to'lovlarni to'lash, investitsiya qilish va dividendlarni to'lash uchun mamlakatga qaytarishdan bosh tortishadi. Emerson Electric 2 milliard dollarlik naqd pulga ega edi, ammo shunga qaramay, u aksiyalarni sotib olish, dividendlar to'lash va hatto AQSH soliqlarini to'lash uchun qarz oldi.

Ushbu naqd pulni Qo'shma Shtatlardan tashqarida saqlashning sababi chet eldan AQSHga naqd pul olib kirishning yuqori narxidir. Ya'ni, Qo'shma Shtatlardan tashqarida naqd pul saqlash uchun soliq motiylari mavjud. 2016-yil holatiga ko'ra, AQSH korporativ soliq stavkalari dunyodagi eng yuqori ko'rsatkich bo'lib, 35% ni tashkil qiladi. Chet elda to'langan soliqlar hisobga olinsa ham, AQSHda soliq stavkasi yuqori bo'lganligi sababli, bu yerda qayta investitsiya qilish uchun AQSHga mablag' yig'ish qimmatga tushadi. Emerson Electric da bo'lgani kabi, ba'zi firmalar Qo'shma Shtatlarga naqd pul olib kirish va soliq to'lashdan ko'ra qarz olish arzonroq. Firmalar naqd pullarini ushlab turishni xohlaganlarida va vaqt o'tishi bilan aksiyadorlarning farovonligini oshirish yo'llarini izlayotganlarida soliqlar muhim ahamiyatga ega.

Likvidli qimmatli qog'ozlar

Bozorda qiymati yuqori qimmatli qog'oz deb hisoblash uchun investitsiya yuqori likvidli bo'lishi kerak; ya'ni, u qiymatni sezilarli darajada yo'qotmasdan osongina naqd pulga aylantirilishi kerak. Buning uchun u qisqa muddatga ega bo'lishi va agar kerak bo'lsa, muddatidan oldin sotilishi uchun faol ikkilamchi bozorga ega bo'lishi kerak. Garov yuqori sifatli bo'lishi kerak, qarz oluvchini default bo'lish ehtimoli minimal. AQSH g'azna majburiyatlari (T-bills) bozorda eng yuqori sifat, likvidlik va talabga ega. Bozor qimmatli qog'ozlari bo'lgan boshqa investitsiyalar qatoriga muomaladagi depozit sertifikatlari (CDs) va tijorat qog'ozlari kiradi, ular yuqori stavkalarni taklif qiladi, ammo g'azna majburiyatlari (T-bills)ga qaraganda ancha xavfli va kamroq likviddir. Tijorat firmalari ortiqcha mablag'larni pul bozoridagi hisob-raqamlarda saqlashlari yoki bank akseptlari yoki qisqa muddatli AQSH hukumati obligatsiyalarni sotib olishlari mumkin. Biz likvidli qimmatli qog'ozlar sifatida ishlatiladigan bir nechta moliyaviy vositalarning xususiyatlarini muhokama qilamiz.

AQSH g'azna majburiyatlari. G'azna majburiyatlari haftalik savdolarida chegirma bilan sotiladi. Ushbu qimmatli qog'ozlar mamlakatning barcha hududla-

rida taklif etiladi, lekin asosan Nyu Yorkda sotiladi. G'azna majburiyatlari asosan, Nyu York shahridagi ikkilamchi pul bozorlarida faol ravishda sotilmoqda

15.6-rasmda uch oy ichida darajalar va o'zgaruvchanlik yoki tez o'zgarish tendensiyasi ko'rsatilgan.

1997-yildan 2015-yilgacha bo'lgan davrda g'azna majburiyatlarining daromadliligi.

1997-yilda daromadlilik taxminan 5% ni tashkil etdi va 2000-yilda 6% ga yetdi. Ular 2001-yilda Federal rezerv tizimi tomonidan iqtisodiyotni rag'batlantirishga qaratilgan sa'y-harakatlardan so'ng retsessiya boshlanishi bilan pasayib ketdi.

Stavkalar 2004–2007-yillarda o'sdi, chunki Fed o'zining hisob stavkasi va federal mablag'lar stavkasini oshirdi, chunki iqtisodiy o'sish natijasida 2007-yil oxirida pasayishdan oldin qarzga bo'lgan talab oshdi.



15.6-rasm. Qisqa muddatli foiz stavkalari (chiziqli diagrammalar iqtisodiy tanazzulni bildiradi).

Buyuk turg'unlik davrida foiz stavkalari 2007-yil oxirida keskin pasayib ketdi va FRT 2015-yil dekabr oyida foiz stavkalarini yana ko'tarishni boshlaguniga qadar g'azna majburiyatlari nol foiz atrofida qoldi.

AQSH G'aznachiligi risksiz hisoblanadi, chunki defolt xavfi deyarli yo'q. Shu sababli, foiz stavkalari, kutilganidek, bir vaqtning o'zida o'xshash muddatga ega bo'lgan boshqa pul bozori vositalari uchun yuqori. 15.6-rasmda bank kreditlari bo'yicha bazaviy stavka va tijorat veksellari bo'yicha 90 kunlik stavka (qisqa muddatli korporativ qarzlar uchun) T-bills stavkalaridan yuqori ekanligi ko'rsatilgan, ammo vaqt o'tishi bilan t-bills stavkasining dinamikasiga mos keladi.

15.7-rasmda daromadlilik egri chizig'ining ba'zi misollari ko'rsatilgan. Ba'zi korporativ moliyaviy menejerlar ortiqcha pul mablag'lariga qisqa muddatli qimmatli qog'ozlarni emas, balki uzoq muddatli qimmatli qog'ozlarni sotib olish orqali daromadlilik egri chizig'i yuqoriga qarab turganda "daromadlilik egri

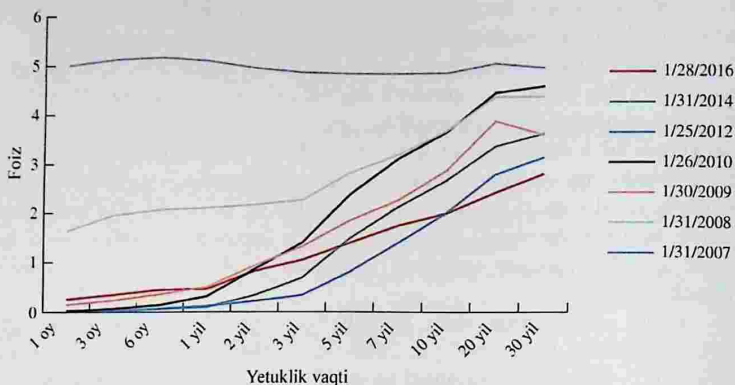
chizig'ini jilovlashga" harakat qilishadi. Nima uchun bunday qilayotganlarini tushunish uchun uzoq muddatli qimmatli qog'ozlarni sotib olganimizda nima sodir bo'lishini eslaylik (bu kontekstda "uzoq muddatli" deganda biz muddati bir oy emas, balki bir yil bo'lgan qimmatli qog'ozlarni nazarda tutamiz). Birinchidan, uzoqroq muddatlar (agar daromadlilik egri chizig'i yuqoriga yo'naltirilgan bo'lsa) yuqori foizli daromadni anglatadi. Ikkinchidan, qimmatli qog'ozning muddati yaqinlashganda va daromadlilik egri chizig'ining yuqoriga qarab egilishi bilan uning bozor daromadliliqi pasayadi; 10-bobdan biz bilamizki, foiz stavkasining pasayishi qat'iy daromadli qimmatli qog'ozlar narxining oshishiga olib keladi. Shunday qilib, agressiv moliyaviy menejerlar barcha imkoniyatlardan foydalanadilar,

Buyuk retsessiyadan oldin hosil bo'lgan egri chizig'ining xatti-harakatlarini ta'kidlash qiziq (2007-yil, 2008- va 2009-yillarda, 2010-yildan keyin). 2005–2007-yillarda foiz stavkalari ko'tarildi va iqtisodiyot o'sishi bilan hosildorlik egri chizig'i yuqoriga ko'tarildi. 2008-yilda, 2007-yil dekabrda Buyuk retsessiya rasman boshlanganidan ko'p o'tmay, iqtisodiy va moliyaviy bozor sharoitlarining yomonlashuvi tufayli daromadlilik egri chizig'i pastga tusha boshladi va Federal rezerv tizimi foiz stavkalarini kamaytira boshladi. Daromadlar 2008- va 2009-yillarda pasayishi sust iqtisodiy o'sish va Fedning nol foiz stavkasi siyosati va uning "miqdoriy yengillashtirish" fondlarni sotib olish faoliyati tufayli hatto retsessiyadan keyin ham davom etdi. Fed 2015-yil dekabrda foiz stavkalarini ko'tarishni boshladi. G'azna majburiyatlari foiz stavkalari **15.7-rasmdagi holat** bilan qanday solishtirilishini ko'rish uchun quyidagi veb-saytni tekshirishingiz mumkin.

Federal fondlar. Federal fondlar, moliya institutlaridan tashqari, ortiqcha pul mablag'larini investitsiyalashga alternativa emas. Ba'zan tijorat banki yoki boshqa depozit muassasalari zaxiralari majburiy zaxira normalaridan vaqtincha oshib ketishi mumkin. Ushbu vaqtinchalik ortiqcha zaxiralar yoki qarzga olinganda nomlanganidek federal mablag'lar rezervlari vaqtincha kam bo'lgan boshqa depozit muassasalariga 1 kunlik tartibida qarzga beriladi.

Bir kunlik kreditlash odatda elektron pul o'tkazmalari orqali amalga oshiriladi va buni ikkita tijorat banki misolida ko'rsatish mumkin. Bitim mablag' olishni istagan bankning bir yoki bir nechta xabarlari bilan tuzilishi yoki federal moliyalashtirish brokeri orqali tuzilishi mumkin. Mablag'lar kreditor bankning zaxira hisobvarag'idan federal rezerv bankidagi qarz oluvchi bankning zaxira hisobvarag'iga elektron tarzda o'tkaziladi. Kredit va foizlarni to'lash ertasi kuni amalga oshiriladi. Ushbu operatsiyalarning aksariyati Nyu York banklari o'rtasida amalga oshiriladi, ammo boshqa shaharlardagi banklar Nyu York pul bozoriga odatda qarz beruvchi sifatida kirishadi.

Federal fondlar uchun eng keng tarqalgan savdo birligi 1 million dollarni tashkil etadi, ammo bu ko'rsatkich ko'pincha oshib ketadi:



15.7-rasm. Daromadlilik egri chizig'iga misollar.



15.8-rasm. Federal fondlar va uch oylik g'azna majburiyatlari bo'yicha foiz stavkalari.

Federal fond stavkalari, odatda, **15.8-rasmda** ko'rsatilgandek, AQSH g'azna majburiyatlari stavkalariga to'g'ri keladi va 1995-yildan beri ular asosan uch oylik g'azna majburiyatlari stavkasidan yuqori bo'lib qolmoqda. Umuman olganda, bu ikki stavka o'rtasidagi spread yoki farq unchalik katta emas. Biroq, pul va kredit yetishmasligi davrida federal fondlarga stavkalar yuqori bo'lishi mumkin. Banklar va boshqa depozit institutlari ma'lum miqdorda FRTdan hisob stavkasi bo'yicha qarz olish va zaxira talablarini bajarish uchun federal mablag'larni jalb qilish o'r-

tasida tanlov qilishadi. Agar ularni bir-biri bilan erkin almashtirish mumkin bo'lsa, unda pul-kredit siyosati maqsadlariga muvofiq belgilangan chegirma stavkasi federal mablag'lar stavkasining yuqori chegarasini belgilaydi, chunki banklar ikki stavkaning kichigida kredit olishadi. Biroq, amalda, banklar federal mablag'larni, hatto FRT dan tez-tez qarz olishdan ko'ra, pul yetishmasligi bilan yuzaga keladigan yuqori stavkalarda ham qarz olishni afzal ko'rishadi, bu esa ushbu alternativadan keyingi foydalanishga to'sqinlik qiladi. Ikkala foiz stavkasining keskin pasayishidan ko'rinib turibdiki, Buyuk turg'unlikdan boshlab, ikkalasi ham tarixiy eng past darajalarda qolishdi, chunki Federal rezerv tizimi 2009–2015-yillar davomida foiz stavkalarini nolga yaqin ushlab turdi.

Tijorat vekseli. Tijorat qog'ozi IBM yoki General Electric (GE) kabi taniqli biznes firmalarining qisqa muddatli, omonatsiz yozuvlaridir. Bu kabi moliyaviy jihatdan kuchli firmalar qisqa muddatli investitsiyalarni obyektlarini izlayotgan moliyaviy bozor ishtirokchilariga "IOU"larni sotish orqali deyarli o'z vaqtida qisqa muddatli mablag' yig'ishga qodir. Yirik moliya kompaniyalari va nomoliyaviy korporatsiyalar ko'p yillardan beri sotuvchilar yoki tijorat veksel uylari orqali tijorat vekselini sotishgan. Yaqindan boshlab, ko'plab emitentlar, xususan, moliya kompaniyalari o'z tijorat vekselini chiqargan yoki sotgan.

Vaqt o'tishi bilan tijorat vekseli bo'yicha foiz stavkalari, odatda, 15.6-rasmda ko'rinib turganidek, g'azna majburiyatlari (T-bills) stavkalari bilan chambarchas bog'liq. Defolt xavfi biroz yuqori bo'lganligi sababli, har qanday vaqtda o'xshash muddatlarga ega bo'lgan tijorat veksellari stavkalari T-bills stavkalaridan yuqori. Tijorat veksellari stavkalari odatda asosiy bank stavkalaridan past bo'lganligi sababli, ular yuqori darajadagi tijorat firmalari uchun qisqa muddatli moliyalashtirishning qimmatli manbai hisoblanadi.

Depozit sertifikatlari. Depozit sertifikati (CD) – bu asosan bank tomonidan pul mablag'larini kiritish evaziga berilgan kvitansiya. Bank sertifikatda ko'rsatilgan kuni to'langan summani va kvitansiya egasiga foizlarni to'lashga rozi bo'ladi. Ko'pgina banklar bunday sertifikatlarni asrning boshlarida chiqargan, ammo 1960-yilgacha ular kamdan-kam hollarda aylanma shaklda chiqarilgan. Bunday depozit sertifikatlari muddati tugashidan oldin ikkilamchi bozorda sotilishi mumkin.

Aylanma CDlar hajmi (odatda nominal qiymati 100000 AQSH dollari va undan ko'p) keskin oshdi. Ushbu CDS bo'yicha foiz stavkalari odatda tijorat veksel-lari va bank akseptlari kabi pul bozorining boshqa vositalaridagi stavkalar bilan bir qatorda yuradi va riski kam g'azna majburiyatlari stavkalaridan yuqori yuradi.

Bank akseptlari. Bank akseptlari asosan eksport va importni moliyalashtirish uchun mo'ljallangan tijorat qog'ozlarining bir shakli bo'lib, firma emas, balki qabul qiluvchi bankning so'zsis majburiyati bo'lgani uchun u yuqori sifat reytingiga ega. Bank akseptlarining daromadliligi tijorat qog'ozlarining daromadliligi bilan chambarchas bog'liq.

Yevrodollar. Yevrodollar – bu AQSH dollarida denominatsiyada qolayotgan chet el banklariga joylashtirilgan depozitlar. AQSH bankidagi talab qilib olinadigan depoziti bunday depozit egasi uni chet el bankiga yoki Amerika bankining chet eldagi filialiga o'tkazganda Yevrodollarga aylanadi. O'tkazmadan so'ng, xorijiy bank AQSH bankiga nisbatan da'voni ushlab turadi, dastlabki depozit egasi (odatda biznes firmasi) Yevrodollar depozitini ushlab turadi. Bu yevrodollar depozit deb ataladi, chunki u chet el banki faoliyat ko'rsatadigan mamlakat valyutasida emas, balki AQSH dollarida denominatsiya qilinadi.

Yirik tijorat banklari o'zlarining xorijiy filiallari orqali yevrodollar bozoridagi mablag'larni jalb qilish orqali mablag' yig'adilar. AQSH banklarining xorijiy filiallari va Qo'shma Shtatlardan tashqaridagi banklar dollarlarni foizli muddatli depozit hisobvaraqlariga joylashtirish orqali yevrodollar bozoridan mablag' olishadi. Ushbu dollar depozitlari dunyoning istalgan nuqtasida, odatda qisqa muddatli asosda beriladi. Banklar odatda pul mablag'larini telefon orqali yoki elektron tarzda o'tkazishadi, banklar o'rtasida garovsiz katta miqdorda pul berishadi. Yevro dollarlarini qayta ishlaydigan banklar Yevropada joylashgan bo'lib, uning markazi Londonda va dunyoning boshqa moliyaviy markazlarida, shu jumladan, Singapur va Bagama orollari kabi joylarda joylashgan.

Yevrodollar depozitlari bo'yicha majburiyatlar dollarning xalqaro valyuta sifatida ishlatilishidan, shuningdek, AQSH to'lov balansi bilan bog'liq muammolar natijasida chet elliklar ko'proq dollar ushlab turishidan kelib chiqqan. Yevrodollarlar milliy va xalqaro korporatsiyalar, banklar, sug'urta kompaniyalari, badavlat shaxslar va ba'zi xorijiy hukumatlar va agentliklar tomonidan taqdim etiladi. Yevrodollar kreditini oluvchilar turli xil guruhdir, ammo tijorat banklari, transmilliy korporatsiyalar va milliy korporatsiyalar faol foydalanuvchilardir.

Amerika banklari uchta sababga ko'ra o'zlarining xorijiy filiallari orqali yevrodollar bozoriga kirishdi: chet elda ishbilarmonlik faoliyatini moliyalashtirish, yevrodollarni boshqa valyutalarga o'tkazish va boshqa yevrodollar banklariga kredit berish. Qo'shma Shtatlarda eng ko'p e'lon qilingan eng muhim sabab shundaki, Qo'shma Shtatlardagi bank muassasalari o'zlarining xorijiy filiallaridan yevrodollarlarni qarzga olishadi. Bunda pul tanqisligi davrida ular kamroq xarajatlar evaziga mablag' oladilar.

Munitsipal qimmatli qog'ozlar. Shaharlar, shtatlar va maktab tumanlari kabi munitsipalitetlar tomonidan chiqarilgan munitsipal qimmatli qog'ozlar, qonun bo'yicha federal daromad solig'idan ozod qilinadigan foizli daromadlar to'laydi. Shuning uchun ba'zi kompaniyalar ortiqcha pul mablag'larining bir qismini qisqa muddatli munitsipal qimmatli qog'ozlariga investitsiya qilishni ma'qul ko'rishadi. 30 foizli soliq stavkasiga ega bo'lgan korporatsiya uchun munitsipal qimmatli qog'ozlar bo'yicha yillik 4 foiz stavkani topish $4/(1 - 0.30)$ yoki soliq solinadigan qimmatli qog'ozlar bo'yicha 5.71 foizni tashkil qiladi.

Firmalar qisqa muddatli naqd pul mablag'larini qayerga investitsiya qiladi? AQSH davlat qimmatli qog'ozlari (asosan g'azna majburiyatlari) naqd pulni "joylashtirish" uchun eng ommabop joy bo'lib, undan keyin CDlar (depozit sertifikatlari), tijorat veksellari va boshqa qisqa muddatli investitsiyalar, masalan, bank akseptlari va yevrodollar.

Qisqa muddatli investitsiya siyosati bayonoti. Firma ortiqcha pul mablag'larini investitsiya qilganda, u asossiz riskka borishni xohlamaydi. Kelajakda mablag'lar qarzlarni yoki dividendlarni to'lash, cheklangan kapital loyihalariga sarmoya kiritish yoki muomaladagi obligatsiyalar yoki aksiyalarni qayta sotib olish uchun kerak bo'ladi. Ortiqcha pul mablag'larini investitsiyalashda firma asosiy vazifa sifatida asosiy kiritilgan summaning (investitsiya summasining) xavfsizligini ta'minlashga intiladi. Ikkinchi muhim omil – bu likvidlik, bu qimmatli qog'ozlarni sotish va naqd pulni tez, oson va adolatli bozor qiymatiga yaqin narxda olish qobiliyatidir. Ushbu uchtasi orasida oxirgi o'rinni egallagan uchinchi omil – bu daromadlilik. Ortiqcha pul mablag'larini investitsiyalashda risk va kutilayotgan daromad nisbati an'anaviy ravishda ushbu bo'limda ko'rib chiqqanimiz kabi risksiz, past riskli qimmatli qog'ozlar nuqtayi nazaridan aniqlanadi.

Firmaning g'aznachisi firmaning ortiqcha pul mablag'larini investitsiyalashda foydalanish bo'yicha ko'rsatmalar ishlab chiqadi. Qisqa muddatli investitsiya siyosati bayonnomasi deb nomlangan ushbu ko'rsatmalarda g'aznachi investitsiya qilishi mumkin bo'lgan qimmatli qog'ozlar turini, ularning ishonchliligi yoki defolt reytingini, har biriga investitsiya qilinishi mumkin bo'lgan maksimal miqdorlarni va sotib olingan qimmatli qog'ozlarning maksimal muddatini batafsil bayon qiladi. Ehtimol, AQSH G'aznachilik qimmatli qog'ozlaridan tashqari, qisqa muddatli investitsiya siyosati to'g'risidagi da'volarning aksariyati ma'lum darajada diversifikatsiyani talab qiladi. Diversifikatsiya, agar emitent moliyaviy muammolarga duch kelsa, asossiz risk va potensial yo'qotishlardan himoya qilish uchun firma mablag'larini bir yoki oz sonli emitentlarga investitsiya qilishdan saqlaydi.

15.11-jadvalda bitta firmaning qisqa muddatli investitsiya siyosati haqida qisqacha ma'lumot berilgan. Bu besh xil qisqa muddatli qimmatli qog'ozlarga sarmoya kiritishga imkon beradi va har qanday emitent uchun riskni cheklaydi (AQSH g'azna majburiyatlaridan tashqari), istalgan vaqtda portfelda bo'lishi mumkin bo'lgan har qanday emitentning qimmatli qog'ozlarining maksimal miqdorini ko'rsatadi.

Obligatsiya reytinglaridan farqli o'laroq, qisqa muddatli majburiyatlarning kredit reytinglari A-1, A-2, A-3 yoki P-1, P-2 va P-3 bo'lishi mumkin. Qisqa muddatli munitsipal majburiyatlar bir munitsipalitet tomonidan rasmiylashtirilgan "MIG" reytinglariga ega bo'lishi mumkin. Odatda, ortiqcha pul mablag'larini investitsiyalashda faqat eng yuqori baholangan qimmatli qog'ozlardan foydalanishga ruxsat beriladi.

Ba'zi firmalar alohida qimmatli qog'ozlarga sarmoya kiritish o'miga, korporativ investorlar foydalanishi uchun maxsus ishlab chiqilgan pul bozori investit-

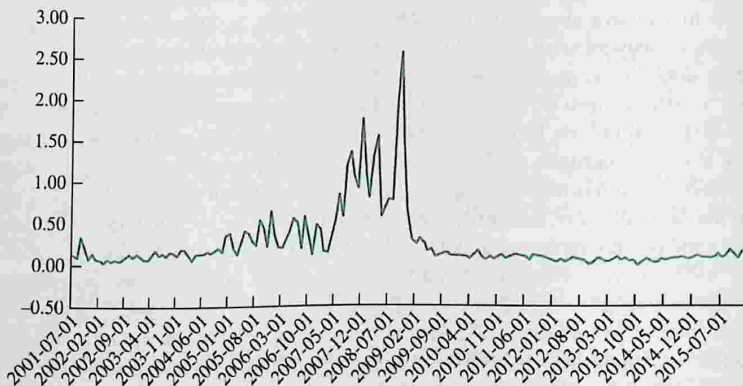
siya fondlariga sarmoya kiritadilar. Bunday mablag'lar qisqa muddatli qimmatli qog'ozlarning diversifikatsiyalangan puliga sarmoya kiritadi va diversifikatsiya, reyting va maksimal muddat bo'yicha cheklovlarga duch keladi.

Firmaning moliyaviy menejerlari vaqti-vaqti bilan investitsiya siyosatini qayta ko'rib chiqadilar, ular chegaralarni oshirish yoki pasaytirish, ruxsat etilgan qimmatli qog'ozlar ro'yxati kengaytirish yoki kamaytirish kerakligini aniqlaydilar. Ammo ular har doim risk darajasi va likvidlikka alohida e'tibor berishadi va daromadlilik uchinchi o'rinda turadi.

15.11-jadval

Qisqa muddatli investitsiya siyosati bo'yicha namunaviy ko'rsatmalar

Investitsiya	Maksimal investitsiya miqdori	Reyting	Maksimal to'lov muddati
Tijorat vekseli	\$15 million/emitent	A1/P1	180 kun
Depozit sertifikat	\$25 million/institut	A1/P1 Bank Rating	270 kun
AQSH g'azna majburiyatlari	Yo'q	Qo'llanilmaydi	18 oy
Munitsipal qimmatli qog'ozlar	\$10 million/emitent	A1/MIG1	15 oy
Bank akseptlari	\$15 million/emitent	A1/P1	120 kun



15.9-rasm. Bir oylik tijorat veksellari va g'azna majburiyatlari stavkalari o'rtasidagi farq, 2001–2015.

Buyuk retsessiyadan keyin yuzaga kelgan past foiz stavkalari davrida korporativ g'aznachilar ortiqcha pul mablag'larining foizini olishda qiyinchiliklarga duch kelishdi.

Bir manbaga ko'ra, 2010-yillarning boshlarida 100 million dollarlik sarmoya ishonchli va likvid qimmatli qog'ozlarga sarmoya kiritadigan pul bozori fondiga sarmoya kiritilganda atigi 30,000 dollar daromad keltirgan – taxminan 0,03 foiz. Ikki yillik G'aznachilik obligatsiyalari kabi uzoq muddatli qimmatli qog'ozlarga sarmoya kiritish firmaga yiliga taxminan 250,000 dollar daromad keltirishi mumkin. Qisqa muddatli korporativ obligatsiyalarga sarmoya kiritish yanada ko'proq foyda keltiradi. Ammo risk va daromadlilik o'rtasidagi kompromis moliyaviy prinsipi hali ham amal qiladi! Ko'proq risk qilish orqali yuqori kutilgan daromadlilikni olish mumkin, ammo bu firmaning likvidlik zaxiralarining maqsadini hisobga olgan holda asossiz strategiya bo'lishi mumkin. Biroq, ba'zi korporativ g'aznachilar qimmatli qog'ozlarning bozor portfellarini juda qisqa muddatli qimmatli qog'ozlarga sarmoya kiritish orqali “quradilar”, boshqalari esa past foiz stavkalari sharoitida yuqori daromad olishga harakat qilish uchun uzoqroq muddatlilarga tarqatadilar.

Moliyaviy inqiroz va uning firmani qisqa muddatli moliyalashtirishga ta'siri

CRISIS 2007–2009-yillarda moliyaviy inqiroz va Buyuk retsessiya qarz oluvchi firmalarning qisqa muddatli moliyalashtirishni olish qobiliyatiga va ortiqcha mablag' to'plagan firmalarga qisqa muddatli vositalarga sarmoya kiritishga kuchli ta'sir ko'rsatdi. **15.9-rasmda** 2001-yil o'rtalaridan 2015-yil oxirigacha bir oylik AA reytingdagi tijorat veksellari va bir oylik (to'rt haftalik) G'aznachilik majburiyatlari o'rtasidagi kunlik foiz stavkalari farqi va inqiroz boshlanganidan beri qisqa muddatli korporativ qarz olish qiymati qanday pasayganligi ko'rsatilgan.

Tijorat veksellari va g'azna majburiyatlari o'rtasidagi risk uchun mukofotining sezilarli darajada oshishi emitentlar va investorlarning moliyaviy tizimiga jiddiy yukni ko'rsatadi. Jadvalning chap tomonidagi birinchi sakrash 2001-yil 11-sentyabrda sodir bo'ldi, terroristik hujum natijasida AQSH moliya bozorlari bir necha kunga yopildi. 2007-yil avgust va 2008-yil kuzida sodir bo'lgan eng katta portlashlar 2008-yil sentyabr-oktyabr oylarida Lehman Brothers uzoq yillik investitsiya banki bankrot bo'lganida va AQSH moliya tizimi bankrotlik yoqasida turganida past darajadagi kredit inqirozi va moliya bozorlaridagi notinchlik bilan bog'liq edi. Grafikdan ko'rinib turibdiki, spreadlar 2009-yil oxiriga kelib normalroq va kamroq o'zgaruvchan bo'ldi. 2015-yil oxiriga kelib, Federal zaxira foiz stavkalarini oshirishni boshlaganda, spread yoki tijorat vekseli va T-bill stavkalari o'rtasidagi farq 0,13 foiz atrofida edi.

Risk uchun mukofotining keskin o'sishi investorlarning riskli investitsiyalari (tijorat vekseli)dan qochish va mablag'larni eng xavfsiz aktiv (T-bills)larga joy-

lashtirish davrlarini ko'rsatadi. Ular likvidlik "qurigan" va qisqa muddatli moliyalashtirishni istagan firmalar (keyingi bobimizning mavzusi) tayyor investorlar va qarz beruvchilarni topish uchun yuqori risk uchun mukofotlarni taklif qilishga majbur bo'lgan paytlarni anglatadi.

Ushbu epizodlar nima uchun ortiqcha naqd pul mablag'larini investitsiya qilish uchun joylarni izlashda likvidlik, bozor va yuqori sifat eng asosiysi ekanligini ko'rsatadi. Risk va kutilayotgan daromad aksiya va obligatsiyalar bozorlarida (10-bob) va likvid qimmatli qog'ozlar bozorida birgalikda boradi.

15.6. NAQD PULNI OLISH VA SAQLASH

Ortiqcha naqd pulni oqilona investitsiyalashdan tashqari, pul oqimlarini boshqarishning yana bir jihati mavjud: mijozlardan naqd pulni iloji boricha tezroq olish (debitorlik qarzlarini to'lash muddatini qisqartirish) va naqd pulni iloji boricha uzoqroq saqlash (kreditorlik qarzlarini to'lash muddatini ko'paytirish) orqali pul mablag'larini aylanish siklini boshqarish. Axloqiy nuqtayi nazardan, hisob-kitoblarni o'z vaqtida to'lamaganligi sababli kreditorlik qarzlarini to'lash muddatini ko'paytirish bilan bog'liq xavotirlar mavjud; bu biznes uchun ham zararli. Ammo firmalar mablag' yig'ishni tezlashtirish va to'lovlarni sekinlashtirish uchun bir nechta vositalardan foydalanadilar. Ularning aksariyati float tushunchasini qo'llaydi. Float – to'lovchi tomonidan to'lov oluvchiga mablag'lar yuborilganda sodir bo'ladigan kechikish. Yig'ish float – to'lovchi to'lovni yuborgan va mablag'lar to'lov oluvchining bank hisobraqamiga tushishi orasidagi vaqt. To'lov float – to'lovchi to'lovni yuborishi va mablag'lar to'lovchining bank hisobvarag'idan yechilishi o'rtasidagi vaqt. Jismoniy shaxslar chek daftarchasi balansini bankning joriy hisobvarag'idagi balans ma'lumotlari bilan taqqoslash orqali float tushunchasini baholashlari mumkin. Ushbu ikki summa o'rtasidagi farq floatdan kelib chiqadi.

Yig'ish floatini kamaytirish yoki to'lov floatini ko'paytirish bo'yicha chora-tadbirlar ko'rish orqali firma g'aznachisi naqd pul konvertatsiya davrini kamaytirishi mumkin. Naqd pul konvertatsiya aylanmasini kamaytirish firmaga ikki yo'l bilan foyda keltiradi. Birinchidan, bob avvalida ko'rganimizdek, tashqi moliyalashtirishga bo'lgan ehtiyojni kamaytiradi. Hamma ko'rsatkichlari teng, naqd pul mablag'lari aylanmasi 30 kunlik bo'lgan firma 32 kunlik davrga ega bo'lgan boshqasiga qaraganda kamroq tashqi moliyalashtirishdan foydalanadi. Ikkinchi foyda – rentabellikning oshishi. Qo'shimcha naqd pul mablag'larini qimmatli qog'ozlarga investitsiya qilish, foizli kreditlarni kamaytirish uchun foydalanish, firmaga samarali investitsiya kiritish yoki aksiyadorlarga taqsimlash mumkin.

Float, tushumlar yoki to'lovlar haqida bo'ladimi, uchta komponentdan iborat.

Birinchidan, yetkazib berish yoki topshirish paytida float. Bu to'lov vositasini to'lovchidan (mijozdan) to'lov oluvchiga (tovar yoki xizmat ko'rsatuvchi provayderga) o'tkazishda kechikish. Pochta orqali yuborilgan to'lov belgilangan manzilga yetib borguncha bir necha kun davom etishi mumkin; federal Express yoki DHL kabi kuryerlar orqali to'lovlar bir kechada yuborilishi mumkin va elektron uzatish to'lovlar yetkazib berishda deyarli kechiktirmasdan amalga oshiriladi.

Ikkinchi komponent – bu qayta ishlashdagi float, bu qabul qiluvchi firma tomonidan mijozlarning kiruvchi to'lovlarini qayta ishlashdagi kechikishlar. To'lov qabul qiluvchiga yetib borgach, "ichki" kechikishlar paydo bo'lishi mumkin, chunki qarzdorlar (yoki bank sherigi) bilan hisob-kitob qiladigan kompaniya xodimlari konvertni ochishlari va uning tarkibini qayta ishlashlari, depozitga qo'yishlari va kompaniyaning moliyaviy ma'lumotlarini qayta ishlash tizimiga kiritishlari kerak. Elektron to'lovlar konvertda kelmaydi, lekin ular to'g'ri yo'naltirilishi va schyot-fakturalar va to'lovlar o'rtasidagi farqlarni bartaraf etishi kerak.

Uchinchi komponent – kliring float. Bu bank tizimidagi naqd pulsiz hisob-kitob jarayonlari tufayli to'lovchi va oluvchi o'rtasida pul o'tkazmasining kechikishi. Ehtimol siz, buni bank deklaratsiyalarida yoki bankingizning cheklarga kirish siyosatida ko'rgan; hisobingizga kiritilgan chek mablag'lari siz uchun bir-uch kun davomida mavjud bo'lmasligi mumkin. Bu vaqt chekni to'lovchining bankiga qaytarish va to'lovchining banki mablag'larni sizning bankingizga o'tkazish uchun juda muhimdir.

Yig'ish floatini kamaytirish yo'llarini topish kompaniya g'aznachisi oldida turgan amaliy vazifalardan biridir. Mijozlardan naqd pul olishni tezlashtirish uchun firmalar "lockbox" tizimidan foydalanishlari mumkin. Agar siz telefon hisobingizni, kommunal xizmatlaringizni yoki hisob-fakturangizni pochta qutisi raqami ko'rsatilgan manzilga kredit kartangiz bilan to'layotgan bo'lsangiz, to'lovingizni qabul qiluvchi firma, ehtimol, "lockbox" tizimidan foydalanadi. Ko'pgina lokboks banklar tomonidan boshqariladi. Kuniga bir necha marta bank xodimlari pochta qutisini bo'shatadilar va darhol mijozlardan to'lovlarni qayta ishlash va qabul qilishni boshlaydilar. Qutilarning geografik joylashuvi to'g'risida qaror qabul qilishdan oldin, kompaniya pochta jo'natmalarini yetkazib berish vaqtini, qabul qilingan pochta jo'natmalarining o'rtacha sonini va mijozlar tushumlari hajmini hisobga olishi kerak.

Cheklarni oldindan avtorizatsiya qilish hujjatlarni yetkazib berish va qayta ishlash kechikishlarini kamaytirishga imkon beradi. Agar oylik xarajatlar sizning hisob qaydnomangizdan avtomatik ravishda hisobdan chiqarilsa, bu chekni oldindan avtorizatsiya qilishning namunasidir; cheklar firmalarga mijozlarning bank hisobvaraqlaridan to'lovlarni muntazam ravishda hisobdan chiqarishga imkon beradi. Ular sizga kommunal xizmatlar, kabel televideniyesi va sug'urta to'lovlarini to'lashga imkon beradi. Kompaniya mijozlarni hisobdan chiqarish uchun dastlab-

ki tekshiruvlarni boshlaydi. Jarayonning katta qismi avtomatlashtirilgan bo'lib, yetkazib berish va qayta ishlash kechikishlarini kamaytiradi.

Texnologiyadan foydalanish qayta ishlash kechikishlarini, shuningdek, ba'zi yetkazib berish kechikishlarini kamaytirishga imkon beradi. Katta kiruvchi to'lovlar (masalan, 1 million dollardan ortiq) lockbox banki tomonidan avtomatik ravishda ro'yxatdan o'tkazilishi va firma g'aznachisiga bildirishnomalar yuborilishi mumkin. Elektron chek rasmlari va elektron to'lovlar (qog'oz cheklardan foydalanish o'rniga) pochta jo'natish va hujjatlarni qayta ishlash kechikishlarini kamaytiradi. Shaklni aniqlash texnologiyasi kiruvchi to'lovlar va ma'lumotlarni elektron shaklda o'qish va ularni sotuvchiga qulay shaklda saqlash imkonini beradi. To'lovlarni amalga oshirish uchun Internet va boshqa elektron vositalardan foydalanish yetkazib berish kechikishlarini yo'q qiladi va ishlov berishni tezlashtiradi. Lokbokslar va oldindan tasdiqlangan cheklar qayta ishlash kechikishlarini kamaytiradi, chunki banklar qayta ishlash bilan shug'ullanadi, bu esa kiruvchi kvitansiyalarni tezroq amalga oshiradi.

Fed va bank tizimi kliring oqimini kamaytiradi. 2004-yil oxirida kuchga kirgan 21-sonli cheklar to'g'risidagi qonunga binoan, qabul qiluvchi banklar to'lov uchun qog'oz cheklarni jismoniy yetkazib berish o'rniga, to'lov banklariga elektron yoki raqamli chek rasmlarini taqdim etishlari mumkin. Ushbu texnologiya joriy etilishi bilan hisob-kitoblarning kechikishi kamayadi, chunki bu qonun yiliga milliardlab qog'oz cheklarni jismoniy tashish, ro'yxatdan o'tkazish va tekshirish zaruratini yo'q qiladi.

To'lovlarni sekinlashtirish uchun kamroq imkoniyatlar mavjud. To'lovlarni kechiktirgan mijoz eng yaxshi holatda yomon mijoz, eng yomoni esa axloqsiz deb hisoblanishi mumkin. Kreditlar qattiqlashganda, asta-sekin to'laydigan mijozlar birinchi navbatda ishdan bo'shatiladi. Aksariyat mablag'larni to'lash tizimlari individual banklarni o'z ichiga oladi, bunda to'lanadigan mablag'lar maksimal foyda olish uchun depozitga qo'yiladi.

Ko'pgina firmalar nol balansli hisobvaraqlardan foydalanadilar, ular o'sha kuni to'lash uchun taqdim etilgan cheklarni to'lash uchun zarur bo'lgan miqdordagi mablag'ni o'tkazadilar.

Ko'pgina biznes-biznes (B2B) va odamlardan biznesga (P2B) operatsiyalarda float yo'q bo'lib ketishiga faqat vaqt bo'lishi mumkin. Aloqa tizimlarining o'sishi natijasida firmalar tovarlar va xizmatlar uchun hisob-fakturalar va elektron to'lovni yuborish vositasi sifatida elektron ma'lumotlar almashinuvidan foydalanmoqda. Internet-savdo almashinuvi va veb-asoslangan mablag'larni o'tkazish floatni yo'q qilishning keyingi qadamlari hisoblanadi.

Yana bir mashhur usul-masofadan boshqarish. Masofadan boshqarish chekni qabul qiluvchi kompaniyaga tegishli bank ma'lumotlari, hisob ma'lumotlari va boshqa to'lov ma'lumotlarini yozib oladigan qurilma yordamida skanerlash imkonini beradi. Skanerdan so'ng ma'lumotlar raqamli ravishda firma bankiga

yuborilishi mumkin. Bunday elektron ma'lumotlarni qayta ishlash hujjatlarni rasmiylashtirish va depozit kvitansiyasini kun uchun barcha cheklar ro'yxati bilan to'ldirish zaruratini yo'q qiladi. Bu ma'lumotlarni kiritishda xatolar ehtimolini kamaytiradi va elektron tasvirlar qabul qiluvchidan, qabul qiluvchining bankidan, to'lovchining bankidan va to'lovchining bank hisobvarag'idan uzatilganligi sababli o'tkazib yuborishlarni kamaytiradi.

15.12-jadval

Yig'ish va to'lov floati komponentlarini kamaytirish usullari

Float komponentlari	Float turlari	
	Yig'ish	To'lov
Yetkazib berish	Lokbokslar Oldindan tasdiqlangan cheklar Elektron to'lovlar	Yetkazib berish floatini, kliring floatini maksimal darajada oshirish va korporativ naqd puldan maksimal darajada oqilona foyda olish uchun qabul qiluvchi banklarni tanlash (masalan, nol balansli hisobvaraqlardan foydalanganda)
Qayta ishlash	Lokbokslar Oldindan tasdiqlangan cheklar Elektron to'lovlar Texnologiyadan foydalanish Raqqamli tasvirlash	
Kliring	Qog'oz cheklardan emas, balki elektron tasvirlardan foydalanishga imkon beradigan bank tizimini takomillashtirish	

Ba'zi do'konlarda skanerlar kassa apparatlari tomonidan joylashgan; chek skaner orqali o'tkazilgandan so'ng mijozga qaytariladi va shu bilan mijozlarga cheklarning sarflanishi va ishlatilishini kuzatib borishga yordam beradi.

To'lovning yana bir mexanizmi – bu debet kartalaridan foydalanish; debet kartasidan foydalanish mijozning hisobvarag'idan mablag' chiqarish va uni firmaning naqd pul qoldiqlariga qo'shish jarayonini tezlashtiradi.

Boshqa to'lov mexanizmi – debet kartalaridan foydalanish; debet kartasidan foydalanish mijozning hisobvarag'idan mablag'larni undirish va firmaning kassa balanslariga qo'shish jarayonini tezlashtiradi.

Bugungi kunda ko'p odamlar "onlayn to'lovlarni to'lash"dan qog'oz chek yozmasdan to'lovlarni to'lash va hisoblarini boshqarish usuli sifatida foydalanmoqdalar. Biznes uchun qog'oz chek bilan emas, balki elektron shaklda biznes yuritish ham arzonroq va kamroq vaqt talab etadi. Shuning uchun ko'plab kompaniyalar to'g'ridan to'g'ri depozit orqali ish haqi kabi muntazam to'lovlarni

elektron shaklda to'laydilar. Bir tadqiqot shuni ko'rsatdiki, oyiga ikki marta 100 nafar xodimga maosh to'laydigan kichik biznes qog'oz cheklardan ko'ra to'g'ridan to'g'ri depozit yordamida yiliga qariyb 5800 dollar tejashi mumkin. Katta korxonalar uchun tejash yiliga 1 million dollardan oshadi. AQSH hukumati endi qog'oz va pochta xarajatlarini istisno qiladigan ijtimoiy sug'urta cheklarini olish uchun to'g'ridan to'g'ri depozitdan foydalanmoqda.

Xarajatlarni kamaytirishdan tashqari, elektron to'lov mexanizmidan foydalanish firibgarlik va shaxsiy ma'lumotlarni o'g'irlash ehtimolini kamaytiradi. Uch-o'n kishi oylik bank ko'chirasi sifatida qaytarilishidan oldin qog'oz chekni qayta ishlaydi. Qog'oz cheklarida asl oluvchining ma'lumotlarini "o'chirib tashlashi" va to'lov uchun boshqa nomni kiritishi mumkin. Ish stoli skaneridan foydalanib, foydalanuvchi chekni skanerlashi, o'zgartirishlar kiritishi va boshqa shaxsga yoki boshqa miqdorga to'lash uchun chekning yangi versiyasini chop etishi mumkin. Qog'oz cheklaridan farqli o'laroq, elektron to'lovlar banklarda va banklar o'rtasida ma'lumotlarni uzatishda mavjud bo'lgan qattiq kompyuter va tarmoq xavfsizligi sharoitida amalga oshiriladi va qayta ishlanadi. Agar siz Apple Pay va Google Pay kabi tizimlardan foydalangan bo'lsangiz, shaxsiy to'lov tizimlarining afzalliklari va ularning xavfsizligiga ishonch hosil qilgan bo'lishingiz mumkin. Transaksiyalar xavfsiz bo'lib, debet va kredit karta bilan amalga oshiriladi.

15.12-jadvalda firma o'z pul mablag'larini etik jihatdan iloji boricha uzoqroq ushlab turishi uchun floatni bartaraf etishning turli yo'llari qisqacha bayon etilgan.

15.7. DEBITORLIK QARZLARINI BOSHQARISH

Debitorlik qarzlarni boshqarish kredit tahlilini o'tkazish, kreditlash shartlarini aniqlash va qarzlarni undirish bo'yicha chora-tadbirlarni amalga oshirishni o'z ichiga oladi. Birgalikda qaror qabul qilishning ushbu sohalari debitorlik qarzlari-ga investitsiyalar darajasini belgilaydi. Tovarlarini kreditga sotish, qoida tariqasida, sanoat standartlari va raqobat bosimi bilan belgilanadi. Debitorlik qarzlarni undirish uchun zarur bo'lgan vaqt kreditlash shartlarini tartibga soluvchi sanoat me'yorlariga, shuningdek, firmaning kredit standartlarini belgilash va qarzlarni undirish bo'yicha chora-tadbirlarni amalga oshirish siyosatiga bog'liq.

Kredit tahlili

Kredit tahlillari potensial mijozning kreditga layoqatlilikini yoki sifatini baholashni o'z ichiga oladi. Qarz oluvchiga kredit berish kerakmi yoki yo'qmi, agar shunday bo'lsa, qancha miqdorda berilishi kerakligini aniqlaydi. Qaror kredit tahlillarining "5C" deb nomlanadigan ko'rsatkichlar nomzodning xarakteri (Character), imkoniyatlari (Capacity), kapitali (Capital), garov (Collateral) va shartlari (Conditions) asosida qabul qilinadi.

Bularning ba'zilar 14-bobda ko'rgan koeffitsiyentlar yordamida potensial xaridorning moliyaviy hisobotlarini tahlil qilish bilan bog'liq. Xarakter – bu talabnoma beruvchining axloqiy sifati bo'lib, u to'lovlarni to'lashga tayyorligi to'g'risida hukmni asoslashi mumkin va o'tmishdagi kredit tarixini ko'rib chiqish orqali uzoq vaqtdan beri o'tib ketgan yoki to'lanmagan majburiyatlar bo'yicha eng yaxshi hukm qilinadi. Imkoniyatlar – bu xarajatlarni to'lash qobiliyati va ko'pincha likvidlik koeffitsiyentlarini tekshirishni o'z ichiga oladi. Kapital kreditga layoqatlilikni asosiy qo'llab-quvvatlash sifatida mavjud majburiyatlarga nisbatan egalarining o'z kapitalining yetarililigini ko'rsatadi. Garov ehtimoliy kredit uchun xavfsizlikni ta'minlash uchun aktivlar mavjudmi yoki yo'qmi, aks ettiradi. Shartlar biznes aylanmasining hozirgi iqtisodiy muhiti va holatini anglatadi. Ular murojaat etuvchining kredit majburiyatlarini bajara oladimi yoki yo'qmi, baholashda muhim hisoblanadi.

Firma kredit sifati standartlarini o'rnatgandan so'ng, kredit tahlili talabnoma beruvchiga kredit berilganligini yoki rad etilganligini yoki talabnoma beruvchining marginal toifaga kirishini aniqlash uchun ishlatiladi. Kreditni marginal talabnoma beruvchilarga berish kerakmi, mavjud iqtisodiy sharoitlar va sotuvchi firmaning ortiqcha ishlab chiqarish quvvatiga ega bo'lgan omillarga bog'liq. Iqtisodiy tanazzul va ortiqcha quvvat davrida firma sekin to'lashi mumkin bo'lgan, ammo defolt qila olmaydigan past sifatli abiturientlarga sotishi kerak bo'lishi mumkin.

Bunga mahalliy avtosalongizdan olingan ma'lumotlar misol bo'la oladi. Savdo sekinlashganda xaridorlarni jalb qilish uchun avtomobil ishlab chiqaruvchilari bozordan past bo'lgan moliyalashtirish stavkalarini, jozibador to'lovlarni va/yoki dastlabki to'lov talablarini (yoki ularning yetishmasligini) taklif qilishlari mumkin. Kredit shartlaridan foydalangan holda agressiv marketing natijasida sotuvlar keskin o'sishi mumkin, ammo afsuski, Mitsubishi amaliyoti 2003–2004-yillarda ko'rsatganidek, ba'zi xaridorlar kreditlarni to'lay olmadilar, bu esa firmaning katta yo'qotishlariga olib keldi. Mitsubishi kredit standartlarini kuchaytirganda, sotuvlar keskin pasayib ketdi. Kompaniyaning muvaffaqiyati nafaqat jozibador kredit shartlariga, balki mahsulot mijozlar uchun qanchalik foydali bo'lishiga ham bog'liq.

Kredit hisobotlarini taqdim etuvchi agentliklar

Firmaga kredit berish yoki bermaslik to'g'risida qaror qabul qilishga yordam beradigan bir nechta manbalari mavjud. Kredit byurolari tijorat firmalari va jismoniy shaxslar to'g'risida kredit ma'lumotlarini olish uchun mavjud. Ular o'zlari xizmat qiladigan korxonalar tomonidan tashkil etilgan va qo'llab-quvvatlanadigan notijorat tashkilotlardir. Mahalliy savdo yoki tijorat kredit byurosi mintaqadagi firmalar to'g'risidagi kredit ma'lumotlariga markazlashtirilgan kirishni ta'minlaydi. Byuro a'zolari byuroga o'z mijozlarining ro'yxatlarini taqdim etadilar.

Byuro ushbu mijozlarning kredit mavqeini boshqa murojaat qilgan holda belgilaydi. Byuro ushbu mijozlarning kreditga layoqatini ularga kredit bergan boshqa byuro aʼzolari bilan bogʻlanish orqali aniqlaydi. Shunday qilib, ishtirokchi firma koʻplab individual firmalar bilan ishlashdan koʻra, potensial mijozlar haqida maʼlumot olish uchun kredit byurosiga murojaat qilishi kifoya.

Byurolar oʻrtasida tijorat kredit maʼlumotlari almashinuvi Milliy kredit almashish tizimi orqali amalga oshiriladi. Kredit byurolarining hisobotlari tahlillarga emas, balki faktlarga asoslangan va faktlarni talqin qilish har bir kredit tahlilchisiga bogʻliq. Mahalliy chakana kredit byurolari jamiyatdagi jismoniy shaxslar toʻgʻrisidagi kredit maʼlumotlarini toʻplash va tarqatish uchun tashkil etilgan. Ushbu tashkilotlar odatda aʼzolarga tegishli boʻlib, ular tomonidan notijorat asosida boshqariladi. Amerikaning Associated Credit Bureaus nomi bilan mashhur boʻlgan Markaziy tashkilot Qoʻshma Shtatlardagi mahalliy chakana kredit byurolariga kredit maʼlumotlarini byurodan byuroga oʻtkazishga ruxsat beradi.

Chet ellik mijozlarga sotish bilan shugʻullanadigan AQSH kompaniyalari kredit layoqatligi tekshiruvi kabi ichki sotuvlar bilan bogʻliq barcha muammolarga duch kelmoqdalar. Ular orasida – ortib borayotgan masofalar, til farqlari, qiyin yetkazib berish shartlari va davlat nazorati, huquqiy tizimlardagi farqlar va siyosiy beqarorlik. Eksportchilarga ushbu muammolarni hal qilishda yordam berish uchun Milliy kredit menejmenti assotsiatsiyasi Chet el kreditlarini almashtirish byurosini (FCIB) tashkil etdi. Mahalliy kredit byurolari kredit berish va qarzlarni undirish tajribasini birlashtirib, biznesning kredit xavfi toʻgʻrisidagi maʼlumotlarini kengaytirmoqda; FCIB aʼzolari bir necha oʻnyillik kredit tajribasini qamrab olgan maʼlumotlarga ega markazlashtirilgan maʼlumotlar bazasini yaratdilar. FCIB Nyu Yorkda joylashgan boʻlib, chet elda biznes yuritadigan koʻplab eksport va moliya tashkilotlariga xizmat qiladi.

Ayrim xorijiy firmalar kredit-hisobot agentliklari sifatida faoliyat yuritadi. Eng taniqli firma Dun & Bred-street (D&B) boʻlib, u bir asrdan koʻp vaqt davomida ishlaydi va har xil korxonalarga kredit maʼlumotlarini taqdim etadi. Maʼlumot kompaniyaga koʻplab kanallar orqali keltiriladi. Kompaniyada toʻgʻridan toʻgʻri tekshiruv uchun toʻliq vaqtli va yarim kunlik xodimlar ishlaydi, axborot fayllarini toʻldirish uchun pochta orqali biznes tashkilotlari bilan toʻgʻridan toʻgʻri muloqot qiladi va baholanayotgan kompaniyalarning moliyaviy hisobotlarini oladi. Davlat organlari va moliyaviy va savdo qogʻozlariga topshirilgan barcha maʼlumotlar toʻplanib, kredit tahlilini ishlab chiqish uchun tahlil qilinadi. D&B ga obuna boʻlgan ishlab chiqaruvchilar, ulgurji sotuvchilar, banklar va sugʻurta kompaniyalariga koʻrsatiladigan asosiy xizmat ikki usulda amalga oshiriladi: individual biznes boʻyicha yozma hisobotlar orqali va maʼlumotnoma kitobi orqali.

A D&B hisoboti, odatda beshta boʻlimga boʻlinadi: reyting va xulosa, savdo toʻlovlari, moliyaviy maʼlumotlar, operatsiyalar va joylashuv va tarix. Bundan tashqari, ular yiliga olti marta minglab ishlab chiqaruvchilar, ulgurji sotuvchilar,

chakana sotuvchilar va boshqa korxonalar reytinglarining qisqacha ma'lumotnomasini nashr etadilar.

Ko'pgina mijozlar kredit olishni xohlaganlarida, beshta "C" toifalariga yo'naltirilgan kreditga layoqatlilikni sinchkovlik bilan tahlil qilish maqsadga muvofiq emas. Kredit kartalarini taklif qiluvchi kompaniyalar kredit skoring deb nomlangan murakkab statistik vositadan foydalanadilar. Kredit skoringi minglab mijozlar va kompyuter yordamida ma'lumot to'playdi, ma'lumotlarni qayta ishlab kim yaxshi kredit xavfiga ega ekanligini (o'z hisobini o'z vaqtida to'lashi mumkin bo'lgan) va kim yomon kredit xavfiga ega ekanligini aniqlashga imkon beradigan formulani ishlab chiqadi. Buning uchun kredit skoringi modellari miqdoriy ko'rsatkichlardan foydalanadi: shaxsning daromadi, o'tgan ipoteka to'lovlari yoki kredit karta tarixi, oilaviy ahvol, uy egasi/ijarachi maqomi va joriy qarzlar.

Biroq, bunday modellarda xatolar bo'lishi mumkin. Bir kishi kredit karta olish uchun ariza bergan, ammo sof kredit tarixiga ega bo'lishiga qaramay, rad etilgan. 41 yoshida u yaxshi ta'minlangan ishdan 123 100 dollar ishlab topdi. Bu odam o'sha paytda Federal rezerv tizimi boshqaruvchilar kengashida bo'lgan Lourens B. Linds edi. Federal rezerv tizimining sobiq raisi Ben Bernanke o'tgan 2014-yilda ipoteka kreditini berish rad etilgan edi, chunki kompyuter modeli Benning bayonotida yaqinda o'z ishini o'zgartirganini aytdi – bu haqiqat, chunki uning Fed raisi sifatida vakolat muddati tugagan va endi u daromadli ish boshlaydi, kitob yozadi va intervyu beradi, har bir chiqish uchun 100 000 dollar yoki undan ko'proq pul topadi. Foiz stavkalari va bank siyosatini belgilashda yordam bergan shaxs rad etildi, chunki kompyuter modellari, uning kredit hisoboti nima uchun aynan bunday ko'rinishini tushuntirib berish yoki uning daromad potentsiali federal xaziradagi avvalgi lavozimidan ancha katta ekanligi kabi sifatli ma'lumotlarni qayta ishlay olmadi. Ajablanarlisi shundaki, janob Linds o'zining oldingi nutqida kreditni baholash bo'yicha quyidagilarni bashorat qilgan edi: "biz mashinaning adolatiga erishamiz, lekin qaror qabul qilish jarayoniga faqat odamlar olib kelishi mumkin bo'lgan aql-idrok, iste'dod va adolat tuyg'usini yo'qotamiz".

Kredit shartlari va yig'ish harakatlari

Firma mijozlariga xaridlar bo'yicha berilgan kredit savdo krediti deb ataladi va 16-bobda yanada to'liq muhokama qilinadi. Ushbu kredit mijozning balansida to'lanadigan kreditorlik qarzlar va sotuvchiga debitorlik qarzlar sifatida ko'rinadi. Sotuvchi kredit shartlarini belgilaydi. Masalan, firma to'liq 60 deb ifodalangan 60 kun ichida to'liq to'lovni talab qilishi mumkin. Agar barcha mijozlar 60 kun ichida zudlik bilan to'lashsa, bu 365/60, ya'ni yiliga qariyb olti marta debitorlik qarzlari aylanmaga olib keladi. Shunday qilib, yillik 720,000 dollarlik sof savdo taxminan 120,000 dollar miqdorida o'rtacha debitorlik qarzlariga investitsiyalarni talab qiladi. Kredit shartlarining o'zgarishi yoki yig'ish harakatlari orqali shartlarning amal qilishi debitorlik qarzlariga o'rtacha inves-

titsiyalarni o'zgartiradi. To'liq 50 kunlik muddatlarning joriy etilishi debitorlik qarzlarini aylanmasining 7,3 (365 / 50) barobarga oshishiga va debitorlik qarzlariga o'rtacha investitsiyalar qariyb 100 ming dollarga (720 ming / 7,3 dollar) kamayishiga olib keladi. Agar, masalan, aktivlarni moliyalashtirish uchun 15 foiz sarflansa, u holda 20 ming dollarlik debitorlik qarzlarining kamayishi natijasida 3 ming dollar (20 ming $\times$ 15 foiz) miqdorida mablag' yig'iladi.

Kreditlash muddatini qisqartirish va debitorlik qarzlarini bilan bog'liq bo'lgan qisqa muddatli operatsion siklning bir qismi savdoning pasayishiga olib kelmaydi deb o'ylaymiz. Moliyaviy menejer savdo-sotiqning pasayishiga va yo'qotilgan daromadga olib keladigan kredit shartlarini belgilamasligi kerak, bu esa har qanday moliyaviy xarajatlarni tejashni qoplashdan ko'proq.

Global biznesda xorijiy hisoblarni boshqarish bilan bog'liq muammolardan biri bu valyuta kurslarining o'zgarishi kompaniya tomonidan olingan mablag'larga ta'siridir. Masalan, firma Amerika Qo'shma Shtatlaridagi xaridorlarga 50 dollarga va Fransiya'dagi xaridorlarga 57 yevroga mahsulot sotadi deylik. Taxminan 1 dollar = 1,14 yevroga teng bo'lgan valyuta kursidan keyingi 60 kun ichida, to'lov muddati kelganda, agar dollar kursi, masalan, \$ 1 = 1,20 yevrogacha mustahkamlanadi, firma atigi 57 yevro oladi / 1,20 dollar yoki 47,5 dollar, bu uning rentabelligini pasaytiradi.

Firma bu muammoni ikkita usuldan biri bilan hal qilishi mumkin. Birinchidan, firma mijozlarga firmaning milliy valyutasida hisob-kitob qilishi mumkin. Ya'ni, Amerika firmasi Fransiya'dagi mijozdan yevro o'rniga AQSH dollarida to'lovni talab qilishi mumkin. Bu valyuta kurslarini o'zgartirish xavfini to'lovchiga o'tkazadi. Ikkinchidan, agar AQSH firmasi mijozlarga AQSH dollarida emas, balki o'z valyutalarida to'lashga ruxsat bersa, u valyuta fyucherslari yoki opsiyon shartnomalari yordamida valyuta kurslarining o'zgarishi xavfini himoya qilishi yoki kamaytirishi mumkin. Fyuchers va opsiyon shartnomalari bo'yicha umumiy ma'lumotlar 11-bobga qo'shimcha ravishda keltirilgan.

Debitorlik qarzlarini yig'ish choralari, shuningdek, muddati o'tgan debitorlik qarzlarini boshqarishni o'z ichiga oladi. Usullarga elektron pochta xabarlarini yuborish, telefon qo'ng'iroqlari va hatto muddati o'tgan debitorlik qarzlarini bo'lgan yirik mijozlarga shaxsiy tashriflar kiradi. Kredit karta kompaniyalaridan biri to'lov jadvalini kelishish uchun firma bilan bog'lanishga undash uchun to'lov muddatlarini buzgan mijozlariga Hallmark tabriknomalarini yubordi. Agar mijoz hali ham to'lovlarni to'lamasa, uning qarzlarini tijorat yig'ish firmasiga o'tkazilishi mumkin. Agar bu bajarilmasa, oxirgi chora sudga murojaat qilishdir. Elektron pochta orqali to'lov so'rovlarini to'lovni kechiktiradigan mijozlar bilan tez va arzon aloqa vositasi sifatida tobora ommalashib bormoqda.

Zaif qarzlarini undirish siyosati debitorlik qarzlarini yig'ishning o'rtacha muddati shartlarda ko'rsatilgan kreditlash muddatidan ko'proq bo'lishiga olib kelinishi mumkin. Ko'rinib turganidek, o'rtacha yig'ish muddati debitorlik qarzining

kunlik o'rtacha savdo hajmiga nisbati. Masalan, firma 60 kunlik kredit savdosini amalga oshirishi va 720 ming dollarlik sof savdo va 150 ming dollarlik debitorlik qarzlari qoldig'iga ega bo'lishi mumkin. Ushbu firma uchun o'rtacha kredit muddati quyidagicha:

$$\frac{\text{Debitorlik qarzlari}}{\text{sof sotish hajmi}/365} = \frac{\$150,000}{\$720,000/365} = 76 \text{ kun}$$

Bu shuni ko'rsatadiki, debitorlik qarzlari 60 kunlik kredit muddati o'rniga o'rtacha 76 kun davomida to'lanmagan. Kredit standartlarini oshirish yoki qarzlarni undirish samaradorligini oshirish o'rtacha yig'ish muddatini 60 kungacha, debitorlik qarzlari qoldig'ini esa 120,000 dollargacha qisqartirishi mumkin. Firmaning kredit standartlari yoki mijozlarning kredit sifatining pasayishi to'lovlarni qabul qilishning o'rtacha muddatini uzaytiradi, chunki past sifatli mijozlar sekinroq to'laydilar.

15.13-jadval

Kredit siyosatining o'zgarishi tahlili

Marginal yoki qo'shimcha imtiyozlar:

Sotuvlarning ko'payishi (hisob-kitob): 100,000 dollar.

Sotuvlar o'zgarishidan qo'shimcha umidsiz qarz xarajatlari: 5 foiz

$0,05 \times \$100\,000 = \5000 zarar

Sotuvlarning aniq hisoblangan o'sishi: \$ 95,000

Kutilayotgan foyda marjasi: 10 foiz

Foydaning sof o'sishi = $0,10 \times 95\,000 = 9500$ \$

Marjinal yoki qo'shimcha xarajatlar:

Aktivlarning o'sishi

Debitorlik qarzlarning o'rtacha o'sishi: \$14,000

Zaxiralarning o'rtacha o'sishi: \$18,000

Jami: joriy aktivlarning 32 ming dollarlik o'sishi moliyalashtirish uchun

Moliyalashtirish narxi: 15 foiz

Moliyalashtirish xarajatlarining sof o'sishi = $0,15 \times \$32,000 = \$4,800$

Shunday qilib, moliyaviy menejer ko'proq buyurtmachilardan sotuvlarning ko'payishi afzalliklarini yuqori debitorlik qarzlarga investitsiyalarni moliyalashtirish va yig'ish xarajatlarini ko'paytirish xarajatlariga nisbatan taroziga solishi kerak.

Masalan, firma sotishni ko'paytirish uchun kredit standartlarini pasaytirishni ko'rib chiqmoqda deylik. **15.13-jadvalda** kredit miqdorini o'zgartirish moliyaviy ma'noga ega yoki yo'qligini aniqlash uchun tahlil umumlashtirilgan. Taxmini savdo hajmi 100 000 dollarga oshadi. Kredit xavfi pastligi sababli yomon qarzlار bo'yicha qo'shimcha xarajatlar 5% ni tashkil qilishi kutilmoqda, bu esa sof daromadning 95 000 dollarga oshishiga olib keladi. Foyda marjasi 10 foizni tashkil etgan holda, standartlarni pasaytirishning qo'shimcha foydasi 9500 dollarni tashkil etadi.

Kredit standartlarini pasaytirish bilan bog'liq xarajatlar yuqori debitorlik qarzlari va zaxira qoldiqlarini moliyalashtirish xarajatlaridan iborat bo'ladi. Agar sotuvlar 100 000 dollarga ko'tarilsa, firma debitorlik qarzlarning o'rtacha qoldig'i 14 000 dollarga, zaxiraning o'rtacha qoldig'i esa 18 000 dollarga ko'payishini kutmoqda, bu esa joriy aktivlarning 32 000 dollarga oshishiga olib keladi. Agar ushbu aktivlarni moliyalashtirish qiymati 15 foizni tashkil etsa, unda yumshoqroq kredit siyosatining qiymati 32000×0.15 yoki 4800 dollarni tashkil etadi. 9500 dollarlik quyi tashkilot ochish 4800 dollarlik qo'shimcha xarajatlardan kattaroqdir, shuning uchun firma o'z rejasini davom ettirishi kerak. Ushbu tahlil yumshoqroq kredit siyosati bilan bog'liq qo'shimcha risklarni moliyalashtirishning 15 foiz qiymatida aks ettirishni talab qiladi. Bu firmaning boshqa aktivlarini moliyalashtirish qiymatidan farq qilishi mumkin. 12-bobdan kutilayotgan daromad va risk bog'liqligini eslang; agar qo'shilgan hisoblar umuman firma aktivlariga qaraganda xavfli bo'lsa, to'lovlarni to'lamaslik xavfi yuqori bo'lganligi sababli, xavfli aktivlarga xizmat ko'rsatish qiymatini o'zgartirish kerak bo'lishi mumkin.

15.8. TOVAR-MODDIY ZAXIRALARNI BOSHQARISH

Tovar-moddiy zaxiralarni boshqarish, birinchi navbatda, ishlab chiqarishni boshqarish funksiyasidir. Ishlab chiqarish jarayonining davomiyligi va ishlab chiqarish menejerining kechikishlarga dosh berishga tayyorligi xomashyo va tugallanmagan ishlab chiqarishga investitsiyalar hajmiga ta'sir qiladi. Omborda mavjud bo'lgan tayyor mahsulotlar miqdori firmaning tovarlarning yetishmasligi va sotishning yo'qolishiga tayyorligiga qarab farq qilishi mumkin.

Moliyalashtirish, saqlash va sug'urta kabi xomashyoni sotib olish xarajatlari materiallarni buyurtma qilish xarajatlari bilan taqqoslanishi kerak. Ishlab chiqar-

rish menejerlari buyurtma uchun optimal birliklar sonini aniqlash orqali ushbu xarajatlarni muvozanatlashga harakat qilishadi, bu esa umuman xomashyo zaxiralarining narxini minimallashtiradi.

Keling, firmaning sotilgan mahsulot tannarxi \$600,000 ni tashkil etadi va zaxiradagi zaxiralar \$100,000 ni tashkil qiladi deb taxmin qilaylik. Eslatib o'tamiz, zaxiralar aylanmasi quyidagicha hisoblanadi:

$$\frac{\text{Sotilgan tovarlar tannarxi}}{\text{zaxiralar}} = \frac{\$ 600\,000}{\$ 100\,000} = 6 \text{ marta}$$

Agar firma o'z zaxiralari aylanmasini, masalan, sakkiz martagacha oshirishi mumkin bo'lsa, unda zaxiralarga investitsiyalar 75,000 dollarga (\$600,000 / 8) qisqartirilishi mumkin va ba'zi moliyaviy xarajatlar tejraladi. Ammo, agar tovar-moddiy zaxiralar bo'yicha qat'iy siyosat joriy etilsa, ularning yetishmasligi sababli sotishning pasayishi foyda yo'qotishiga olib kelishi mumkin, bu esa moliyaviy tejashni qoplashdan ko'proq. Shunday qilib, moliyaviy menejer zaxiralarga investitsiyalarni boshqarishda mumkin bo'lgan tejashni potensial qo'shimcha xarajatlar bilan taqqoslashi kerak.

O'z vaqtida (Just In Time) zaxiralarni boshqarish tizimi ular bilan birga bo'lishi kerak bo'lgan zaxira hajmini kamaytirishga qaratilgan. Ushbu tizim ishlab chiqaruvchi va uning yetkazib beruvchilari o'rtasida ishlab chiqarish jarayoni uchun zarur bo'lgan materiallarni o'z vaqtida yetkazib berish va ishlab chiqarishni to'xtatmaslik uchun jiddiy muvofiqlashtirishni talab qiladi. Masalan, ilgari ma'lum ehtiyot qismlarning ikki haftalik zaxirasiga ega bo'lgan avtomobil ishlab chiqaruvchilari endi har kuni buyurtma berishadi va har kuni jo'natish va yetkazib berishni kutishadi. 17-bobda aytib o'tganimizdek, yoqilg'ining yuqori xarajatlari firmalarni kam yonilg'i yuk mashinalarida kunlik yetkazib berishning maqsadga muvofiqligini qayta ko'rib chiqishga majbur qilishi mumkin.

Korporativ ehtirosalar kelishi va ketishi mumkin, ammo ulardan biri shubhasiz qoladi, bu korporatsiyalarning joriy aktivlar hisobvarag'idagi qoldiqlarni kamaytirish orqali sof aylanma kapitalni kamaytirishga urinishlari bo'lib qoladi.

Ba'zi firmalar nol aylanma kapital bilan ishlashni maqsad qilib qo'yishadi. Garchi ular bu maqsadga erisha olmasalar ham, unga intilish samaradorlikni oshirish, ishlab chiqarish jarayonlari va mijozlar bilan munosabatlarni yaxshilash va pul mablag'larini chiqarish uchun imkoniyatlar yaratadi. Firmalar xorijiy korxonalar va bozorlarga sarmoya kiritish, yangi texnologiyalar va qarzlarni to'lash uchun naqd pulga muhtoj bo'lgan bir paytda, aylanma mablag'larni qisqartirish orqali naqd pul topish xazina sandig'ini topishga o'xshaydi.

O'rtacha Fortune 500 firmasi har 1 dollarlik savdo uchun 20 sent aylanma kapitalga ega, bu ro'yxatdagi barcha kompaniyalar uchun 500 milliard dollar-

dan oshadi. Aylanma kapitaldan foydalanish samaradorligining biroz oshishi pul oqimiga sezilarli ta'sir ko'rsatishi mumkin. Alohida firmalarning sa'y-harakatlari natijasida tejash juda ta'sirli: Kempbell's Soupi aylanma kapitalni 80 million dollarga qisqartirdi va amerikalik Standard uni Quaker Oats 200 million dollarga qisqartirdi. General Electric (GE) hisob-kitoblariga ko'ra, zaxiralar aylanmasining yiliga bir martaga ko'payishi 1 milliard dollarlik naqd pulni bo'shatadi. Amazon rentabelligining birinchi yili, 2001 yil, zaxiralar aylanmasining 9 dan 13 gacha o'sishi bilan birga bo'lganligi bejiz emas; aktivlardan foydalanish samaradorligini oshirish kompaniyani tejashga va foyda olishga yordam berdi.

Aylanma kapitalning qisqarishi naqd pul hosil va kompaniya foydasini oshirishi mumkin. Moliyalashtirish xarajatlari kamayishi kerak, chunki katta debitorlik qarzlari va ombor qoldiqlarini saqlash uchun kamroq moliyaviy mablag' kerak bo'ladi. Zaxiralar hajmi pasayishi bilan zaxiralarni saqlash va qayta ishlash xarajatlari kamayadi.

Joriy aktivlar qoldiqlarining kamayishi firmalarning umumiy aktivlarining qisqarishiga olib keladi. Xarajatlarni kamaytirish va aktivlar bazasini qisqartirish natijalari aktivlarning yuqori rentabelligini va ehtimol, aksiyadorlarning farovonligini oshirishni anglatadi.

Zaxiralarni boshqarishda yangi innovatsiya bu JIT II. JIT II mol yetkazib beruvchi va xaridor o'rtasidagi munosabatlarni bir qadam oldinga suradi. Materiallarni sotib olish yoki rejalashtirish uchun mas'ul bo'lgan lavozim yo'q qilinadi va uning o'rnini yetkazib beruvchining vakili egallaydi. Ushbu mutaxassis ba'zida zaxiralarni boshqarish va qo'shimcha materiallarni yetkazib berish uchun buyurtmalar berish xaridor bilan yaqin hamkorlik qiladi. Ushbu tizimning afzalliklari zaxiralarini qisqartirish, takroriy pozitsiyalarni yo'q qilish va rejalashtirishga yordam berish orqali samaradorlikni oshirishdir. JIT II ning samarali ishlashi uchun xaridor mol yetkazib beruvchiga ikki jihatdan ishonishi kerak: mol yetkazib beruvchining mahsulotlari doimgidek xaridorning ehtiyojlariga mos keladi va mol yetkazib beruvchining vakili kirish huquqiga ega bo'lgan ma'lumotlar maxfiy bo'lib qolib, xaridor va mol yetkazib beruvchi o'rtasidagi ushbu aniq munosabatlardan tashqarida oshkor qilinmaydi.

15.9. TEXNOLOGIYA VA AYLANMA KAPITALNI BOSHQARISH

Texnologiya firmalarning naqd pul va debitorlik qarzlarini boshqarish, zaxiralarini nazorat qilish, mijozlar va mol yetkazib beruvchilar bilan yanada samarali muloqot qilish qobiliyatini tezda yaxshilaydi. Avtomobilsozlik, neft va gaz sanoati va chakana savdo kabi sohalaridagi firmalar mol yetkazib beruvchilardan tovarlarni buyurtma qilish uchun internet tizimlarini (portallarni) joriy qilmoqdalar. Por-

tallar – bu mijozlar buyurtma va hisob ma'lumotlariga kirishlari mumkin bo'lgan maxsus va xavfsiz veb-saytlar. Biznes uchun biznes portallari (B2B) xaridlar va ta'minot zanjiri xarajatlarini kamaytirishga yordam beradi. Shuningdek, ular firmalarga ortiqcha xaziralar yoki aktivlarni sotish imkoniyatini beradi.

Pulni boshqarish

Internet (va korporativ Intranetlar) g'aznachilar va boshqa moliya xodimlariga firmaning pul oqimlari va ehtiyojlarini diqqat bilan kuzatib borish imkonini beradi. Bank balanslari, kiruvchi cheklar va to'lovlar holati to'g'risidagi ma'lumotlar bank portallari orqali onlayn tarzda mavjud. Internetdan foydalanish korporativ hisoblar o'rtasida pul o'tkazish va elektron to'lovlar va oldindan tasdiqlangan cheklar bilan operatsiyalarni boshlash imkonini beradi. Xizmat safarlarida bo'lgan rahbarlar G'aznachilik ma'lumotlariga firmaning asosiy banki va uning barcha bank filiallaridan onlayn tarzda kirishlari mumkin. Bunday ma'lumotlarga kirish g'aznachiga firmaning naqd pulga bo'lgan ehtiyojini har kuni bashorat qilish va baholash imkonini beradi va shu bilan ortiqcha naqd pul miqdorini kamaytiradi va qisqa muddatli qarz olishni minimal talab darajasida ushlab turadi

Hisob-fakturalarni qayta ishlash va harakatlantirmoq

Texnologiya buyurtmalarni qayta ishlashda inqilob qildi. Tasavvur qiling-a, siz buyurtmalarni qo'lda yig'asiz, ularni kompyuterga kiritasiz (ba'zan kiritish xatolarini istisno qilish uchun ikki marta), hisob-kitoblarni chop etasiz, konvertlarni to'ldirasiz, hisob-kitoblarni pochta orqali yuborasiz, mijozlarning hisob-kitoblarini to'lashini kutasiz, kiruvchi to'lovlarni qayta ishlaysiz va kelishmovchiliklarni yarashtirasiz, yig'ish jarayonini boshqarasiz va yomon qarzlarini hisobdan chiqarasiz. Bu ko'p mehnat va vaqt talab qiladigan jarayon.

Elektron ma'lumotlar almashish tizimlari (EDI) ba'zi to'lov va yig'ish jarayonlarini kompyuterlashtirishga yordam berdi. EDI hisob-fakturaning elektron to'lovini kuzatib borish uchun cheklangan miqdordagi hisob-faktura ma'lumotlaridan foydalanishga imkon beradi. Biroq, biznes ilovalarida kengaytiriladigan belgilash tilidan (XML) foydalanishning kengayishi bu jarayonni ko'p jihatdan avtomatlashtiradi. Ko'pchiligingiz gipermatnni belgilash tili (HTML) haqida bilasiz, bu veb-brauzerlar veb-sahifalarni o'qish, talqin qilish va namoyish qilish uchun foydalanadigan til. XML HTML dan tashqariga chiqadi. XML kompyuter tizimlariga qanday ma'lumotlar (masalan, moliyaviy, hisob-fakturalar, buyurtmalar, fotosuratlar) uzatilishini aytadi, shuning uchun turli xil kompyuter tizimlari ma'lumotlarni taniy oladi va bir-biri bilan o'zaro aloqada bo'ladi. XML tizimlari firmalarga buyurtmalarni yanada samarali qayta ishlashga yordam beradi va agar to'liq bartaraf etilmasa, ishlov berish hajmini kamaytiradi.

XML turi elektron hisob-kitob va to'lov tizimlari (EIPP). Internet-portal yordamida ishlash orqali mol yetkazib beruvchilar va mijozlar buyurtmalarni yanada samarali qayta ishlashlari va to'lashlari mumkin. Misol uchun: Mijoz mol yetkazib beruvchiga o'nta kompyuterga onlayn buyurtma beradi. Avtomatlashtirilgan tizim buyurtmani to'playdi, tasdiqlaydi va kompyuterlarni jo'natishga tayyorlaydi. Ular yetkazib berilganda, mijoz kompyuterlardan biri ishlayotganligini aniqlaydi. Mijoz Internetga kiradi, hisob-fakturani ochadi va bahsli mahsulotni qayd etadi. Bu mijozga onlayn to'lov uchun (ehtimol XML orqali) ishlaydigan kompyuterlar uchun hisob-fakturani taqdim etish uchun hisob-fakturani tuzatadigan avtomatlashtirilgan jarayonni boshlaydi. Boshqa kompaniyalar ham elektron shaklda xabardor qilinadi va nizo elektron pochta orqali hal qilinadi; yoki ishlatilmaydigan kompyuterni yetkazib beruvchiga qaytarish uchun savdo belgisi yuboriladi, uni ta'mirlash uchun mutaxassis yuboriladi yoki mijozga yangi kompyuter yuboriladi va hisob-faktura tuzatiladi. EIPP tizimlari buyurtma berish, nizolarni hal qilish va to'lovlarni yig'ish jarayonini tezlashtiradi.

Zaxiralarni kuzatish

JIT ga o'tish, mol yetkazib beruvchi-xaridor va axborot texnologiyalari (IT) o'rtasidagi o'zaro aloqalarni yaxshilash orqali savdo prognozi va ishlab chiqarish jarayonlarini yaxshilashga imkon berdi. Siz do'kon kassalarida mahsulot skanerlari bilan tanishsiz; ko'pincha skanerlangan ma'lumotlar to'g'ridan to'g'ri yetkazib beruvchilarga ertangi tongdagi mahsulot jo'natmasining zarur hajmi batafsil bayon etilgan holda yuboriladi.

Zaxiralarni kuzatish firmalarga zaxiralarni aylanish davrini (va shuning uchun naqd pulni aylanish siklini) qisqartirishga, xarajatlarni kamaytirishga va yetkazib berishni yanada samarali kuzatishga imkon beradi. Qutidagi shtrix-kodlar yetkazib beruvchi, omborxona, chakana savdo do'koni va kassa o'rtasidagi yo'lda tovar-moddiy zaxiralarni kuzatish uchun skanerdan o'tkaziladi. Radiochastotali aniqlash (RFID) yorliqlari inventarizatsiyani bir qadam oldinga kuzatib borish imkonini beradi.

RFID yorlig'i elektron o'qigichlarga radio signalini yuboradi, bu esa kompaniyalarga har daqiqada zaxiralar joyini bilib olishga imkon beradi. Yuk tashish konteynerlari uchun RFID yorliqlari buzilish sodir bo'lganda; yuk tashish konteynerlari juda uzoq vaqt davomida bir joyda bo'lganda; yoki konteyner ichidagi harorat, havo bosimi, harakat va boshqalar bilan bog'liq har qanday shartlar buzilgan bo'lsa signal berishi mumkin. Bunday tafsilotlar bilan kuzatib borish o'g'rilik va buzilish miqdorini, shuningdek, zaxiralar darajasini va ularni tashish xarajatlarini kamaytirishi mumkin.

MASHG'ULOTLAR

1. Pretty Lady kosmetik mahsulotlarining o'rtacha ishlab chiqarish jarayoni 40 kun. Tayyor mahsulotlar sotishdan oldin o'rtacha 15 kun davomida saqlanadi. Debitorlik qarzlari yig'ish davri o'rtacha 35 kunni tashkil etadi va firma yetkazib beruvchilardan sotib olish uchun 40 kunlik kredit oladi

a. Firmaning qisqa muddatli operatsion siklining o'rtacha uzunligini hisoblash. Bir yil ichida sikl necha marta o'giriladi?

b. 1 200 000 dollarlik sof savdoni va 900,000 dollarlik tovarlarning tannarxini rejalashtirilsa, debitorlik, inventarizatsiya va kreditorlik qarzlarga o'rtacha investitsiyalarni aniqlang. Faqat ushbu uchta hisobni hisobga olgan holda sof moliyalashtirish zarurati qanday bo'ladi?

2. 2- keysdan Robinson kompaniyasi 2016-yilda 1,200,000 dollar va 2017-yilda 1,300,000 dollarlik sof savdolarga ega edi.

a. Har yillik debitorlik qarzlarni aylanmasini aniqlang.

b. Har bir yil uchun o'rtacha debitorlik qarzlarni yig'ish davrini hisoblang.

c. 2016-yilgi debitorlik aylanmasi asosida, agar 2017-yilda sof savdo hajmi 1,300,000 AQSH dollarini tashkil etgan bo'lsa, debitorlik qarzlarga investitsiyalarini baholang. 2017-yil uchun debitorlik qarzlari qanchalik o'zgargan?

3. Aytaylik, Robinson kompaniyasida 2016 yilda 1 000 000 dollar, 2017-yilda esa 1 million 200 ming dollarlik tovarlar sotilgan.

a. Har bir yil uchun zaxiralar aylanmasini hisoblash. Topilmalaringiz haqida fikr bildiring.

b. Agar 2016-yilgi aylanma koeffitsiyenti saqlanib qolganida 2017-yilda zaxiralar miqdori qanday bo'lardi?

4. Robinsonning 2 va 4-muammolarda keltirilgan 2016- va 2017-yillardagi moliyaviy ma'lumotlarini hisobga olsak:

a. Har yili uning operatsion va naqd pul mablag'larining aylanish siklini hisoblash.

b. Robinsonning har yili aylanma kapitalga sof investitsiyasi qanday bo'lgan?

5. Robinson 2018-yilda sotuv hajmi va sotilgan mahsulot tannarxini 2017-yilga nisbatan 5 foizga o'sishini kutmoqda

a. Agar uning naqd pul mablag'larining aylanish siklining tarkibiy qismlari 2017-yil darajasida qolsa, uning debitorlik qarzlarni, zaxiralar va kreditorlik qarzlarni darajasiga qanday ta'sir qiladi? Uning aylanma kapitalga sof investitsiyasi qanday bo'ladi?

b. Robinson debitorlik qarzlarni yig'ish muddatini besh kunga qisqartirishga zaxiralarni aylanish muddatini olti kunga qisqartirishga, to'lov muddatini ikki

kunga oshirishga qodir bo'lsa, 2019-yilda aylanma kapitalga sof investitsiyalarga qanday ta'sir ko'rsatadi?

6. Robinson 2018-yilda o'zining sotuv hajmi va sotilgan mahsulot tannarxini 2017-yilga nisbatan 20 foizga o'sishini kutmoqda.

a. Agar uning naqd pul mablag'larining aylanish siklining tarkibiy qismlari 2017-yil darajasida qolsa, uning debitorlik qarzlari, zaxiralar va kreditorlik qarzlari darajasiga qanday ta'sir qiladi? Uning aylanma kapitalga sof investitsiyasi qanday bo'ladi?

b. Agar Robinson zaxiralarning aylanish muddatini o'n kunga qisqartirsa, 2018-yilda aylanma kapitalga sof investitsiyasi qanday ta'sir qiladi?

7. Genatron Manufacturing 2018-yilda sotuvlari 10 foizga oshishini kutmoqda. Firmaning 2018-yilda to'lanadigan debitorlik qarzlari, tovar-moddiy zaxiralarga va kreditorlik qarzlari investitsiyalarini hisoblang.

8. Raqobatning ko'payishi xavfi bilan Genatron 2018-yil sotuvlari 2017-yil darajasidan 5 foizga pastroq rejalashtirmoqda. Agar sotilgan tovarlarning narxi va joriy aktivlar va majburiyatlar mutanosib ravishda kamaysa, quyidagilarni hisoblang:

a. 2018-yilgi naqd pul konvertatsiya aylanmasi.

b. Aylanma kapitalga 2018-yilgi sof investitsiya.

9. 10-muammoda Genatronning joriy aktivlari va majburiyatlari sotuv hajmi bilan mutanosib ravishda kamayadi, deb hisobladik. Bu, ehtimol, sotuvlarning pasayishi ortidan real emas. Agar uning debitor qarzlarning yig'ish muddati besh kunga uzaytirilsa, zaxiralarning aylanish muddati 7 kunga uzaytirilsa, to'lov muddati uch kunga uzaytirilsa, Genatronning sotuvlari va COGS 2017-yil darajasidan 5 foizga pasaysa, bu aylanma kapitalga qanday ta'sir ko'rsatadi?

10. Aytaylik, Eastnorth Manufacturing kelgusi yil kredit siyosatini o'zgartirishni rejalashtirmoqda. Unda har oydagi sotuvlarning 10 foizi naqd pulga bo'lishi, har oydagi debitorlik qarzlarning uchdan ikki qismi keyingi oyda yig'ilishi, uchdan bir qismi esa sotilganidan ikki oy o'tib yig'ilishi kutilmoqda. Eastnorthning 15.4-jadvaldagi sotuvlar prognoz o'zgarmagan holda va 15.5-jadvaldagi kutilayotgan naqd pul chiqimlari bir xil bo'lib qolayotganini hisoblasangiz, Eastnorthning o'zgartirilgan naqd pul byudjetini tuzing.

11. Eastnorth yetkazib beruvchilari Eastnorth o'z hisob-kitoblarini to'lash uchun ikki oy vaqt ketishidan xavotirda; ular keyingi yilda Eastnorthdan o'z xa-

rajalatlarini 30 kun ichida yoki sotib olingandan keyin bir oy ichida to'lashni talab qiladilar.

a. Ushbu yangi ma'lumotlardan foydalanib, Eastnorthning 15.5-jadvalda ko'rsatilgan naqd pul oqimi prognozini yangilang.

b. 15.4-jadvalda berilgan naqd pul oqimlaridan foydalanib, Eastnorth uchun o'zgartirilgan naqd pul byudjetini tuzing.

12. Tarixiy jihatdan Kingsman oylik sotuvlarining 25 foizini naqd pulda olgan, qolgan qismi esa bir oy ichida to'langan. Har oy uchun sotib olish hajmi kelgusi oy uchun prognoz qilingan sotishning 75% ni tashkil qiladi; yetkazib beruvchilar sotib olinganidan bir oy o'tgach to'lanadi. Ish haqi xarajatlari oyiga 50,000 dollarni tashkil etadi, yanvar oyidan tashqari, o'tgan yilgi sotuvlarning 1 foizi miqdorida bonuslar to'lanadi. 10,000 dollarlik obligatsiyalar bo'yicha foizlar mart oyida to'lanishi kerak. Oylik qo'shimcha xarajatlar va kommunal to'lovlar 25,000 dollarni tashkil qilishi kutilmoqda. 45,000 dollarlik dividend mart oyida to'lanadi. Kingsmanning 2017-yilda sotuvi 2 million dollarni, dekabr oyida 200,000 dollarni tashkil etdi.

Kingsmanning taxminiy sotuvi quyidagicha: yanvar – 100,000 dollar; fevral – 200,000 dollar; mart – 250,000 dollar va aprel – 300,000 dollar.

a. Kingsmanning yanvardan aprelgacha kutilayotgan oylik naqd pul tushumlari qanday?

b. Kingsmanning yanvardan aprelgacha kutilayotgan oylik naqd pul chiqimlari qanday?

c. Kingsmanning yanvardan aprelgacha bo'lgan oylik naqd pul(kassa) byudjetini aniqlang. Minimal istalgan naqd pul qoldig'i 40,000 dollar, dekabr oyi yakunlari bo'yicha naqd pul qoldig'i esa 50,000 dollar miqdorida.

13. 14-keysda keltirilgan ma'lumotlardan foydalanib, quyidagi ssenariylarning har biridan pul byudjetlarini tuzing. 14-keys ma'lumotlaridan "baza" sifatida foydalaning. Naqd byudjet ssenariysi tahlilidan qanday tushunchalarni olamiz?

a. Eng yaxshi holat: sotish hajmi bazadan 10 foizga yuqori; xaridlar bazadan 5 foizga past va naqd pulga sotish sotish hajmining 30 foizini tashkil qiladi.

b. Eng yomon holat: sotish hajmi bazadan 10 foizga past; xaridlar bazadan 5 foizga yuqori va naqd pulga sotish hajmining 15 foizini tashkil qiladi

14. Mattam Corporationning yillik sotuvlari 5 million dollarni, uning o'rtacha debitorlik qarzlari yig'ish muddati esa 32 kunni tashkil etadi. Sotuvlarning faqat 10 foizi naqd pulda, qolgan qismi esa kredit bo'lgan.

a. Mattamning debitorlik qarzlari investitsiya miqdori qanday?

b. Agar Mattam kredit muddatini uzaytirs, uning hisob-kitoblariga ko'ra, o'rtacha yig'ish muddati 40 kunga, kredit sotish esa joriy darajalardan 20 foizga oshadi. Mattam kredit muddatini uzaytirs, debitorlik qarzlari qoldig'ining kutilayotgan o'sishi qanday?

c. Agar Mattamning sof foyda marjasi 12 foiz bo'lsa, yomon qarz xarajatlari-ning kutilayotgan o'sishi yangi sotuvlarning 10 foizini tashkil qiladi va debitorlik qarzlarning o'sishini moliyalashtirish qiymati 18 foizni tashkil etadi. Mattam kredit muddatini uzaytirishi kerakmi?

15. Pa Bell Inc. kredit standartlarini oshirmoqchi. Ular sotuvlar 50 ming dollarga tushishini, yomon qarz xarajatlari esa ushbu miqdorning 10 foiziga tushishini kutmoqda. Firma o'z sotuvlari bo'yicha 15 foiz foyda marjasiga ega. Qattiqroq kredit standartlari firmaning o'rtacha debitorlik qarzlari qoldig'ini 10 ming dollarga, o'rtacha tovar-moddiy zaxiralari qoldig'ini esa 8 ming dollarga pasaytiradi. Joriy aktivlarni moliyalashtirish qiymati 12 foizni tashkil etishi taxmin qilinmoqda. Pa Bell yanada qattiqroq kredit standartlarini joriy qilishi kerakmi? Nima uchun "ha" yoki nima uchun "yo'q"?

16. Robinson Company (2, 3 va 4-muammolardan olingan ma'lumotlarni eslang) 2017-ning foyda marjasi 5 foizni tashkil etadi. U kredit siyosatini yumshatish imkoniyatini o'rganmoqda. Tahlil shuni ko'rsatadiki, sotuvlar 10% ga o'sishi mumkin, sotuvlar o'zgarishi sababli muammoli qarzlari esa 2% ni tashkil qiladi. Joriy aktivlarning o'sishini moliyalashtirish qiymati 10% ni tashkil qiladi.

a. Robinson kredit siyosatini o'zgartirishi kerakmi?

b. Muammoli ko'rsatilgan ma'lumotlardan foydalanib, Robinson qanday foyda marjasi uning siyosatining o'zgarishiga yoki joriy standartning saqlanishiga bog'liq emas?

c. Muammoli ko'rsatilgan ma'lumotlardan foydalanib, moliyalashtirishning qanday qiymatida Robinson kredit siyosatining o'zgarishi yoki saqlanishiga bog'liq bo'lmaydi?

d. Muammoli ko'rsatilgan ma'lumotlardan foydalanib, Robinson kredit siyosatini o'zgartirish yoki saqlashga bog'liq bo'lmashligi uchun joriy aktivlar qancha miqdorda o'zgarishi mumkin?

17. Genatron Manufacturing (8-topshiriqdan) kredit standartlarini o'zgartirishni ko'rib chiqmoqda. Tahlil shuni ko'rsatadiki, savdo hajmi 2017-yilga nisbatan 5 foizga kamayishi mumkin, savdo hajmining o'zgarishi sababli muammoli qarzlari bo'lmaydi. Joriy aktivlarning o'sishini moliyalashtirish bahosi 8% ni tashkil qiladi.

a. Genatron kredit siyosatini o'zgartirishi kerakmi?

b. Topshiriqda ko'rsatilgan ma'lumotlarga asoslanib, Genatronning qanday foyda marjasi uning siyosatining o'zgarishiga yoki joriy standartning saqlanishiga bog'liq emas?

c. Topshiriqda ko'rsatilgan ma'lumotlardan foydalangan holda, moliyalashtirishning qanday qiymatida Genatron kredit siyosatining o'zgarishi yoki saqlanishiga bog'liq bo'lmaydi?

d. Topshiriqda ko'rsatilgan ma'lumotlardan foydalanib, Genatron kredit siyosatini o'zgartirish yoki saqlashga bog'liq bo'lmashligi uchun joriy aktivlar qancha miqdorda o'zgarishi mumkin?

16-BOB. QISQA MUDDATLI MOLIIYAVII REJALASHTIRISH

- 16.1. Aylanma mablag'larni moliyalashtirish strategiyalari
- 16.2. Qisqa muddatli moliyalashtirishga ta'sir qiluvchi omillar
- 16.3. Qisqa muddatli moliyalashtirish provayderlari
- 16.4. Bankdan tashqari qisqa muddatli moliyalashtirish manbalari
- 16.5. Qisqa muddatli moliyalashtirishning xilma-xilligi
- 16.6. Inventarizatsiyani moliyalashtirish va kafolatlangan kreditlar
- 16.7. Qisqa muddatli moliyalashtirish qiymati

16.1. AYLANMA MABLAG'LARNI MOLIIYALASHTIRISH STRATE- GIYALARI

Aylanma mablag'lar pul mablag'lari, bozor qimmatli qog'ozlari, debitorlik qarzlardan iborat firmaning joriy aktivlarini o'z ichiga oladi qarzlar va zaxiralar. Joriy majburiyatlar qisqa muddatli qarz moddalari bo'lib, ular quyidagilardan iborat: kreditorlik qarzlari (savdo krediti), to'lanadigan veksellar (qisqa muddatli kreditlar) va hisoblangan majburiyatlardan. Toza aylanma mablag'lar joriy aktivlar sifatida "sof" yoki joriy majburiyatlarni olib tashlagan holda belgilanadi.

**Sof aylanma mablag'lar = joriy aktivlar "sof" yoki undan
kam=joriy majburiyatlar.**

16.1-rasmda umumiy hisob toifalari bilan asosiy balans tuzilishi ko'rsatilgan. Aktivlar joriy yoki belgilangan; moliyalashtirish manbalari joriy majburiyatlar, uzoq muddatli qarz yoki o'z kapitali. **16.1-rasmda** ko'rsatilganidek, sof aylanma mablag'lar ijobiy bo'lsa, bu uzoq muddatli moliyalashtirish orqali moliyalashtiriladigan joriy aktivlar summasini anglatadi. Sof aylanma mablag'lar salbiy bo'lganda (joriy majburiyatlar joriy aktivlardan oshib ketadi), bu quyidagilar uchun joriy majburiyatlar hisobi moliyalashtiriladigan asosiy vositalar miqdorini anglatadi.

Sof aylanma
kapital > 0

Joriy aktivlar	Joriy majburiyatlar
Asosiy vositalar	Uzoq muddatli qarz va kapital

16.1-rasm. Ijobiy sof aylanma kapitalga ega balans hisobi: joriy aktivlar qisman uzoq muddatli moliyalashtirish manbalari hisobidan moliyalashtirilgan.

Joriy aktivlar	Joriy majburiyatlar
Asosiy vositalar	Uzoq muddatli qarz va kapital

Sof aylanma
kapital < 0

16.2-rasm. Salbiy sof aylanma kapitalga ega balans hisobi: asosiy vositalar qisman qisqa muddatli moliyalashtirish manbalari hisobidan moliyalashtirilgan.

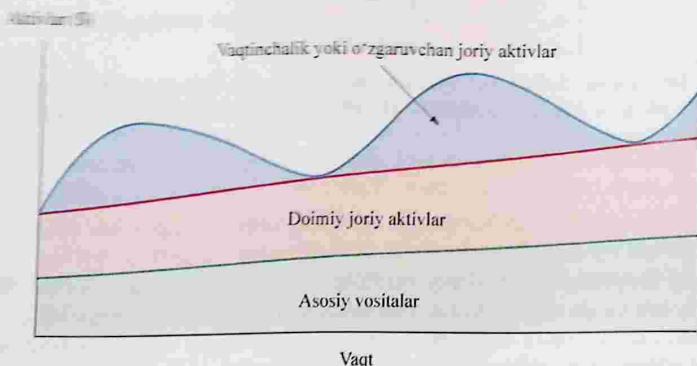
16.3-rasmda o'sib borayotgan firmaning aktivlari vaqt o'tishi bilan qanday o'zgarishi mumkinligi ko'rsatilgan. Biz mavsumiy modellar tufayli har bir vaqt oralig'ida yoki yilda aktivlar qiymatining sotish o'sishi va pasayishini tasvirladik. 15-bobda ko'rib turganimizdek, mavsumiy savdo o'zgarishlari firmaning joriy aktivlari uchun muhim oqibatlariga olib keladi. Mavsumiy talabni qondirish uchun zaxiralarni ko'paytirish kerak va debitorlik qarzlarini savdo hajmi oshgani sayin ko'payadi. Debitorlik qarzlarini undirilishi bilan mablag'larga bo'lgan qarzдорlik ehtiyoji kamayadi. Shunday qilib, mavsumiy savdo o'zgarishlari inventarizatsiya va debitorlik qarzlarini kabi joriy aktivlar faqat vaqtinchalik qo'shimcha investitsiyalarni talab qiladi.

Joriy aktivlar darajasi aslida ikkita komponentdan iborat: doimiy joriy aktivlar va vaqtinchalik yoki o'zgaruvchan joriy aktivlar. Vaqtinchalik joriy aktivlar yuqorida aytib o'tilgan mavsumiy aktivlar tufayli savdo tebranishlari ko'tariladi va pasayadi. Doimiy joriy aktivlar naqd pulga investitsiyalarning minimal darajasini aks ettiradi, debitorlik qarzlari va sotishni qo'llab-quvvatlash uchun zarur bo'lgan zaxiralar haqida alohida hisoblar yig'iladi, tovar-moddiy zaxiralar sotiladi, ularning o'rnini boshqalar egallaydi, shuning uchun hisoblarning dollar qiymatini qo'llab-quvvatlaydi, savdo o'sishi bilan ma'lum bir minimal daraja yoki vaqt o'tishi bilan o'sishi mumkin.

Firma o'zining asosiy vositalarini, doimiy joriy aktivlarini moliyalashtirish uchun bir nechta strategiyalardan foydalanishi mumkin. 16.4-rasmda vaqtinchalik joriy aktivlar tasvirlangan.

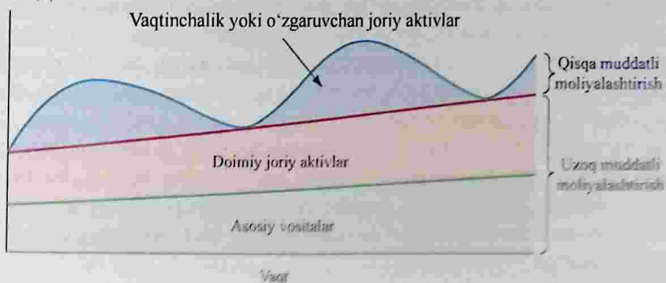
Muddatli moslashtirish yondashuvi

16.3-rasmda A paneli kompaniya aktivlarini moliyalashtirish uchun muvozanatli yondashuvni ko'rsatadi. Barcha asosiy vositalar va doimiy joriy aktivlar kompaniya egalarining uzoq muddatli qarzlari va kapitalari bilan moliyalashtirilgan. Vaqtinchalik joriy aktivlar esa qisqa muddatli majburiyatlar bilan moliyalashtiriladi. Ushbu muvozanatli yondashuv "muddatli moslashtirish yondashuvi" deb ham atiladi, chunki moliyaviy menejer aktivlar muddatlarini moslashtirishga intiladi, ya'ni moliyalashtirishni mos muddatlar bilan amalga oshiradi.



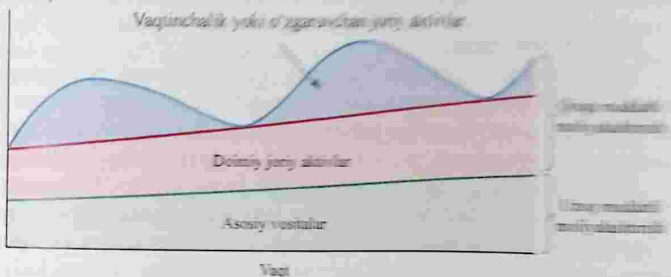
16.3-rasm. O'sib borayotgan kompaniya uchun aktivlar trendlari.

Aktivlar (\$)



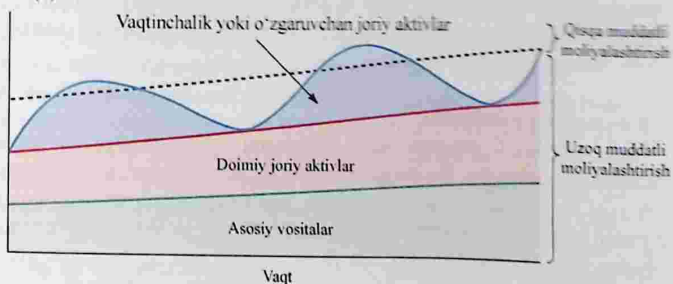
Panel-A: Muddatli moliyalashtirish

Aktivlar (\$)



Panel-B: Aggressiv moliyalashtirish

Aktivlar (\$)



Panel-C: Konservativ moliyalashtirish

16.4-rasm. Moliyalashtirish strategiyalari.

Asosiy vositalar va doimiy joriy aktivlarning muddatlari uzoq, shuning uchun ular uzoq muddatli moliyalashtirish manbalari bilan moliyalashtirilishi kerak. Vaqtinchalik joriy aktivlar qisqa muddatli, shuning uchun ular qisqa muddatli moliyalashtirish manbalari bilan moliyalashtirilishi kerak. Misol tariqasida, og'ir mavsumiy savdolarini kutib turib, inventarni yig'ish uchun bank krediti olish mumkin. Inventar sotilgandan va naqd pul olingandan so'ng, kredit to'lanadi. Muddati moslashtirish yondashuvida joriy aktivlar miqdori joriy majburiyatlar miqdoridan katta bo'ladi, shuning uchun sof aylanma kapital ijobiy bo'ladi, bu **16.1-rasm-da** ko'rsatilgan. Shunga ko'ra, muddati moslashtirish yondashuvini qo'llayotgan kompaniyalarda joriy nisbati 1.0 dan katta bo'ladi. **16.4-rasmding** B va C panellari ikkita boshqa moliyalashtirish strategiyasini ko'rsatadi. Ular muddatli moslashtirish yondashuvidan chetga chiqishlardir. Birinchi yondashuvda nisbatan ko'proq qisqa muddatli moliyalashtirish, ikkinchisida esa nisbatan ko'proq uzoq muddatli moliyalashtirish qo'llaniladi.

Agressiv yondashuv

16.4-rasmdagi B panelida firmaning joriy aktivlarini moliyalashtirishga agressiv yondashuv tasvirlangan, bunda vaqtinchalik va doimiy barcha aylanma aktivlar qisqa muddatli moliyalashtirish bilan moliyalashtiriladi. Faqat asosiy fondlar uzoq muddatli qarz va o'z mablag'lari hisobidan moliyalashtiriladi.

Bunday yondashuv, agar kelajakda sotish kamaysa, likvidlik muammosiga olib kelishi mumkin. Barcha joriy aktivlar joriy majburiyatlar bilan moliyalashtirilganligi sababli, ushbu agressiv ssenariyda joriy nisbat 1,0 ga va sof aylanma kapital nolga teng bo'ladi, chunki joriy aktivlarning dollar miqdori joriy majburiyatlarining dollar miqdoriga teng. Bundan ham agressiv yondashuv firmaning barcha joriy aktivlarini hamda asosiy vositalarning bir qismini moliyalashtirish uchun qisqa muddatli mablag'larga tayanishi bo'ladi. Bunday holda firma balansining tuzilishi 16.2-rasmga o'xshaydi. Uning sof aylanma kapitali manfiy bo'ladi va joriy nisbati 1,0 dan kam bo'ladi.

Konservativ yondashuv

16.4-rasmdagi C panelida firma aktivlarini moliyalashtirishga konservativ yondashuv tasvirlangan. Bu holda, kreditorlik qarzlari bilan ta'minlangan avtomatik yoki "o'z-o'zidan" moliyalashtirish bundan mustasno va hisoblangan majburiyatlar, barcha moliyalashtirish uzoq muddatli qarz va aksiyadorlik mablag'lari hisobidan amalga oshiriladi. Ba'zida firma mavjud mablag'lar talab qilinadigan joriy mablag'lardan oshib ketganda ortiqcha likvidlikka ega bo'ladi.

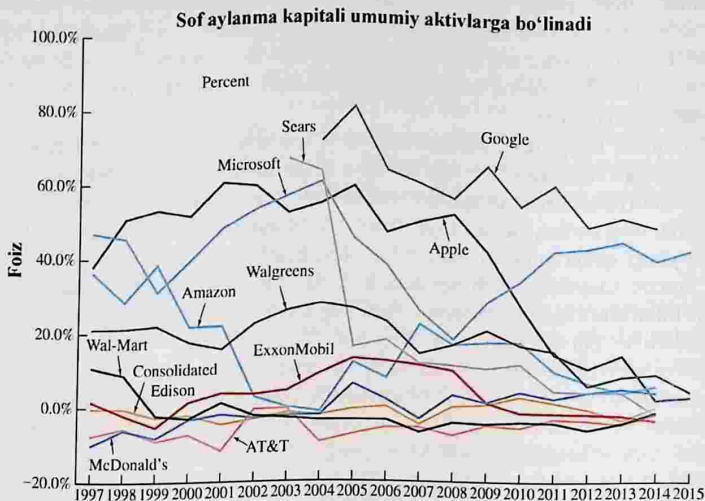
Aktivlar darajasi. Ushbu davrlarda firma katta miqdordagi naqd pul qoldiqlariga ega bo'ladi va ehtimol ortiqcha naqd pulni sotiladigan qimmatli qog'ozlarga investitsiya qilishga intiladi. Joriy aktivlar miqdori ancha ko'p bo'lgani uchun joriy majburiyatlar miqdoridan oshib ketadi, sof aylanma mablag'lar ijobiy bo'ladi va

joriy koeffitsiyent likvidlik osongina 1,0 dan oshadi. Moliyaning boshqa ko'plab jihatlarida bo'lgani kabi, qisqa muddatli moliyalashtirish miqdori to'g'risida qaror qabul qilish uzoq muddatli moliyalashtirish bilan taqqoslaganda firmadan foydalanish xavf va hosildorlik. 8-bobda biz rentabellik egri chizig'ini muhokama qildik va bilamizki, qisqa muddatli qimmatli qog'ozlar, odatda, ko'proq uzoq muddatli qimmatli qog'ozlarga qaraganda past rentabel. Qarz oluvchi nuqtayi nazaridan, bu to'lovlarni to'lash narxini anglatadi, qisqa muddatli moliyalashtirish (qisqa muddatli foiz stavkalari) to'lovlarni to'lash narxidan past bo'ladi, uzoq muddatli moliyalashtirish (uzoq muddatli foiz stavkalari va aksiyadorlar talab qiladigan rentabellik darajasi).

Inqiroz, taqqoslash, konservativ, uzoq muddatli moliyalashtirishga ko'proq tayanadigan reja, agressiv reja ko'proq qisqa muddatli moliyalashtirish yordamida moliyalashtirish xarajatlari past bo'ladi, moliyalashtirish va boshqa barcha narsalar teng bo'lsa, yanada foydali bo'ladi. Muddati tugashi bilan qisqa muddatli qarz yangi qisqa muddatli qarz bilan almashtiriladi. Ushbu almashtirish jarayoni "qarzni uzaytirish" deb nomlanadi. Lekin yuqori rentabellikni kutish yuqori xavf bilan birga keladi. Qisqa muddatli foiz stavkalari nisbatan o'zgaruvchan uzoq muddatli va pul taqchilligi davrida, 2007–2009-yillarda bo'lgani kabi yoki inflyatsiya tashvishga soladigan bo'lsa, qisqa muddatli rasmda ko'rsatilganidek, foiz stavkalari tez o'sishi mumkin. G'aznachilik bilan taqqoslaganda tijorat hujjatlari mukofoti veksellar (G'aznachilik veksellari), bu qisqa muddatli pullardan foydalanish narxini keskin oshiradi. Manbalar 2007–2009-yillardagi moliyaviy inqiroz paytida bo'lgani kabi, qisqa muddatli kredit yo'qolishi mumkin, bu esa federal zaxira tomonidan bank sektoriga likvidlikni oshirish bo'yicha misli ko'rilmagan harakatlarni talab qiladi. Sharoitlarda bunday kredit inqirozi banklarda qarz mablag'lariga bo'lgan talabni qondirish uchun yetarli mablag' bo'lmasligi mumkin va investorlar firmaning qisqa muddatli qarzarini sotib olishni xohlashadi. Konservativ moliyalashtirish rejasi yuqori narxga ega moliyalashtirish, ammo qisqa muddatli mablag'lar zarur bo'lganda kredit ololmaslik xavfi kamroq.

Quyidagi **16.5-rasmda** sof aylanma mablag'larning vaqt o'tishi bilan o'zgarishi va tendensiyalari tasvirlangan bir nechta firmalar keltirilgan. Ba'zi firmalar sof aylanma mablag'larni kamaytirish strategiyalariga ega edilar; sofning eng katta pasayishi biz aylanma mablag'larni Apple (jami aktivlarning qariyb 60 foizidan deyarli 0 foizigacha) va Sears misolida ko'ramiz. Ikkalasi ham kompaniyalar qimmatbaho pul mablag'larini bo'shatish uchun joriy aktivlarda bloklangan mablag'lar inventarizatsiya va debitorlik qarzlarini kamaytirishga harakat qilishdi. Microsoftdan tashqari, so'nggi yillarda ko'pchilik boshqa kompaniyalar aktivlarga nisbatan sof aylanma mablag'larni qisqartirdi yoki agar u allaqachon mavjud bo'lsa (masalan, AT&T va McDonald's) uni nisbatan barqarorlikni ushlab turdi. Ba'zi firmalar moliyalashtirishga agressiv yondashdilar, bu salbiy ko'rsatkichlardan dalolat beradi.

Boshqa firmalar to'lov muddatini taqqoslashga asoslangan yondashuvni qo'llaydilar, yalpi aktivlarga nisbatan sof aylanma mablag'lar nol yoki nol atrofida o'zgarib turadi. Bunday firmalarga Consolidated Edison (Con Ed) kabi kommunal xizmatlar va chakana savdo korxonalari kiradi.



16.5-rasm. Sof aylanma kapitali / Umumiy aktivlar.

16.2. QISQA MUDDATLI MOLİYALASHTIRISHGA TA'SIR QILUVCHI OMILLAR

Firma agressiv yondashuvdan, konservativ yondashuvdan yoki yetuklikka mos keladigan yondashuvdan foydalanadimi, yo'qmi bu ko'plab omillarni baholashga bog'liq. Kompaniyaning operatsion xususiyatlari uning moliyaviy holatiga ta'sir qiladi. Ta'sir qiluvchi boshqa omillarga xarajat, moslashuvchanlik, kelajakning soddaligi, moliyalashtirish va boshqa sifat omillari kiradi. 15-bobda muhokama qilinganidek, firmaning pul byudjeti, qisqa muddatli moliyalashtirishga bo'lgan ehtiyoj qachon oshishi va qachon bekor qilinishi kerak bo'lishi mumkinligini ko'rsatishi mumkin.

Ishlash xususiyatlari

Moliyalashga bo'lgan talabning tabiati qisman biznesning faoliyat yuritayotgan sanoatiga va biznesning o'ziga xos xususiyatlariga bog'liq. Moliyaga bo'lgan talab sotuvlar va kompaniya o'sishi bilan bog'liq mavsumiy o'zgarishlar ta'sirida bo'ladi. Moliyaga ehtiyoj, shuningdek, biznes sikli tebranishlariga ham bog'liq.

Joriy va asosiy aktivlar aralashmasi

Ba'zi sanoatlar, masalan, kommunal xizmatlar va neftni qayta ishlash zavodlari, joriy aktivlarga nisbatan asosiy aktivlar ulushi katta bo'lgan va uzoq muddatli moliyalashtirishni afzal ko'rishadi. Boshqalar, masalan, xizmat ko'rsatish sanoatlari, joriy aktivlar asosiy aktivlarga nisbatan kattaroq bo'lgan va qisqa muddatli moliyalashtirishni afzal ko'rishadi. Har bir sanoatda ba'zi kompaniyalar turli operatsion tuzilmalarni tanlab, turli darajadagi operatsion leverajga ega bo'lishadi, bu mavzu 14-bobda muhokama qilindi.

Ishlab chiqarish kompaniyalari ko'pincha ishlab chiqarish maqsadlarida asosiy aktivlarga katta sarmoya kiritishni talab qiladi, ammo ular inventarlar va qarzlar kabi joriy aktivlarga ham sezilarli sarmoyalar kiritadilar. Ishlab chiqaruvchilar, odatda, joriy va asosiy aktivlar o'rtasida yanada muvozanatli taqsimotga ega bo'lib, elektr energiyasi ta'minoti va telefon kompaniyalariga qaraganda ko'proq qisqa muddatli moliyalashtirishni qo'llashadi. Bu katta chakana do'konlari uchun ham to'g'ri keladi. Ular ko'pincha o'z binolarini ijaraga olishadi va inventarlar hamda qarzlar shaklida katta aktivlarga ega bo'lishadi. Ular joriy aktivlar va asosiy aktivlar o'rtasidagi yuqori nisbati bilan ajralib turadi va kommunal xizmatlar kompaniyalariga qaraganda qisqa muddatli qarzdan ko'proq foydalanishadi. Katta miqdordagi asosiy kapitalni talab qiladigan sanoat kichik miqdordagi asosiy aktivlarga sarmoya kiritgan sanoatdan ko'ra ko'proq uzoq muddatli moliyalashtirishni amalga oshirishi mumkin.

Kompaniyaning o'lchami va yoshi

Kompaniyaning o'lchami, yoshi va moliyaviy hayot siklining bosqichi boshqaruvning qisqa muddatli/uzoq muddatli moliyalashtirish aralashmasi qarorlariga ta'sir ko'rsatishi mumkin. Yangi kompaniyaning yagona moliya manbai egalari va ehtimol, uning do'stlari bo'lishi mumkin. Ba'zi uzoq muddatli mablag'lar yer mulkini ipoteka qilish va uskunalarni to'lov asosida sotib olish orqali yig'ilishi, ba'zi joriy qarzlar esa mavsumiy ehtiyojlarni qondirish uchun olinishi mumkin. Biznes o'sib borishi bilan, u moliya kompaniyalari va banklardan qisqa muddatli kapitalga ko'proq kirish imkoniyatiga ega bo'ladi. Keyinchalik, o'sish va yaxshi foyda olish ko'rsatkichi kompaniyaga banklar yoki boshqa moliyaviy agentliklar, masalan, sug'urta kompaniyalari bilan uzoq muddatli moliyalashtirishni tashkil etishga imkon berishi mumkin. Moliyaviy rivojlanishning ushbu bosqichida kom-

paniya egalarining guruhini kengaytirish uchun aksiyalarni sotish orqali boshqa shaxslarga sotilishi mumkin.

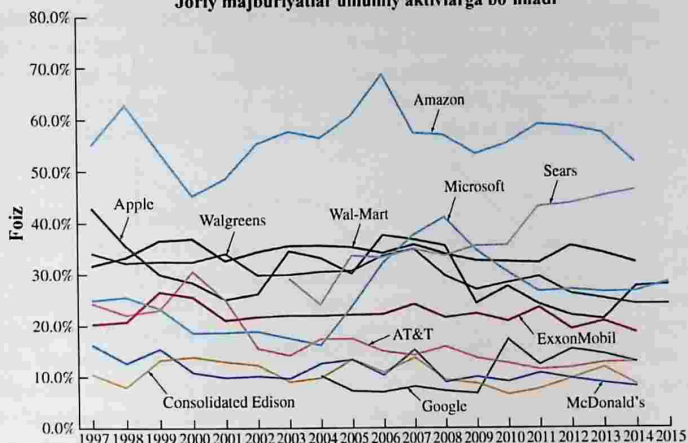
O'sish va foydalilik

Kompaniyaning o'sish istiqbollari moliyalash qarorlariga ta'sir qiladi. Agar kompaniya ichki manbalardan mablag' to'plashdan tezroq o'sayotgan bo'lsa, uzoq muddatli moliyalashtirish rejasi haqida o'ylashi kerak. Agar u joriy holatda qisqa muddatli manbalardan o'z ehtiyojlarini moliyalashtira olsa ham, buni amalga oshirishni maqbul bo'lmasligi mumkin. To'g'ri moliyaviy rejalashtirish muayyan vaqtlarda uzoq muddatli mablag'larni yig'ishni taqozo etadi. Pul tushumlarini yaratgan firma kam foydali bo'lgan firma bilan solishtirganda tashqi moliyalashtirishga kamroq ehtiyoj sezadi. Ichki ravishda yaratilgan naqd pul oqimlari hisob-kitoblarni o'z vaqtida to'lashga yordam beradi, shuning uchun qisqa muddatli moliyalashtirishga kamroq ehtiyoj bo'ladi.

Moliyalashtirishga misollar

16.6-rasmda joriy majburiyatlar va umumiy aktivlar nisbatining ba'zi misollari keltirilgan. Google qisqa muddatli moliyalashtirishni kam ishlatadi, chunki u so'nggi aksiyalarni sotishdan tushgan naqd pul bilan boy bo'lgan. Con Ed, tartibga solinadigan kommunal xizmatlar kompaniyasi, asosiy aktivlari asosan asosiy vositalardan tashkil topgan, shuning uchun u qisqa muddatli moliyalashtirishni kam qo'llaydi. McDonald's, o'z do'konlarini moliyalashtirish uchun uzoq muddatli ijaralarni yoki franchayzing mablag'larini ishlatadigan kompaniya, shuningdek, joriy majburiyatlarni kam qiladi. Amazon esa **16.6-rasmda** ko'rsatilganidek, qisqa muddatli moliyalashtirishni ko'p ishlatadi; u o'zining just-in-time (JIT) inventarizatsiyasi va mahsulot yetkazib berish tizimi bilan yaxshi tanilgan. U uzoq muddatli qarz moliyalashtirishni kam qo'llaydi, chunki u asosan joriy aktivlari uchun qisqa muddatli moliyalashtirishga tayanadi. Qiziqarli tomoni shundaki, Sears kompaniyasining qisqa muddatli moliyalashtirishning umumiy aktivlarga nisbati oshib bormoqda. Fond bozoridagi tahlilchilar Sears kompaniyasining qarz yukini ogohlantirgan va 2015-yil oxirida uning obligatsiya kredit reytingi (Fitch tomonidan) CC darajasida edi. Qisqa muddatli moliyalashtirishning o'sishi kompaniyaning moliyaviy qiyinchilikka duchor bo'lishi mumkinligini ko'rsatadi.

Joriy majburiyatlar umumiy aktivlarga bo'linadi



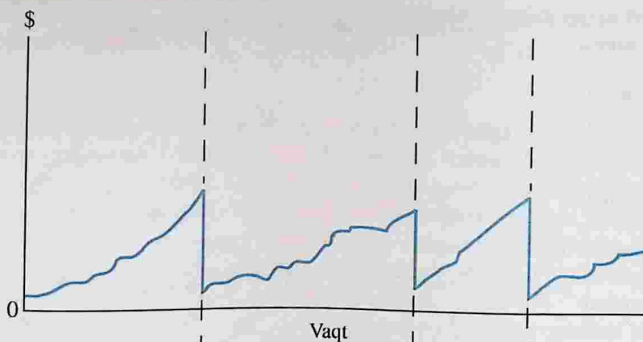
16.6-rasm. Joriy majburiyatlar umumiy aktivlarga bo'lingan.

Mavsumiy o'zgarishlar

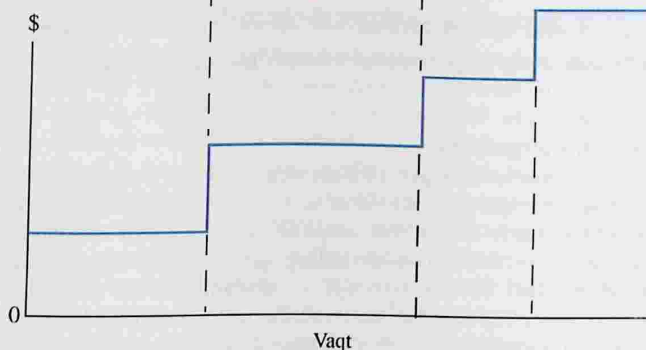
Biz ilgari muhokama qilgan **16.3-rasmda** mavsumiy o'zgarishlarning sotuvlarga ta'sir qilish orqali joriy aktivlarga bo'lgan talabni oshirishi ko'rsatilgan edi. Inventarlar mavsumiy ehtiyojlarni qondirish uchun yig'iladi va sotuvlar ortishi bilan qarzarlar ham oshadi. Kariya darajasidagi qarzarlar sotuvlarning eng yuqori nuqtasidan keyin keladi, bu vaqt davomiyligi mijozlarning kredit shartlari va to'lov amaliyotlariga bog'liq. Xaridlar amalga oshirilgan sari qarzarlar ko'payadi. Joriy aktivlar va hisob-kitoblarni to'lash o'rtasidagi farq qisqa muddatli qarz olish orqali moliyalashtirilishi kerak, chunki mablag'larga bo'lgan ehtiyoj inventarlar sotilgan va qarzarlar yig'ilgan sayin yo'qoladi. Agar qo'shimcha mablag'larga ehtiyoj qisqa muddatli kredit bilan moliyalashtirilsa, bunday qarz o'z-o'zini likvidatsiya qiladigan deb ataladi, chunki mablag'lar inventarlar va qarzarlar qisqarishi bilan qaytarilishi uchun mavjud bo'ladi.

Sotuvlar trendi

Kompaniyaning sotuvlar trendi moliyalashtirish aralashmasiga ta'sir qiladi. Sotuvlar o'sishi bilan, asosiy vositalar va joriy aktivlar sotuvlar o'sishini qo'llab-quvvatlash uchun o'sishi kerak, bu esa **16.3-rasmda** ko'rsatilgan. Bu mablag'larga ehtiyoj doimiy bo'ladi, agar sotuvlar tendensiyasi teskari bo'lmasa. Agar aktivlar o'sishi dastlab qisqa muddatli qarz bilan moliyalashtirilsa, qarzarlar sotuvlar oshishi bilan ko'payaveradi.



Panel A: Qisqa muddatli moliyalashtirishning Patterni



Panel B: Uzoq muddatli moliyalashtirishning Patterni

16.7-rasm. Rivojlanayotgan firma uchun vaqt o'tishi bilan qisqa muddatli va uzoq muddatli moliyalashtirish ehtiyojlari namunalari.

Qarzdorlik miqdori yillar davomida oshishi mumkin, chunki o'sish tendensiyasi yuqoriga qarab davom etadi. Bir necha vaqt o'tgach, joriy nisbati shunchalik pastga tushadiki, hech qanday moliyaviy muassasa qo'shimcha mablag'lar bermaydi. Yagona alternativa uzoq muddatli moliyalashtirishdir. Uzoq muddatli moliyalashtirish ko'pincha qisqa muddatli moliyalashtirishning ortiqcha miqdorlarini kamaytirish uchun ko'tariladi. Keyinchalik, bu bobda biz qisqa muddatli moliyalashtirishni, agar zarur bo'lsa, kichik qo'shimchalar bilan vaqt o'tishi bilan

o'shish mumkinligini o'rganamiz. Bu qarz olish va qarz beruvchilar bilan muzokaralar o'tkazish orqali amalga oshirilishi mumkin, bu esa **16.7-rasmning** Panel A da ko'rsatilgan. Biroq, uzoq muddatli tashqi moliyalashtirish katta bo'ladi. Obiligatsiya yoki aksiyalar chiqarish yoki uzoq muddatli qarz yoki xususiy joylashtirishni muzokaralar qilishning vaqt va xarajatlari tufayli, uzoq muddatli qimmatli qog'ozlar odatda faqat katta miqdorda chiqariladi, bu esa **16.7-rasmning** Panel B da ko'rsatilgan.

Siklik o'zgarishlar

Joriy mablag'lar ehtiyoji, biznes sikli yoki sanoatning savdo sikli o'sish davriga o'tganda ortadi. Siklning vaqti yoki darajasi doimiy emasligi sababli, qo'shimcha mablag'larning qancha va qanchalik uzoq vaqt talab etilishini aniq prognoz qilish qiyin. Ehtiyojni yil davomida byudjetda baholash va har chorakda tekshirish kerak. Biznesning savdo hajmi kamayganda, hisob-kitoblar va inventarizatsiyani moliyalashtirish uchun mablag'ga bo'lgan ehtiyoj ham kamayadi. Moliyalashtirish ehtiyoji qisqa muddatli pasayish davrida vaqtincha oshishi mumkin. Bu, naqd pul aylanishi sikli uzayganida sodir bo'ladi, chunki hisob-kitoblar sekinroq yig'iladi va inventarizatsiya sekinroq harakatlanadi va qiymati pasayadi. Agar siklik mablag' ehtiyojlari joriy qarz olish orqali qoplanadigan bo'lsa, qarz bir yilda o'zini o'zi yopmasligi mumkin. Ushbu ehtiyojlarni qisqa muddatli moliyalashtirish orqali moliyalashtirishda xavflar mavjud. Kredit muassasasi biznes pasayganda qarzning barchasini yoki bir qismini to'lashni talab qilishi mumkin. Siklning ushbu bosqichida mablag'ga bo'lgan ehtiyoj ilgari hech qachon bo'lmagan darajada bo'lishi va ehtiyoj, hisob-kitoblar yig'ilib, inventarizatsiya kamaytirilguncha davom etishi mumkin. Siklik sanoatlarda faoliyat yurituvchi firmalar uzoq muddatli moliyalashtirishdan foydalangan holda konservativ yondashuvni qo'llashlari kerak. Masalan, Amerika avtomobil kompaniyalari, o'zlarining yuqori siklik bizneslari bilan, keyingi inqirozga tayyorgarlik ko'rish uchun naqd pul zaxiralari yaratadilar. Masalan, Ford Motor Company, 1990–1991-yillardagi inqirozda 10 milliard dollar naqd pul sarfladi va 1999–2001-yillardagi inqirozda 8,5 milliard dollar sarfladi.

Inqiroz

2006-yil boshida, 2007–2009-yillardagi Buyuk inqiroz va kredit inqirozi boshlanishidan oldin, Ford va uning avtomobil moliyalash bo'yicha sho'ba kompaniyasida 39 milliard dollardan ortiq naqd pul va qisqa muddatli bozorli qiymatli qimmatli qog'ozlar mavjud edi. General Motorsda 50 milliard dollardan ortiq naqd pul, Daimler Chryslersda esa 7,1 milliard dollar naqd pul va bozorli qimmatli qog'ozlar mavjud edi. Bu ikki kompaniya uchun naqd pul yetarli bo'lmadi, chunki GM bankrotlikka ariza berib, AQSH hukumati tomonidan moliyaviy yordam oldi. Daimler Chrysler o'zining Germaniyadagi "onasi" tomonidan sotildi, hukumatdan

yordam mablag'lari olindi va endi FCA US LLC nomi bilan tanilgan, Fiat Chrysler sifatida tanilgan.

Qisqa muddatli moliyalashtirishdagi boshqa ta'sirlar

Qisqa muddatli qarz olishning boshqa moliyalashtirish turlariga nisbatan qo'shimcha afzalliklari mavjud. Qisqa muddatli qarz olish uzoq muddatli moliyalashtirishga nisbatan ko'proq moslashuvchanlikni ta'minlaydi, chunki biznes faqat zarur bo'lgan mablag'larni qarzga olish va moliyalashtirish ehtiyoji kamayganda ularni to'lash imkoniyatiga ega. Uzoq muddatli moliyalashtirishni osonlikcha yopib bo'lmaydi va undan oldin to'lovlarni amalga oshirish jazosi mavjud bo'lishi mumkin, masalan, chaqiriladigan obligatsiyalar uchun chaqiruv mukofoti kabi. Agar bir firma o'zining o'sib borayotgan joriy aktiv talablari uchun barcha moliyalashtirishni uzoq muddatli moliyalashtirish orqali umumiy biznes kengayishi davrida qoplaydigan bo'lsa, u keyingi umumiy biznes qisqarishi davrida ortiqcha mablag'lar va moliyalashtirish xarajatlari bilan yuklanishi mumkin. Qisqa muddatli moliyalashtirishni uzoq muddatli moliyalashtirish bilan birgalikda ishlatish, faqat uzoq muddatli moliyalashtirish bilan erishish mumkin bo'lmagan moliyaviy moslashuvchanlikni yaratadi.

Qisqa muddatli moliyalashtirishning bank yoki boshqa moliyaviy muassasalar bilan davom etayotgan munosabatlardan kelib chiqadigan afzalliklari mavjud. O'z ehtiyojlari uchun deyarli faqat uzoq muddatli moliyalashtirishga tayanadigan firma o'zining banki bilan yaqindan aloqada bo'lmaydi. Bankka tez-tez qarz olish va tez to'lovlarni amalga oshirishning yozma tarixi yaxshi moliyaviy boshqaruvda muhimdir. Bank, bu ishni bajaradigan muntazam biznes mijozlarini qo'llab-quvvatlash uchun harakat qiladi. Bank bilan bu ishchi munosabatlarni o'rnatmagan korxona, favqulodda ehtiyojlari bo'lsa, maxsus kredit olishga harakat qilishga deyarli tayyor bo'lmaydi. Qisqa muddatli moliyalashtirishdagi biznesning kredit tajribasi uning potensial uzoq muddatli kreditorlari uchun asos bo'lishi mumkin. Shuning uchun, uzoq muddatli kredit olishni niyat qilgan biznes, qisqa muddatli moliyalashtirishga asosanib yaxshi kredit obro'ini o'rnatishni xohlashi mumkin.

Qisqa muddatli moliyalashtirishning bu afzalliklarini kamaytiradigan narsa, tez-tez yangilanish ehtiyoji. Qisqa muddatli kreditni olish oson bo'lsa-da, ushbu qarzlarning qisqa muddatlari sababli, tez-tez davrlar bo'yicha vaqt va kuch sarflanishi kerak va agar savdo daromadlari kamaygan bo'lsa, kerakli kreditni olish uchun juda ko'p muzokaralar olib borilishi mumkin.

Tez-tez to'lov muddati qo'shimcha xavf tug'diradi. Bank yoki moliya kompaniyasi qarzni muddati tugagach chaqirishi mumkin va bank, shunda, qarzni qaytarishni xohlamasligi mumkin. Agar qisqa muddatli foiz stavkalari oshsa, qarz olish xarajatlari oshishi mumkin. Biznes sikli yoki ba'zi ichki muammo tufayli vaqtinchalik pastlashgan kompaniya, yetarli moliyalashtirish bilan o'z muammolarini vaqtida hal qilishi mumkin. Agar kompaniya uzoq muddatli moliyalashtirishni

amalga oshirgan bo'lsa, muammolarni hal qilish uchun yaxshiroq imkoniyatga ega bo'lishi mumkin. Boshqa tomondan, agar kompaniya qisqa muddatli moliyalashtirishga ko'proq tayanadigan bo'lsa, uning qarzlari kamayishi yoki yangilanmasligi mumkin, bu esa tiklanishni imkonsiz qilishga olib kelishi va likvidatsiyaga olib kelishi mumkin.

Endi qisqa muddatli va uzoq muddatli moliyalashtirish strategiyalarini va qisqa muddatli moliyalashtirishning nisbiy ishlatilishiga ta'sir etuvchi omillarni tushunganimizdan so'ng, qisqa muddatli moliyalashtirishning turli manbalariga e'tibor qaratamiz. Qisqa muddatli moliyalashtirish manbalari orasida bank kreditlari, savdo kreditlari yoki hisob-kitoblar va tijorat qog'ozlari mavjud. Moliyaviy menejerlar, 15-bobdagi hisob-kitoblarni boshqarish bo'limida muhokama qilingan beshta C ni eslab qolishlari kerak; qisqa muddatli moliyalashtirishni olish imkoniyati, o'zining belgilangan xarakteriga (axloq), hisoblarni to'lash qobiliyatiga, mustahkam kapital bazasiga, kreditlarni ta'minlash uchun garovga va iqtisodiyot va kompaniyaning sanoatidagi qulay sharoitlarga ega firmalar uchun osonlashadi.

1-muhokama savoli

16.5 yoki 16.6-rasmlardan birini tanlab, ushbu bo'limda ko'rib chiqilgan masalalarning kompaniyaning qisqa muddatli moliyalashtirish strategiyasiga qanday ta'sir qilishi haqida bahs yuriting.

16.3. QISQA MUDDATLI MOLİYALASHTIRISH PROVAYDERLARI

Bizneslar qisqa muddatli moliyalashtirishni turli provayderlardan va turli usullar orqali olishga harakat qilishi mumkin. Ba'zi manbalar moliyaviy institutlar, masalan, banklar bo'lib, ular firmalarga ishchi kapital va uzoq muddatli maqsadlar uchun (masalan, jihozlar bo'yicha kreditlar) qarz berishadi. Agar kichik biznes bank krediti olish uchun juda xavfli deb hisoblansa, u AQSH Kichik bizneslar boshqarmasi (SBA) orqali hukumat kredit kafolati bilan moliyalashtirishni olish imkoniyatiga ega bo'lishi mumkin. Kichik biznesning aksiya mablag'lari haqida gapirganda, JOBS Qonuni kichik bizneslarga aksiyalarni yig'ishni osonlashtiradi.

Ko'plab banklar ma'lum bir aktivni garovga qo'yishni talab qilsa-da, garovsiz kredit asosiy kredit shakli hisoblanadi. Bunday kreditlar bo'yicha belgilangan stavka bankning asosiy stavkasi yoki bankning eng ishonchli mijozlariga taqdim etadigan foiz stavkasi asosida belgilanadi. Kreditlar bo'yicha foiz stavkalari odatda asosiy stavka va risk farqi asosida belgilanadi, masalan, asosiy stavka + 2 foiz. Kredit hujjatlarida buni "asosiy stavka + 2" (yoki shunchaki $P + 2$) deb atashadi. Yuqori xavfli qarz oluvchilar bankning xavfli mijozlarga qarz berishining o'rni to'lash uchun yuqoriroq risk farqlariga ega bo'lishadi.

Bank kredit liniyalari

Biznes va bank o'rtasida ko'pincha biznesning foydalanishi uchun mavjud bo'lgan kredit miqdori bo'yicha kelishuv mavjud. Bank har bir biznes mijoziga belgilagan kredit cheklovi "kredit liniyasi" deb ataladi. Kredit liniyasining narxi – bu mablag' olish davrida qo'llaniladigan foiz stavkasi.

Kredit liniyasi bo'yicha, biznes mablag'ga ehtiyoj paydo bo'lishini kutmaydi, balki kredit kerak bo'lmasdan oldin bankka zarur moliyaviy hisobotlar va moliyaviy holatni tasdiqlovchi boshqa hujjatlarni taqdim etadi. Bankir biznesning o'tgan davrlarda qanday muvaffaqiyatga erishganini va kelajakdagi ehtimoliy holatini bilishga qiziqadi, chunki kredit liniyasi odatda yiliga bir marta beriladi. Bankir, shuningdek, biznesning boshqa qarzlarini bank talabidan keyin joylashtirishni talab qilishi mumkin. Banklar o'z biznes mijozlaridan har yili belgilangan muddat davomida kredit liniyasini "tozalash"ni talab qiladi, ya'ni kredit liniyasi bo'yicha qarzlar, odatda ikki haftadan kam bo'lmagan muddat uchun mavjud bo'lmashligi kerak. Bu kredit liniyasining uzoq muddatli ehtiyojlar uchun emas, balki qisqa muddatli moliyalashtirish maqsadida ishlatilishini ta'minlaydi.

Kredit liniyasiga davomli kirish, agar biznes faoliyatida jiddiy o'zgarishlar bo'lsa, bankning tasdiqlashiga bog'liq bo'lishi mumkin. Rahbariyat tarkibining jiddiy o'zgarishi yoki ma'lum mahsulotlarning ishlab chiqarilishi yoki sotilishi kompaniyaning kelajakdagi muvaffaqiyatiga ta'sir qilishi mumkin. Shuning uchun bank, biznesning moliyaviy resurslariga sezilarli darajada hissa qo'shgan bo'lib, bu faoliyatlarga qiziqadi. Bank, shuningdek, tashkilotning boshqa firmalar bilan olib borilgan ishlari yoki boshqa banklar orqali biznes haqida ma'lumot olishga harakat qilishi mumkin.

Agar biznes kredit liniyasi belgilangan vaqtda kutganidan ko'proq mablag'ga ehtiyoj sezsa, bankdan kredit liniyasining limitini oshirishni so'rashi mumkin. Biroq, u qo'shimcha mablag'larga bo'lgan ehtiyojni va oshirilgan qarzni biznes faoliyati orqali qaytarish imkoniyatini ishonchli tarzda tasdiqlashga tayyor bo'lishi kerak. Kredit liniyasini oshirish uchun murojaat qilish, odatda, biznes o'sayotgan va o'sishni amalga oshirish uchun ko'proq kapitalga ehtiyoj sezadigan paytda yuzaga keladi. Banklar, ilgari muhokama qilingan qarzlar muddati bilan bog'liq prinsipga rioya qilib, kengayishni uzoq muddatli mablag'lar bilan moliyalashtirishni talab qilishadi, ammo ular o'sish jarayoniga vaqtincha qo'shimcha mablag'lar bilan yordam berishlari mumkin. Bankdan qo'shimcha nomuvofiq kredit olish imkoniyati bo'lmagan biznes, bankdan yoki boshqa kredit beruvchilardan kafolatli kredit olishni so'rashi mumkin. Boshqa qarz olish usullari ushbu bo'limda keyinroq muhokama qilinadi.

Bank birlashmalari firmalarning kredit liniyasini olish imkoniyatiga ta'sir ko'rsatdi. **16.1-jadvalda** 1990–2016-yillarda mavjud bo'lgan yirik banklar keltirilgan; 2016-yilga kelib, ular uchta bankka birlashgan. Biroq, bu katta banklar yirik firmalarning kredit liniyasiga bo'lgan ehtiyojlarini qondirishda ishtirok etish-

ga shoshilishmaydi; kamroq banklar kreditni siqish va to'lovlarni oshirishga olib keldi. Korporativ moliyaviy ofitserlar o'tkazgan so'rovda ishtirokchilarning 78 foizi birlashmalar kreditlar sonini kamaytirganini, 72 foizi esa birlashgan banklar tomonidan monopolistik narx belgilash xavfi mavjudligini sezgan. Yaxshiyamki, bank xizmatlari moliyaviy xizmatlar sohasiga aylanishi bilan boshqa tashkilotlar, masalan, tijorat moliya kompaniyalari, sug'urta kompaniyalari va ba'zi investitsiya fondlari firmalarga qarz berib, an'anaviy bank aloqasini almashtirayotgani uchun bu holatni yengillashtiradi.

Garchi bu amaliyot kamayib borsa-da, ba'zi banklar ba'zi qarz oluvchilardan 10–20 foiz miqdorida mavjud bo'lgan nomuvofiq qarzlar bo'yicha kompensatsiya balansini depozit sifatida ushlab turishni talab qiladi. Bu talabning eng ko'p keltirilgan asoslanishi shundan iboratki, banklar depozitlarsiz qarz bera olmaydi, shuning uchun bank qarz oluvchilari depozit qiluvchilar bo'lishi kerak. Ammo kompensatsiya balanslari qarz olishning samarali xarajatlarini oshirishning bir usuli bo'lib, foizlar hisoblanadigan summani ko'paytiradi.

16.1-jadval

Banklarning birlashishi

“1990–2016-yillar oralig'ida mavjud bo'lgan banklar va moliyaviy xizmatlar firmalari”.	“2016-yilda birlashgan-dan keyin saqlanib qolgan banklar”.
JPMorgan	JPMorgan Chase & Co.
Manufacturers Hanover Trust (Ganover ishlab chiqaruvchilar trasti) Chemical Bank (Kimyoviy bank) Chase Manhattan Bank (Cheys Manxetten banki) Bank One (Birinchi bank) First Chicago (Chikagoning birinchi banki) NBD Bancorp (NBD Bank Korp.) Washington Mutual (Vashington mutuellik banki) Bear Stearns (Ber Starns)	
Amerika banki	Amerika banki
Continental Bank (Kontinental bank) Security Pacific (Tinchlik va xavfsizlik banki) Nations Bank (Millatlar banki) Barnett (Barnett) Bank Boston (Boston banki) Bay Bank (Korfaz banki) Fleet (Flit banki) Shawmut (Shoumut) Fleet Boston (Flit Boston banki) LaSalle Bank (LaSall banki) Countrywide Financial (Butun mamlakat moliyaviy xizmati) Merrill Lynch (Merril Linch)	

Uells Fargo	Uells Fargo
First Union (Birinci Ittifoq) Signet (Signet) CoreStates (Asosiy shtatlar) Norwest Corporation (Norvest korporatsiyasi) Greater Bay Bancorp (Katta ko'rfaz bank korp) Wachovia Bank (Vaxoviya banki)	

Foiz stavkalarini hisoblash

9-bobda pulning vaqt qiymati konseptlarini qanday qilib foiz stavkalarini hisoblashda qo'llashni ko'rgan edik. Ushbu prinsiplardan bankdan pul qarz olishning haqiqiy xarajatlarini hisoblashda ham foydalanish mumkin.

Masalan, agar **Eastnorth Manufacturing** 10,000 dollarni 8 foiz yillik foiz stavkasi (APR) bilan olgan bo'lsa, olti oylik foiz xarajati quyidagicha hisoblanadi:

$$\text{Foiz} = 8\%/2 \times 10,000 = 400$$

Eastnorth 10,000 dollar asosiy qarzni va 400 dollar foizni olti oydan so'ng qaytaradi. Ushbu qarzning haqiqiy yoki samarali foiz stavkasi quyidagi formula-dan hisoblanadi:

$$\text{EAR} = (1 + \text{APR}/m)^m - 1$$

Bu holatda, samarali yillik foiz stavkasi (EAR) quyidagicha bo'ladi:

$$(1 + 0.08/2)^2 - 1 = 0.0816 \text{ yoki } 8.16\%$$

Ba'zi hollarda banklar qarzni diskontlashadi, ya'ni qarz oluvchi qarzni olish vaqtida asosiy summani foizlar bilan kamaytirib oladi. Asosiy qarz pirovardida qaytariladi. Diskontlashish qarz oluvchiga mavjud mablag'ni kamaytirgan holda samarali foiz stavkasini oshiradi.

Masalan, agar Eastnorthning qarzi diskontlansa, kompaniya 9,600 dollarni (10,000 dollar minus 400 dollar) oladi va 10,000 dollarni qaytaradi. Aslida, Eastnorth 9,600 dollar uchun 400 dollar foiz to'laydi. Bu quyidagicha davriy foiz stavkasini beradi:

$$400/9,600 \text{ yoki } 4.17\%$$

Samarali yillik foiz stavkasi (EAR) quyidagicha bo'ladi:

$$(1 + 0.0417)^2 - 1 \text{ yoki } 8,51\%$$

Bu, diskontlanmagan qarzga nisbatan 0.35 foiz punktiga oshadi.

Qarz diskontlanganida, qarz oluvchi kerakli miqdordan ko'proq pul so'rashi kerak. Agar 10,000 dollar foydali mablag' olishni xohlasa, Eastnorth quyidagicha miqdorda qarz so'rashi kerak:

$$10\,000 / (1 - 0.04) \text{ yoki } 10\,416,67 \$$$

Agar 10,416.67 dollar qarzi olti oylik 4 foiz stavkada diskontlansa, Eastnorth quyidagicha ko'rsatilganidek 10,000 dollarni oladi:

$$10\,416,67 \$ - [0.04][10\,416,67] = 10\,000 \$$$

Umuman olganda, kerakli foydali mablag'ni olish uchun qarz so'rovining miqdori quyidagicha hisoblanadi:

$$\text{Loan_request} = \frac{\text{Desired_usable_f}}{1 - \text{discount}}$$

Loan request: Kredit so'rovi

Desired usable funds: Kerakli foydalanish mumkin bo'lgan mablag'lar

Discount: Diskont

Kompensatsiya balansi bo'lgan qarzlار diskontlangan qarzlار bilan o'xshash bo'lib, samarali foiz stavkasi va foydali mablag'larga ta'sir qiladi. Kompensatsiya balansi, firma bankda hozirda hech qanday depozitga ega bo'lmasa, diskontlashish bilan tengdir. Firma kompensatsiya balansi hisobiga kerakli mablag'ni olish uchun qarz so'rovi quyidagi tarzda bo'lishi kerak:

$$\text{Loan_request} = \frac{\text{esired_usable_funds}}{1 - \text{Compensating_balance_require}}$$

Loan request: Kredit so'rovi

Desired usable funds: Kerakli foydalanish mumkin bo'lgan mablag'lar

Discount: Diskont

Compensating balance requirement: Kompensatsiya balansini talab qilish

Bu formulada faqat diskont stavkasi o'rniga kompensatsiya balansi foizini qo'llash bilan diskontlangan qarz formulasi bilan bir xil bo'ladi.

Aylanma kredit shartnomalari

Biror biznesning rahbarlari kelgusi yil uchun zarur bo'lgan kapital talablarini qondirish uchun kelishilgan kredit liniyasi etarli bo'lishiga ishonch hosil qilishlari mumkin, ammo bank firma moliyaviy holati yomonlashsa, kredit liniyasini taqdim etishni davom ettirishga majbur emas. Kredit liniyasi shartnomalari odatda bankka firma uchun kreditni kamaytirish yoki olib tashlash huquqini beradi.

Yaxshi o'rnatilgan va a'lo kredit reytingiga ega bo'lgan biznes aylanma kredit shartnomasini olish imkoniyatiga ega bo'lishi mumkin. Aylanma kredit shartnomasi (shuningdek, revolver deb ataladi) bu kredit liniyasini kafolatlangan holatda taqdim etish uchun bankning yuridik majburiyatidir. Kredit liniyasidan farqli o'laroq, aylanma kredit shartnomasi bankning majburiyatidir va shartnoma amal qilayotgan davrda kelishilgan kredit miqdoriga qadar mablag'larni taqdim etishni o'z ichiga oladi. Kredit mablag'lari uchun foiz to'lashdan tashqari, biznes, shartnoma davrida ishlatilmagan kredit liniyasining qoldiq qismiga asoslangan komissiya yoki to'lovni ham to'lashi kerak. Ushbu to'lov odatda ishlatilmagan kredit miqdorining 0,25 dan 0,50 foizigacha bo'ladi.

Aylanma kreditning samarali narxini hisoblash uchun, qarz mablag'lari ustidan to'lanadigan foizlar va shartnoma davrida ishlatilmagan qismining majburiyat to'lovi qo'shib hisobga olinishi kerak. Faraz qilaylik, Eastnorth mahalliy bankdan bir yillik 1 million dollarlik aylanma kreditga ega. Shartnoma bo'yicha yillik foiz stavkasi 9 foiz va ishlatilmagan qismga 0,40 foiz majburiyat to'lovi mavjud. Eastnorth o'rtacha \$300,000 miqdorida qarz olishni kutmoqda. Yil davomida o'rtacha qarz miqdori bo'yicha foizlar $0,09 \times \$300,000 = \$27,000$ tashkil qiladi. O'rtacha ishlatilmagan qismga majburiyat to'lovi $0,0040 \times \$700,000 = \$2,800$ tashkil qiladi. Umumiy foizlar va to'lovlar $\$29,800$ ($\$27,000 + \$2,800$) bo'lib, o'rtacha qarz miqdori \$300,000 bo'lgan aylanma kreditning yillik kutilayotgan xarajati $\$29,800/\$300,000 = 9,93$ foizni tashkil etadi.

Kichik biznesni qo'llab-quvvatlash ma'muriyati (KBQM)

AQSHning Kichik biznesni qo'llab-quvvatlash ma'muriyati (KBQM) federal hukumat tomonidan kichik firmalarga xususiy kanallar orqali maqbul shartlarda kredit olishda yordam berish uchun tashkil etilgan. 1953-yilda tashkil etilgan KBQM 100 dan ortiq maydon ofislaridan tashqari kredit kafolatlari bilan birga bir qator xizmatlar taqdim etadi.

Bizneslar KBQM kredit kafolatlaridan foydalanishining sababi KBQMning belgilangan maqsadlari bilan tushuntiriladi: xususiy kanallar orqali maqbul shartlarda moliyaviy yordam olish imkoni bo'lmagan kichik bizneslarni moliyaviy yordam bilan ta'minlash. KBQM tashkil etilganida mamlakatning iqtisodiy rivojlanishi asosan yangi biznes tashabbuslarning faoliyatga kirish huquqiga bog'liq ekanligi tan olingan. Ammo katta institut investorlari, masalan, hayot sug'urta kompaniyalari, investitsiya kompaniyalari va boshqalar bilan mablag'lar jamg'a-

rishning ortishi kichik va yangi bizneslar uchun investitsiya kapitalini jalb qilishni tobora qiyinlashtirgan. Yangi bizneslar uchun an'anaviy bank manbalaridan qarz olish, o'z tarixiga ega bo'lmagani uchun qiyin edi.

KBQM kredit bermaydi; u faqat kreditlarni kafolatlaydi. 7(a) kredit dasturi bo'yicha KBQM \$150,000 gacha bo'lgan kreditlar uchun kredit summasining 85 foizigacha kafolat beradi. \$150,000 dan \$5 millionigacha bo'lgan kreditlar uchun kichik biznes 75 foizgacha kafolat olishlari mumkin. Kredit kafolati shuni anglatadi, bank kichik biznes egasiga mablag'larni qarzga berishi mumkin va faqatgina kichik bir qismida o'z mablag'larini xavf ostiga qo'yadi. Agar qarz oluvchi qarzini qaytara olmasa, KBQM bankka qarzni to'lab beradi. Masalan, KBQM kredit kafolati dasturi bo'yicha bank \$100,000 qarz bersa, bu kreditning 85 foizi KBQM tomonidan kafolatlanadi. Bu shuni anglatadi, 15 foiz yoki \$15,000 bank mablag'lari xavf ostida. Agar qarz oluvchi qarzini qaytara olmasa, SBA bankka \$85,000 gacha mablag'ni qaytaradi.

Agar firma boshqa manbalardan moliyalashtirish olishi mumkin bo'lsa, uning KBQM ga kredit so'rovi rad etiladi. Kredit olish uchun ariza beruvchi firma mablag'lar boshqa banklardan mavjud emasligini, boshqa xususiy kredit manbalari mavjud emasligini, qimmatli qog'ozlar chiqarishning imkonsizligini, biznes aktivlarini sotish orqali moliyalashtirishni amalga oshirishning qiyinligini va mulkdorlari shaxsiy kreditini ishlatib bo'lmashini isbotlashi kerak. Ushbu kreditlar mavjud bo'lgan kreditorlarga to'lash yoki spekulativ maqsadlar uchun ishlatilishi mumkin emas.

Biznes kredit faoliyatidan tashqari KBQM bir qator bog'liq moliyaviy faoliyatlarni ham amalga oshiradi. Ularga rivojlanish kompaniyalari uchun kreditlar, halokat kreditlari, ijara kafolatlari, kafolatli obligatsiyalar, ozchilik bizneslari uchun dasturlar, davlat xaridlari bo'yicha yordam va kichik bizneslarga xizmat qiladigan investitsiya kompaniyalarini qo'llab-quvvatlash kiradi.

KBQM ishchi kapital kreditlari uchun muddati yetti yilga qadar chegaralanadi, odatiy biznes kreditlari esa 25 yilgacha bo'lishi mumkin. U kafolatlangan kreditlar bo'yicha banklarning qo'llashiga ruxsat beriladigan maksimal foiz stavkasini belgilaydi. Ushbu stavkalar SBA tomonidan bozor sharoitlariga mos ravishda davriy ravishda yangilanadi.

Jumpstart Our Business Startups (JOBS) akti

Kichik firmalarni qo'llab-quvvatlash uchun 2012-yilda Jumpstart Our Business Startups (JOBS) akti qabul qilindi. Bu akt firmalarga o'zlarining o'sishlarini moliyalashtirish uchun o'tgan zamonlarga qaraganda osonroq aksiyadorlik moliyalashtirishini amalga oshirish imkonini beradi. Bu muhokama ushbu bo'limdagi kompaniya kapitali strukturasiga oid bo'lishi mumkin (18-bobni ko'ring), ammo firma JOBS aktidan foydalangan holda o'z o'sishlarini moliyalashtirish uchun kichik miqdordagi kapitalni jalb qilishi mumkin, boshqa bu bobda tilga olingan mo-

liyalashtirish vositalariga o'xshab. Asosiy farq shundaki, boshqa vositalar qarzli moliyalashtirishni o'z ichiga olsa, JOBS akti yangi aksiyadorlar tomonidan aksiyalarni sarmoya kiritish imkonini beradi, bu esa investitsiya banklari va SEC ro'yxatdan o'tish jarayonlarini (11-bobda muhokama qilindi) o'tgan holda amalga oshiriladi.

JOBS akti 1 milliard dollargacha sotuvlari bo'lgan firmalarga ("emerging growth companies" deb ataladi) kapital kerakligini internet, veb-portallar va rek-lama orqali osonroq e'lon qilishga va sarmoyadorlarni topishga imkon beradi. Bu "crowdfunding" deb ataladi. JOBS aktidan oldin sarmoyadorlar bir firma uchun sarmoya kiritishdan oldin \$1 millionlik sof boylikka ega bo'lishi kerak edi; endi firma uchun bu cheklov \$100,000 bo'lib, shart shuki, individual sarmoyador har bir firma uchun \$2,000 dan ortiq sarmoya kiritmasligi kerak. Emerging growth companies har yili shu tarzda \$1 milliongacha kapital jalb qilishlari mumkin. Agar emerging growth company birinchi jamoaviy taklif (IPO) qilishni xohlasa, u holda ularning moliyaviy hisobotlarini 5 yilga emas, faqat 2 yilga taqdim etishlari kerak bo'ladi. Boshqa regulyatorlik majburiyatlari ham yumshatiladi.

O'RGANISH FAOLIYATI

1. Banklarning veb-saytlarini tekshirib chiqing va kichik va o'rta bizneslar hamda yirik korporatsiyalar uchun taqdim etiladigan xizmatlar haqida ma'lumot oling. O'z izlanishingizda, mahalliy banklar bilan birga, quyidagi yirik banklar saytlarini ham qidiring: [<http://www.jpmmorganchase.com>](<http://www.jpmmorgan-chase.com>) va <http://www.bankofamerica.com>.

2. AQSH Kichik biznesni qo'llab-quvvatlash ma'muriyatidan kichik bizneslar uchun moliyalashtirish imkoniyatlari haqida www.sba.gov saytida ma'lumot oling.

3. <http://www.crowdsourcing.org>, <http://crowdfundingprofessional.org> va <http://www.cfira.org> crowdfunding yangiliklari va tadbirlari bilan shug'ullanuvchi sanoat saytlari.

16.4. BANKDAN TASHQARI QISQA MUDDATLI MOLIALASHTIRISH MANBALARI

Bundan tashqari, banklar bilan birga, korxonalar qisqa muddatli moliyalashtirishni olish uchun boshqa bir nechta manbalarni ham ishlatishlari mumkin. Ushbu bo'limda biz hisob-kitoblar, tijorat moliya kompaniyalari va yaxshi kreditga ega katta bizneslar uchun moliyalashtirish manbai bo'lgan tijorat qog'ozlarini ko'rib chiqamiz.

Tovar krediti taqdimoti

Eng muhim qisqa muddatli biznes moliyalashtirish shakli bu bir biznes tashkilotidan boshqasiga kengaytirilgan kreditdir. Hisob-kitoblar va ishlab chiqaruvchilar, ulgurji savdogarlar, yirik distribyutorlar va boshqa bizneslar tomonidan mahsulot yoki xizmatlarni sotuvchi kompaniyalar tomonidan olingan uzoq muddatli qarzarlar tovar krediti sifatida tanilgan.

Tovar kreditini tashkil etish barcha moliyalashtirish shakllaridan eng kam formalidir. Bu bir biznes tomonidan tovarlar yoki xizmatlar buyurtma qilish va sotuvchi biznes tomonidan tovarlarni yetkazib berish yoki xizmatni bajarish jarayonini o'z ichiga oladi. Xaridor biznesi tranzaksiyaning shartlari va to'lovni amalga oshirish muddati ko'rsatilgan hisob-faktura oladi. Xaridor bu qarzni hisob-kitoblarga qo'shadi. Sotuvchi esa bu talabni hisob-kitoblarga qo'shadi. Ba'zi holatlarda sotuvchi xaridordan qarzni tasdiqlovchi yozma hujjat talab qilishi mumkin. Bunday yozma hujjat odatda xaridor tomonidan to'lanishi kerak bo'lgan kvitansiya shaklida bo'ladi; sotuvchi bu hujjatni qabul qilingan qarz deb hisoblaydi. Bir biznes tashkiloti boshqa biznes uchun tovarlarni yetkazib berish yoki xizmatni bajarishdan oldin, u xaridorning buyurtmani to'lashga qobiliyati va istagini aniqlashi kerak. Bunday kredit tahlilining mas'uliyati aksariyat bizneslarda kredit menejeriga tegishli.

Tovar kreditining shartlari

Savdolar pul to'lash, oy oxiri (E.O.M.), o'rtasi oy (M.O.M.) yoki tovarni qabul qilish (R.O.G.) shartlari asosida amalga oshirilishi mumkin. Yoki 2/10, net 30 kabi shartlar taklif etilishi mumkin, bu esa xaridor tovar jo'natilgandan keyin o'n kun ichida to'lovni amalga oshirsa, xarid narxidan 2 foiz chegirma olish imkoniyatini bildiradi; agar to'lov o'n kun ichida amalga oshirilmasa, qolgan summa 30 kun ichida to'lanishi kerak. Bunday to'lovni tezda amalga oshirish uchun xaridorga taklif etiladigan savdo chegirmalari keng tarqalgan bo'lib, ular hisob-kitoblarni tezda to'lashga undashni maqsad qiladi. Ba'zan, sotuvchilar faqat net shartlar, masalan, net 30 yoki net 60 taklif etadilar.

Pulga sotish, uning ma'nosidan farqli o'laroq, odatda kreditni o'z ichiga oladi, chunki xaridorga ko'pincha to'lovni amalga oshirish uchun ma'lum bir kunlar beriladi. Masalan, xaridor o'n kungacha to'lovni amalga oshirishga ruxsat berilgan tovar sotilishi pulga sotish deb hisoblanishi mumkin, lekin shu vaqt davomida xaridorga kredit berilgan bo'ladi. Hatto to'liq naqd asosida mahsulot sotib oladigan firma uchun ham uning hisobvarag'ida har doim mavjud bo'lgan to'lovlar hajmi katta bo'lishi mumkin.

Tovar krediti narxi

Agar tovar kreditining shartlari majburiyatlarni erta to'lash uchun chegirma bermasa, bunday moliyalashtirish uchun xaridor uchun hech qanday xarajat bo'l-

maydi. Hatto chegirmalar mavjud bo'lsa ham, tovar krediti uchun xarajat yo'qdek tuyulishi mumkin, chunki erta to'lov chegirmasidan foydalanmaslik xaridorga sof narxni to'lashga majbur qiladi. Biroq, chegirmadan foydalanilmaganda xarajat mavjud bo'ladi. Masalan, 2/10, net 30 shartlari bilan, agar to'lov o'n kun ichida amalga oshirilmasa, xaridor 2 foizli chegirmadan foydalana olmaydi. Shunday qilib, tovar krediti narxi, chegirmadan foydalanilmagani uchun 2 foizni yo'qotishdan iborat.

Tovar krediti va bank kreditining narxini solishtirish uchun tovar kreditining narxi yillik foiz stavkasi asosida hisoblanishi kerak. Masalan, agar sotuv shartlari 2/10, net 30 bo'lsa, tovar krediti narxi – xaridor to'lovni o'n kundan 30 kungacha cho'zsa, u 2 foizli chegirmadan foydalanmaydi. Yo'qotilgan 2 foiz tovar krediti narxi bo'ladi va bu 20 kun davomida amalga oshiriladi. Agar biz moliyalashtirayotgan narxni chegirmali narx (hisob-faktura narxi minus foiz chegirmasi) deb hisoblasak, taxminiy samarali xarajat (EC) quyidagicha bo'ladi:

$$EC = \frac{\% \text{ discount}}{100\% - \% \text{ discount}} \times \frac{365 \text{ days}}{\text{Credit period} - \text{discount}}$$

Bizning 2/10, net 30 misolimiz bo'yicha, quyidagi tarzda bo'ladi:

$$EC = \frac{2\%}{100\% - 2\%} \times \frac{365}{30 - 10} = 2.04\% \times 18.25 = 37.2\%$$

Bu shuni ko'rsatadiki, savdo kreditining qiymati odatda bank kredit stavkalaridan yuqori bo'ladi. Shunday qilib, odatda, savdo kreditida naqd chegirmalardan foydalanish uchun mablag' olish mantiqan to'g'ri keladi. Savdo chegirmasidan foydalana olmaslik, yetkazib beruvchidan haqiqiy qiymat bilan qarz olishga o'xshaydi.

Ko'pgina biznes yo'nalishlarida savdo kreditining qiymati chegirmalarni hisobga olmaganda yuqori bo'ladi. Biroq, yuqori narx savdo kreditini istalmagan qisqa muddatli moliyalashtirish manbai deb o'ylamaslik kerak. Bu kichik va o'sib borayotgan bizneslar uchun eng muhim moliyalashtirish shakli bo'lishi mumkin, chunki ular odatiy moliyaviy kanallar orqali qisqa muddatli kredit olish huquqiga ega emaslar.

Moliyaviy ahvoli zaif bo'lgan firma savdo kreditini bank kreditidan ko'ra ko'proq topishi mumkin. Bank faqat qarzni to'lash o'miga foizlarni oladi, ammo qarz oluvchining majburiyati bajarilmasa, kreditning to'liq miqdorini yo'qotadi. Boshqa tomondan, ishlab chiqaruvchi yoki savdogar sotilgan mahsulotlardan foyda oladi. Agar xaridor majburiyatni bajarmasa, sotuvchi yo'qotadigan maksimal miqdor – bu xaridorga yetkazib berilgan mahsulot (COGS) qiymati.

Tijorat moliyaviy kompaniyalari

AQSHda birinchi tijorat moliyaviy kompaniyasi taxminan 100 yil oldin tashkil etilgan. O'sha vaqtdan beri ushbu tashkilotlarning soni 500 dan ortdi. Ba'zi kompaniyalar kichik bo'lib, mijozlariga cheklangan moliyaviy xizmatlar taklif qiladi, boshqalari esa keng resurslarga ega bo'lib, biznes kreditlash bo'yicha keng qamrovli dasturlarni amalga oshiradi.

Tijorat moliyaviy kompaniyasi – bu bank ro'yxatidan o'tgani yo'q tashkilot bo'lib, u bizneslarga hisob-kitoblarni chegirish, asbob-uskunalar ustaviga qarzlari yoki inventarizatsiya huquqlariga garov qo'yish orqali, yoki tijorat va sanoat jihozlarining kechiktirilgan to'lovlarini moliyalashtirish orqali mablag' ajratadi. Ba'zi kompaniyalar bizneslarga o'z ishlarida kerak bo'ladigan asbob-uskunalar, yuk mashinalari yoki boshqa og'ir texnikalarni moliyalashtirish uchun ijara xizmatlarini ham taklif qiladi. Ular tijorat kredit kompaniyalari, tijorat hisob-kitob kompaniyalari va chegirma kompaniyalari deb ham ataladi.

Tijorat moliyaviy kompaniyalari, masalan, CIT Group, Celtic Capital va GE Capital, tijorat banklari bilan bir xil xizmatlarni taklif qiladi, hisob-kitoblarni va inventarizatsiyalarni moliyalashtirishda. Hisob-kitoblar balansiga asoslangan kreditlar ajratishni tijorat moliyaviy kompaniyalari boshidan tashkil etgan va keyinchalik bu tizim tijorat banklari tomonidan qabul qilingan.

Tijorat moliyaviy kompaniyalari o'zlarining hozirgi soniga yetishgan, chunki ular yangi va yuqori ixtisoslashgan kredit shartlarini sinab ko'rish imkoniyatiga ega bo'lgan. Hisob-kitoblarga asoslangan kreditlash bilan bog'liq davlat qonunlari odatda banklar bilan solishtirganda bu notijorat tashkilotlar uchun foydaliroq bo'lgan. Shuningdek, ular yuqori xavfli qarzlari uchun foydali daromad olish imkoniyatiga ega bo'lishgan. Bu foiz stavkalari ko'pincha banklarning belgilangan stavkalaridan yuqori bo'lgan.

Tijorat moliyaviy kompaniyalari, hisob-kitoblarni va inventarizatsiyalarni moliyalashtirishdan tashqari, tijorat transport vositalari, sanoat va dehqonchilik texnikasi va boshqa biznes kredit turlarini moliyalashtirish orqali ko'plab bizneslarga kredit taqdim etadi. Tijorat moliyaviy assotsiatsiyasi tijorat moliyaviy kompaniyalari tomonidan taqdim etilgan biznes kreditining umumiy hajmini taxminan 215 milliard dollar deb baholaydi.

Tijorat moliyaviy kompaniyalarining kapitallari banklarga qaraganda yuqoriroq, ammo bu tashkilotlar faqatgina o'z kapitali bilan ishlamaydi. Ular qo'shimcha uzoq muddatli kapitalni debentura yoki garovsiz obligatsiyalarni sotish orqali jalb qiladi. Shuningdek, tijorat banklari tijorat moliyaviy kompaniyalariga katta miqdorda mablag'ni ulushli stavkalar bilan qarz berishadi va bu kompaniyalar o'z navbatida biznes qarzi oluvchilariga chakana stavkalar bilan qarz berishadi. Banklar bo'lmagan moliyaviy vositachilar, tijorat firmalari va sanoat firmalari tijorat moliyaviy kompaniyalarining tijorat qog'ozlariga investitsiya kiritishni foydali deb topishadi. Bu qisqa muddatli mablag' manbalari tijorat moliyaviy kompani-

yalariga o'zlarining eng yuqori qarz talablarini qondirish imkonini beradi, uzoq muddatli qarzga ega bo'lishdan chetlashadi, faqatgina qisman foydalaniladigan qismlarini yillik mablag'lar uchun foydalanishadi.

Tijorat moliyaviy kompaniyalarining kreditlaridagi yuqori foiz stavkalari (ba'zan 15–20 foizgacha) qarz oluvchiga nima uchun ushbu kompaniyalardan foydalanish kerakligi savolini tug'dirishi mumkin. Hozirgi aktivlari va yuqori likvidlik pozitsiyasiga ega bo'lgan biznesga boshqa qisqa muddatli moliyaviy manbalar bilan maslahat berilishi mumkin. Biznes eng yuqori darajada faol bo'lib, o'sish imkoniyatlari eng qulay bo'lgan paytlarda qo'shimcha qisqa muddatli mablag'lar-ga bo'lgan ehtiyoj katta bo'ladi, ayniqsa mijozlar o'z qarzlarini kechiktirganida va kompaniya naqd pulga muhtoj bo'lsa.

Bir biznes odatda avval bank kredit liniyasini oshirishni so'raydi. Bunga muvaffaqiyatsiz bo'lishi bilan, bankdan qo'shimcha qarz olish uchun inventarizatsiya yoki hisob-kitoblar garov sifatida taqdim etilishi mumkin. Biroq, barcha banklar bu moliyaviy kelishuvda faol ishtirok etmaydi. Shunday qilib, biznes tijorat moliyaviy kompaniyasi bilan ishlashga majbur bo'lishi mumkin. Tijorat moliyaviy kompaniyalari, bank filiallari operatsiyalariga cheklovlar qo'yilmagan holda, regional yoki milliy darajada filiallar tizimi orqali ishlay olishadi. Shuning uchun ular o'zlari uchun zarur bo'lgan biznes hajmini olishga muvaffaq bo'ladilar va yuqori xavfli moliyalash uchun zarur bo'lgan diversifikatsiyani ta'minlaydilar. Bir qancha bank holding kompaniyalari, ularning maxsus operatsion xususiyatlaridan foyda olish uchun tijorat moliyaviy kompaniyalarini sotib olishgan yoki tashkil etishgan.

Tijorat qog'ozlari

Qisqa muddatli moliyalashtirishning oxirgi manbai ma'lum bir qarz beruvchi turiga tegishli emas, balki moliyaviy bozorning o'ziga tegishli. Yuqori kredit sifatiga ega bo'lgan yirik AQSH kompaniyalari tijorat qog'ozlarini chiqarishi yoki sotishi mumkin, bu qisqa muddatli vekseldir. Buning ma'nosi shundaki, veksellar chiqaruvchining kredit sifatiga bog'liq bo'lib, ularning orqasida hech qanday xavfsizlik yoki garov yo'q. Tijorat qog'ozlari chiqaruvchi tomonidan to'g'ridan to'g'ri moliyaviy institutlarga yoki boshqa investorlar tomonidan sotilishi mumkin. Boshqa tomondan, ular tijorat qog'ozlari uylarida yoki dilerlar tomonidan sotilishi mumkin, ular veksellarni sotib olib, ularni shaxsiy yoki biznes investorlariga qayta sotadilar. Tijorat qog'ozlari dilerlarining asosiy daromadi – bu sotib olingan veksellar miqdoriga asoslangan komissiya. 2010-yil boshlarida \$1,1 trilliondan ortiq tijorat qog'ozlari muomalada bo'lib, ushbu qisqa muddatli qarz turi bo'yicha savdolar 2007-yil oxirida boshlagan moliyaviy inqirozdan oldingi darajaning yarmigacha tushdi. Moliyaviy noaniqlik qo'rquvi tijorat qog'ozlari bozoriga zarba berishi mumkin, bu 2007–2009-yillarda ko'rildi. Tijorat qog'ozlari bozori deyarli qurib ketdi, chunki investorlar AQSH

zaxira xavfsizliklariga yopishib olishdi, moliyaviy tizimning qulashi xavfidan qo'rqishdi. Ko'plab kompaniyalar faqatgina Federal zaxira tizimining bozorga likvidlik va qo'llab-quvvatlashni taqdim etishidan so'nggina tijorat qog'ozlari moliyalashtirishiga kira oldilar.

Tijorat qog'ozlari uyidan mablag' olishni istagan firma, o'z faoliyatini to'g'ri bajarishga doir shubhasiz obro'ga ega bo'lishi kerak. Avval tijorat qog'ozlari uyi kompaniyaning moliyaviy holatini chuqur o'rganadi. Agar kompaniyaning veksellari oson sotilsa, tijorat qog'ozlari uyi bilan firma o'rtasida veksellarni to'liq sotish bo'yicha kelishuv tuziladi. Tijorat qog'ozlari uyi bu veksellarni imkon qadar tezroq banklarga, pensiya fondi boshqaruvchilariga, ortiqcha mablag'ga ega bo'lgan korporatsiyalarga yoki boshqa investorlarga qayta sotadi. Veksellar odatda \$100,000 yoki undan katta miqdorda tayyorlanadi va muddatlari bir necha kundan 270 kungacha bo'ladi. Veksellarning hajmi va muddatlari individual investorlar talablariga mos ravishda sozlanishi mumkin.

Tijorat qog'ozlari chegirma asosida sotiladi. Dilerlar qarz oluvchiga veksellarning nominal qiymatini to'laydi, faqat foiz va komissiya, odatda 0.02 dan 0.05 foizgacha bo'lgan miqdorlar chetlab o'tiladi. Foiz to'lovlari pul bozoridagi umumiy stavkalar va qarz oluvchi kompaniyaning kuchiga qarab belgilanadi. Ushbu veksellar banklarga va boshqa qarz beruvchilarga qayta sotilganda, mavjud foiz to'lovlari veksellarning nominal qiymatidan chiqariladi. Shunday qilib, tijorat qog'ozlari dileri kelishuv va vositachilik uchun komissiya oladi.

Tijorat qog'ozlari endi faqat dilerlar yoki brokerlar orqali sotilmaydi. Investorlar tijorat qog'ozlarini onlayn tarzda elektron savdo tizimi orqali sotib olishlari mumkin. Birinchi kompaniya, o'z qog'ozlarini onlayn savdo tizimida taklif qilgan kompaniya Ford Motor Company bo'ldi, bu tizimni CS First Boston ishlab chiqqan. Shundan so'ng, boshqalar ham investorlar uchun to'g'ridan to'g'ri qog'oz chiqarishni osonlashtirish maqsadida onlayn tijorat qog'ozlari tizimlarini ishlab chiqdilar. So'nggi yillarda eng muvaffaqiyatli tizimlardan biri SunGardning Transaction Network bo'ldi. Onlayn qog'oz chiqarish tizimi dilerlar tomonidan olinadigan komissiyalarni yarmiga kamaytirish imkonini beradi.

Tijorat qog'ozlari yirik, yaxshi tanilgan va moliyaviy jihatdan barqaror kompaniyalar tomonidan chiqariladi; ular bank tomonidan qo'llab-quvvatlanadigan katta qisqa muddatli mablag'larni tezda yig'ish imkoniyatiga ega. Tijorat qog'ozlari qarz oluvchilarining ko'plari moliyaviy kompaniyalar bo'lib, ular o'zlarining kredit va ijaraga berish operatsiyalarini moliyalashtirish uchun qisqa muddatli mablag'larni tijorat qog'ozlari orqali yig'ishadi. Ular tijorat qog'ozlari stavkasi bilan qarz olib, mablag'larni boshqa tomonga yuqoriroq foiz stavkalari bilan kreditlashadi.

Faraz qilaylik, Eastnorth Manufacturing kompaniyasi 100,000 dollarlik tijorat qog'ozlarini chiqarishni xohlaydi, bu 9 oy (270 kun) muddatda tugaydi. Joylash-tirish to'lovi 0.10 foiz va foiz to'lovi 9 oylik davr uchun 7.5 foizni tashkil etadi.

Eastnorth kompaniyasining samarali moliyalashtirish narxini hisoblash uchun biz sotuvdan olinadigan sof daromad yoki foydalaniladigan mablag'ni va to'lanadigan jami foizlarni aniqlashimiz kerak. Sof daromad \$100,000 yig'ilgan miqdori bo'ladi, minus foizlar, minus joylashtirish to'lovi:

$$\begin{aligned}\text{Chiqimlar} &= 100\,000 \text{ dollar} - [(0.075) \times (100\,000 \text{ dollar})] - [(0.0010) \times \\ &\quad (100\,000 \text{ dollar})] \\ &= 100\,000 \text{ dollar} - 7\,500 \text{ dollar} - 100 \text{ dollar} \\ &= 92\,400 \text{ dollar}\end{aligned}$$

Foiz to'lovi $0.075 \times 100\,000$ dollar, ya'ni 7 500 dollar va joylashtirish to'lovi 100 dollar, jami xarajatlar 7 600 dollarni tashkil etadi. To'qqiz oylik tijorat qog'ozi chiqimlarining moliyaviy xarajati quyidagicha:

$$9 \text{ oylik xarajat} = 7,600\$/92400\$ = 0.0823 \text{ yoki } 8.23 \text{ foiz}$$

Tijorat qog'ozi chiqarishning yillik xaraji quyidagicha bo'ladi:

$$\text{Yillik xarajat } (1 + 0.0823)^{12} - 1 = 0.1111 \text{ yoki } 11.11 \text{ foiz}$$

Tijorat qog'ozlarini chiqarishning eng muhim sababi kompaniyaga qarz olish narxi odatda bank stavkalariga qaraganda pastroq bo'ladi. Pastroq stavkalar uchun sabab shundaki, faqatgina eng yirik va moliyaviy jihatdan barqaror kompaniyalar tijorat qog'ozlari chiqarishlari mumkin. Banklardan farqli o'laroq, odatda geografik hududni xizmat ko'rsatayotgan tijorat qog'ozlari dilerlar orqali dunyo bo'ylab sotiladi, shuning uchun xalqaro qisqa muddatli stavkalar, bank kredit komissiyalaridan ko'ra tijorat qog'ozlari stavkalarini belgilashda yordam beradi. Banklar tomonidan qisqa muddatli bank qarzlarida foiz to'lovlarini oshiradigan kompensatsiya bank balanslari talab qilinmaydi. Banklardan faqat bir xil bankdan qarz olishga ruxsat beriladigan miqdorlar, yirik kompaniyalar uchun tijorat qog'ozlarini chiqarishni afzal qilishga yordam beradi.

Bonds kabi, tijorat qog'ozlari reytinglanadi. Reyting chiqaruvchi uchun muhimdir, chunki reyting yuqori bo'lgan sari, foiz xarajatlari past bo'ladi. Sanoat kompaniyalari va boshqa bank bo'lmagan qarz beruvchilar ko'pincha tijorat qog'ozlarini yuqoriroq daromad olish uchun AQSH Zaxira qog'ozlariga (T-bills) alternativ sifatida sotib olishadi. Tijorat qog'ozlari, qisqa muddatli hukumat xavfsizliklariga nisbatan biroz yuqoriroq daromad keltiradi, bu 15.6-rasmda (15-bobda) ko'rsatilgan. Garchi tijorat banklari tarixan tijorat qog'ozlarini sotib olishning asosiy xaridorlari bo'lsa-da, uni sanoat korporatsiyalari, pul bozori o'zgaruvchan fondlari va boshqa qarz beruvchilar ham ushlaydi.

Ko'plab yuqori reytingli AQSH tijorat qog'ozlari chiqaruvchilari qog'ozlarini chet elda chiqarishlari mumkin. Yevropa tijorat qog'ozlari (Euro CP) bozori tijorat qog'ozlari chiqaruvchilariga AQSH obligatsiyalar bozoriga nisbatan afzalliklar taqdim etadi. Yevropa CP bozorida SEC tartibga solishi yo'q, shuning uchun tijorat qog'ozlari muddatlari biroz uzunroq va foiz xarajatlari kamroq. Bundan tashqari, Euro CP faqat tijorat qog'ozlari chiqaruvchilari "kremiga" taqdim etiladi, shuning uchun reytinglarga ehtiyoj yo'q. Investorlar eng xavfsiz chiqaruvchilarni biladilar. Shunday qilib, reyting uchun to'lashning hojati yo'qligi Euro CP bozori-ni foydalanishi mumkin bo'lgan firmalar uchun jozibali qiladi.

O'RGANISH FAOLİYATI

1. Tijorat moliya assotsiatsiyasi – tijorat moliya kompaniyalari uchun savdo assotsiatsiyasidir. Sanoat haqida ko'proq bilish uchun <http://www.cfa.com> saytiga tashrif buyuring.

2. SunGardning savdo tizimi saytiga tashrif buyuring: <https://mm2.sungard.net/sungardInvestor/>. Moliyaviy bozorlar haqida turli ma'lumotlar uchun Bloomberg saytiga tashrif buyuring: <http://www.bloomberg.com>.

16.5. QISQA MUDDATLI MOLİYALASHTIRISHNING XILMA-XILLIGI

Biz qisqa muddatli moliyalashtirishning bir nechta turlarini moliyalashtirish provayderlarini muhokama qilishda ko'rib chiqdik. Masalan, oldingi muhokamamizda banklar haqida gapirganda, kredit chiziqlari, aylanuvchi kredit kelishuvlari va SBA kredit kafolatlari haqida muhokama qildik. Ta'minotchilar savdo krediti taklif qiladilar. Moliyaviy bozorlar esa tijorat qog'ozlarini sotish imkoniyatini taqdim etadi. Ushbu bo'limda biz qisqa muddatli moliyalashtirishning boshqa turlarini muhokama qilamiz. Asosan, bu moliyalashtirish kelishuvlari banklar va tijorat moliya kompaniyalari tomonidan taqdim etiladi va ular ta'minotli moliyalashtirish shakllaridir. Ta'minotli kreditlash (yoki aktivlarga asoslangan kreditlash) deganda, qarzni beruvchi qarz oluvchi qarzni to'lamasa, qarzni qaytarish yoki sotish uchun ba'zi bir garov yoki xavfsizlikka ega bo'lishi tushuniladi. Biz bu turdagi kreditlashni avvalgi 10-bobda ipoteka obligatsiyalari bo'yicha muhokama qilgan edik. Ushbu bo'limda qisqa muddatli moliyalashtirish maqsadlari uchun aktivlar-ga asoslangan kreditlashdan foydalanishni ko'rib chiqamiz.

Hisob-kitoblar bo'yicha moliyalashtirish

Bankdan ta'minotsiz kredit olish uchun malakaga ega bo'lmagan yoki o'zining kredit liniyasidan ko'proq mablag'ga ehtiyoj sezayotgan biznes o'z hisob-kitoblarini kerakli mablag'larni olish uchun foydalanishni qaror qilishi

mumkin. Hisob-kitoblarni aktivga asoslangan kreditlash shakli sifatida ishlatish uchun ikkita usul mavjud. Birinchidan, firma o'z hisob-kitoblar balansini garov sifatida qo'yib qarz olishi mumkin. Bunga hisob-kitoblarni garovga qo'yish deyiladi. Ikkinchidan, firma o'z hisob-kitoblarini faktorlashtiruvchi kompaniyaga sotishi mumkin; shunday qilib, hisob-kitoblarni sotish faktoring deb ataladi. Hisob-kitoblarni mablag' olish uchun ishlatishning ushbu ikki usuli ko'p jihatdan farq qiladi. Har birining umumiy jarayonini muhokama qilib, ular orasidagi farqlarni ko'rib chiqamiz.

Hisob-kitoblarni garovga qo'yish

Firma mijozlari o'z hisob-kitoblarini to'lashni kutmasdan, hisob-kitoblarini garovga qo'yib kredit olishi mumkin. Buning orqali firma mablag'larni tezroq olish imkoniyatiga ega bo'ladi, ammo buni amalga oshirish narxi bor. Hisob-kitoblar so'zi ko'plikda ishlatiladi. Firma o'z hisob-kitoblarini garovga qo'yganda, har bir mijozning hisob-kitobi tekshiriladi va qarz olish uchun ular kredit qobiliyatiga ega ekanligi aniqlanadi. Kredit beruvchi, odatda, bank yoki moliya kompaniyasi, firmalarning hisob-kitoblaridan to'lash tajribasini va hisob-kitoblarning ba'zi xususiyatlarini diqqat bilan tekshiradi.

Bank firma hisob-kitoblarini tasdiqlash uchun tekshirishi mumkin va ba'zi hollarda, har bir hisob-kitobni tahlil qilib, firma mijozlarining to'lovlarni qancha tez amalga oshirayotganini aniqlash mumkin. Bank bu mijozlar haqida ma'lumotga ega bo'lishi kerak; ehtimol, ularning kredit reytinglarini Dun & Bradstreet (D&B) kabi manbalardan tekshiradi. Ularning qarzlarini to'lash qobiliyati, qarz olish uchun murojaat qilgan biznesning to'lovlarni qanchalik yaxshi yig'ishiga ta'sir qiladi.

Bundan tashqari, bank sotilgan tovarlarning turini va sifatini o'rganadi. Agar tovarlar past sifatli bo'lsa, mijozlar bunaqa tovarlarga nisbatan e'tiroz bildirishlari va to'lovlarni kechiktirishlari mumkin. Agar katta miqdorda tovar qaytarilsa va hisob-kitoblar kamaytirilsa, hisob-kitoblar kredit uchun garov sifatida kam qiymatga ega bo'ladi.

Hisob-kitoblarga asoslangan kredit odatda umumiy hisob-kitoblarning 80 foizidan oshmaydi. Bu summa mijozlarga tez to'lov qilish uchun taqdim etilgan chegirmalar va tovarlarning qaytarilishining odatiy foizlari bilan kamaytirilishi kerak. Agar bank, kredit arizachisining mijozlarining ko'plari mos kelmasligini yoki ularning kredit reytinglarini olish mumkin emasligini sezsa, u hisob-kitoblar nominal qiymatining pastroq foizini qarzga beradi. Shuningdek, agar bir mijoz firma kredit savdolarining katta qismini tashkil qilsa, ushbu hisob-kitobga qarshi qarz berilgan foiz odatdagidan kamroq bo'lishi mumkin; bu bankni himoya qiladi, chunki agar firmaning katta mijozida moliyaviy qiyinchiliklar yuzaga kelsa, bu ta'minlovchi firma uchun keyingi naqd pul oqimining muammolarini yaratishi mumkin.

Hisob-kitoblarni garovga qo'yish jarayoni oson emas. Firmaning hisob-kitoblari bank tomonidan qarz olish asosida qabul qilinishiga qaror qilish uchun ko'rib chiqiladi. Kredit berish vaqtida, biznesning hisob-kitoblarida alohida ravishda bank kreditiga garov sifatida qo'yilgan hisob-kitoblar aniqlanadi. Garov sifatida faqat bank uchun mos bo'lgan hisob-kitoblar belgilangan bo'ladi. Bu hisob-kitoblar to'liq to'lanishi yoki qoniqarsiz holga kelishi bilan, ular boshqa hisob-kitoblar bilan almashtiriladi.

Hisob-kitoblarni garovga qo'yish jarayoni firma, mijozlar va bank o'rtasida hisob-kitoblar va mablag'larni (elektron yoki qog'oz orqali) uzatishni o'z ichiga oladi. Masalan, bank barcha jo'natish hisob-fakturalarining nusxalarini oladi, bu tovarlarning jo'natilganligini va hisob-kitobning haqiqiylikini ko'rsatadi. Shunday qilib, hisob-faktura materiallari firmadan mijozga va firmadan bankka uzatiladi. Shuningdek, bir nechta mablag' o'tkazmalari mavjud. Birinchi navbatda, bank firma uchun mablag' ajratadi. Ikkinchidan, firmaning mijozlari garovga qo'yilgan hisob-kitoblar bo'yicha to'lovlarni amalga oshiradi. Uchinchi navbatda, firma to'lovlarni bankka jo'natadi, shunda kreditni to'laydi.

Hisob-kitoblarni garovga qo'yish odatda bankdan mablag' olishdan qimmatroqdir. Garovga qo'yilgan hisob-kitoblar shartnomasida firma kreditga (ya'ni unga ajratilgan mablag') va kreditni olish uchun kerakli qo'shimcha ishni qoplash uchun alohida to'lov to'laydi. Bank firma kitoblarini vaqti-vaqti bilan tekshirib, shartnoma shartlariga rioya qilinayotganini va mijoz to'lovlarini vaqtida yuborilayotganini ko'rib chiqadi. Mijozlar garovga qo'yilgan hisob-kitobdagi qarzlari to'lganida, olingan mablag' bankka o'tkazilishi kerak. Bank firma kitoblarini tekshirish va tashqi hisob-kitob firmalari tomonidan tekshirilishini ta'minlash huquqiga ega.

Shu bilan birga, "ta'minot zanjiri moliyalashtirish" deb ataladigan holatda, ba'zi banklar Amerika Qo'shma Shtatlarida kichik bizneslarga ta'minot zanjiri orqali yordam ko'rsatib, ularga garov (yoki keyingi bo'limda muhokama qilinadigan faktoring) xizmatlarini taqdim etishadi. Bunda bank, katta firmaga tovar yetkazib beruvchi kichik biznesga, ularning mijozlaridan olingan hisob-kitoblarni garovga qo'yish imkoniyatini taqdim etadi. Katta firma bilan doimiy aloqada bo'lgani uchun bank kichik biznesga katta firmadagi kredit reytingiga mos keladigan kredit stavkasi bilan mablag' ajratadi. Shu tarzda kichik biznesda aniq naqd pul oqimi mavjud bo'ladi va katta biznesda ta'minot munosabati yanada barqaror bo'ladi. Endi kichik biznesning bankrot bo'lishi ehtimoli kamayadi, agar uning mijozlari to'lovlarini sekinroq amalga oshirsa. Bank esa kichik biznesning hisob-kitoblariga moliyaviy yordam ko'rsatganidan yangi mijoz va yangi daromad manbalarini olish imkoniyatiga ega bo'ladi – barcha tomonlar "ta'minot zanjiri moliyalashtirish" bilan "g'alaba qozonadilar".

Hisob-kitoblarni ta'minlash

Garov qilish – bu hisob-kitoblar bo'yicha qarz olish, faktoring esa hisob-kitoblarni sotish jarayonidir. Moliyaviy firma yoki faktor hisob-kitoblarni to'liq sotib olib, barcha kredit xavfini o'z zimmasiga oladi. Muddati bo'yicha faktoringda hisob-kitoblar sotgan firma odatdagi to'lov sanasida, ya'ni hisob-kitobning umumiy muddati tugaganida to'lanadi. Avans faktoringida esa faktor firma hisob-kitoblarini to'lov muddati boshlanishidan oldin to'laydi. Faktoring shartnomasiga ko'ra, sotilgan hisob-kitoblar mijozga faktor tomonidan to'lanishi haqida xabar beriladi va hisob-kitoblar yig'ish jarayoni sotuvchidan faktorga o'tkaziladi. GE Capital, Platinum Funding va bir qancha yirik banklarning bo'limlari faktoring xizmatlarini taqdim etadi.

Faktoring kredit orqali yoki kreditlarsiz amalga oshirilishi mumkin. Kredit orqali faktoringda faktor, to'lanmagan hisob-kitobni firma tomonidan qaytarish huquqiga ega va sotib olingan summa qaytarilishi kerak. Kreditlarsiz faktoringda hisob-kitoblar faktor tomonidan sotib olinadi va yomon yoki kech to'lov qilinadigan hisob-kitoblar faktorning mas'uliyatiga kiradi.

Faktoringda, kompaniya odatda hisob-kitoblarni faqat ba'zan sotib olganda emas, balki ko'pincha faktor bilan hamkorlik qiladi. Oddiy tuzilma bo'yicha faktor kompaniyaning kredit bo'limiga aylanadi. Ya'ni yangi va mavjud mijozlarga kreditni sotish bo'yicha barcha so'rovlar faktor tomonidan tasdiqlanishi kerak, bu firma uchun o'zining kredit bo'limini ishga olish, o'qitish, xodimlar bilan ta'minlash va boshqarish uchun sarflanadigan vaqt va mablag'ni tejash imkonini beradi. Faktoring kredit bo'limi tezkor va aniq kredit tahlillarini o'tkazishi kerak va chunki ular firma mijozlari bilan yaqin aloqada bo'lib, bu xizmatdan foydalanuvchi kompaniyalar bilan yaxshi munosabatda bo'lishlari zarur.

Agar faktor yangi mijozning kredit so'rovini yoki mavjud mijozga kredit chegarasini oshirishni rad etsa, firma o'zining qarorini qabul qilib, kreditni o'zi ham taqdim etishi mumkin. Bunday holatlarda firma bu hisob-kitoblarni o'z balansida saqlaydi va hisob-kitoblar bilan ishlashni, ya'ni to'lovlarni yuborish, yig'ish va har qanday kechikish yoki to'lov qilmoqchi mijozlar bilan shug'ullanishni o'z zimmasiga oladi.

Faktoringdan foydalanish uchun shartnoma tuziladi, bu shartnoma sotuvchi va faktor o'rtasidagi vazifalar va majburiyatlarni belgilaydi. Shartnomada qabul qilingan hisob-kitoblar faktorga to'lanishi va bu hisob-kitoblarga oid savdo hisob-fakturalari va asl jo'natish hujjatlari har kuni faktorga topshirilishi kerakligi ko'rsatiladi, shuningdek, barcha kreditlar, chegirmalar va mahsulotlarni qaytarish haqida ma'lumotlar kiritiladi.

Shartnoma hisob-kitoblar sotilishi mumkin bo'lgan shartlarni belgilaydi, masalan, firma turi, mijozning geografik joylashuvi va qabul qilinadigan kredit reytinglari. Shartnomaning boshqa muhim qismi, agar mijoz kechikish bilan to'laydigan bo'lsa, qanday yig'ish tartibi qo'llanishi kerakligini belgilaydi.

15-bobda ko'rganimizdek, hisob-kitoblarni yig'ish qimmatga tushishi mumkin, ayniqsa mijoz tajovuzkor yig'ish harakatlari tufayli yomonlashgan bo'lsa. Firma faktorning qanday yig'ish jarayonini olib borishini bilishni xohlaydi, chunki tajovuzkor yig'ish kelajakda yo'qotilgan savdolarni keltirib chiqarishi mumkin.

Factoring narxi ikki tarkibdan iborat. Birinchidan, avans uchun foizlar olinadi. Ikkinchidan, faktoring komissiyasi yoki xizmat haqi hisob-kitoblar summasining foizida hisoblanadi. Ushbu xizmat haqi odatda hisob-kitoblarning yuz foizidan 1.5% dan 3% gacha bo'ladi. Faktorlar odatda 80% avans beradi, ammo ular to'lovlar bo'yicha qaytariladigan to'lovlar yoki boshqa so'rovlar tufayli hisob-kitob summasidan 5% dan 15% ga kamaytirilishi mumkin. Ushbu qismlar sotuvchi firma uchun qaytariladi, agar ular sozlash uchun kerak bo'lmasa.

Masalan, agar firma 70,000 dollar qarz bo'lgan mijozga ega bo'lsa va mijozning qarzini 60 kun ichida to'lamasa, faktor firma 70,000 dollarning 80%, ya'ni 56,000 dollarini sotib olishni tasdiqlaydi. Agar 60 kunlik hisob-kitoblar uchun foiz stavkasi 2% va faktoring komissiyasi 3% bo'lsa, faktoring narxi 3,500 dollarni tashkil etadi (70,000 dollarning 5% foizi). Agar mijoz to'lovni to'liq 60 kunlik muddatda amalga oshirsa, firma yana 10,500 dollar oladi, ya'ni asl hisob-kitob summasi (70,000 dollar) minus avans (56,000 dollar), minus umumiy faktoring va foiz xarajatlari (3,500 dollar). Shunday qilib, firma asl 70,000 dollardan 66,500 dollarni yig'adi; 56,000 dollar bir-ikki kun ichida olinadi, qolgan qismi esa taxminan 60 kunda olinadi.

Factoring xizmatlari moliyaviy kuchli bo'lgan kompaniyalar uchun ham foydalidir, ammo o'rtacha firmalar uchun bu xizmatlardan foydalanish osonroq. Bunday davrda kompaniyalar ishchi kapitalning yetishmasligi bilan duch kelishadi. Hisob-kitoblarni kreditlarsiz sotish (ya'ni, sotuvchi firma hisob-kitoblar uchun olingan mablag'ni qaytarishga majbur emas) naqd pulni hisob-kitoblarga almashirishga yordam beradi. Bu esa yanada ko'proq o'sish va rentabellikni ta'minlashi mumkin.

Ba'zi firmalar o'z hisob-kitoblarini boshqa sabablarga ko'ra faktoring qilishadi. Birinchidan, kredit sotuvlar orqali ish yuritish xarajati aniq bo'lib, oldindan aniqlanishi mumkin, chunki faktor barcha yig'ish xavflarini o'z zimmasiga oladi. Bu kredit sug'urtasi shaklidir. Ikkinchidan, faktoring xarajatlarni, jumladan, buxgalteriya xarajatlarini, kredit bo'limini yuritish va kechikkan qarzlarni yig'ishning barchasini yo'q qiladi. Yana bir afzallik, ammo kamroq sezilarli bo'lgan tomoni shundaki, faktoring biznesni moliyaviy masalalar bilan bog'liq tashvishlardan ozod qiladi va uni ishlab chiqarish va tarqatish bo'yicha e'tiborni jamlashga imkon beradi. Faktoring eksport sotuvlarini qo'llab-quvvatlashda tobora muhimroq bo'lib bormoqda. Xalqaro yuklarni moliyalashtirish masalalariga begona bo'lgan firma, xorijiy hisob-kitoblarni faktoring yordamida bu detallarni hal qilishdan ozod bo'ladi.

Ba'zi bizneslar faktoring xizmatlarini yuqori baholasa-da, boshqalari uning ishlatilishiga qarshi chiqadi. Eng ko'p keltirilgan ikkita sabab xarajatlar va moliyaviy zaiflikka nisbatan qarashlardir. Faktoring narxi, bankdan ta'minlanmagan kredit shartlari bo'yicha qarz olish xarajatidan yuqori. Biroq, faktoringning sof narxi yuqori deb xulosa qilish qiyin. Zarur bo'lgan ortiqcha xarajatlarning yo'qolishi va menejmentning moliyaviy masalalar bilan shug'ullanishi shart emasligi faktoringda qo'shimcha xarajatlarni qoplaydi.

Faktoringning ta'siriga uchragan sanoatlarning ichida chakana savdo juda sezilarli. Faktorlar ko'plab yirik chakana sotuvchilariga to'lov kafolati beradi. Bunday kafolatlar bilan yetkazib beruvchilar tovarlarni chakana sotuvchilarga jo'natishadi, to'lovni oladiganlariga ishonch hosil qilgan holda. Agar faktorlar chakana sotuvchi o'zining moliyaviy holatiga ishonchsiz deb hisoblab, yetkazib beruvchilarga to'lov kafolatini berishdan bosh tortsa, chakana sotuvchi firma tovarlarini sotish uchun hech narsaga ega bo'lmazligi mumkin. Shunday qilib, moliyaviy zaiflikka oid taxminlar o'zini oqlashi mumkin. Birinchi faktor chakana sotuvchining kreditini qo'llab-quvvatlashda ikkilansalar, barcha faktorlar uni rad etadi, chunki hech bir faktor moliyaviy muammoga duchor bo'lgan firmani qo'llab-quvvatlashni xohlamaydi. Faktorlar chakana sotuvchining haqiqiy yoki tasavvurdagi moliyaviy pasayishini oldindan bildiruvchi signal sifatida xizmat qiladi. 1995-yilda Bradlees nomli chegirmali chakana sotuvchi faktorlar Bradleesning yetkazib beruvchilariga bo'lgan hisob-kitoblarini kafolatlashdan bosh torganidan so'ng, 11-band bo'yicha bankrotlikni e'lon qildi. Bir necha oy o'tib, yana bir chegirmali chakana sotuvchi Caldor ham xuddi shu sababdan bankrotlikni e'lon qildi: faktorlar uni qo'llab-quvvatlamadilar.

Agar faktorlar chakana sotuvchining kreditini qabul qilishdan bosh tortsa, chakana sotuvchining yetkazib beruvchilari moliyaviy jihatdan muammoga duch kelgan chakana sotuvchidan to'lov olmaslik xavfini o'z zimmalariga olib, jo'natishni davom ettirishi yoki jo'natishni to'xtatib, mijozni yo'qotishi kerakligini hal qilishlari kerak. Federated Department Stores, Allied Stores, Macy's, Jamesway, Bradlees va Caldor kabi chakana do'konlari bankrotlikni e'lon qilganida, vaqt o'tishi bilan yetkazib beruvchilar faktorlarni tinglashadi.

Faktor moliyaviy yordamni olish imkoniyatiga ega bo'lmagan chakana savdo nuqtalari yopilishining yagona sababi emas. 2007–2009-yillardagi katta inqirozda, bir kredit beruvchi va faktor iqtisodiy inqirozdan aziyat chekdi; CIT Group 2009-yilda bankrotlikni e'lon qildi. O'sha paytda u ko'plab kichik bizneslar, franchise ga ega bo'lganlar va SBA krediti bo'yicha faoliyat yuritgan katta bir faktor edi. Yaxshiyamki, firma bankrotlikni e'lon qilgandan so'ng tiklandi va hozirda bizneslarga kreditlar va faktoring xizmatlarini moliyalashtirishni davom ettirmoqda.

Garov va faktoring ko'p o'xshashliklarga ega. Ularni farqlashga yordam berish uchun, **16.2-jadval** ularning ba'zi farqlarini taqdim etadi.

Qabulnomalar

Savdo bitimlaridan kelib chiqqan yana bir turdagi hisob-kitob vositasi qabulnoma deb ataladi. Qabulnoma – bu mijozdan yoki mijozning bankidan olib borilgan hisob-kitob asosida sotilgan tovarlardan olingan hisob-kitobdir. Bank “qabul qiladi”, bu demak, agar qarzdor hisob-kitobni belgilangan vaqtida to‘lamasa, bank to‘lovni amalga oshiradi.

Qabul qilingan hisob-kitob yoki hisob-faktura tovar sotuvchisiga qaytariladi va to‘lov muddati kelgunga qadar saqlanishi mumkin. Ushbu davr davomida biznes qabulnomalarni boshqa bankka diskontlash yoki sotish orqali naqd pul olish yoki boshqa to‘lovlar uchun qabulnomani ishlatishi mumkin.

16.2-jadval

Garov va faktoring hisob-kitoblarni solishtirish

Garov hisob-kitoblarni ta'minlash:	Faktoring hisob-kitoblarni sotish
Bu hisob-kitoblar bo'yicha qarzdor.	Bu hisob-kitoblarni sotishdir.
Hisob-kitoblar balansi balansda qoladi.	Hisob-kitoblar balansi balansdan olib tashlanadi.
Mijoz firma uchun to'lovni amalga oshiradi, firma to'lovni bankka topshiradi.	Mijoz faktorga to'lovni amalga oshiradi.
Firma har bir kredit qarorini o'zi qabul qiladi.	Faktor kredit qarorini qabul qiladi; firma o'z-o'zidan kredit berishni tanlashi mumkin.
To'lovlar: Kredit bo'yicha foiz stavkasi Hisoblar va to'lovlarni davriy tekshirish uchun audit to'lovlari. Qo'shimcha xarajat: firma va bank o'rtasida hujjatlar va mablag'lar oqimi.	To'lovlar: Avans qilingan mablag'lar bo'yicha foiz stavkasi. Xizmat haqi

Bankning qabulnomasidan foydalanish, 6-bobda xalqaro tovar yetkazib berish bilan bog'liq holda batafsil muhokama qilinadi. Ammo ular o'zining va-tandagi moliyalashtirishda ham ishlatilishi mumkin. Ba'zi davlatlarda qabulnomalar ikkilamchi valyuta sifatida ishlatiladi. Ya'ni, firma mijozning bankidan qabulnoma oladi; buning evaziga firma ushbu qabulnomani o'z yetkazib beruvchisiga to'lov sifatida ishlatadi va yetkazib beruvchi qabulnomani o'z hisob-kitoblarini to'lash uchun ishlatadi. Agar dastlabki qarz miqdori yaxshi kredit reytingiga ega bo'lgan bir banka tomonidan “qabul qilingan” bo'lsa, qabulnoma pul o'tkazilguncha ishlatilishi mumkin – buni asl qarzdor yoki qabul qiluvchi bank amalga oshiradi.

2-muhokama savoli

15-bobda 7-o'quv maqsadida o'rganganimizdek, qanday qilib qarz oluvchilarga moliyaviy yordam ko'rsatish usullari banklar yoki boshqa manbalar tomonidan qarz oluvchilarni qanday boshqarish kerakligini ta'sir qiladi?

O'RGANISH FAOLIYATI

Garov va boshqa aktivga asoslangan kredit beruvchilar haqida bilib olish uchun quyidagi veb-saytlarni tashrif buyuring:

www.gecapital.com

www.gecdf.com/home

www.textronfinacial.com

www.celticcapital.com

16.6. INVENTARIZATSIYANI MOLIYALASHTIRISH VA KAFOLATLANGAN KREDITLAR

Debitorlik qarzlarni moliyalashtirish – bu qarz beruvchining mahsulotlardan allaqachon olingan to'lovlarni to'lash va'dasini moliyalashtirish usuli. Boshqa tomondan, zaxiralar “joyida” bo'lgan tovarlar bo'lib, qarz oluvchi defolt holatida xavfsizlik qo'shimcha narsalarni ta'minlaydi. Biznes kreditlarini ta'minlashning boshqa shakllari moliyaviy kreditlarni o'z ichiga olishi mumkin korxona yoki uning egalari tegishli bo'lgan aksiyalar va obligatsiyalar kabi qimmatli qog'ozlar. Kichik uchun korxonalar egasining hayotini sug'urtalash polisining pul qiymati garov sifatida ishlatilishi mumkin. Kredit yoki moliyalashtirish manbai egasidan kreditni shaxsan kafolatlashni talab qilishi mumkin.

Inventarizatsiya kreditlari

Korxona o'z zaxiralaridan kredit garovi sifatida deyarli qarz olishi mumkin bo'lgan tarzda foydalanishi mumkin debitorlik qarzlari. Bank firma zaxiralarining jismoniy holatini va zaxiralarning umumiy tarkibini baholaydi. Doimiy talabga ega bo'lgan asosiy ehtiyojlar kreditlar uchun garov sifatida yaxshi xizmat qiladi. Zamonaviy va dizayner kiyimlari kabi moda buyumlari garov sifatida kamroq qabul qilinadi. Qimmatli qog'ozlarni garov sifatida ishlatadigan firmalar, odatda, ular garovsiz asosda qo'shimcha mablag' olish imkoniyatiga ega emasligi sababli shunday qilishadi.

Bank biznesni kreditlashda o'zini inventarizatsiya qilish orqali garov yoki alohida obyektlar bir-biridan farq qilib bo'lmaydigan bo'lsa, inventarga qarshi da'vo don yoki kiyim-kechak buyumlari bilan himoya qilishi mumkin. Bunday kreditlar uchun qarz oluvchi faqat 60 dan 80 gacha kredit olishi mumkin.

Ishlab chiqaruvchining tugallanmagan ishlab chiqarish zaxirasi uning qiymatining atigi 20–30 foizini olishi mumkin.

Tovarlarni aniqlash mumkin bo'lgan boshqa hollarda, ishonch kvitansiyasi ishlatilishi mumkin. Pul inventarizatsiyadagi ba'zi narsalar uchun qarzga olinadi. Ushbu moliyalashtirish usuli ba'zan zamin rejasini moliyalashtirish, avtosalonlar va tovar-moddiy zaxiralar mavjud bo'lgan maishiy texnika do'konlari tomonidan foydalaniladi, ishonchli kvitansiyalar orqali moliyalashtiriladigan seriya raqami bilan aniqlanishi mumkin.

Ba'zi hollarda, inventarizatsiya garov sifatida ishlatilganda, bank quyidagilarni talab qilishi mumkin. Tovar-moddiy zaxiralarni bojxona va litsenziyalangan omborga joylashtirish, ombor kvitansiyasi ombordan chiqarilgan bank kredit muddati tugaguniga qadar uni ushlab turadigan bankka o'tkaziladi. Biznes uchun katta hajmdagi tovarlarni saqlash omboriga yetkazib berish quyidagilar bo'lishi mumkin. Foydalanish fipoleik qatlam ushbu muammoni hal qiladi. Sayyor omborxona korxona qarz oluvchi korxona hududida chiqish omborini tashkil etish huquqiga ega. Tashqi omborlar odatdagi jamoat omboridan farq qiladi, chunki ular bitta omborga xizmat qiladi. Hududida sayyor ombor tashkil etilgan va faqat muddati tugagunga qadar mavjud bo'lgan buyurtmachi kredit. Dala omborini yaratishda ombor operatori mulkning bir qismini ijaraga olishi kerak, bu ombor maqsadlarida ishlatiladi. Keyin u to'siqlar, mulkning aniq egaligini ko'rsatish uchun yo'llar va boshqa inshootlar o'rnatishi kerak. Bu shunday qilish uchun qilingan biznes operatsiyalari paytida saqlangan narsalarni tasodifiy yoki qasddan olib tashlashdan saqlanish mumkin. Saqlanadigan tovarlarning xavfsizligini tekshirish uchun xavfsizlik o'rnatilishi yoki xona bo'lishi mumkin, muhrlangan va muhr vaqti-vaqti bilan kompaniyaning o'z kelishuviga rioya qilishiga ishonch hosil qilish uchun tekshiriladi. Saqlanishi kerak bo'lgan tovarlar yoki narsalar to'g'risida to'liq hisobot bo'lishi va quyidagilar bo'lishi kerak.

Mol-mulkka xizmat ko'rsatish, yong'inga qarshi choralar ko'rish, sug'urta qilish to'g'risida bitimlar imzolandi va boshqa zarur jismoniy talablar. Muayyan sharoitlarda ombor operatori tovarlarning aylanishini ta'minlash uchun tovarlarning bir qismini kunlar, haftalar yoki oylar bo'yicha berish huquqiga ega. Ushbu tartibga muvofiq inventarizatsiya vaqti-vaqti bilan amalga oshirilishi kerak. Dala omborlari AQSH bo'yab ishlaydi, ammo Markaziy mintaqalarda va Tinch okean sohillarida to'plangan konservalar, turli xil mahsulotlar, yog'och, yog'och va qurilish materiallar ushbu mamlakatdagi barcha dala omborlarining beshdan ikki qismini to'ldiradi. Tovarlar uchun kreditlar beradigan banklar, odatda, dala omborlarining kvitansiyalarini garov sifatida qabul qiladi. Tovar-moddiy zaxiralarni sotib olish uchun kreditlar biznes qarz oluvchilar uchun ta'minlanmagan kreditlarga qaraganda biroz qimmatroq. Ko'proq yuqori narx qisman ombor operatsiyalari narxiga, shuningdek, qarz oluvchining kredit baliga bog'liq past bo'lishi mumkin. Ombor kreditlari bo'yicha bank foiz stavkalari ta'minlanmagan kreditlar, bundan

tashqari, kredit miqdori va boshqa omillarga qarab summaning 1 dan 2 foizigacha bo'lgan ombor to'lovini to'lash kerak.

Texnologiya inventarizatsiyani baholashda, ayniqsa, bu uskunalar bo'lsa, yordam berishi mumkin. Raqamli kameralar kabi raqamli yozuvlar sizga narsalarni suratga olishga imkon beradi.

Qimmatli qog'ozlar va obligatsiyalar bilan ta'minlangan kreditlar

Qimmatli qog'ozlar va obligatsiyalar ko'pincha qisqa muddatli kreditlar uchun garov sifatida ishlatiladi. Ushbu qimmatli qog'ozlar, birinchi navbatda, ularning likvidligi va qiymati tufayli garov sifatida qabul qilinadi. Agar qimmatli qog'ozlar yaxshi bo'lsa, likvid va agar ularning qiymati talab qilingan kredit miqdorini qoplash uchun yetarlicha yuqori bo'lsa, aksiyalar biroz pasayadi, bankir kredit beradi. Milliy qimmatli qog'ozlardan birida ro'yxatga olingan qimmatli qog'ozlar birjalar afzalroqdir. Chunki tez-tez narx kotirovkalari mavjud. Banklar, odatda, 60% dan kredit oladilar, kotirovka qilingan aksiyalarning bozor qiymatining 70 foizigacha va bozor qiymatining 70 dan 80 foizigacha yuqori sifatli obligatsiyalar.

Ushbu turdagi garovni moliyalashtirish uchun faqat ajratilgan aksiyalar va obligatsiyalar huquqiga ega o'tkazib bo'lmaydigan AQSH jamg'arma obligatsiyalari bundan mustasno. Belgilangan qimmatli qog'ozlar bankka joylashtirilganda, bankka sotishga ruxsat beruvchi aksiyalar yoki obligatsiyalar uchun vakolat berilgan yoki kreditni himoya qilish uchun zarur bo'lsa, qimmatli qog'ozlarni tasarruf etadi.

Kreditlarni ta'minlashning boshqa shakllari

Qisqa muddatli bank kreditlari garovi sotib olish xarajatlarini o'z ichiga olishi mumkin hayotni sug'urtalash polislari, qarz oluvchi, veksell va qabul qiluvchidan boshqa tomonidan kredit kafolati.

Hayotni sug'urtalash bo'yicha kreditlar to'liq hayotni sug'urtalash, ba'zan doimiy deb ataladi. Hayotni sug'urtalash, sug'urta qildiruvchi vafot etgan taqdirda benefitsiarga o'lim nafaqasini beradi. Ammo inson hayoti davomida ular siyosatni saqlab qolish uchun muntazam ravishda kuchda (avtoullov sug'urtasi polisi bilan bog'liq holatga o'xshash) hayot sug'urtasi badallarini to'laydilar. Ammo doimiy hayot sug'urtasi bilan mukofotlar "jamg'arma" hisobvarag'iga o'tadi va vaqt o'tishi bilan investitsiya qilinadi. Agar odam tirik qolsa pensiya, siyosatning ushbu naqd qiymati yashash xarajatlarini to'lash uchun ishlatilishi mumkin. Hayot davomida ushbu pul qiymati kredit berish yoki ta'minlash uchun ishlatilishi mumkin.

Kichik korxonalar ko'pincha summani garovga qo'yish orqali kerakli qisqa muddatli bank kreditlarini olishadi, naqd pul berish yoki egasining hayotini sug'urtalash polisini bekor qilishda oladigan summa. Siyosatlar haddan tashqari ko'p bo'lishi kerak va o'z topshirish shakllarining maqsadlari ko'plab sug'urta

kompaniyalari ulardan foydalanishni talab qiladi. Bank tomonidan sotib olish qiymati bilan ta'minlangan xavfsizlik tufayli pul mablag'lari, ushbu kreditlar odatda boshqa turdagi kreditlarga qaraganda past foiz stavkasiga ega biznes garovlari. Foydali stavkalarining yana bir sababi shundaki, qarz oluvchi to'g'ridan to'g'ri sug'urta kompaniyasida qarz olishi mumkin. Shunga qaramay, bank foiz stavkalari bank foiz stavkalaridan bir necha baravar yuqori sug'urta kompaniyalarining siyosat egalari uchun foiz stavkalari. Natijada, bunday kreditlar soni, sug'urta kompaniyalari tomonidan chiqarilgan, ko'paygan. Qo'shma kreditlar, ko'plab kichik korxonalar bankka kafil sifatida ularning veksellari kafil taqdim etishlari shart. Kafilning kredit ballari kamida bir xil bo'lishi kutilmoqda kredit so'ragan firma kabi qoniqarli va odatda ancha yuqori.

16.7. QISQA MUDDATLI MOLIALASHTIRISH QIYMATI

Ko'pgina aktivlarga asoslangan va ta'minlanmagan kreditlar qisqa muddatli kreditning haqiqiy foiz qiymatini aniqlashda foizli xarajatlar va to'lovlar uchun oddiy usulni birlashtirish uchun foydalanish mumkin. Biz ushbu bobda tijorat qog'ozlarini ko'rib chiqayotganimizda muhokama qildik. Bunda biz uni bosqichlarga keltiramiz.

Avvalo, qarz olmoqchi bo'lgan miqdorni aniqlang. Diskontlangan kreditlar miqdorini aniqlash uchun yoki bank kreditlari kompensatsiya balanslari bilan 16.2- va 16.3-tenglamalardan foydalanish kerak bo'ladi. Ikkinchidan, qarz mablag'lari bo'yicha foiz xarajatlarini aniqlang. Bu foiz kredit miqdoriga ko'paytiriladigan stavka. Uchinchidan, moliyalashtirish manbasidan foydalanish bilan bog'liq to'lovlar va boshqa xarajatlarni aniqlang. Biz bilamiz, masalan, omillar xizmat haqini oladi, inventarizatsiya kreditlari ombor xarajatlarini o'z ichiga olishi mumkin va garovga qo'yilgan kreditlar, odatda, qarz beruvchi tomonidan qo'shimcha tahlil qilinganligi sababli qo'shimcha to'lovlarni o'z ichiga oladi. To'rtinchidan, sof daromadni hisoblang. Bu qarz miqdori bilan bir xil bo'lishi mumkin, ammo agar shunday bo'lsa diskontlangan kreditlar (masalan, tijorat hujjatlari) sof daromad qarzdand kam bo'ladi. Beshinchidan, moliyalashtirish xarajatlarini taxmin qilishda sof daromad uchun foizlar va to'lovlar miqdorini taqsimlang (2- va 3-bosqichlar), (4-qadam). Agar kerak bo'lsa, ushbu stavkani yillik hisob-kitobga o'tkazing. Mana bir misol. Fluoridated Manufacturing (FM) qisqa muddatli moliyalashtirish imkoniyatlarini ko'rib chiqadi. Faktor tayyor debitorlik qarzingizning 80 foizini avans qiling va undan 2 foiz miqdorida komissiya oling. Debitorlik qarzlarini tahlil qilish va qaysi birini sotib olishini aniqlash uchun kompensatsiya. FM hisob-kitoblariga ko'ra, kompaniya o'rtacha 45 kun oldin naqd pul olish uchun yillik 12 foiz to'laydi. Joriy debitorlik qarzlari 10 000 AQSH dollari.

Keling, tahlilni bosqichma-bosqich amalga oshiraylik:

1. Qabul qilinadigan miqdorni aniqlang. Debitorlik qarzlari 10 000 AQSH dollari va avans stavkasi 80 foiz, $FM \$ 10,000 \times 0,80 = \$ 8,000$ oladi.

2. Foiz xarajatlarini aniqlang. Yillik foiz stavkasi 12 foiz bo'lsa, kunlik foiz stavkasi $0,12/365$ ni tashkil qiladi. Faktoring FM ga o'z mablag'larini o'rtacha 45 kun oldin olish imkonini beradi, shuning uchun foiz xarajatlari $8000 \text{ AQSH dollari} \times (0,12/365) \times 45 = 118,36 \text{ AQSH dollari}$.

3. Royalti va boshqa xarajatlarni aniqlang. Faktor komissiyasi debitorlik qoldig'i asosida 10 000 AQSH dollari miqdoridagi qarz berish uchun 2 foizni tashkil etadi. To'lov $0,02 \times 10\,000 \text{ dollar} = 200 \text{ dollar}$.

4. Sof daromadni hisoblang. Chegirma yo'q, shuning uchun sof daromad 8000 dollarni tashkil qiladi. Biz taxmin qilamiz, FM to'lovlarni cho'ntagidan to'laydi. Agar 200 dollarlik komissiya bo'lsa, sof daromad kamroq bo'ladi AQSH kredit summasidan koeffitsiyent bo'yicha ushlab qolinadi.

5. Moliyalashtirish qiymati $\$ 118,36 + \$ 200 = \$ 318,36$ va sof daromad 8000 AQSH dollarini tashkil qiladi. Foiz qiymati $\$ 318,36 / \$ 8000 = 0,0398$ yoki 45 kun ichida 3,98 foizni moliyalashtirish tashkil qiladi. Yillik stavka $(1 + 0,0398) \cdot 365/45 - 1 = 0,3724$ yoki 37,24 foiz.

Yuqoridagi jarayon deyarli har qanday kreditning, ya'ni bank, tijorat moliya kompaniyasi, omil yoki boshqa qisqa muddatli kelishuv moliyaviy manba moliyalashtirish narxini aniqlashga yordam berishi kerak.

MASHG'ULOTLAR

1. Sotuvchi sizning firmangizga 2 foiz chegirma taklif qiladi. Xaridlarni o'n kun ichida to'lash; aks holda, hisob-kitob 60 kundan keyin to'lash. Bankdan kredit olishni tavsiya qilasiz, to'lov chegirmasidan foydalanish uchun yillik 18 foiz ostida naqd pulmi? Javobingizni tushuntiring.

2. Sizning kompaniyangiz inventarizatsiyani kengaytirish uchun mablag' jalb qilishi kerak.

a. Agar 150 000 AQSH dollari miqdoridagi kredit bo'yicha samarali yillik stavka qancha belgilangan yillik 12 foiz stavkasi bo'yicha diskontlangan va uning muddati besh oymi?

b. 150 000 AQSH dollari miqdorida foydalanishga yaroqli mablag'larni olish uchun qancha qarz olishingiz kerak?

Savol: agar siz hisoblangan mablag'larni qarzga olsangiz, samarali yillik stavka qancha bo'ladi?

3. Tasavvur qiling, sizga ikkita yetkazib beruvchidan sotib olinadigan tovarlarga naqd chegirmalar taqdim etilgan. Yetkazib beruvchi A 3/20, sof 70 va B yetkazib beruvchiga 4/15, sof 80 savdo krediti shartlarini taklif qiladi. Har bir yetkazib beruvchidan naqd chegirmalarni o'tkazib yuborishning taxminiy samarali xarajati qancha? Agar siz naqd chegirma taklifidan foydalana olmasangiz, qaysi yetkazib beruvchini tanlagan bo'lardingiz?

4. A banki yillik 10 foizlik stavka va 10 foiz kompensatsiya qoldig'i bilan kreditlar taklif qiladi. Olti oylik kreditda 250 000 dollar olishni xohlaysiz.

a. Foydalanish mumkin bo'lgan 250 000 AQSH dollari miqdoridagi mablag'ni olish uchun qancha qarz olishingiz kerak? Aytaylik, sizning bankda omonatingizda mablag'ingiz yo'q. Olti oylik kredit bo'yicha samarali yillik stavka qanday?

b. Agar hozirda bankda 10 000 AQSH dollari miqdorida omonatingiz bo'lsa, 250 000 AQSH dollari miqdorida foydalanish mumkin bo'lgan mablag'ni olish uchun qancha qarz olishingiz kerak? Olti oylik kredit bo'yicha samarali yillik stavka qanday?

c. Agar sizda bankda 30 000 AQSH dollari qo'yilgan bo'lsa, 250 000 AQSH dollari miqdorida foydalanish mumkin bo'lgan mablag'ni olish uchun qancha qarz olishingiz kerak?

Olti oylik kredit bo'yicha samarali yillik stavka qanday?

5. Federal rezerv byulletenining joriy sonini oling yoki Fed veb-saytidan (<http://www.federalreserve.gov>) yoki Sent-Luis Fed veb-saytidan (<http://www.stlouisfed.org>) nusxasini ko'rib chiqing va aniqlang. 2000-yil oxiridan beri sodir bo'lgan asosiy stavkadagi o'zgarishlar. Ma'lumotlardagi har qanday tendensiyalarni sharhlang.

6. Quyidagi savdo krediti shartlari bo'yicha naqd chegirma olmaslikning samarali xarajatlarini hisoblang:

a. 2/10 aniq 40

b. 2/10 aniq 50

c. 3/10 aniq 50

d. 2/20 aniq 40

7. Quyidagilarning yillik samarali stavkalarini hisoblang:

a. 90 kun ichida 1 million dollar yillik stavkasi 6 foizni tashkil etadi. To'lovlar asosiy to'lovning 0,02 foizini tashkil qiladi.

b. 60 kun ichida muddati 15 million dollar, yillik stavkasi 7,6 foiz. To'lovlar asosiy to'lovning 0,05 foizini tashkil qiladi.

c. 180 kun ichida 500 000 dollar, yillik stavkasi 8,25 foizni tashkil etadi. To'lovlar asosiy to'lovning 0,03 foizini tashkil qiladi.

d. 210 kun ichida 50 million dollar, yillik stavkasi 6,5 foizni tashkil etadi. To'lovlar asosiy to'lovning 0,10 foizini tashkil qiladi.

8. Tahlil qilish orqali kredit shartlari haqida qanday xulosalar chiqarishingiz mumkin. Sizing vazifangizga javoblaringiz.

a. \$ 500,000, muddati 180 kun, yillik stavka bilan 8,25 foiz. Komissiya asosiy qarzning 0,03 foizini tashkil qiladi.

b. \$ 50 million, 210 kunlik muddat bilan, yillik stavka bilan 6,5 foiz. To'lov asosiy qarzning 0,10 foizini tashkil qiladi.

9. Yillik stavkalarni hisoblaydigan elektron jadval yarating. Tijorat hujjatlari takliflari elektron jadvalga kirish kerak. Chiqarilgan qog'ozlarning dollar miqdorini, kunlar sonini kiriting. Barcha qog'oz chegirma bilan sotiladi. Undan samarali yillik stavkalarni topish uchun foydalaning.

10. Montcalm Enterprises mahalliy joylarda qisqa muddatli kredit takliflarini qidirmoqda. To'lanmagan kreditlarning o'rtacha miqdori \$ 320,000 bo'lishi kutilmoqda. Montcalm quyidagi shartlardan qaysi birini eng past samarali taklif qiladi?

a. Town Bank: yillik stavkasi 15% bo'lgan 500 000 AQSH dollari miqdoridagi qayta tiklanadigan kredit shartnomasi foiz va foydalanilmagan qism uchun 0,5 foiz majburiyat to'lovi.

b. Qishloq banki: 400 000 AQSH dollari miqdoridagi qayta tiklanadigan kredit shartnomasi yillik foiz stavkasi 12 foiz, foydalanilmagan qismi uchun komissiya 1,0 foiz va 10 foizlik kompensatsiya talabi bank majburiyatlari miqdori.

11. Wonder Dog Leash kompaniyasi debitorlik qarzlarning tuzilishini o'rganmoqda. Mijozlar Wonder 1/10 net 30 shartlarini taklif qiladi. Ularning debitorlik qarzlaridan 150 000 \$ joriy, 75,000 \$ bir oyga kechiktirilgan, 30,000 AQSH dollari ikki oyga, 20 000 AQSH dollari esa ikki oydan ortiq muddatga kechiktirildi.

a. Wonder mijozlarining qaysi qismi o'z to'lovlarini o'z vaqtida to'laydi?

b. Wonder savdo krediti shartlarining samarali qiymati qancha?

Savol: agar ular o'zgargan bo'lsa, ularning debitorlik qarzlari qoldig'i bilan nima sodir bo'lishi mumkin? 1/15 net 30 uchun shartlaringiz bormi? 30 dan 2/10 gacha?

12. Beckheart o'z inventarizatsiyasi uchun moliya qidirmoqda. Safe-Proof Warehouses Beckheart inventarizatsiyasi uchun o'z inshootlarida joy taklif qila-

di. Ular inventarning 60 foiziga teng bo'lgan 15 foiz APR bilan kreditlarni taklif qilishadi. Ombordan foydalanish uchun oylik to'lovlar 500 dollar va inventar qiymatining 0,5 foizini tashkil qiladi. Agar Beckheart 2 million dollarlik sotiladigan inventarga ega bo'lsa, quyidagilarga javob bering:

a. Firma qancha pul qarz olishi mumkin?

b. Bir yil davomida kreditning dollardagi foiz qiymati qancha?

c. Yil davomida to'lanadigan to'lovlarning umumiy miqdori qancha?

d. Moliyalashtirish uchun Safe-Proof dan foydalanishning samarali yillik stavkasi qanday?

Beckheart inventarizatsiyasi?

13. Wonder Dog Leash pul yig'ishga intiladi va yetakchilik qiladi. Big Bucks (bb) moliya kompaniyasi bilan o'z garovi to'g'risida muzokaralar olib boorish debitorlik qarzlari. BB joriy mablag'ning 75 foizi bo'yicha qarz berishga tayyor (ya'ni emas 15 foiz yillik foiz stavkasi bo'yicha debitorlik qarzlari (qarang: 10-vazifada debitorlik qarzlari kechiktirish). Debitorlik bahosini to'lash uchun Wonder qarzi bb kompaniyasi umumiy summaning 2,5 foizini oladi.

a. Agar kreditning o'rtacha muddati 30 kun bo'lsa, samarali foiz stavkasi qancha? Agar Wonder o'zining debitorlik qarzlari garovga qo'yadimi?

b. Agar Wonder 45 kun davomida kredit shartlari bo'yicha boshqa o'zgarishlarsiz kredit bo'yicha muzokaralar olib borsa, samarali stavka qanday?

14. CDRW DVD Banks bilan inventarizatsiyani moliyalashtirish shartnomasini baholaydi. CDRW hisob-kitoblariga ko'ra, o'rtacha oylik inventarizatsiya bansi 800 000 ni tashkil qiladi. AQSH dollari. DVD bank 75% uchun inventarizatsiya qiymatining foizi yillik 12 foiz miqdorida kredit taklif qiladi. DVD saqlash va baholash uchun to'lov bo'ladi. Inventarizatsiyani sotib olish uchun yillik samarali kredit stavkasi inventarizatsiyaning umumiy qiymatining oyiga 1 foizini tashkil etadi.

17-BOB. KAPITALNI BYUDJETLASHTIRISH TAHLILI

- 17.1. Maqsadlar, qarashlar va kapitalni byudjetlashtirish**
- 17.2. Kapitalni byudjetlashtirish jarayoni**
- 17.3. Kapitalni byudjetlashtirish texnikasi – sof joriy qiymat**
- 17.4. Kapital byudjetlashtirish usullari – ichki foyda normasi (IRR)**
- 17.5. Kapitalni byudjetlashtirish usullari – modifikatsiyalangan ichki daromad normasi (MIRR)**
- 17.6. Kapitalni byudjetlashtirish usullari – rentabellik indeksi**
- 17.7. Kapitalni byudjetlashtirish usullari – to'lov muddati**
- 17.8. Diskontlangan naqd pul oqimi o'rtasidagi ziddiyatlar**
- 17.9. Loyihaning naqd pul oqimlarini baholash**
- 17.10. Boshqaruvchilarning halol ishlashi**
- 17.11. Xavf-xatar bilan bog'liq omillar**

17.1. MAQSADLAR, QARASHLAR VA KAPITALNI BYUDJETLASH-TIRISH

13-bobda dastlab muhokama qilinganidek, har bir kompaniyaning o'ziga xos aniq bir maqsadi mavjud bo'lishi kerak. O'z missiyasini amalga oshirish uchun kompaniya raqobatbardosh ustunlikka ega bo'lishi kerak. Raqobatbardosh ustunlik – bu kompaniya mijozlarining boshqa kompaniyalarning mahsulot yoki xizmatlaridan ko'ra, uning mahsulot yoki xizmatlarini sotib olishga tayyor bo'lishining sababi. Katta korporatsiyalar mijozlari va raqobatchilari haqida ma'lumot olish uchun millionlab mablag' sarflaydilar, bu ma'lumotlar ular raqobatbardosh ustunlikni saqlab qolish yoki kengaytirish uchun foydalanishi mumkin. Kompaniyaning raqobatbardosh ustunlikni saqlab qolish yoki kengaytirish jarayoniga mahsulotlarni taklif qilish va qaysi bozorlar yoki bozor segmentlariga xizmat ko'rsatish bo'yicha qarorlari kiradi.

Kapitalni byudjetlashtirish – bu bir korxonaning investitsion imkoniyatlarini aniqlash, o'rganib chiqish va amalga oshirish jarayonidir. Kapitalni byudjetlashtirish korxonaning raqobatdagi ustunligini kuchaytiradigan loyihalarni qidirishda va bu orqali esa aksiyadorlarning boyligini oshirishga qaratilgan. Odatda kapitalni byudjetlashtirish uzoq muddatli loyihalarni jalb qilishiga qaramasdan, kapitalni byudjetlashtirish texnikasi aylanma kapitalda qarorlarni qabul qilishda ham ishlatiladi.

Kapitalni byudjetlashtirish loyihalari, odatda, katta boshlang'ich investitsiyalarni va fabrikalar yoki undagi jihozlarni o'rnatishda ahamiyatli bo'lishi. Bir loyihaning kutish davri eng kamida 20 yoki 30 yilni tashkil qilishi mumkin. Loyihalar

yangi ishlab chiqarish texnologiyalarini, mahsulotlar, bozorlar yoki birlashmalarni hayotga tatbiq qiladi. Ularning hajmi va davomiyligini hisobga olsak, loyihalar firmalar tomonidan o'zlarining strategiyalari va kelajakdagi erishmoqchi bo'lgan maqsadlariga moslashtiriladi. Ko'pgina loyihalarning davomiyligini hisobga olgan holda, pulning vaqt bo'yicha qiymati konsepsiyasi ularni baholashda foydalanilishi kerak.

Kapitalni byudjetlashtirish loyihalari katta miqdordagi sarf-xarajatlarni talab qiladi, qaysiki, bir nechta kichikroq kiruvchi va chiquvchi pul oqimlari bo'lgan, lekin biz loyiha boshlanishidan oldin uning umumiy qiymatini bilolmaymiz. Agar korxona aksiyadorlarning daromadlarini ko'paytirmoqchi bo'lsa, u o'zining ishlab chiqarish hajmini hisoblashi, loyining pul oqimlari riskini aniqlashi zarur bo'ladi.

Rentabelligi yuqori bo'lgan korxonalar kapitalni byudjetlashtirishdagi muvaffaqiyatli qarorlar qabul qilishi orqali o'zlarining boshqaruvlarini kengaytiradilar. Agar asosiy vositalar to'g'risidagi qaror to'g'ri qabul qilinsa, bu kelajakda investitsiyadan kutilayotgan daromad darajasini oshiradi. Asosiy vositalarni boshqarish moliyaviy menejerlardan kapital xarajatlarni solishtirishni talab qiladi va investitsiyadan kutilayotgan daromad bir necha yil vaqtini oladi. Agar korxonaning foydasi xarajatlaridan ko'p bo'lsa, bu loyihalar korxonaning qiymati oshishiga olib keladi.

Aktivlarga kiritilgan investitsiyalar kompaniyaning daromad olish qobiliyati yoki daromadliligi uchun asos bo'lib xizmat qiladi. Ishlab chiqarish inventarlari uchun asbob-uskuna, jihozlar, malaka oshirish, infratuzilmalarga ishlatiladi.

Moliyaviy menejerlar esa bu ishlarni amalga oshirish uchun, tegishli kapital byudjeti qarorlarini qabul qilishlari kerak bo'ladi. Qarorlarning turli xillari mavjud, misol uchun, mavjud jihozlarni yangisiga almashtirish, amalda mavjud bo'lgan mahsulotlar turini kengaytirish va yangi mahsulot hududlarini yaratish va shu kabilar kiradi. Kapital byudjetlashtirish qarorlari o'zaro bir-birini istisno qiladigan yoki mustaqil loyihalarni o'z ichiga olishi mumkin. Bir-birini istisno qiladigan loyihalarga misol sifatida, bir xil funksiyani bajaruvchi ikki yoki undan ortiq mashinalarni keltirish mumkin, ular raqobatlashayotgan yetkazib beruvchilardan turli narxlarda va turli kutilayotgan pul manfaatlari bilan taqdim etilishi mumkin.

Moliyaviy menejerlari ushbu alternatalardan eng yaxshisini tanlash uchun javobgardir. Chunki faqat bittasi tanlanishi mumkin. Bir loyihani tanlash boshqa loyihaning amalga oshirilishini istisno qiladi. Mustaqil loyihalar bir-biri bilan raqobatlashmaydi. Ular aksiyadorlarning boyligiga kutilayotgan ta'siri asosida baholanadi. Aksiyadorlar boyligini oshiradigan barcha loyihalar kompaniyaning kapital byudjetiga kiritilishi kerak. Ushbu bobda biz murakkab mavzuning kichik bir qismiga e'tibor qaratamiz. Kapital byudjetlash jarayonining umumiy ko'rinishini va potensial investitsiyalarni baholashda qo'llaniladigan ba'zi usullarni taqdim etamiz. Keyin, kapital byudjetlash loyihasidan kutilayotgan pul oqimlarini

taxmin qilish jarayonini qisqacha muhokama qilamiz. So'ngra, loyiha xavfi baholash jarayoniga qanday ta'sir qilishi mumkinligini ko'rib chiqamiz.

Kapital byudjeti loyihalarini aniqlash

10-bobdan bizga ma'lumki, investitsiyaning bozor qiymati – bu investitsiyadan olinadigan kelajakdagi pul oqimlarining joriy qiymati. Investitsiyaning sof foydasi yoki sof joriy qiymati (NPV) – bu loyiha pul oqimlarining joriy qiymatidan uning xarajatlarining ayirmasiga tengdir.

Sof joriy qiymat = Pul oqimlarining hozirgi qiymati – Loyihaning qiymati (17.1).

Sof joriy qiymat ijobiy bo'lsa (investor investitsiyaning bozor qiymatidan kamroq to'lasa), egasining boyligi sof joriy qiymat miqdoriga oshadi. Masalan, agar aktivning pul oqimlarining joriy qiymati 100 dollar bo'lsa va biz uni faqat 80 dollarga sotib olishimiz mumkin bo'lsa, bizning boyligimiz 20 dollarga oshadi. Aksincha, agar biz investitsiya uchun 130 dollar to'lashga o'xshagan ahmoqona qaror qilsak, boyligimiz 30 dollarga kamayadi. Aksiyadorlar boyligini oshirish uchun biz ijobiy sof joriy qiymatga ega bo'lgan aktivlar yoki kapital byudjet loyihalarini topishimiz kerak. Kompaniyalar jozibador kapital byudjet loyihalarini qayerdan topishadi? Biznes menejrlari kompaniyaning hozirgi faoliyat sohalari yoki kelajak rejalari bilan bog'liq loyihalarni qidirishlari kerak. Masalan, kompyuter ishlab chiqaruvchisi uchun oltin qidirish uchun yer va kon uskunalariga investitsiya kiritishni o'ylash ahmoqlik bo'ladi. Boshqaruvning oltin narxlarining kelajakdagi tendensiyalari haqidagi ishonchiga va oltin topish qobiliyatiga qaramay, bunday loyiha kompaniyaning hozirgi bozorlari, mahsulotlari va tajribasidan ancha uzoqdir.

Bizneslar kapital byudjet loyihalarini qidirishni yo'naltirish uchun ko'rsatmalarga muhtoj. "Missiya, Mo'ljallar, Maqsadlar va Strategiyalar" (MOGS) deb nomlanuvchi mashhur korporativ rejalashtirish vositasi kompaniya rejalari bilan mos keladigan loyiha rejalari ishlab chiqadi. Ushbu strategiya asosida kompaniya menejrlari avval kompaniyaning missiyasini – uning mavjud bo'lish sababini ishlab chiqadilar. Missiya ishlab chiqilgandan so'ng, maqsadlar shakllantirilishi mumkin (masalan, o'z sohasida mahsulot sifati bo'yicha eng yuqori reytingga ega bo'lish maqsadi). Keyin, maqsadlar asosida mo'ljallar belgilab olinadi (masalan, 2019-yilga qadar sanoat uyushmasining innovatsion mukofotlarini olish va 2022-yilga qadar sifat bo'yicha eng yuqori sanoat reytingiga erishish). Nihoyat, menejrlar yangi mahsulot xususiyatlari yoki innovatsion texnologiya takliflari kabi maqsadlarga erishish strategiyalarini ishlab chiqadilar. Kompaniya rejalashtirishga yo'nalish berish va kompaniya rahbarlariga potensial kapital byudjet loyihalarini aniqlashga yordam berish uchun kompaniyada MOGS rejasi yoki unga o'xshash narsa bo'lishi kerak. Menejrlar kompaniyaning missiyasi, maqsadlari, niyatlari va strategiyalarini uzoq muddatli reja doirasida vaqt o'tishi bilan aniqlay-

dilar va qayta ishlab chiqadilar. Ushbu uzoq muddatli reja kompaniyaning keyingi 5–10 yillik operatsion rejaları uchun asos bo‘lib xizmat qiladi. Uzoq muddatli reja yillik kapital byudjetda operatsionlashtiriladi yoki amalga oshiriladi. Kapital byudjetni ishlab chiqish uchun menejerlar kompaniyaning umumiy strategik maqsadlariga, xizmat ko‘rsatadigan turli bozorlar ichidagi o‘rniga, hukumatning fiskal, pul-kredit va soliq siyosatiga hamda kompaniya rahbariyatining yetakchiligiga mos keladigan investitsiya imkoniyatlarini topishlari kerak. Jozibador kapital byudjet loyihalari kompaniyani hozirgi holatidan kelajakdagi istalgan bozor holatiga olib boradi va natijada aksiyadorlar boyligini saqlab qoladi yoki oshiradi.

SWOT tahlili kompaniyaning kuchli tomonlari, zaif tomonlari, imkoniyatlari va tahdidlarini o‘rganadi. Bu tahlil yordamida menejerlar kompaniyaning raqobatbardosh ustunliklarini qo‘llab-quvvatlaydigan yoki boshqalarning uning zaif tomonlarini foydalanishining oldini oladigan kapital byudjet loyihalarini aniqlashlari mumkin. Kuchli va zaif tomonlar kompaniyaning ichki imkoniyatlaridan yoki ularning yo‘qligidan kelib chiqadi. Kuchli tomonlar kompaniyaga bozorda raqobatbardosh ustunlik beradi. Qabul qilingan kuchli tomonlarga yaxshi mijozlarga xizmat ko‘rsatish, yuqori sifatli mahsulotlar, kuchli brend imiji va mijozlarning sadoqati, innovatsion tadqiqot va rivojlantirish (R&D) sa‘y-harakatlari, bozor yetakchiligi yoki kuchli moliyaviy resurslar kiradi. Aniqlangandan so‘ng, kuchli tomonlardan kompaniyaning zaif tomonlarini tuzatish yoki kamaytirish uchun foydalanish mumkin. Zaif tomonlar raqobatchilarga kompaniyaga nisbatan ustunlik olish imkoniyatini beradi. Kompaniya aniqlangan zaif tomonlarni kamaytirish yoki tuzatish uchun kapital investitsiyalarni tanlashi mumkin. Masalan, global bozorda raqobatlashishda qiyinchiliklarga duch kelgan yagona mamlakat ishlab chiqaruvchisi eksport qilish yoki o‘z mahsulotini chet elda ishlab chiqarish imkonini beradigan investitsiyalar kiritish orqali global miqyosda iqtisodiy samaradorlikka erishishi mumkin.

Imkoniyatlar va tahdidlar kompaniyaga ta‘sir qiluvchi tashqi sharoitlarni ifodalaydi, masalan, raqobat kuchlari, yangi texnologiyalar, hukumat tartibotlari va mahalliy va xalqaro iqtisodiy tendensiyalar. 2007–2009-yillardagi Buyuk iqtisodiy depressiya butun dunyo bo‘ylab iqtisodiyotlar va kompaniyalarga ta‘sir ko‘rsatdi. Kuchli brendlarga va yetarli likvidlikka ega bo‘lgan kompaniyalar omon qoldi. Boshqalari, masalan, General Motors, Chrysler va AIG davlat tomonidan qutqarishga muhtoj bo‘ldi yoki Bear Stearns kabi bankrot bo‘ldi. Ushbu ta‘sirga yana bir misol sifatida so‘nggi yillarda iste‘molchilar “yashil” texnologiyaga afzallik berishni boshladilar va buning uchun qo‘shimcha narx to‘lashga tayyor edilar. O‘zgaruvchan ekologik tartibotlar va hukumat tomonidan homiylik qilingan loyihalar ba‘zilar (masalan, shamol energetikasi kompaniyalari) uchun imkoniyat va boshqalar (misol tariqasida ko‘mir yoqilg‘i zavodlari) uchun tahdidlar bo‘ldi. Ijobiy NPV loyihalari qayerdan paydo bo‘ladi? Iqtisodiyotdan bilamizki, raqobatbardosh bozorda iqtisodiy foyda nolga teng (eslatib o‘tamiz, nol iqtisodiy

foйда kompaniyaning sarmoyaviy kapitalidan adolatli hisob daromadini olishini anglatadi). Raqobatbardosh bozorda, agar kapital byudjet loyihasi ijobiy sof joriy qiymatga ega bo'lib tuyulsa, bu holatga shubha bilan qarashimiz kerak. Har qanday ijobiy iqtisodiy foyda yoki ijobiy NPV ikki manbadan kelib chiqishi mumkin. Birinchi manba bozorning nomukammalligi yoki samarasizligi (masalan, kirish to'sig'i yoki monopoliya holati) bo'lib, bu raqobatning NPVni nolga tushishiga to'sqinlik qiladi. Ijobiy NPVning ikkinchi manbasi kompaniyaga joriy darajasidan past xarajatlarni kamaytirishga imkon beruvchi xarajatlarni tejash loyihalarini o'z ichiga olishi mumkin. Loyiha uchun bunday vaziyatni keltirib chiqarishi mumkin bo'lgan voqealar quyidagilarni o'z ichiga oladi:

1. Miqyos samaradorligi va yuqori kapital talablar, odatda, birga keladi. Zavod va uskunalarining katta xarajatlarini qoplash uchun ba'zan yuqori sotish hajmlari talab qilinadi. Miqyos samaradorligi o'rtacha ishlab chiqarish xarajati har bir davrda ishlab chiqarish hajmi oshishi bilan kamayganida yuzaga keladi. Har qanday yangi ishtirokchi katta miqyosdagi zavod qurish uchun moliyalashtirish imkoniyatiga ega bo'lishi va xarajatlarda raqobatbardosh bo'lish uchun yetarli miqdorda mahsulot sotishga qodir bo'lishi kerak. Bu talablar yangi kirishni to'sishi va mavjud kompaniyalarning investitsiyalari uchun ijobiy sof joriy qiymatlarni rag'batlantirishi mumkin.

2. Mahsulotni farqlash ijobiy sof joriy qiymatlar yaratishi mumkin. Farqlash, haqiqiy farq mavjud yoki yo'qligidan qat'i nazar, iste'molchilarning kompaniyalar mahsulotlari orasida farq borligiga bo'lgan ishonchidan kelib chiqadi. Farqlash bir kompaniyaga yuqori narxlarni belgilash imkonini beruvchi nomukammal bozorga olib keladi. Farqlashning potensial manbalari reklama va targ'ibot xarajatlari orqali yaratilgan "brendlash", ilmiy-tadqiqot va ishlab chiqish (R&D) hamda sifat farqlarini o'z ichiga oladi.

3. Absolyut xarajat ustunliklari raqobatchilarni xarajat nuqtayi nazardan kamchilikka qo'yishi mumkin. Bozorga erta kirgan kompaniya birinchi bo'lib ishlab chiqarish va tarqatish jarayonini o'rganishi mumkin, bu esa aktivlar, texnologiya, xomashyolar va xodimlardan foydalanishni raqobatchilarnikidan samaraliroq qiladi. Kompaniya xarajatlari va narxlarini pasaytirishi hamda bozor yetakchiligini saqlab qolishi mumkin. Shunga o'xshash ustunliklar patentlar bilan himoyalangan xususiy texnologiyalarga ega bo'lishdan ham kelib chiqishi mumkin. Chet el bozorlariga erta kirish kompaniyaga raqobatchilardan oldin tajriba o'rtirish imkonini beradi, chunki u yangi bozorlarni samaraliroq egallashi va mijozlar sadoqatini shakllantirishni boshlashi mumkin.

4. Distribyutsiya kanallariga kirishdagi farqlar raqobatchilarning iste'molchilarga kirishini cheklash orqali o'ziga xos afzalliklar yaratishi mumkin. Chakana savdo nuqtalarida javonlar joyi cheklangan va do'kon egalari hozirgi yetkazib beruvchidan joy olib, yangi kiruvchi ishtirokchiga berishga ikkilanadilar. Motivatsiyalangan va yaxshi tayyorlangan savdo kuchi raqobatchilarning kompaniya

bozor ulushini tortib olishiga yo'l qo'ymasligi mumkin. Keyingi safar oziq-ovqat do'koniga borganingizda, ushbu sanoatdagi yirik kompaniyalar tomonidan ishlab chiqarilgan turli xil nonushta donlariga qarang.

5. Hukumat siyosati yangi va potensial kiruvchilarga to'sqinlik qilishi va mavjud raqobatchilarga o'ziga xos afzalliklar berishi mumkin. Sanoatga nisbatan ortib borayotgan tartibga solish yuklari kirish murakkabligi va xarajatlarini oshirishi orqali kirishni qiyinlashtirishi mumkin. Mahalliy sanoatlar xorijiy kirish va raqobatni cheklash uchun import kvotalarini talab qilishlari mumkin. Albatta, boshqa davlatlar tomonidan javoban qo'yilgan shunga o'xshash kvotalar dastlab himoya qidirgan kompaniyaga zarar yetkazadi. Chet el hukumatining mahalliy bo'lmagan ishlab chiqaruvchilarga nisbatan siyosati, shuningdek, hukumatning barqarorligi chet elga sarmoya kiritish yoki biznes yuritishdagi siyosiy xavfga hissa qo'shishi mumkin.

17.2. KAPITALNI BYUDJETLASHTIRISH JARAYONI

Kapital byudjetlashtirish jarayoni moliyalashtirish uchun biznes taklifi tayyorlash va tahlil qilishni o'z ichiga oladi va odatda quyidagi besh bosqichdan iborat bo'ladi:

1. Identifikatsiya
2. Rivojlanish
3. Tanlash
4. Amalga oshirish
5. Kuzatish

Identifikatsiya bosqichi potensial kapital investitsiya imkoniyatlarini topishni va har bir loyiha almashtirish qarori yoki daromad kengayishini o'z ichiga olish-olmasligini aniqlashni o'z ichiga oladi. Rivojlanish bosqichi tegishli pul kirimlari va chiqimlarini baholashni talab qiladi. Bu, shuningdek, har bir loyihaning ijobiy va salbiy tomonlarini muhokama qilishni ham o'z ichiga oladi. Ba'zan rivojlanish bosqichi loyihani amalga oshirmaslikning strategik ta'siri qanday bo'lishini so'rashni talab qiladi. Tanlash bosqichi yakuniy qabul qilish yoki rad etish qarorini qabul qilish uchun tegishli kapital byudjetlash texnikasini qo'llashni o'z ichiga oladi. Amalga oshirish bosqichida qabul qilingan loyihalar o'z vaqtida bajarilishi kerak. Nihoyat qarorlar muntazam ravishda qayta ko'rib chiqilishi kerak. Kuzatish bosqichida loyihalar kutilgan natijalarga erishayotganini aniqlash uchun tahlil o'tkaziladi. Agar qoniqarsiz natijalar yuzaga kelsa, ba'zan oldingi qarorlarni bekor qilish yoki tark etish zarur bo'ladi.

Ko'p millatli korporatsiya (KMK) loyihalar uchun kapital byudjetlash jaronidan o'tishi kerak. Biroq, KMKlar qaror qabul qilishda qo'shimcha siyosiy va iqtisodiy xavflarni hisobga olishlari kerak. Xatarlarni moslashtirish zarur bo'lishi mumkin, chunki aktivlarning musodara qilinishi, beqaror valyutalar va zaif xorijiy iqtisodiyotlar ehtimoli mavjud. Bundan tashqari, KMKlar valyuta nazorati va xorijiy soliq qoidalarining loyihaning pul oqimlariga va yakuniy summalarga kompaniyaga to'lanishi mumkin bo'lgan ta'sirini tahlil qilishlari kerak. 13-bobda kompaniyaning missiyasi rahbariyatga maqsadlarga erishishga va aksiyadorlar boyligini maksimal darajada oshirishga intilgan holda investitsiya qarorlarini qabul qilishda yo'l-yo'riq ko'rsatishi kerakligini bayon qildik. Biz bir nechta firmalarning missiya bayonotlarini ham ko'rib chiqdik. Endi, ushbu firmalar investitsiya qilayotgan ba'zi kapital loyihalarni ko'rib chiqamiz.

Wells Fargo. Ushbu moliyaviy institut mahsulotlarni o'zaro sotishni amalga oshirish uchun bir qator strategiyalarni, xususan, uy-joy kapitallari bo'yicha kreditlarga alohida e'tibor qaratmoqda. U Wachovia va turli shtatlarda joylashgan banklarni o'z ichiga olgan bir qator moliyaviy institutlarni sotib oldi. Texnologiyaga kiritilgan investitsiyalar uning onlayn moliyaviy xizmatlar imkoniyatlarini yaxshilab, mijozlarga xizmat ko'rsatishni rivojlantirdi. Wells Fargo strategiyasi mijozlarning sadoqatini oshirish va bank tashriflaridan mijozlarning qoniqishini oshirishdan iborat.

Merck. Farmatsevtika kompaniyasi sifatida uning kelajagi tadqiqotlarga sarf-moya kiritish va iste'molchilarning sog'liqni saqlash ehtiyojlarini qondirish uchun mahsulotlar portfelini rivojlantirishga bog'liq. Kelajakdagi pul oqimlarini saqlab qolish va o'sishini ta'minlash uchun FDA dori tasdiqlash jarayoni orqali turli xil formulalarni boshlaydi, qisqartiradi, kengaytiradi va boshqaradi. 2009-yil oxirida u Schering-Ploughni sotib olishni yakunladi.

Google. Hozir Alphabet Inc.ning bir bo'limi bo'lib, Google o'zining qidiruv imkoniyatlarini takomillashtirishda davom etmoqda va bosh kompaniya orqali email (Gmail), video (YouTube), haydovchisiz avtomobillar va boshqa ilg'or texnologiyalarda ishtirok etmoqda.

Chick-fil-A. Restoran sanoatida savdo va daromadlarning o'sishi asosan innovatsion yangi mahsulotlar, yangi filiallar ochilishi va sotib olishlar orqali amalga oshiriladi. "Eat Mor Chikin" deb bizni rag'batlantiruvchi sigirlar ishtirokidagi mukofotga sazovor reklama kampaniyalari savdoni oshirdi. Kapital byudjetlash qarorlari katta miqdordagi tahlilni talab qiladi. Ma'lumotlar yaratish uch turdagi ma'lumotlarni ishlab chiqadi: ichki moliyaviy ma'lumotlar, tashqi iqtisodiy va siyosiy ma'lumotlar va moliyaviy bo'lmagan ma'lumotlar. Ushbu ma'lumotlar loyihaning pul oqimlarini baholash uchun birlashtiriladi.

17.1-jadvalda loyiha hajmi va ko'lamiga qarab, ma'lumotlarni yaratish bosqichida yig'ilishi kerak bo'lgan ma'lumotlar elementlari keltirilgan. Ko'pgina iqtisodiy ta'sirlar savdo daromadlari, xarajatlar, valyuta kurslari va umumiy

loyiha pul oqimlariga ta'sir ko'rsatib, loyihaning muvaffaqiyatiga bevosita ta'sir qilishi mumkin. Ichki va tashqi iqtisodiyotdagi tartibga solish tendensiyalari va siyosiy muhit omillari taklif etilgan loyihalarning muvaffaqiyatiga yordam berishi yoki to'sqinlik qilishi mumkin. Loyihaga tegishli moliyaviy ma'lumotlar marketing tadqiqotlari, ishlab chiqarish tahlillari va iqtisodiy tahlillar kabi manbalardan ishlab chiqiladi. Firma tadqiqotlari va ichki ma'lumotlardan foydalangan holda, tahlilchilar investitsiya qiymatini, ishchi kapital ehtiyojlarini, kutilayotgan pul oqimlarini va moliyalashtirish xarajatlarini baholaydilar. Agar raqobatchilarning biznes yo'nalishlari haqida ommaviy ma'lumotlar mavjud bo'lsa, bu ma'lumotlar tahlilga qo'shilishi kerak. Bu potensial pul oqimlarini baholash va loyihaning raqobatchilarga ta'sirini aniqlash uchun yordam beradi. Misol uchun, 1998-yilning o'rtalarida General Motors (GM) ga qarshi ish tashlash uning rahbariyatini kapital byudjetlashtirish rejasini qayta ko'rib chiqishga majbur qildi. GM 1998- va 2002-yillar orasida AQSHdagi zavodlariga 21 milliard dollar investitsiya qilishni rejalashtirgan edi. Mehnat munosabatlarining yomonlashishi va kasaba uyushmalarining samarasiz ish qoidalari ehtimoli GM rahbarlarini rejalashtirilgan AQSH kapital investitsiyasi haqida qayta o'ylashga majbur qilmoqda. Boshqa tomondan, siyosiy xavflar xorijdagi loyihalarga ta'sir qilishi mumkin. Qozog'iston va Turkmanistondagi neft konlarini rivojlantirishda kechikishlar yuz berdi, chunki loyihalar neftni suv yo'llari va neft tankerlari orqali tashish uchun siyosiy jihatdan beqaror yoki do'stona bo'lmagan mamlakatlar orqali neft quvuri qurilishini o'z ichiga olgan. Boshqa bir misolda, raqobatchilar tomonidan Yevropa iqtisodiy bozoriga kutilmaganda yetti o'rindiqli modelning chiqarilishi bo'yicha reja o'zgartirishini besh o'rindiqli modelni taqdim etish rejasidan voz kechishini ko'rsatgan. Bu qaror bir necha yil va dizayn ishlariga sarflangan millionlab dollar bo'sh so'ng qabul qilindi. Shuningdek, "yashil" mahsulotlarga bo'lgan talab avtomobil ishlab chiqaruvchilardan tortib, maishiy mahsulotlar ishlab chiqaruvchilarigacha ko'plab kompaniyalarni atrof-muhitga zararsiz mahsulotlar ishlab chiqishga yoki hech bo'lmaganda o'z mahsulot qadoqlarida "yashil" mahsulotlarini reklama qilishga undamoqda.

17.1-jadval

Loyiha tahlilida zarur bo'lgan ma'lumotlar

Tashqi iqtisodiy va siyosiy ma'lumotlar
Iqtisodiy sikl bosqichlari
Inflyatsiya tendensiyalari
Foiz stavkalari tendensiyalari
Valyuta kursi tendensiyalari

Chegaraoldi valyuta oqimlarining erkinligi
Siyosiy barqarorlik va muhit
Me'yoriy tartiblar
Soliqlar

Ichki moliyaviy ma'lumotlar	Nomoliyaviy ma'lumotlar
Investitsiya xarajatlari (asosiy vositalar va aylanma mablag').	Taqsimot kanallari.
Bozor tadqiqotlari va daromadlar, xarajatlar, pul oqimlari hisob-kitoblari.	Turli global joylardagi mehnat kuchining miqdori va sifati.
Moliyalashtirish xarajatlari (kapital qiymati).	Mehnat-menejment munosabatlari.
Transport xarajatlari.	Sohadagi texnologik o'zgarishlar holati.
Raqobatchilarning rejalari, operatsion natijalari haqida ommaviy axborot.	Sohadagi raqobat tahlili, raqobatchilarning mumkin bo'lgan reaksiyalari.

17.1-jadvalda firmalar kapital xarajat loyihalarini baholash uchun foydalaniishi mumkin bo'lgan ba'zi ma'lumotlar keltirilgan. Muayyan soha misoli sifatida, neft va gaz kompaniyalari kapital xarajatlar qarorlariga ta'siri bo'yicha yettita elementni eng muhimi va muhimlik darajasi kamroq bo'lgan sohalar sifatida belgilab chiqishgan:

1. Tabiiy gaz narxlari prognozlari.
2. Xom neft narxlari prognozlari.
3. Tabiiy gazga bo'lgan talab prognozi.
4. Xom neftga bo'lgan talab prognozi.
5. Loyihalarni moliyalashtirish uchun tashqi mablag'larning mavjudligi va qiymati.
6. Loyihalarga qo'yiladigan tartibga soluvchi talablar yoki cheklovlar.
7. Soliq masalalari.

Tabiiy gaz narxlari, xomashyo neft narxlari va ularga bo'lgan talab kompaniya daromadlarini belgilaydi. Yuqori narxlar (talab) yuqori savdo daromadlariga olib keladi va boshqa barcha narsalar o'zgarishsiz bo'lsa, yuqori foyda keltiradi. Bundan tashqari, neft va gaz o'rinbosar mahsulotlar bo'lganligi sababli, neft ishlab chiqaruvchilar tabiiy gaz narxi va talabi tendensiyalariga qiziqadi va aksincha. Katta neft kompaniyalari har yili milliardlab dollarni kapital xarajatlariga ajra-

tayotganligi sababli, ichki foyda yetarli bo'lmasa, tashqi mablag'larni jalb qilish imkoniyati muhim hisoblanadi. Atrof-muhit masalalari tufayli neft va gaz ishlab chiqarish qattiq tartibga solinadi. Soliq kodeksining murakkabligi neft va gaz investitsiya qarorlariga ham ta'sir qiladi. AQSH daromad solig'i, amortizatsiya va neft hamda gaz resurslari tugashiga ajratiladigan imtiyozlar, burg'ilash olib borilayotgan turli mamlakatlarning soliq kodekslari, turli yurisdiksiyalarda to'langan soliqlar uchun kreditlar va boshqalar ushbu kompaniyalarga ta'sir qiladi. Firma ba'zida kelajakdagi narxlarining oshishidan foydalanish uchun neft va gaz narxlari past bo'lganida kapital byudjetlarni oshirishni rejalashtiradi va narxlar yuqori bo'lganida xarajatlarni qisqartiradi, chunki taklif ortib narxlar tushishidan oldin o'zlarini haddan tashqari ortiqcha sarflashni xohlamaydilar.

So'nggi yillarda energiya narxlari, xususan neft narxlari yanada o'zgaruvchan bo'lib qoldi. 2008-yilga qadar ko'tarilib, katta turg'unlik davrida keskin tushib, 2014-yilgacha yana ko'tarilib, 2014–2016-yillarda yana pasayib ketdi. Ushbu o'zgaruvchanlik tendensiyasi ko'plab kompaniyalarni energiya zich sohalarda yangi ish usullarini ishlab chiqishga va energiya xarajatlarini kamaytiradigan kapital byudjet loyihalarini boshlashga undadi. Darhaqiqat, iqtisodiyotning ko'plab sohalarida tobora atrof-muhitga kam zarar yetkazadigan bo'lib, o'z biznes strategiyalarida barqarorlikni asosiy e'tibor sifatida qabul qilmoqda. Umuman olganda "barqarorlik" atamasi biznesni kelajakda davom ettirishdan ko'ra, atrof-muhitga zarar yetkazmasdan yoki resurslarni tugatmasdan, materiallardan noma'lum mudдат davomida foydalanishni anglatadi. Bunday loyihalarining maqsadi chiqindilarni kamaytirish va tabiiy resurslarni saqlashdir. Barqaror strategiyalar qayta tiklanadigan resurslardan foydalanishga intiladi. Ba'zilar neft zaxiralari tugashi mumkinligidan qo'rqishsa-da, shamol, to'lqin, quyosh, yadro energiyasi va makko'xori, soya hamda suvo'tlaridan olingan bioyoqilg'ilar kabi tabiiy ravishda qayta tiklanadigan (va potentsial ravishda karbonatlarni kamaytiradigan) energiya manbalaridan kamroq xavotirlanishadi.

Bunday muammolar transport bilan bog'liq sohalar, masalan, yuk tashish, temir yo'l va aviakompaniyalar hamda chakana savdo va kapital tovarlar sektori-ning xizmatlaridan foydalanuvchilar uchun juda katta ahamiyatga ega. Yonilg'i xarajatlari past bo'lganida, kunlik jo'natmalar bilan o'z vaqtida (JIT) inventarizatsiya tizimlari inventarizatsiya xarajatlarini kamaytirish maqsadga muvofiqdir. Ammo yuqori energiya narxlari yuk tashuvchilar va yetkazib beruvchilar tomonidan oshiriladi, shuning uchun inventarizatsiyani saqlash va ombor qarorlari JIT samaradorligidan ustun turadi. Ba'zilar rivojlangan iqtisodiyotlarda korporativ ta'minot zanjiri transport xarajatlari energiyaning taxminan 7 foizini tashkil qiladi, deb taxmin qiladilar. Natijada, firmalar yuk mashinalari parkini yordamchi quvvat tizimlari, shinalar bosimini sezuvchi sensorlar va yaxshiroq aerodinamika bilan yangilash orqali xarajatlarni va neftga bog'liqlikni kamaytirish yo'llarini izlamoqda. Ular tirband hududlarga yetkazib berish uchun katta yuk mashinalarini

kichikroq, yoqilg'i samaradorligi yuqori bo'lgan transport vositalariga almashtirish loyihalarini ko'rib chiqmoqdalar. Mahsulotning yakuniy manzilidan uzoqda joylashgan mega omborxonalardan ko'ra, bir-biriga yaqinroq kichik omborxonalar ham transport xarajatlarini kamaytirishga yordam berishi mumkin. Hatto yuk mashinasini yuklash ham mavjud bo'shliqni iloji boricha samarali foydalanish va sayohatlar hamda energiya xarajatlarini kamaytirish uchun ilmiy jihatdan muhimdir. Energiya narxlari tendensiyalari eksport va importga ham ta'sir qilishi mumkin. Yuqori yonilg'i xarajatlari korporativ foydalarni kamaytiradi va ba'zi xarajatlar iste'molchilarga o'tkaziladi. Chetdan import qilinadigan tovarlarga katta darajada tayanadigan sanoatlar, yuqori yuk tashish xarajatlarini to'lashdan ko'ra, ushbu tovarlarni o'z uyida ishlab chiqarish uchun energiya foydalarini ko'rib chiqishni istashi mumkin.

17.3. KAPITALNI BYUDJETLASHTIRISH TEXNIKASI – SOF JORIY QIYMAT

Kapitalni byudjetlash loyihalarini baholash uchun tegishli usullar yoki texnikalar talab qilinadi, shunda boylikni maksimal darajada oshiruvchi qarorlar qabul qilinishi mumkin. Foydalaniladigan texnikalar pulning vaqt qiymatini aks ettirishi kerak, chunki zavod va uskunalar uchun xarajatlar hozir amalga oshiriladi, foyda esa kelajakda yuzaga keladi. Bunda eng keng tarqalgan beshta usul ko'p qo'llaniladi: 1. Sof joriy qiymat (NPV), 2. Ichki daromad normasi (IRR), 3. O'zgartirilgan ichki daromad normasi (MIRR), 4. Rentabellik indeksi (PI) va 5. Qaytarish muddati (PP). Ushbu beshta usuldan qaytarish muddati eng kam ma'qul hisoblanadi, chunki u pulning vaqt qiymatini hisobga olmaydi.

17.2-jadval

A va B loyihalari pul oqimlari uchun ma'lumotlar

Yillar	Loyiha A	Loyiha B
0	\$20,000	\$25,000
1	5,800	4,000
2	5,800	4,000
3	5,800	4,000
4	5,800	10,000
5	5,800	10,000

Sof joriy qiymat (NPV) usuli kapital byudjetlash loyihalarini baholash uchun eng yaxshi usul hisoblanadi. Loyiha NPVsi loyihaning butun muddati davomida barcha pul oqimlarining joriy qiymati (PV) sifatida hisoblanadi va dastlabki investitsiya yoki xarajatlar hisobga olinadi. Bu 17.1-jadvalda ko'rsatilgan. Bu usul pulning vaqt qiymatini hisobga oladi va loyihaning barcha pul oqimlarini tahlilga kiritadi. Bundan tashqari, uning qiymati loyihaning aksiyadorlarning boyligiga dollar miqdoridagi ta'sirini o'lchaydi. NPV aksiyadorlarning boyligidagi kutilayotgan dollar o'zgarishini o'lchaydi. Ya'ni, NPVsi 1 million dollar bo'lgan loyiha aksiyadorlarning boyligini 1 million dollarga oshirishi kutiladi. Shunday qilib, ijobiy NPVga ega loyihalar aksiyadorlarning boyligini oshirishi kutiladi, manfiy NPVga ega loyihalardan esa voz kechish kerak.

NPV usulini qo'llash uchun biz loyihaning taxminiy pul oqimlari va pul oqimini diskont qilish uchun zarur bo'lgan daromad normasini bilishimiz kerak. Pul oqimlarini baholash usullari keyingi bobda muhokama qilinadi. Zarur bo'lgan daromad normasi qaralayotgan loyiha bilan bir xil xavfga ega loyihalar uchun uzoq muddatli qarz va kapital fondlarining narxini aks ettirishi kerak. Quyidagi misolda, zarur bo'lgan daromad normasi yoki kapital qiymati 10 foiz deb faraz qilamiz. 18-bobda biz kapital qiymatini aniqlash jarayonini ko'rib chiqamiz. Biz NPV texnikasini A va B loyihalariga qo'llaymiz. Ularning pul oqimlari **17.2-jadvalda** ko'rsatilgan. Kapital qiymati 10 foiz deb hisoblaganda, pul oqimlari 10 foizli joriy qiymat foiz omiliga (PVIF) (Ilovadagi 2-jadvaldan) ko'paytiriladi, natijada **17.3-jadvalda** ko'rsatilgan joriy qiymatlar olinadi. Dastlabki xarajatlarga diskont omili qo'llanilmaydi, chunki ular vaqt o'tmasdan amalga oshiriladi. Har ikkala loyiha uchun ham ijobiy NPVlar ko'rsatilgan. Bu shuni anglatadiki, har qanday loyihaga investitsiya qilish aksiyadorlarning boyligini oshiradi. Biroq, 1982 dollarlik yuqori NPVga ega bo'lgan A loyihasi, 988 dollarlik NPVga ega B loyihadan afzalroqdir. Ijobiy NPV loyihaning pul oqimlari dastlabki xarajatlarni hamda loyiha muddati davomida 10 foiz moliyalashtirish xarajatlarini qoplash uchun yetarli ekanligini anglatadi. Ularning NPVsi noldan katta bo'lgani uchun, har bir loyihaning daromadi 10 foizli kapital qiymatidan yuqoridir.

17.3-jadval

A va B loyihalar uchun sof joriy qiymat hisoblari

Yillar	Loyiha A			Yillar	Loyiha B		
	Pul oqimlari	x	Hozirgi qiymat		Pul oqimlari	x	Hozirgi qiymat
0	\$-20,000	1,000	\$20,000	0	\$-25,000	1,000	\$-25,000
1	5,800	0,909	5,272	1	4,000	0,909	3,636
2	5,800	0,826	4,791	2	4,000	0,826	3,304

3	5,800	0,751	4,356	3	8,000	0,751	6,008
4	5,800	0,683	3,961	4	10,000	0,683	6,830
5	5,800	0,621	3,602	5	10,000	0,621	6,210
Sof joriy qiymat=\$1,982				Sof joriy qiymat=\$988			

Moliyaviy kalkulyatorlar NPV ni hisoblay oladi. Masalan, A loyihasi uchun quyidagilarni kiritishimiz mumkin:

HP 10 B II moliyaviy kalkulyatori uchun:

-20,000 CFj

5800 CFj

5800 CFj

5800 CFj

5800 CFj

5800 CFj

10 i (foiz stavkasi tugmasi)

Keyingi bosqichda NPV tugmasini bosish orqali, biz NPV uchun aniq javobni olamiz: \$1,986.56.

TI BA II Plus moliyaviy kalkulyatori uchun quyidagi hisob-kitoblarni bajarishimiz kerak:

Ga	Bosing	Ko'rsatish
Naqd pul oqimi jadvalini tanlang	CF	$CF_0 = 0.00$
Boshlang'ich pul oqimini kiriting	2000 +/-kiriting	$CF_0 = -20,000$
Birinchi yil uchun naqd pul oqimini kiriting	5800 kiriting	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$
Ikkinchi yil uchun naqd pul oqimini kiriting	5800 kiriting	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$
Uchinchi yil uchun naqd pul oqimini kiriting	5800 kiriting	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$
To'rtinchi yil uchun pul oqimini kiriting	5800 kiriting	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$
Beshinchi yil uchun pul oqimini kiriting	5800 kiriting	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$

NPV ni hisoblash

Bu hisob-kitobni B loyihasi uchun bajarganimizda, uning NPV si \$992.01 ekanligini aniqladik. A loyihasi uchun NPV ni hisoblashda qisqa yo'lni qo'llash mumkin. Naqd pul oqimlari annuitetni tashkil etganligi sababli, biz annuitetning hozirgi qiymat foiz koeffitsiyentidan (PVIFA) 10 foizda besh yil uchun ilovaning **4-jadvalidan** foydalanishimiz mumkin edi. Bu esa 3.791 ga teng. NPV quyidagi-cha hisoblanishi mumkin:

$$\begin{aligned} \$5800 \times 3.791 &= \$21,988 \text{ PV pul oqimlari} \\ &\quad - 20\,000\$ \text{ boshlang'ich xarajat} \\ &\quad \hline &1,988\$ \text{ Sof joriy qiymat} \end{aligned}$$

Ilova jadvallarida PVIF larni yaxlitlash tufayli PVIFA (joriy qiymatning foiz koeffitsiyenti)dan foydalangan holda olingan \$1,988 NPV qiymati PVIF dan foydalangan holda olingan \$1,982 qiymatidan biroz farq qiladi. Naqd pul oqimlari annuitet shaklida bo'lmaganda, B loyihasida bo'lgani kabi, sof joriy qiymatni topish uchun **17.3-jadvalda** ko'rsatilgan uzunroq hisoblash jarayonidan foydalanish kerak. Sof joriy qiymati (NPV) manfiy bo'lgan loyihalar firma uchun qabul qilinmaydi. Ular kapital qiymatidan past daromad keltiradi va firmalarning qiymatini pasaytiradi. Bizning misolimizda, A va B loyihalari ijobiy NPV siga ega va qabul qilinadi. Agar ular o'zaro istisno qiluvchi loyihalar bo'lsa, menejerlar A loyihasini tanlashi kerak, chunki uning \$1,986.56 NPVsi B loyihasining \$992.01 NPVsidan yuqori. Aniqlik, moliyaviy menejer kapital byudjetlashtirish qarorlarini ularning firma qiymatiga ta'siri asosida qabul qilishi kerak.

Elektron jadval funksiyalaridan foydalanish

PV jadvalida topilgan omillar bilan ko'paytirish yoki moliyaviy kalkulyator-dan foydalanishdan tashqari, Excel kabi elektron jadval dasturlari ham NPV ni hisoblashni osonlashtiradi. A loyihasi uchun naqd pul oqimlarini Excel jadvaliding B ustunida, 2 dan 7 gacha bo'lgan qatorlarda ekanligini tasavvur qilaylik.

1	Time	Cash flow					
2	0	\$-20,000					
3	1	\$5800					
4	2	\$5800					
5	3	\$5800					
6	4	\$5800					
7	5	\$5800					
8	NPV=	\$1,986.56	=NPV(10%;B3:B7)+B2				
9							
10							

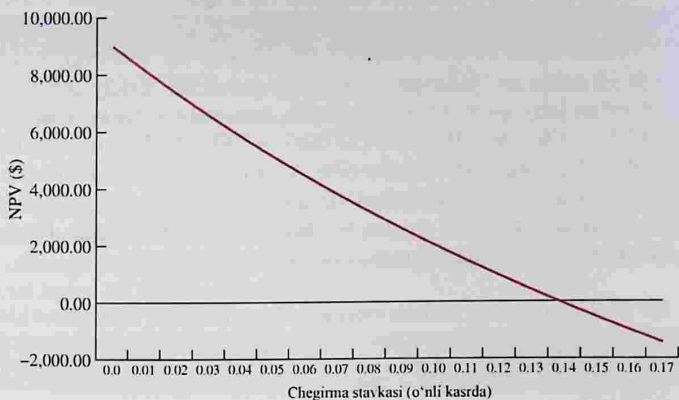
NPV ni hisoblash uchun biz Excel ning NPV funksiyasidan foydalanishimiz mumkin, lekin uni biroz o'zgartirishimiz kerak. Excelning NPV funksiyasi bu bobda qilganimizdek, NPV ni hisoblamaydi. Excelning NPV funksiyasi birinchi ko'rsatilgan katakdagi qiymatni bir davrga, ikkinchi katakdagi qiymatni ikki davrga va hokazo orqaga diskontlashni nazarda tutadi. Ammo ko'pchilik kapital byudjetlashtirish muammolarida "nol vaqt" yoki "hozirgi" investitsiya mavjud bo'lib, bu diskont qilinmaydi. Bizning misolimizda, nol vaqtida \$20,000 investitsiya hozirgi qiymat (PV) ko'rinishida ifodalanadi. Bu muammodan chiqish uchun, biz Excel ning NPV funksiyasidan foydalanib, birinchi davrdan loyihaning oxirigacha bo'lgan davrlar (bizning misolimizda B3 dan B7 gacha bo'lgan kataklar) PV la-rining yig'indisini topamiz va keyin dastlabki manfiy investitsion naqd pul chiqi-mini \$20,000ni B2 katakchasiga qo'shamiz. Yuqoridagi misolda, B8 hujayrasida, biz quyidagini yozdik: = NPV (10%, B3) + B2 va elektron jadval NPV ning aniq qiymatini hisoblab chiqadi: \$1,986.56. NPV funksiyasining shakli quyidagicha:

= NPV (diskont stavkasi, birinchi davrdagi naqd pul oqimi katakchasi:
oxirgi naqd pul oqimi katakchasi)

Diskont stavkasi foiz sifatida (10%) yoki uning kasr ko'rinishida (0.1) yozi-lishi mumkin. Agar siz "%" belgisini yozsangiz, Excel bu sonni foiz deb qabul qiladi; aks holda, kasr ko'rinishi qabul qilinadi. Ehtiyot bo'ling: agar siz "10" deb yozsangiz, lekin "10%" deb yozmasangiz, elektron jadval 1000% diskont stavka-sini ishlatadi.

17.4. KAPITAL BYUDJETLASHTIRISH USULLARI – ICHKI FOYDA NORMASI (IRR)

10-bobdagi obligatsiyalar bo'yicha muhokamamizdan biz obligatsiya narxlari va foiz stavkalari o'rtasida teskari munosabat yoki "teeter-totter effekti" mavjud-ligini bilamiz. Investirlarning talab qilinadigan rentabellik darajalari oshgani sari, obligatsiya narxlari tushadi. Investirlarning talab qilinadigan rentabellik daraja-lari tushgani sari, obligatsiya narxlari oshadi. Shunga o'xshash munosabat NPV va firmaning talab qilinadigan rentabellik darajasi yoki loyihaning kapital qiymati o'rtasida ham mavjud. Ma'lum bir pul oqimlari to'plami uchun kapitalning yuqori qiymati NPV ni pasaytiradi. Kapitalning pastroq qiymati esa loyihaning NPV ni oshiradi. **17.1-rasmda** NPV va kapital qiymati o'rtasidagi ushbu munosabat, ya'ni NPV profili ko'rsatilgan. Loyihaning kapital qiymati oshgani sayin, NPV ijobiy-dan nolga va manfiyga o'zgaradi. NPV nol bo'lgan kapital qiymati alohida e'tibor talab qiladi.



17.1-rasm. NPV va diskon stavkasi o'rtasidagi bog'liqlik.

NPV usuli bizga A va B loyihalari kutilgan daromadni 10 foizdan yuqori darajada taqdim etishini aytsa-da, biz haqiqiy daromad stavkalarini bilmaymiz. Ichki daromad normasi (IRR) usuli esa NPV ni nolga tenglashtiradigan daromadni topadi. Ya'ni **17.1-rasmdagi** NPV profili 0 o'qi bilan kesishgan nuqta. Sof joriy qiymat, kutilayotgan pul oqimining joriy qiymati loyihaning dastlabki sarmoyasiga teng bo'lganda nolga teng bo'ladi. Bu 17.2-tenglamada ko'rsatilgani:

$$NPV = \sum_{t=1}^n [CF_t / (1 + IRR)^t - \text{Boshlang'ich investitsiya}] = 0$$

Ichki daromad normasi (IRR) ni topish uchun sinov va xatolik jarayonidan foydalanish mumkin. Lekin moliyaviy kalkulyatorlar va kompyuter jadvalar (masalan, Excelning IRR funksiyasi) ichki daromad normasi (IRR) ni baholashning ancha tezkor usulini taqdim etadi. Keling, dastlab A loyihasi uchun IRR jarayoni ni ko'rsatamiz. Pul oqimlari annuitetni tashkil etgani uchun IRR ni topish oson. 9-bobdan bilamizki, quyidagilar mavjud:

$$\text{Annuitetning joriy qiymati} = PVIFA \times \text{annuitet pul oqimi}.$$

Qayta tartibga solib, biz dastlabki kapital byudjetini (PV annuitet) annuitet pul oqimi miqdoriga bo'lamiz va oddiy annuitet uchun joriy qiymat foiz omilini (PVIF) topamiz:

$$PVIFA = PV \text{ annuitet} / \text{Yillik tushum}$$

A loyihasi uchun PVIFA 3.448 (\$20,000 / 5,800). Biz bilamizki, 3.448 PVI-FA besh yil uchun mo'ljallangan. Ilovaning 4-jadvaliga, "Oddiy annuitetning 1 AQSH dollari joriy qiymati", murojaat qilib, besh yillik qator bo'ylab 3.448 ga yaqin PVIFA ni topamiz. Bu 3.605 (12 foiz) va 3.433 (14 foiz) orasida, lekin 14 foizlik PVIFA ga yaqinroq. Shunday qilib, A loyihasi uchun IRR 14 foizdan biroz kamroq. Albatta, moliyaviy kalkulyatorlar va kompyuter jadvallari bilan ichki daromad normasini topishning aniqroq usullari mavjud. Misol sifatida, biz moliyaviy kalkulyator va A loyihasining pul oqimlaridan foydalanamiz.

HP 10 B II moliyaviy kalkulyatori uchun quyidagi ma'lumotlarni kiriting:

-20,000 CFj

5800 CFj

5800 CFj

5800 CFj

5800 CFj

5800 CFj

IRR tugmasini bosib (ba'zi kalkulyatorlar uchun, IRR tugmasini bosishdan oldin "shift" yoki "End" tugmasini bosish kerak bo'lishi mumkin). Buni amalga oshirib, biz IRR ni 13.82 foiz ekanligini topamiz.

TI BA II Plus moliyaviy kalkulyatori uchun quyidagi ma'lumotlarni kiriting:

Ga	Bosing	Ko'rsatish
Naqd pul oqimi jadvalini tanlang	CF	$CF_0 = 0.00$
Boshlang'ich pul oqimini kiriting	2000 +/-kiriting	$CF_0 = -20,000$
Birinchi yil uchun naqd pul oqimini kiriting	5800 kiriting	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$
Ikkinchi yil uchun naqd pul oqimini kiriting	5800 kiriting	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$
Uchinchi yil uchun naqd pul oqimini kiriting	5800 kiriting	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$
To'rtinchi yil uchun pul oqimini kiriting	5800 kiriting	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$
Beshinchi yil uchun pul oqimini kiriting	5800 kiritng	$C01 = 5,800$
		$F01 = 1.00$

NPV ni hisoblash

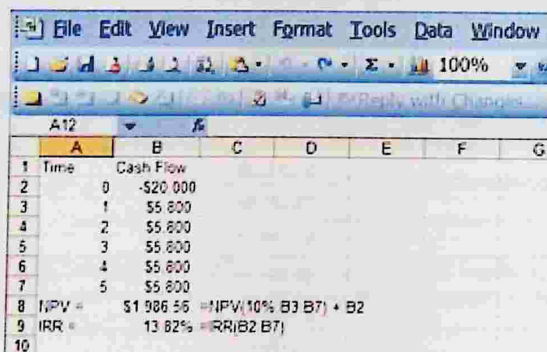
Ga	Bosing	Ko'rsatish
IRR ni hisoblashga tayyorlaning	IRR	$I = 0.00$
Ichki daromad normasini hisoblang	CPT	$IRR = 13.82$

Jadvallar yordamida ichki daromad normasini aniqlashning ikki usulini ko'rsatishimiz mumkin. Ushbu misollarda biz A loyihasini va uning annuitet pul oqimlarini ishlatamiz. Birinchidan, turli chegirma stavkalaridan foydalanib, NPV qiymatlarini ketma-ket hisoblashimiz mumkin:

Diskont fozi stavkasi(%)	A loyihasining NPVsi	
0	\$9,000.00	
1	\$8,149.90	
2	\$7,338.07	
3	\$6,562.30	
4	\$5,820.57	
5	\$5,110.96	
6	\$4,431.71	
7	\$3,781.15	
8	\$3,157.72	
9	\$2,559.98	
10	\$1,986.56	
11	\$1,436.20	
12	\$907.70	
13	\$399.94	
14	-\$88.13	NPV bu yerda musbatdan manfiyga o'tadi, shuning uchun IRR 13 va 14 foiz orasida bo'lishi kerak.
15	-\$557.50	
16	-\$1,009.10	
17	-\$1,443.79	

Bu IRR 13 va 14 foiz orasida ekanligini ko'rsatadi. Ushbu ma'lumotni Excel ning grafik imkoniyatlariga kiritish mumkin va NPV profilini chizish mumkin.

Biz **17.1-rasmni** shu tarzda tuzdik. NPV profili bizga loyihaning kapital qiymati yoki chegirma stavkasidagi o'zgarishga NPV qanchalik bog'liq ekanligini vizual tasavvur qilish imkonini beradi. Jadvallardan foydalanishning ikkinchi usuli Excel ning IRR funksiyasi yordamida IRRni hisoblashdir. A loyihasi uchun 0 va 5 vaqt-dagi pul oqimlarini B2 dan B7 gacha bo'lgan kataklarda ekan deb faraz qilaylik, quyida ko'rsatilganidek, katakka (bu holda B9) = IRR(B2) kiritish orqali jadval A loyihasi uchun ichki daromad normasining aniq qiymatini hisoblaydi:



	A	B	C	D	E	F	G
1	Time	Cash Flow					
2	0	-\$20,000					
3	1	\$5,800					
4	2	\$5,800					
5	3	\$5,800					
6	4	\$5,800					
7	5	\$5,800					
8	NPV =	\$1,986.56	=NPV(10% B3:B7) + B2				
9	IRR =	13.82%	=IRR(B2:B7)				
10							

Bizning misolimizda, boshlang'ich (nol vaqtdagi) pul oqimi B2 katakda joylashgan. B7 katakda beshinchi vaqt oralig'i uchun yakuniy pul oqimi mavjud. IRR funksiyasidan foydalanib, biz A loyihasi uchun IRR ning aniq qiymatini 13.82 foiz deb topamiz. Bu moliyaviy kalkulyator yordamida topilgan qiymat bilan bir xil. IRR funksiyasi shakli = IRR (boshlang'ich pul oqimi katagi, yakuniy pul oqimi katagi, IRR uchun dastlabki taxmin) shaklida bo'ladi. Oxirgi element, IRR uchun dastlabki taxmin, ixtiyoriydir va biz uni A loyihasi uchun yuqoridagi misolda ishlatmadik. Dastlabki taxminni kiritish uchun biz foizlarni (10%) yoki ularning o'nli kasr ekvivalentlarini (0.10) ishlatishimiz mumkin. Ko'pincha, biz bu dastlabki taxminni qoldirishimiz mumkin va IRR funksiyasi IRR ni osonlik bilan hisoblaydi. B loyihasi uchun, notekis pul oqimlari bilan, moliyaviy kalkulyator yoki jadval dasturi eng foydali hisoblanadi. Ammo IRR ni topish uchun sinov va xatolik jayronidan ham foydalanish mumkin. Pul oqimlarini 10 foizlik stavkada diskontlash, **17.3-jadvalda** hisoblanganidek, 988 AQSH dollari miqdorida musbat NPV ni beradi. Musbat NPV yuqori diskont stavkasini sinash kerakligini ko'rsatadi. Masalan, nol sof joriy qiymatga olib keladigan diskont stavkasini topish uchun 12 foiz. 12 foizlik PVIF lar Ilovaning 2-jadvalidan, "1 AQSH dollarining joriy qiy-

mati” olingan. **17.4-jadvalda**, pul oqimlari 12 foizlik stavkada diskontlanganda, NPV minus 514 AQSH dollariga teng bo'lishini hisoblaymiz. Bu IRR 10 va 12 foiz orasida ekanligini ko'rsatadi. Minus 514 AQSH dollari noldan 988 AQSH dollariga nisbatan yaqinroq bo'lgani uchun, siz IRR ni 11 foizdan biroz yuqori deb taxmin qilishingiz mumkin. Ammo aniq javob olish uchun moliyaviy kalkulyator yoki elektron jadvaldan foydalanishimiz kerak. Shunday qilib, B loyihasi uchun IRR 11.3 foiz ekanligini bilamiz.

17.4-jadval

**12 foizli chegirma stavkasidan foydalangan holda
B loyihasi uchun sof joriy qiymatni hisoblash**

Yillar	Pul oqimlari	x	12% PVIF	=	Hozirgi qiymat
0	-\$25,000		1,000		-\$25,000
1	4,000		0,893		3,572
2	4,000		0,797		3,188
3	8,000		0,712		5,696
4	10,000		0,636		6,360
5	10,000		0,567		5,670
					Sof joriy qiymat= -\$514

A va B loyihalari qabul qilinishi mumkin, chunki ular 10 foizlik kapital qiymatidan yuqori daromad keltiradi. Biroq, agar loyihalar o'zaro bir-birini istisno qiladigan bo'lsa, biz A loyihasini B loyihasidan ustun qo'yamiz, chunki A loyihasining NPVsi yuqori.

NPV VA IRR

NPV va IRR usullari har doim loyiha aksiyadorlarning boyligini oshiradimi yoki kamaytiradimi degan masala turadi. Agar loyiha kapital qiymatidan ko'proq daromad keltirsa, NPV musbat bo'ladi. Agar loyiha kapital qiymatidan kamroq daromad keltirsa, NPV manfiy bo'ladi. IRR dan foydalanishda muammo shundaki, u loyihalarni NPV dan boshqacha tarzda tartibga solishi mumkin. Agar shunday bo'lsa, qanday qaror qabul qilish kerak? Agar loyihalar mustaqil bo'lsa, haqiqiy muammo yo'q. Kompaniya musbat NPV ga ega bo'lgan barcha loyihalarni amalga oshirishi kerak. Boshqacha aytganda, kompaniya talab qilinadigan daromadidan yuqori IRR ga ega bo'lgan barcha loyihalarni amalga oshirishi kerak. Biroq, agar loyihalar o'zaro bir-birini istisno qilsa, qaror NPV usuli bo'yicha yaratilgan tartibga amal qilish kerak. NPV loyihaning aksiyadorlarning boyligiga kutilgan

o'zgarishini o'lchaydi. Menejerlar aksiyadorlarning boyligini maksimal darajada oshirishi kerak bo'lgani uchun, ular yuqori IRR emas, yuqori NPV ga ega loyihani afzal ko'rishlari kerak. IRR bilan bog'liq bo'lishi mumkin bo'lgan ikkinchi muammo – loyihaning pul oqimlari belgisi almashishi mumkin. Ya'ni, ba'zi pul oqimlari ijobiy, ba'zilar manfiy. Bunday holda, matematik jihatdan ikkita yoki undan ko'p IRR bo'lishi mumkin. Masalan, boshlang'ich chiqimlari \$100, birinchi yilda \$300 miqdorida ijobiy pul oqimi va ikkinchi yilda yopilish xarajatlari tufayli –\$200 miqdorida pul chiqimi bo'lgan loyiha misolini ko'rib chiqing. Bunday loyiha ikkita IRR ga ega: 0 foiz va 100 foiz.

$$\text{NPV } 0\% \text{ da: } -100 + 300/(1+0)^1 + -200/(1+0)^2 = -100 + 300 - 200 = 0$$

$$\text{NPV } 100\% \text{ da: } -100 + 300/(1+1.00)^1 + -200(1+100.0)^2 = -100 + 150 - 50 = 0$$

Haqiqiy hayotdagi loyihani tasavvur qilish oson, bu loyiha vaqt o'tishi bilan katta ta'mirlash yoki texnik xizmat ko'rsatishni talab qilishi mumkin yoki tugatish yoki yopish xarajatlari katta bo'lishi mumkin. Shu sababli, NPV ichki daromad normasidan (IRR) ko'ra afzal usul hisoblanadi. Ommabop noto'g'ri tushuncha shundaki, IRR loyiha uchun dastlab sarmoyalangan mablag'larning murakkab foizli daromadini ifodalaydi. Aslida, IRR loyihada ichki sarmoya sifatida qolgan mablag'lardan olingan daromadni o'lchaydi (shuning uchun ichki daromad normasi deb ataladi). Loyiha pul oqimlarining bir qismi asosiy kapitalning qaytarilishi (dastlabki sarmoya), boshqasi esa loyihaga sarmoyalangan mablag'larning qolgan balansidan daromad to'laydi. IRR loyihada ichki sarmoya sifatida qolgan mablag'lardan olingan daromadni o'lchashini ko'rsatish uchun biz quyidagi misolni keltiramiz. Martin va Barbara o'z biznes kompyuter tizimini yangilashga qaror qilishdi, bu ularning ish sifatini va samaradorligini yaxshilashga yordam beradi. Dastlabki sarmoya \$5000 va loyiha ularga har yili uch yil davomida \$2010.57 tejashni ta'minlaydi. Ular loyiha uchun IRR ni 10 foiz deb aniqlashdi. Biz IRR loyiha bo'yicha yildan yilga tiklanmagan xarajatlardan olingan daromadni qanday ifodalayotganini ko'rsatamiz.

(1) Yillar	(2) Investitsiya- larning boshlanish qiymati	(3) Kiruvchi pul oqimlari	(4) Sarmoya qilingan mablag'lardan 10% daromad (2) x10	(5) Sarmoya qilin- gan mablag'lar- dagi kamayish (3)-(4)	(6) Sarmoya qilingan mablag'larning yakuniy qiymati (2)-(5)
1	\$5,000.00	\$2,010.57	\$500.00	\$1,510.57	\$3,489.43
2	3,489.43	2,010.57	348.94	1,661.63	1,827.80
3	1,827.80	2,010.57	182.78	1,827.79	0.01

Ushbu jadval kompyuter tizimini yangilash loyihasidan yillik \$2,010.57 tejamkorlik sarmoya qilingan mablag'lardan olinadigan daromadni (4-ustun) va loyihada sarmoya qilingan mablag'lardagi kamayishni (5-ustun) ifodalashini ko'rsatadi. Loyiha dastlabki \$5,000 sarmoya uchun uch yil davomida 10 foiz daromad yoki har yili \$500 daromad keltirmaydi. 10 foizlik IRR loyiha davomida dastlabki sarmoya uchun har yili olinadigan daromadni emas, sarmoya qilingan mablag'lardan olingan daromadni ifodalaydi.

17.5. KAPITALNI BYUDJETLASHTIRISH USULLARI – MODIFIKATSİYALANGAN ICHKI DAROMAD NORMASI (MIRR)

Modifikatsiyalangan ichki foyda normasi (MIRR) IRR tomonidan yuzaga keltirilgan ba'zi muammolarni hal qiladi. Dastlabki investitsiyalar hajmi bir xil bo'lgan o'zaro loyihalarning MIRR reytinglari, o'sha loyihalarning NPV reytinglari bilan mos keladi. Bundan tashqari, MIRR hisoblash har doim bitta aniq javob beradi. Bu IRR usuli kabi turli xil javob bermaydi.

MIRR quyidagi 3 xil bosqichda hisoblanadi:

1. Talab qilinadigan daromad normasi diskont stavkasi sifatida foydalanib, barcha naqd pul chiqimlarining joriy qiymatini (PV) aniqlang. (An'anaviy loyiha uchun bu faqat loyihaning dastlabki qiymati bo'ladi.) Ushbu qadam barcha naqd pul chiqimlarini 0 vaqt nuqtasida umumiy joriy qiymatga (PV) aylantiradi.

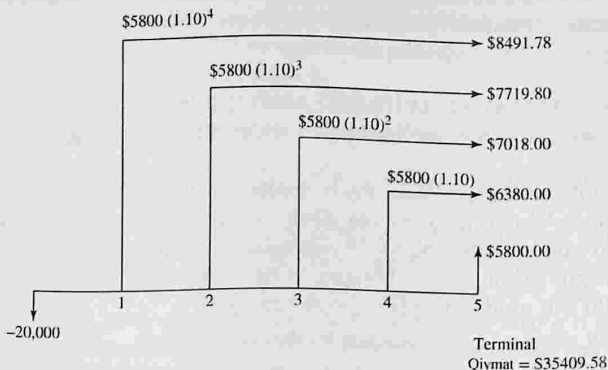
2. Talab qilinadigan daromad normasi qayta investitsiya qilish yoki foizlar hisoblash stavkasi sifatida qo'llanilib, loyiha muddati tugashi vaqti, ya'ni N vaqt nuqtasida har bir naqd pul kiriminin kelajak qiymatini (FV) hisoblang va ularni bir-biriga qo'shing. Ushbu yig'indi ba'zida terminal qiymat deb ataladi. Bu qadam barcha kirimlarni N vaqt nuqtasida umumiy kelajak qiymatiga aylantiradi.

3. Pul chiqimlarning joriy qiymati (PV) va terminal qiymatini tenglashtiradigan diskont stavkasini toping. Ushbu diskont stavkasi modifikatsiyalangan ichki foyda normasi (MIRR) hisoblanadi.

17.2-rasm bu jarayonni A loyihasining naqd pul oqimi ma'lumotlari va 10 foiz talab qilingan daromad normasi yordamida ko'rsatadi.

Birinchi qadamda loyihaning chiqimlarining joriy qiymati (PV) uning dastlabki investitsiyasi bo'lib, bu \$20,000 ga teng. Keyin, loyihaning beshinchi va oxirgi yilida har bir naqd pul kiriminin kelajakdagi qiymatini (FV) hisoblaymiz. Birinchi yilning \$5,800 naqd pul kirimi to'rt yil davomida beshinchi yil oxiriga qadar foiz hisoblanadi. Uning beshinchi yil oxiridagi FV qiymati \$8,491.78 ga teng. Ikkinchi yilning naqd pul kirimi uch yil davomida beshinchi yil oxiriga qadar foiz hisoblanadi. Uning beshinchi yil oxiridagi FV qiymati \$7,719.80 ga teng.

Xuddi shunday, uchinchi, to'rtinchi va beshinchi yil naqd pul kiritimlarining FV qiymatlarini hisoblaymiz. Beshinchi yilning naqd pul kiritimi beshinchi yil oxirida sodir bo'lgani uchun foiz hisoblash talab qilinmaydi. FV larni qo'shib, \$35,409.58 umumiy yig'indini hosil qilamiz. Bu loyiha uchun terminal qiymat hisoblanadi.



17.2-rasm. A loyihasi uchun MIRR.

Uchinchi bosqichda, pul chiqimlarning joriy qiymatini (PV) terminal qiymatga tenglashtiradigan diskont stavkasini topamiz:

$$FV = PV(1 + r)^n = \$35,409.58 = \$20,000 (1 + r)^5$$

Hisoblash natijasida, MIRR 12,10 foizga teng ekanini topamiz. Excel da bu hisoblashni amalga oshirish uchun MIRR funksiyasi mavjud:

File Edit View Insert Format Tools Data Window						
A10 X ✓ f						
	A	B	C	D	E	F
1	Time	Cash Flow				
2	0	-\$20,000				
3	1	\$5,800				
4	2	\$5,800				
5	3	\$5,800				
6	4	\$5,800				
7	5	\$5,800				
8	NPV =	=NPV(10%; B3:B7) * B2				
9	IRR =	=IRR(B2:B7)				
10	MIRR =	=MIRR(B2:B7, 10%, 10%)				
11						

MIRR funksiyasi quyidagi shaklga ega: $=MIRR(0\text{-vaqt naqd pul oqimi katakchasi}; \text{so'nggi naqd pul oqimi katakchasi}, \text{moliyalashtirish stavkasi}, \text{qayta investitsiyalash stavkasi})$. Moliyalashtirish stavkasi – bu naqd pul chiqimlarini moliyalashtirish uchun qarz olishda to'lanadigan foiz stavkasi. Qayta investitsiya stavkasi esa naqd pul kirimlarining kelajakdagi qiymatini (FV) hisoblash yoki topishda ishlatiladigan stavkadir. Ushbu misolda biz bu ikkala stavka uchun kompaniyaning talab qilinadigan 10 foiz daromad normasidan foydalandik. Shunga o'xshash hisob-kitoblar B loyihasi uchun MIRR 10,86 foiz ekanligini ko'rsatadi. MIRR A loyihasini (12,10 foiz) B loyihasidan (10,86 foiz) yuqoriroq o'rinda qo'yadi. Bu NPV ning loyihalarni reytinglashdagi natijasi bilan bir xil. MIRR bo'yicha qaror qabul qilish qoidasi IRR ga o'xshashdir. Agar loyiha MIRR ko'rsatkichi loyihaning minimal talab qilingan daromad normasidan yuqori bo'lsa, loyiha qabul qilinadi. MIRR ning bir kamchiligi shundaki, bu nisbiy jozibadorlik o'lchovi bo'lib, u loyihalarning aksiyadorlar boyligini qanchalik oshirishi haqida dollar miqdorida ma'lumot bermaydi.

17.6. KAPITALNI BYUDJETLASHTIRISH USULLARI – RENTABELLIK INDEKSI

Kapital byudjetlash loyihalarini baholash uchun qo'llaniladigan yana bir diskontlangan naqd pul oqimi usuli rentabellik indeksi (PI) bo'lib, u foyda/xarajat nisbati deb ham ataladi. PI usuli naqd pul kirimlari va chiqimlarining joriy qiymatlari (PV) o'rtasidagi nisbatni hisoblaydi:

$$PI = \frac{\text{Kelajakdagi pul oqimlarining hozirgi qiymati}}{\text{Boshlang'ich kapital}} = \frac{\sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}}{CF_0}$$

PI loyihani amalga oshirishning nisbiy foydasini o'lchaydi, ya'ni, har bir investitsiya qilingan dollar uchun olingan foydaning joriy qiymatini (PV) ko'rsatadi. Masalan, PI 2 bo'lsa, bu loyihaning har bir investitsiya qilingan \$1 uchun \$2 joriy qiymatni qaytarishini bildiradi. Har bir dollar investitsiya uchun \$1 dan kam daromad keltiradigan loyihaga sarmoya kiritish mantiqsiz bo'lganligi sababli, rentabellik indeksining tabiiy qaror qabul qilish qoidasi mavjud: PI 1.0 dan katta bo'lgan loyihani qabul qilish va PI 1.0 dan kichik bo'lgan loyihani rad etish.

17.3-jadvaldagi ma'lumotlardan foydalanib, A loyihasining naqd pul kirimlarining joriy qiymatini (PV) \$21,982 deb hisoblaymiz. Uning dastlabki qiymati \$20,000 bo'lgani uchun, A loyihasining rentabellik indeksi (PI) $\$21,982/\$20,000$ yoki 1.099 ga teng. B loyihasining naqd pul kirimlarining joriy qiymati \$25,988 bo'lib, uning PI $\$25,988/\$25,000$ yoki 1.040 ga teng.

PI va NPV o'rtasidagi bog'liqlik aniq ko'rinishga ega bo'libdi. Qachonki NPV musbat bo'lsa, PI 1.0 dan yuqori bo'ladi. Xuddi shunday, qachonki NPV manfiy bo'lsa, PI 1.0 dan past bo'ladi. Shunday qilib, NPV, IRR va PI har doim qaysi loyihalar aksiyadorlar boyligini oshirishi yoki kamaytirishi borasida bir xil munosabatda bo'ladi.

17.7. KAPITALNI BYUDJETLASHTIRISH USULLARI – TO'LOV MUDDATI

To'lov muddati usuli pulning vaqt qiymatini hisobga olmagan sababli diskont qilinmagan naqd pul oqimi texnikasi hisoblanadi. Shunday bo'lsa-da, bu usul haqida nima uchun gaplashamiz? Biz bu usulni muhokama qilamiz, chunki u hisoblash uchun juda sodda va hali ham ayrim kompaniyalar tomonidan qo'llaniladi. Siz ushbu texnikani bilishingiz va uni investitsiya qarorlarini qabul qilishda nega cheklanganligini tushuntira olishingiz kerak.

To'lov muddati usuli investitsiya qilingan asosiy vositalar bo'yicha dastlabki xarajatlarni qoplash yoki "qaytarish" uchun qancha yil kerak bo'lishini aniqlaydi. Boshqaruv to'lov muddati tomonidan belgilangan muddatdan kam bo'lgan loyihalarni tanlaydi. Bu usul boshqaruvga tezroq sarmoyani qaytarish imkoniyatini beradigan loyihalarni ajratib olishga yordam beradi. Agar loyiha investitsiya qilingan mablag'larni belgilangan muddat ichida qaytarib bera olsa, loyiha qabul qilinadi. Aks holda, loyiha rad etiladi.

Naqd pul foydalari annuitet shaklida bo'lganda, to'lov muddatini hisoblash oson:

$$\text{To'lov muddati} = \text{Dastlabki investitsiya} / \text{Yillik naqd pul kirimi}.$$

A loyihasi uchun to'lov muddati quyidagicha hisoblanadi: $\$20,000 / \$5,800 = 3,4$ yil. B loyihasi uchun dastlabki investitsiya $\$25,000$. B loyihasining dastlabki uch yildagi naqd pul kiritimlari jami $\$16,000$ ni tashkil etadi ($\$4,000 + \$4,000 + \$8,000$). Bu $\$9,000$ ($\$25,000 - \$16,000$) miqdorda qoplanmagan qoldiqni qoldiradi. To'rtinchi yilda $\$10,000$ naqd pul kiritimi kutilayotgan bo'lsa, investitsiya qoplanishi uchun qo'shimcha 0,9 yil kerak bo'ladi ($\$9,000 / \$10,000$). Shunday qilib, B loyihasi uchun to'lov muddati 3,9 yilni tashkil etadi.

Biroq, to'lov muddati baholash usuli ikkita asosiy kamchilikka ega. Birinchidan, bu usul pulning vaqt qiymatini hisobga olmaydi. Ikkinchi cheklav shundaki, to'lov muddatidan keyingi barcha naqd pul oqimlari e'tiborga olinmaydi. Masalan, B loyihasi beshinchi yilda $\$10,000$ naqd pul kiritimi keltiradi, bu esa A loyihasining beshinchi yildagi naqd pul kiritimidan ko'proqdir. To'lov muddati usuli ushbu farqning mumkin bo'lgan ahamiyatini inobatga olmaydi. Katta buxgalteri-

ya firmasi do'konlarni qayta ta'mirlash va yangilash bo'yicha tadqiqot o'tkazdi. Ularning topilmalari ba'zi chakana sotuvchilar uchun tashvishli. Ushbu investitsiyalar hech qachon o'zini oqlamasligi mumkin. Tadqiqot shuni ko'rsatdiki, K-Mart va Target kabi yirik chegirmali savdo markazlari uchun qayta ta'mirlash loyihalarining o'rtacha to'lov muddati 20 yilni tashkil etadi. Ushbu loyihalarining ichki foyda normasi (IRR) 1 dan 6 foizgacha o'zgaradi. Oilaviy kiyim-kechak do'konlari (masalan, Eddie Bauer) uchun vaziyat boshqacha edi. Ularning ta'mirlash IRR ko'rsatkichlari 67 foizgacha yuqori bo'lib, to'lov muddatlari o'rtacha 19 oy edi (Tadqiqot ishtirokchilari oshkor qilinmagan. Yuqorida keltirilgan do'kon nomlari turli chakana savdo toifalaridagi do'konlar uchun faqat misol sifatida ishlatilgan).

Tadqiqot shuni ta'kidlaydi. Muvaffaqiyat uchun yaxshi bozor pozitsiyasiga ega bo'lish, ta'mirlash loyihasidan ko'ra muhimroqdir. Ba'zi do'konlarning qayta ta'mirlash ishlaridan past daromad olishining sababi shundaki, ular muvaffaqiyatli raqobatchiga javob berish uchun kompaniya strategiyasini qayta ko'rib chiqish o'miga yangi raqobat sharoitida modernizatsiya qilishga urinmoqdalar.

17.8. DISKONTLANGAN NAQD PUL OQIMI O'RTASIDAGI ZIDDIYATLAR

NPV, IRR, MIRR va PI har doim loyihani qabul qilish yoki rad etish bo'yicha bir xil qarorga keladi. Shunday qilib, agar kompaniya faqat mustaqil loyihalarni ko'rib chiqayotgan bo'lsa, qaysi usuldan foydalanishning amaliy ahamiyati juda kam. Ushbu usullar har doim loyihaning aksiyadorlar boyligini oshirishi yoki kamaytirishi haqida bir xil natijalar beradi.

Biroq, o'zaro eksklyuziv loyihalarni jozibadorlik darajasiga ko'ra eng jozibadoridan kam jozibadorigacha reyting qilganda, NPV ularni boshqa usullardan farqli ravishda baholashi mumkin. Buning asosiy sababi shundaki, NPV loyiha-ning bir jihatini o'lchaydi, IRR va PI esa boshqa jihatlarini o'lchaydi. NPV loyihani amalga oshirish natijasida aksiyadorlar boyligiga yuzaga keladigan pul o'zgarishini o'lchaydi. IRR va PI esa loyihaning nisbiy jozibadorligini o'lchaydigan ko'rsatkichlardir. Ular loyihaning aksiyadorlar boyligiga qo'shadigan foyda stavkasini ko'rsatadi, lekin pul miqdorini emas. Shunday qilib, agar loyihalarining naqd pul oqimlari, vaqt ufqlari yoki o'lchamlari turlicha bo'lsa, IRR yoki PI ko'rsatkichi past bo'lgan loyiha, aksiyadorlar boyligiga boshqa, yuqori IRR yoki PI ko'rsatkichi bo'lgan loyiha bilan solishtirganda ko'proq hissa qo'shishi mumkin.

Turli xil naqd pul oqimi ko'rinishlari

Dastlabki bosqichlarda katta naqd pul oqimlarini ta'minlaydigan loyihalar, naqd pul oqimlari teng taqsimlangan loyihalarga qaraganda ko'proq mablag' keltirayotgandek tuyulishi mumkin. Agar IRR kompaniyaning talab qilingan daro-

mad normasidan yuqori bo'lsa, bu yuqori daromad keltiruvchi dastlabki naqd pul oqimlarini yuqori darajali stavkada qayta investitsiya qilishning ta'siri, loyihaga IRR usuli bo'yicha NPV usuliga qaraganda yuqori reyting berilishiga olib keliishi mumkin. Shunday qilib, dastlabki naqd pul oqimlari katta bo'lgan loyihalar, kechikkan davrdagi katta naqd pul oqimlariga ega loyihalarga qaraganda, IRR reytingida yuqoriroq o'rin egallashi mumkin.

Turli xil vaqt kengliklari

Qisqa muddatli loyiha sarmoyalarning tezroq qaytishi va shuning natijasida yuqori IRR taklif qilishi mumkin. Uzoq muddatli loyihaning naqd pul oqimlari esa uzoqroq muddat davomida loyihada ichki investitsiya sifatida qoladi. Agar ke-lajakdagi naqd pul oqimlari katta bo'lmasa, diskontlash jarayoni ularning hozirgi qiymatini pasaytirishi mumkin, bu esa uzoq muddatli loyihaning IRR ko'rsatkichini kamaytiradi. Maqsadga muvofiq loyiha uchun IRR loyihaning talab qilingan daromad normasidan yuqori bo'lishi kerak. NPV formulasi esa pastroq diskont stavkasidan foydalanadi, bu esa kechikkan naqd pul oqimlarini IRR hisobidan ko'ra ijobiyroq baholaydi. Misol tariqasida, har biri \$100 dastlabki investitsiyani talab qiladigan uzoq va qisqa muddatli loyihalarini ko'rib chiqaylik. Ikkala loyiha ham bir xil dastlabki investitsiyani talab qiladi, ammo qisqa muddatli loyiha ikki yilda bir martalik \$200 daromad keltiradi. Uzoq muddatli loyiha esa qisqa muddatli loyihadan o'n marta ko'proq vaqt davom etadi va o'n marta ko'proq daromad keltiradi; ya'ni, uzoq muddatli loyiha 20 yilda bir martalik \$2,000 daromad keltiradi. Hisob-kitoblar shuni ko'rsatadiki, qisqa muddatli loyiha uchun IRR 41,42 foizni, uzoq muddatli loyiha uchun esa IRR 16,16 foizni tashkil etadi. Ammo 10 foizlik kapital qiymatida uzoq muddatli loyihaning \$197,29 NPV ko'rsatkichi qisqa muddatli loyihaning \$65,29 NPV ko'rsatkichidan yuqoridir.

Bu misol shuni ko'rsatadiki, qisqa muddatli loyihalar yuqori IRR taklif qilishi mumkin, ammo uzoq muddatli loyihalar, hatto pastroq IRR bilan ham, kattaroq umumiy qiymat yaratishi mumkin. NPV va IRR usullarining bunday ziddiyatlari investitsiya qarorlarini qabul qilishda muhim ahamiyatga ega bo'lishi mumkin. Shu sababli, kompaniyalar strategik qarorlar qabul qilishda naqd pul oqimlarining vaqt masalasi, diskont stavkasi va kapital qiymati kabi omillarni e'tiborga olishlari kerak.

Turli xil o'Ichamlar

Kichikroq boshlang'ich investitsiyalarga ega loyihalar yuqori PI va IRR ko'rsatkichlariga ega bo'lishi mumkin, ammo ularning kichik hajmi NPV nuqtayi nazaridan ularni kamroq jozibador qilib ko'rsatishi mumkin. Masalan, kichik va katta loyihalarni ko'rib chiqing:

Loyiha	Boshlang'ich xarajatlar	Pul oqimlarining hozirgi qiymati	NPV	PI
Kichik	\$100.00	\$150.00	\$50	1.5
Katta	1,000.00	1,100.00	\$100	1.1

NPV usuli katta NPV tufayli katta loyihani birinchi o'ringa qo'yadi, ammo PI Kichik loyihani birinchi o'ringa qo'yadi. Shunday qilib, kapital byudjetlash loyihalari orasidagi reytinglar yuqorida aytib o'tilgan uch sababga ko'ra farq qilishi mumkin. Diskontlangan naqd pul oqimlari usullari har biri loyihaning jozibadorligiga turli xil nuqtayi nazarlarni beradi. Qaror qabul qilish jarayonining maqsadi aksiyadorlar boyligini maksimal darajada oshirish bo'lganligi sababli, NPV usuli boshqalar orasida afzal ko'riladi.

Nazariya va amaliyot o'rtasidagi farq

Hozirgacha bu bob kapital byudjetlashtirishning asosiy tushunchalari va usullarini taqdim etdi. Kapital byudjetlashtirish jarayoni aksiyadorlar foydasini maksimal darajada oshiradigan loyihalarni aniqlashni maqsad qiladi. Kompaniyaning missiyasi va maqsadlarini yo'l-yo'riq sifatida ishlatib, menejerlar kompaniya raqobatbardoshlikni yaratishi, saqlab qolishi yoki kengaytirishi mumkin bo'lgan bozor yoki mahsulot segmentlarini aniqlashga intiladi.

Biz beshta kapital byudjetlashtirish usulini ko'rib chiqdik: Sof joriy qiymat (NPV), Ichki rentabellik normasi (IRR), O'zgartirilgan ichki rentabellik normasi (MIRR), Rentabellik indeksi (PI) va to'lov muddatini qaytarish usuli. Birinchi to'rtta usulning har biri vaqt qiymatini tahlilga kiritish uchun diskontlangan naqd pul oqimlaridan foydalanadi. Oxirgi usul esa vaqt qiymatini hisobga olmaydi. Mo'liya menejrlari diskontlangan naqd pul oqimlari (DCF) usullaridan foydalanishni afzal ko'radilar.

Nazariya shuni ko'rsatadiki, tahlilchilar barcha tegishli naqd pul oqimlarini o'z ichiga olgan DCF usullaridan foydalanib, kapital byudjetlashtirish loyihalarini baholashlari, qarorlarni aniq va obyektiv mezonlarga asoslab qabul qilishlari va loyihalarning aksiyadorlar boyligiga ta'sirini ko'rsatishlari kerak. NPV usuli bu shartlarni boshqa usullarga qaraganda yaxshiroq qondiradi. Amaliyotchilar o'rtasida o'tkazilgan so'rovlar shuni ko'rsatadiki, NPV keng qo'llanilishiga qaramay, diskont qilinmagan naqd pul oqimlari usullarining asosiy yoki ikkilamchi baholash usullari sifatida kutilmaganda ommalashib borayotgani kuzatilmoqda. Vaqt o'tishi bilan o'tkazilgan tadqiqotlar amaliyotchilar orasida DCF usullaridan foydalanish tobora keng tarqalganini aniqladi. So'rovlar shuni ko'rsatadiki, IRR kapital byudjetlashtirishni tahlil qilishda eng ko'p afzal ko'riladigan usul hisoblanadi. To'lov muddatini qaytarish usuli, ayniqsa, ikkilamchi yoki qo'shimcha tahlil

usuli sifatida mashhur. Bir so'rovda bosh moliyaviy direktorlarning (CFO) taxminan 75 foizi kapital byudjetlashtirish loyihalarini baholash uchun NPV, IRR yoki ikkalasidan ham foydalanishini aniqladi. Hayratlanarlisi shundaki, firmalarning yarmidan ko'pi loyihalarni baholash uchun to'lov muddatini ham hisoblashgan. Ko'p millatli kompaniyalar tomonidan qo'llaniladigan usullar bo'yicha o'tkazilgan so'rov ushbu natijalarni tasdiqlaydi.

Haqiqiy hayotda qaror qabul qiluvchilar nima uchun IRR va to'lov muddatini NPV ustidan afzal ko'rishlari mumkin? Sabablardan biri bu bilmaslik bo'lishi mumkin. Vaqt o'tishi bilan o'tkazilgan so'rovlar shuni ko'rsatdiki, DCF usullaridan foydalanish tobora keng tarqalib bormoqda, ehtimol, biznes maktablari talabalarga vaqt qiymati va NPV ning afzalliklarini o'rgatgani tufayli. Biroq, IRR va to'lov muddati usullarining davomli kuchga ega ekanligi boshqa sabablar ham bo'lishi mumkinligini ko'rsatadi. Keling, ularning bir nechtasini ko'rib chiqamiz.

Xavfsizlik marjasi tasavvur qiling, bir tahlilchi sizga katta loyiha NPVsi 100,000 dollar, raqobatbardosh loyiha kichik loyiha NPVsi esa 60,000 dollar ekanligini aytadi. Avvalgi muhokamamizga ko'ra, katta NPV tufayli Katta loyihani tanlash kerakdek tuyuladi. Ammo, agar Katta loyiha 5 million dollarlik investitsiyani talab qilsa, kichik loyiha esa atigi 600,000 dollar talab qilsa-chi?

Agar katta loyiha-ning naqd pul oqimlari bo'yicha PV baholari atigi 2 foizga noto'g'ri bo'lsa, prognoz qilingan ijobiy NPV salbiyga aylanadi. Kichik loyiha-ning naqd pul oqimlarining PV qiymati 10 foizga o'zgarishi mumkin. Bunda loyiha zarar keltiruvchi bo'lib qoladi. Endi tahlilchi sizga katta loyiha-ning IRR 10,5 foizni, kichik loyiha-ning IRR 15 foizni va talab qilinadigan daromad 10,0 foizni tashkil etishini aytadi, deylik. Katta loyiha yuqori NPV ga ega bo'lishiga qaramay, u yanada jozibador loyiha ekanligiga ishonch hosil qilasizmi? Balki yo'qdir, chunki naqd pul oqimidagi kichik bir o'zgarish katta loyiha-ning IRR darajasini 10 foizdan pastga tushirishi mumkin.

Bu sayoz misol haqiqiy hayotda menejerlar nima uchun IRR yoki rentabellik indeksi kabi nisbiy DCF o'lchovlaridan foydalanishni afzal ko'rishlari mumkinligini ko'rsatadi. IRR va PI qaror qabul qiluvchiga loyiha-ning "xavfsizlik marjasi" haqida intuitiv tushuncha beradi. Qaror qabul qiluvchi katta xavfsizlik marjasiga ega kichik loyihani amalga oshirishga qaror qilganidan keyin, kichik xavfsizlik marjasiga ega katta loyihani rad etgandan keyin yaxshiroq vaziyatga ega bo'ladi. Ko'pchilik menejerlar haqiqat prognozlarga zid kelganini ko'rgan va ular yetarli xavfsizlik marjasi bo'lmaganida katta investitsion tavakkal qilish kerak emasligini bilishadi. Loyihadan keyingi auditlar kompaniyaga naqd pul oqimini bashorat qilish usullarining to'g'riligini yoki noto'g'riligini yaxshiroq tushunishga yordam beradi. Bu ma'lumot menejmentning odatiy loyiha uchun zarur bo'lgan xavfsizlik yostig'i haqidagi nuqtayi nazarini yaxshilashga yordam beradi.

Menejerlik moslashuvchanligi va variantlari NPV va DCF usullarining mashhurligi ham kelajakdagi investitsiya imkoniyatlari yoki variantlarni o'z ichiga ola-

digan loyihalarga qo'llash qiyin bo'lganligi sababli zarar ko'radi. Ushbu usullar menejerlik moslashuvchanligi qadrlil bo'lishi mumkin bo'lgan ba'zi vaziyatlarga mos kelmaydi. Masalan, agar loyiha qo'shma korxona, ilmiy-tadqiqot ishlari yoki yangi bozorlarni o'z ichiga olsa, loyiha davomida menejment bir nechta tanlovlarga duch kelishi mumkin. Dastlabki natijalarni ko'rgach, menejment loyihani rejalashtirilganidek davom ettirishga, muvaffaqiyatga erishilganda uning hajmini kengaytirishga, loyihaning hajmini qisqartirishga, keyingi investitsiyalarni keyinga surishga yoki loyihani tark etishga qaror qilishi mumkin. Bunday qarorlar loyihaning yuqori daromad olish imkoniyatini oshirishi bilan birga, uning zarar ko'rish imkoniyatini cheklashi mumkin. Bunday moslashuvchanlikni naqd pul oqimlari va diskont stavkalari nuqtayi nazardan modellashtirish qiyin. Masalan, to'lov muddatlari menejerlarga loyiha hech bo'lmaganda o'z xarajatlarini qoplash va tenglashishi uchun qancha vaqt ketishi kerakligini umumiy tushunishga yordam beradigan vosita sifatida foydali bo'lishi mumkin.

Kompaniya strategiyani tahlil qilish va aksiyadorlar foydalarini tahlil qilishni muvofiqlashtirishni xohlaganda ziddiyatlar yuzaga kelishi mumkin. Tahlilchining elektron jadvallaridagi raqamlar korporativ rejalashtiruvchi raqobatbardoshlik ustunligiga va kelajakdagi investitsiya imkoniyatlariga olib kelishiga qat'iy ishonadigan harakatlarni oqlamasligi mumkin. Ammo strategik tahlil va moliyaviy tahlil to'g'ri qo'llanilsa, ular bir-biriga mos keladi. Ko'pincha, ushbu ikki vosita o'rtasidagi ziddiyatlar strategiyani amalga oshirishdan kelib chiqadigan naqd pul oqimlarini noto'g'ri baholash natijasida kelib chiqadi. Agar strategik reja natijasida hosil bo'ladigan naqd pul oqimlari to'g'ri baholanmasa, yaxshi loyihalar noto'g'ri NPV yoki IRR asosida rad etilishi mumkin. Loyiha naqd pul oqimlarini baholash jarayoni ushbu bo'limning keyingi mavzusi bo'lib, ushbu bobni "O'rganish bo'yicha qo'shimcha" qismida batafsil o'rganiladi.

17.9. LOYIHANING NAQD PUL OQIMLARINI BAHOLASH

Ushbu bo'limda naqd pul oqimini bashorat qilish usullari muhokama qilinadi, bu esa muhandislik, iqtisodiy va bozor tahlillari hamda korxonaning raqobatbardoshlik ustunliklarini o'rganish asosida amalga oshiriladi.

Loyihaning naqd pul oqimlarini ajratish

Taklif qilingan kapital byudjetlash loyihasing naqd pul oqimlarini baholash uchun loyiha kompaniyaning boshqa faoliyatlaridan alohida ko'rib chiqilishi kerak. Ushbu mustaqil tamoyil tahlilchilarga loyihaning naqd pul oqimlariga, kompaniyaning boshqa faoliyatlaridan kelib chiqadigan naqd pul oqimlari aralashmagan holda, e'tibor qaratishni ta'minlaydi. Biz loyihani o'ziga xos kichik kompaniya sifatida ko'rib, loyiha uchun maxsus moliyaviy hisobotlar tuzishimiz kerak.

Loyihaning tegishli naqd pul oqimlari. Loyihaning tegishli naqd pul oqimlariga uning qo'shimcha soliقدan keyingi naqd pul oqimlari, har qanday kuchaytirish ta'sirlari hamda imkoniyat xarajatlari kiradi.

Qo'shimcha soliقدan keyingi naqd pul oqimlari. Mustaqil tamoyil tahlilchidan loyihadan kelib chiqadigan kelajakdagi soliقدan keyingi naqd pul oqimlarini ko'rib chiqishni talab qiladi. Bular loyihaning qo'shimcha naqd pul oqimlarini tashkil etadi. Naqd pul oqimlari qo'shimcha bo'lib, ular kompaniyaning loyihaga ega bo'lgan holatidagi soliقدan keyingi naqd pul oqimlari va loyiha bo'lmagandagi holati (baza holati) o'rtasidagi farqni ifodalaydi. Ushbu farqni hisoblash uchun tahlilchilar kelajakdagi loyihani amalga oshirish natijasida oshadigan yoki kamayadigan barcha naqd pul oqimlarini aniqlashlari kerak. Bu kutilayotgan daromadlar, xarajatlar va amortizatsiyadagi har qanday o'zgarishlarni, shuningdek, asosiy vositalarga va sof aylanma kapitalga kiritilgan investitsiyalarni o'z ichiga oladi.

Menejerlarning baholari kapital byudjetini ko'rib chiqish jarayonining bir qismi sifatida tekshirilishi va tasdiqlanishi kerak. Daromadlarni sun'iy ravishda oshirish yoki xarajatlarni kamaytirish kabi axloqiy xatolar loyiha yanada jozibador ko'rinishi uchun amalga oshirilsa, bu kompaniyaga zarar yetkazishi va aksiyadorlar boyligining kamayishiga olib kelishi mumkin.

Loyiha uchun qo'shimcha soliقدan keyingi naqd pul oqimlarini baholash kompaniyaning hozirgi holatidan kutilayotgan naqd pul oqimidagi o'zgarishni aniqlashdan ko'ra batafsilroq tahlilni talab qiladi. Agar raqobatchilarning kelajakdagi strategik harakatlari kompaniyaning raqobatbardosh ustunligiga zarar yetkazishi yoki uni yo'q qilishi kutilsa, kompaniyaning baza holatidagi naqd pul oqimi bashorati bu holatni aks ettirishi kerak. Loyihaning qo'shimcha naqd pul oqimlari keyin ushbu pasayish tendensiyasidan kutilayotgan o'zgarishlarni aks ettiradi.

Masalan, Intel kabi kompaniya yangi kompyuter chiplarini ishlab chiqish uchun tadqiqot va rivojlanishga (R&D) sarmoya kiritayotganda raqobatchilarning javoblarini hisobga olishi kerak. Intel ning baza holati, agar u keyingi avlod kompyuter chiplarini birinchi bo'lib ishlab chiqarmasa, uning savdolariga ta'sirini o'z ichiga olishi kerak. Tez sur'atlar bilan rivojlanayotgan texnologiya bozorida ikkinchi bo'lib bozorga chiqish milliardlab dollarlik savdo yo'qotilishiga olib kelishi mumkin. Intel ishlab chiqarish quvvatini oshirish uchun zavodlarni yaxshilash va kengaytirish loyihalariga milliardlab dollar sarfladi. Maqsad – Intel ning boshqa chip ishlab chiqaruvchilar ustidan raqobatbardosh ustunligini saqlab qolish va naqd pul oqimining o'sishini ta'minlashdir. Katta quvvat kattaroq miqyosdagi iqtisodiy samaradorlikni, pastroq xarajatlarni va kompyuter chipi bozorida yaxshiroq raqobatbardosh mavqeni anglatadi. Prognoz qilingan chipga bo'lgan talab har yili ikki xonali o'sish sur'atlariga ega bo'lganligi sababli, Intel o'zining joriy chip bozorida ulushini saqlab qolish uchun qo'shimcha quvvatga muhtoj.

Kannibalizatsiya yoki kuchaytirish. Kannibalizatsiya loyihaning kompaniyaning mavjud biznes yo'nalishlaridan naqd pul oqimini olib qo'yish holatida yuzaga keladi. Masalan, agar biror gazli ichimlik kompaniyasi yangi ta'm yoki yangi dietik mahsulotni taqdim etishni rejalashtirayotgan bo'lsa, loyiha-ning qo'shimcha naqd pul oqimlarini hisoblashda yangi mahsulotning kompaniyaning boshqa mahsulotlari savdosiga va naqd pul oqimiga qancha zarar yetkazishini inobatga olish kerak. Masalan, Pepsi One – yangi past kaloriyalı kola ichimligi mahsulotini joriy etish Diet Pepsi va Pepsi-Cola savdosiga qanday ta'sir qilishi mumkinligi haqida korporativ strateglar hisob-kitob qilganliklari aytiladi. Xuddi shunday, Intel muhandislari va strateglari o'zining juda muvaffaqiyatli kompyuter chiplaridan birining texnologiyasini rivojlantirish uchun yangi kompyuter chipini loyihalash zarurligi to'g'risida qaror qabul qilishdan oldin bir necha oy davomida qiyin tanlovlar qilishdi. Boshqa tomondan, Microsoft boshqa mahsulotlarni ishlab chiqish va joriy etishda sekin harakat qildi, bu esa uning shaxsiy kompyuterlarga asoslangan operatsion tizim dasturiy ta'minotining muvaffaqiyatiga putur yetkazgan bo'lishi mumkin. O'z vaqtida joriy qilinmagan yoki kechiktirilgan mahsulotlar qatoriga planshet kompyuteri, veb-asosli Office mahsuloti (2001-yilda), haydovchilarga raqamli musiqa tinglash va elektron pochta eshitish imkonini beruvchi avtomobillar uchun dasturiy ta'minot va Apple iPhone bilan mos keladigan Office mahsulotlari kiradi. O'sha vaqtdagi bosh direktor Stiv Ballmer bu loyihalar Microsoft ning asosiy mahsulotlarini kannibalizatsiya qiladi va Office hamda Windows dasturlarini rivojlantirishga ajratiladigan resurslarni kamaytiradi, deb o'ylagan.

Kuchaytirish kannibalizatsiyaga qaraganda kamroq uchraydi. Bu yangi loyiha tufayli kompaniyaning boshqa mahsulotlaridan keladigan naqd pul oqimlari kamayib oshishi hisoblanadi. Masalan, oziq-ovqat do'koniga delikates mahsulotlar bo'lgan boshqa qo'shish naqd pul oqimlarini faqat delikates savdolaridan ko'ra ko'proq oshirish mumkin, chunki yangi delikates mijozlari oziq-ovqat mahsulotlarini ham sotib olishlari ehtimoldan holi emas.

Imkoniyat xarajatlari. Iqtisodiyotdan bilamizki, imkoniyat xarajati – bu keyingi eng yaxshi alternativadan voz kechish qiymatidir. Masalan, bino uchun imkoniyat xarajati uning bozor qiymati hisoblanadi. Agar kompaniya uni egalik qilishda davom etishga qaror qilsa, u binoni sotishdan olishi mumkin bo'lgan naqd puldan voz kechadi. Iqtisodiyotda TINSTAFL tamoyili o'rgatiladi: "Bepul tushlik degan narsa yo'q". Kapital byudjetlash tahlilida bu tamoyil ko'pincha mavjud aktivlarga nisbatan qo'llaniladi.

Tegishli bo'lmagan naqd pul oqimlari. Endi biz naqd pul oqimi baholariga ta'sir qiluvchi va hisob-kitoblarga kiritilishi kerak bo'lgan ba'zi omillarni ko'rib chiqqanimizdan so'ng, hisob-kitoblardan chiqarib tashlanishi kerak bo'lgan ba'zi omillarni ko'rib chiqamiz.

Ko'rinmas xarajatlar. Ko'rinmas xarajatlar loyihaning amalga oshirilishiga bog'liq bo'lmagan loyiha bilan bog'liq xarajatlarni anglatadi. Masalan, bir kompaniya o'tgan yili loyiha uchun texnik-iqtisodiy asoslashni tayyorlashga buyurtma bergan va uning uchun to'lov qilgan bo'lsa, bu mablag'lar allaqachon ajratilgan va sarflangan. Texnik-iqtisodiy asoslashning xarajati kelajakda kompaniyaning loyihani amalga oshirish yoki rad etish qaroriga ta'sir qilmaydi, shuning uchun bu xarajat qo'shimcha naqd pul oqimiga kirmaydi. Shu sababli, ushbu xarajat loyiha-ning naqd pul oqimi baholaridan chiqarib tashlanishi kerak.

Moliyaviy xarajatlar. Moliyalashtirishga tegishli naqd pul oqimlarini, ma-salan, foizlar va kreditni qaytarishlarni hisobga olish muhim tuyulishi mumkin, lekin ularni naqd pul oqimi baholaridan chiqarib tashlash uchun yaxshi sabab mavjud. Naqd pul oqimlari diskontlanganida, masalan, NPV, IRR, MIRR va PI usullarida – loyihaning moliyalashtirish xarajatlari diskont stavkasini tanlashda aks ettiriladi. 18-bobda batafsilroq muhokama qilamizki, loyihaning minimal talab qilinadigan daromad darajasi yoki kapital qiymati loyihaning moliyalash-tirish xarajatlarini o'z ichiga oladi. Moliyalashtirish xarajatlarini naqd pul oqim-lariga qo'shish va ularni loyihaning kapital qiymatida diskontlash moliyalashti-rish xarajatlarini ikki marta hisoblashga olib keladi.

Loyihaning naqd pul oqimlarini baholash usullari

Kapital byudjetlash taklifini moliyaviy tahlil qilishning dastlabki bosqichi sifatida biz loyiha uchun yillar bo'yicha prognoz qilingan balanslar va daro-madlar hisobotlarini tuzishimiz kerak. Ushbu prognoz qilingan hisobotlarni tahlil qilish bizga loyihadan kutilayotgan naqd pul oqimlari qanday bo'lishini ko'rsatadi. Loyihaning aylanma kapital talablaridagi yoki investitsiya ehti-yojlaridagi vaqt o'tishi bilan yuz beradigan o'zgarishlar loyihaning naqd pul kirimlari yoki chiqimlarini ifodalaydi. Xuddi shunday, loyihaning sof daro-madi va naqd bo'lmagan xarajatlari loyihaning davriy naqd pul oqimlarining bir qismi hisoblanadi. 13-bobda muhokama qilinganidek, hukumatga tegishli bo'lgan kompaniyalar tomonidan chiqarilishi kerak bo'lgan moliyaviy hiso-botlardan biri naqd pul oqimi hisoboti hisoblanadi. Bunda biz kapital byudjet-lash loyihasining davriy naqd pul oqimlarini aniqlash uchun naqd pul oqimi hisoboti formatidan foydalanamiz.

Eslatib o'tamiz, kompaniyaning naqd pul oqimi hisobotida uchta bo'lim mav-jud. Birinchi bo'lim – operatsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimlari, kompa-niyaning kundalik ishlab chiqarish va marketing faoliyatidan ishlab chiqarilgan naqd pulni ko'rsatadi. Ikkinchi bo'lim – investitsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimlari bo'lib, odatda, shu'ba korxonalarga yoki kompaniyaning zavod va uskunalariga kiritilgan investitsiyalar ma'lumotlarini o'z ichiga oladi. Uchinchi bo'limda kompaniyaning moliyalashtirish bo'yicha naqd pul oqimlari, jumladan, qarzlarni sotish va sotib olish hamda dividend to'lovlari keltirilgan.

Kapital byudjetlash loyihasi uchun ushbu formatdan foydalanilganda, operatsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimlari loyihaning operatsion naqd pul oqimlarining manbalarini umumlashtiradi. Investitsion faoliyatdan kelib tushgan naqd pul oqimlari kompaniyaning kapital byudjetlash loyihasiga asosiy vositalarga kiritgan investitsiyalarini ko'rsatadi. Ilgari tushuntirilganidek, moliyalashtirish faoliyatidan kelib tushgan naqd pul oqimlari loyihaning naqd pul oqimi tahlilidan chiqarib tashlanadi, chunki ularning ta'siri loyihaning naqd pul oqimini diskontlash uchun foydalanilgan diskont stavkasi yoki kapital qiymatida o'lanadi.

17.5-jadval kompaniya va loyiha naqd pul oqimi hisobotlari o'rtasidagi o'xshashliklarni umumlashtiradi. Keyingi bo'limlarda bu munosabatlar batafsilroq o'rganiladi.

Turli xil operativ daromadlardan kelib tushadigan naqd pul oqimlari: Operatsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimi kompaniyaning biznes faoliyati natijasida kelib tushadigan va chiqib ketadigan naqd pul miqdorini o'lchaydi. Operatsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimi sof daromadga amortizatsiya qo'shilishi va joriy aktiv va majburiyatlar hisobvaraqlaridagi o'zgarishlardan kelib chiqadigan mablag'lar manbalari, shuningdek, joriy aktiv va majburiyatlar hisobvaraqlaridagi o'zgarishlardan foydalanish uchun bir vaqt oralig'ida hisoblab chiqiladi. Loyihaning davriy daromadlar hisobotida loyihadan olingan sof daromadni **17.6-jadvalda** ko'rsatilgandek baholash mumkin. Barcha savdo daromadlari naqd pul oqimiga aylanmasligi mumkin. Masalan, agar mijozlar kompaniyaning mahsulotlarini kreditga sotib olishsa, savdo daromadlaridagi o'sishning bir qismi naqd puldan ko'ra debitorlik qarzlarini oshirishi mumkin. Xuddi shunday, barcha xarajatlar naqd pul chiqimlarini aks ettirmaydi.

17.5-jadval

Firma va loyiha naqd pul oqimi hisobotlari o'rtasidagi farq

Firma va loyiha naqd pul oqimi hisobotlari	
Kompaniyaning naqd pul oqimi hisoboti	Loyihaning naqd pul oqimi hisoboti
Operatsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimi	Operatsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimi
Sof daromad	Sof daromad
+Amortizatsiya	+Amortizatsiya
+Joriy resurslar	+Joriy resurslar
-Joriy foydalanishlar	-Joriy foydalanishlar

Investitsion faoliyatdan kelib tushgan pul oqimlari	Investitsion faoliyatdan kelib tushgan pul oqimlari
–Brutto asosiy vositalardagi o'zgarish	–Loyihaning asosiy vositalariga kiritilgan mablag'lar
–Investitsiyalardagi o'zgarish	Moliyalashtirish faoliyatidan kelib tushgan naqd pul oqimi
Moliyalashtirish faoliyatidan kelib tushgan naqd pul oqimi	Tegishli emas
–Dividend to'lovlari	
+Yangi obligatsiyalar chiqarilishidan tushgan sof mablag'lar	
+Yangi aksiyalar chiqarilishidan tushgan sof mablag'lar	

Agar kompaniya materiallar yoki xomashyoni kreditga sotib olsa, barcha xarajatlar naqd pul chiqimlarini aks ettirmasligi mumkin. Ba'zi xarajatlar naqd pulda to'lanishi mumkin, boshqalari esa kreditorlik qarzlari o'zgarishlarni keltirib chiqarishi mumkin. Shu sababli, naqd pul oqimini hisoblash uchun, bunday holatlarni aks ettirish uchun sof aylanma kapitaldagi o'zgarishni o'z ichiga oladigan tuzatishni kiritishimiz kerak. Amortizatsiya naqd bo'lmagan xarajatdir. Hisob-kitob qoidalarini bizga amortizatsiya xarajatlarni daromaddan chegirib, soliqqa tortiladigan daromadni hisoblash imkonini beradi, garchi hech qanday naqd pul kompaniyani tark etmasa ham. U naqd bo'lmagan xarajat bo'lgani uchun, operatsion naqd pul oqimlarini hisoblayotganda, sof daromadni hisoblaganimizdan keyin amortizatsiyani yana qo'shamiz.

Shunday qilib, loyihaning operatsion naqd pul oqimlari quyidagi tarzda hisoblanadi:

$$\text{Operatsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimi} = \text{Sof daromad} + \text{Amortizatsiya} - \text{Sof aylanma kapitaldagi o'zgarish (17.4).}$$

Sof daromad, 17.6-jadvalda ko'rsatilganidek, quyidagiga teng:

Loyiha daromadlar hisoboti

Loyiha savdolari	(naqd pul kirimi)
– Loyiha qiymati	(Chiquvchi pul oqimlari)
– Amortizatsiya	(naqd pulsiz xarajatlar)
EBIT=EBT	(foizlar va soliqlardan oldingi daromad, bu ham soliqlardan oldingi daromadga teng, chunki moliyalashtirish xarajatlari naqd pul oqimi tahlilida e'tiborga olinmaydi)
– Soliqlar Sof daromad	(naqd pullar chiqimi)

(Savdo – Xarajatlar – Amortizatsiya – Soliqlar); Agar T kompaniyaning soliq stavkasini ifodalasa, sof daromad uchun ushbu tenglama quyidagicha bo'ladi: (Savdo–Xarajatlar–Amortizatsiya) $\times$ (1–T) (Savdo – Xarajatlar – Amortizatsiya) $\times$ (1 – T) (Savdo–Xarajatlar–Amortizatsiya) $\times$ (1–T). Kapital byudjetlash tahlilining aksariyat hollarda, operatsion naqd pul oqimi joriy aktivlar minus joriy majburiyatlar kabi an'anaviy sof aylanma kapital o'lchovidan foydalanish orqali hisoblanadi. Bu odatda loyihaning naqd pul oqimlari darhol kompaniyaga qaytarilishi tufayli yuzaga keladi. Loyihaning balans hisobotidagi naqd pul hisobi doimiy ravishda nolga teng bo'ladi. Shunday qilib, joriy manbalar va joriy foydalanishlar loyihaning davrma-davr sof aylanma kapitalidagi o'zgarishlar bilan umumlashtirilishi mumkin.

Ba'zilar, operatsion naqd pul oqimini hisoblashda nima uchun sof aylanma kapitaldagi o'zgarishni chegirishimiz kerakligi haqida o'ylashi yoki chalkashishi mumkin. Buni tushuntirish uchun, faraz qilaylik, agar joriy aktivlar \$700 va joriy majburiyatlar \$400 bo'lsa, bu sof aylanma kapitalning \$300 ekanligini bildiradi. Agar mijozlar o'z debitorlik qarzlari \$200 ni to'lasalar, kompaniyaga naqd pul kiradi. Bu holatda, debitorlik qarzlari va joriy aktivlar \$500 ga tushadi (\$700 – \$200 to'lov) va sof aylanma kapital \$100 ga kamayadi (\$500 joriy aktivlar – \$400 joriy majburiyatlar). Demak, operatsion naqd pul kirimi manbai mavjud bo'lganda sof aylanma kapital kamayadi. Sof aylanma kapitaldagi ushbu salbiy o'zgarishni chegirganda, bu operatsion naqd pul oqimiga ijobiy qo'shimcha sifatida aks etadi.

$$- (-\$200 \text{ sof aylanma kapitaldagi o'zgarish}) = +\$200 \text{ operatsion naqd pul oqimidagi o'zgarish.}$$

Xuddi shunday, agar joriy aktivlar \$700 va joriy majburiyatlar \$400 bo'lsa (va sof aylanma kapital $\$700 - \$400 = \$300$), biz yetkazib beruvchilarga bo'lgan qarzarimizdan \$150 to'lasak nima bo'ladi? Natijada, kompaniyadan naqd pul chiqadi va kreditorlik qarzlari \$150 ga kamayadi, shuningdek, joriy majburiyatlar ham kamayadi. Joriy majburiyatlarning yangi qiymati \$250 ($\$400 - \150) va sof aylanma kapitalning yangi qiymati $\$700 - \$250 = \$450$ bo'ladi. Sof aylanma kapital \$300 dan \$450 ga, ya'ni \$150 ga oshgan. Demak, operatsion naqd pul chiqimi yuz berganda sof aylanma kapital ortadi. Sof aylanma kapitaldagi ushbu o'sishni chegirganda, bu operatsion naqd pul oqimining kamayishiga olib keladi:

$$- (+\$150 \text{ sof aylanma kapitaldagi o'zgarish}) = -\$150 \text{ operatsion naqd pul oqimidagi o'zgarish.}$$

Investitsion faoliyatdan kelib tushgan naqd pul oqimi. Investitsion faoliyatdan kelib tushgan naqd pul oqimi kompaniyaning kapital loyihadagi davrma-davr asosiy vositalarga kiritgan investitsiyalarini, ya'ni loyihani amalga oshirish uchun zarur bo'lgan zavod va uskunalarini qayd etadi. Investitsiyalardan tushadigan naqd pul oqimi loyiha boshida manfiy bo'ladi, chunki kompaniya aktivlarni sotib olish, qurish, o'zgartirish yoki almashtirish uchun naqd pul sarflaydi. Agar loyiha oxirida aktivlar saqlab qolish qiymatida sotilsa, investitsiyalardan tushadigan naqd pul oqimi ijobiy bo'lishi mumkin.

Moliyalashtirish faoliyatidan kelib tushgan naqd pul oqimi. Kapital byudjetlash tahlilida moliyalashtirish faoliyatidan kelib tushadigan naqd pul oqimlari hisobga olinmaydi. Ilgari muhokama qilinganidek, tegishli soliqdan keyingi moliyalashtirish xarajatlari hisob-kitob qilingan naqd pul oqimlarini joriy qiymatga diskontlash uchun ishlatiladigan diskont stavkasiga qo'shiladi.

Misol. Endi bir misolni ko'rib chiqaylik. Faraz qilaylik, siz kampusda muzqaymoq do'koni ochishni rejalashtiryapsiz. Dastlabki amortizatsiya qilinadigan aktivlarga kiritadigan investitsiyangiz \$10,000 bo'ladi va sof aylanma kapitalga (unga vaffilar, muzqaymoq va qo'shimchalar kabi inventar elementlar kiradi) kiritadigan dastlabki investitsiyangiz \$3,500 bo'ladi. Siz kelajakda sof aylanma kapitalda hech qanday o'zgarish bo'lmaydi, deb taxmin qilasiz. Siz asosiy vositalarni to'rt yil davomida to'g'ri chiziqli usulda amortizatsiya qilasiz.

Do'konning prognoz qilingan sof daromadi keyingi to'rt yil davomida mos ravishda \$0, \$1,500, \$2,500 va \$4,000 ni tashkil qiladi. To'rt yillik davrning oxirida siz bakalavr darajasini olib, ba'zi tadbirkorlik ish tajribasiga ega bo'lishingizni va o'z tadbirkorlik faoliyatingizni boshqa talabaga sotishni rejalashtiryapsiz. Siz biznesingizni \$12,000 ga sotishingizga umid qilasiz. Oddiylik uchun savdodan kelib chiqadigan har qanday soliq ta'sirini hisobga olmang. Ushbu loyihadan keladigan naqd pul oqimlari qanday bo'ladi?

Ba'zan naqd pul oqimlarini hisoblash osonroq bo'lishi uchun jadval tuzish yoki quyida ko'rsatilgandek elektron jadvaldan foydalanish mumkin. Bunda loyiha uchun yilma-yil va naqd pul oqimlari kategoriyalari bo'yicha qo'shimcha soliqdan keyingi naqd pul oqimlari umumlashtiriladi. Masalan, hozirgi vaqtda (nol yilda) kutilayotgan yagona naqd pul oqimlari \$10,000 asosiy vositalarga investitsiya qilish va \$3,500 sof aylanma kapital uchun chiqimdir. \$10,000 asosiy vositalarni to'g'ri chiziqli usulda to'rt yil davomida amortizatsiya qilish yiliga \$2,500 amortizatsiya xarajatini beradi ($\$10,000 / 4 = \$2,500$).

Birinchi yil sof daromadi \$0 bo'lishi kutilmoqda; \$2,500 amortizatsiya xarajati bilan birga va sof aylanma kapitalda hech qanday o'zgarish bo'lmagan holda, birinchi yilning operatsion naqd pul oqimi \$2,500 deb baholanmoqda. Sarmoyaviy naqd pul oqimlari kutilmayotgani sababli, birinchi yilning umumiy naqd pul oqimi \$2,500 deb baholanmoqda. Ikkinchi, uchinchi va to'rtinchi yillar uchun naqd pul oqimlari shunga o'xshash tarzda hisoblanadi. To'rtinchi yilda operatsion naqd pul oqimlariga biznesni sotishdan keladigan \$12,000 sarmoyaviy naqd pul oqimi qo'shiladi. Shunday qilib, to'rtinchi yilning umumiy naqd pul oqimi \$18,500 ni tashkil etadi: \$4,000 sof daromaddan, \$2,500 amortizatsiyadan va \$12,000 biznesni sotishdan keladi.

Yillar	Operatsion pul oqimlari			Investitsiyadan kutilayotgan daromad	
	Sof foyda	+ Amortizatsiya	- NWC ning o'zgarishi	Asos vositalardagi o'zgarish	= Umumiy naqd pul oqimlari
0	0 \$	0 \$	- 3,500 \$	- 10,000 \$	- 13,500 \$
1	0	2,500	0	0	2,500
2	1,500	2,500	0	0	4,000
3	2,500	2,500	0	0	5,000
4	4,000	2,500	0	12,000	18,500

Agar sizning talab qilinadigan daromad darajangiz 12 foiz bo'lsa, ushbu tashabbusning NPV (sof joriy qiymati) \$7,236.90 ni tashkil etadi, shuning uchun muzqaymoq do'konini ochish orqali sizning shaxsiy boyligingiz oshishi kerak.

Soliqdan himoyalash vositasi sifatida amortizatsiya Amortizatsiya operatsion naqd pul oqimini aniqlashda muhim rol o'ynaydi. Yuqorida aytib o'tilganidek, u naqd bo'lmagan xarajatdir. Amortizatsiya xarajatlarini chegirish orqali kompaniya soliqqa tortiladigan daromadini (soliqlardan oldingi daromad yoki EBT), soliq

to'lovini va sof daromadini kamaytiradi, shu bilan birga operatsion naqd pul oqimini oshiradi. Qisqa misol yordamida bu chegirma sof daromadni qanday kamaytirishini, ammo operatsion naqd pul oqimini qanday oshirishini ko'rsatamiz.

Faraz qilaylik, Johnny Jim mahsulotlari kompaniyasining \$1,000 miqdorida savdo daromadi va ish haqi va materiallar uchun \$300 miqdorida xarajatlari bor. Keling, \$100 amortizatsiya xarajati uning rentabelligi va sof daromadiga qanday ta'sir qilishini ko'rib chiqaylik. **17.7-jadvalda** ikkita daromadlar hisobotini ko'rsatamiz. Biri amortizatsiya xarajatsiz va boshqasi amortizatsiya xarajati bilan. Misolni soddalashtirish uchun sof aylanma kapitaldagi o'zgarish nolga teng deb hisoblaymiz va Johnny Jimning soliq stavkasi 40 foiz ekanligini faraz qilamiz. 17-4 tenglamasidan foydalanib, Johnny Jimning amortizatsiya bilan operatsion naqd pul oqimi quyidagicha bo'ladi:

$$\begin{aligned} & \text{Operatsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimi} \\ &= \text{Sof daromad} + \text{Amortizatsiya} - \text{Sof aylanma kapitaldagi o'zgarish.} \\ &= \$360 \quad + \$100 \quad - \$0 = \$460 \end{aligned}$$

Amortizatsiyasiz operatsion naqd pul oqimi quyidagicha bo'ladi:

$$\begin{aligned} & \text{Operatsiyalardan kelib tushgan naqd pul oqimi} \\ &= \text{Sof daromad} + \text{Amortizatsiya} - \text{Sof aylanma kapitaldagi o'zgarish.} \\ &= \$420 \quad + \$0 \quad - \$0 = \$420 \end{aligned}$$

Garchi amortizatsiya sof daromadni kamaytirsam ham, Johnny Jimning operatsion naqd pul oqimi amortizatsiya xarajati bilan amortizatsiyasiz holatga qaraganda \$40 ga yuqoriroq. Operatsion naqd pul oqimining amortizatsiya bilan \$40 ga yuqori bo'lishining sababi, Johnny Jimning soliq to'lovi \$40 ga kamayganidir.

17.7-jadval

Johnny Jim mahsulotlar kompaniyasining daromadlar hisobotlari, amortizatsiya xarajati bilan va amortizatsiya xarajatsiz

	Amortizatsiya xarajatlari bilan	Amortizatsiya xarajatsiz
Sotuvlar	\$1000	\$1000
-Xarajatlar	-300	-300
-Amortizatsiya	-100	0
EBT	\$600	\$700
-Soliqlar (40%)	240	280
Sof foyda	\$360	\$420

Soliqlardan oldingi daromadlar, naqd bo'lmagan amortizatsiya xarajatlari naqd xarajatni kamaytiradi; ya'ni, soliqlar \$40 ga kamayadi. Ushbu \$40 kamayish amortizatsiyasiz misolga qaraganda \$40 ga yuqori bo'lgan operatsion naqd pul oqimiga olib keladi. Soliqlarda \$40 tejalish soliq stavkasi T va amortizatsiya xarajatlarning kombinatsiyasidan kelib chiqadi. 40 foiz soliq stavkasi bilan \$100 amortizatsiya xarajati xarajatlarni oshiradi va soliqlarni (0.40) (\$100) yoki \$40 ga kamaytiradi. Ushbu ifoda, (T) (Amortizatsiya), ya'ni soliq stavkasining amortizatsiya xarajatlari bilan ko'paytirilishi, "amortizatsiya soliq qalqoni" deb ataladi. Bu kompaniya naqd bo'lmagan amortizatsiya xarajatidan oladigan soliq tejashni ifodalaydi. 40 foiz soliq stavkasi bilan \$100 amortizatsiya xarajati kompaniyaning soliq to'lovini \$40 ga kamaytiradi.

Siyosiy da'volarga qaramay, kapital xarajatlarni va investitsiyalarni oshirish uchun soliq imtiyozlari kerakligi ta'kidlangan bo'lsa-da, sog'lom iqtisodiyot kapital investitsiyalarni rag'batlantirishda eng saxiy siyosatchilardan ham samaraliroq bo'lishi mumkin. Qo'shma Shtatlar 1990-yillarda qulay soliq qonunchiligidagi o'zgarishlar, investitsiya soliq kreditlari yoki amortizatsiya qoidalaridagi o'zgarishlarsiz ham kapital xarajatlar bumini boshdan kechirdi. Uzoq muddatli o'sish va past inflyatsiya bilan birga yaxshi iqtisodiyot korporativ investitsiyalar uchun eng yaxshi kombinatsiya hisoblanadi. Bir korporatsiya rahbari aytganidek, "Biz hukumatning soliq siyosati o'zgarishini kutib o'tirganimiz yo'q. Agar bozorga bo'lgan pozitsiyangizni himoya qilishni va kengaytirishni istasangiz, pulni investitsiya qilasiz. Biz buni qanday sharoitda bo'lmasin amalga oshirgan bo'lardik".

Iqtisodchilar iqtisodiy tejamkorlikni oshiradigan kapital daromad solig'ini kamaytirish kabi rag'batlantiruvchi omillarni qo'llab-quvvatlaydilar. Boshqa sharoitlar o'zgarmagan holda ko'proq jamg'armalar pastroq foiz stavkalari, yuqoriroq aksiyadorlik qiymatlari, zavod va uskunalarni sotib olayotgan korxonalar uchun pastroq moliyalashtirish xarajatlarini anglatadi.

17.10. BOSHQARUVCHILARNING HALOL ISHLASHI

Biz kapital byudjetlash jarayonining beshinchi bosqichini – kuzatuv bosqichini ko'rib chiqdik, bu ba'zan audit yoki nazorat bosqichi deb ham ataladi. Ushbu bosqichda kompaniyaning moliyaviy tahlilchilari joriy kapital byudjetlash loyihalarining sarf-xarajatlari va natijalarini kuzatib boradilar.

Ko'pgina kompaniyalar tasdiqlangan loyihalarni amalga oshirish bosqichida sarf-xarajatlarni ko'rib chiqadilar. Odatda, loyihani nazorat qiluvchi menejer shu kunga qadar amalga oshirilgan sarf-xarajatlarni umumlashtiradigan, ularni byudjetda belgilangan miqdorlar bilan solishtiradigan va ularning o'rtasidagi farqlarni tushuntiradigan choraklik hisobotlar talab etiladi. Bunday nazorat amalga oshirish bosqichida yuqori darajadagi menejerlarga xarajatlarning oshib ketishini oldindan

ko'rishga imkon beradi. Ba'zi kompaniyalar byudjetidan ma'lum bir miqdor yoki foiz bo'yicha oshib ketishi kutilayotgan loyihalar uchun qo'shimcha mablag'larni ta'minlash maqsadida yangi mablag' ajratish so'rovlarini topshirishni talab qiladi. Amalga oshirish auditi menejerlarga kelajakdagi takliflarda hisobga olinishi kerak bo'lgan muammoli sohalarni aniqlashga yordam beradi. Shuningdek, amalga oshirish auditi yuqori darajadagi rahbariyatga qaysi menejerlar loyiha xarajatlari eng yaxshi baholashini bilib olishga imkon beradi. Amalga oshirish nazoratidan tashqari, kompaniyalar loyiha tugagandan so'ng prognoz qilingan naqd pul oqimlarini haqiqiy natijalar bilan solishtirishi kerak. Bu naqd pul oqimi prognozlarning vaqt o'tishi bilan qanchalik aniq bo'lganligi haqida ma'lumot beradi va shu bilan kompaniyaga loyiha davomida nima to'g'ri amalga oshirilganini, nima noto'g'ri ketganini va buning sabablarini aniqlash imkonini beradi. Auditlar rahbariyatni prognoz qilingan natijalar bilan haqiqiy natijalar o'rtasidagi har qanday katta farqlarni aniqlash va oqlashga majbur qiladi. Byudjetdan og'ishlar uchun aniq sabablar barcha ishtirokchilar uchun foydali bo'lishi uchun zarurdir. Samarali nazorat tizimi rahbariyatga biznes bo'linmalari va menejerlarni ularning baholarining aniqligiga qarab baholash imkonini berish uchun baholarni amalga oshirgan shaxslarning ismlarini qayd qiladi. Bunday tizim shaxsiy javobgarlikni aniq belgilaydi. Masalan, agar bo'lim boshlig'i taklif qilingan xarajat bo'limda ishchilar sonini 10 foizga qisqartirish imkonini beradi, deb hisoblagan bo'lsa, lekin kutilgan qisqartirishlar amalga oshmasa, bo'lim boshlig'idan so'roq qilinishi mumkin. Bunday tizim "yostiqcha qo'yishni" kamaytirish orqali kompaniya ichidagi agentlik muammolarini, ya'ni sevimli yoki qulay loyiha takliflarining foydasini oshirib ko'rsatishni nazorat qiladi. Bu bo'lim boshliqlariga kompaniyaning maqsadlariga erishishiga yordam beradigan usullar bilan boshqarish uchun rag'batni oshiradi. Shunga qaramay, ba'zi tadqiqotlar naqd pul oqimlarini oshirib yuborishga olib keladigan psixologik omillarni ko'rsatadi va hatto o'tgan tajribalarga qaramay, loyiha bajarilish muddatlarini kamaytirib ko'rsatishga olib keladi. Ko'proq obyektiv va adolatli baholar olish uchun turli manbalardan olingan yaxshiroq va to'liqroq ma'lumotlar talab qilinadi.

Nazorat yoki post-audit bosqichi ba'zida kompaniyani tasdiqlangan loyihani tugatish yoki bekor qilishni ko'rib chiqishga majbur qiladi. Investitsiyani uning foydali yoki iqtisodiy xizmat muddatining tugashidan oldin bekor qilish imkoniyati menejment uchun mavjud variantlarni kengaytiradi va noto'g'ri qaror bilan bog'liq xavfni kamaytiradi. Ushbu turdagi favqulodda rejalashtirish qaror qabul qiluvchilarga kelajakdagi iqtisodiy va siyosiy noaniqliklarni boshqarishda ikkinchi imkoniyat beradi. Bir so'rovda tadqiqotchilar Fortune 500 ro'yxatidagi kompaniyalarning uchdan ikki qismi naqd pul oqimlari bo'yicha baholarini audit qilganligini aniqladilar. Audit o'tkazgan kompaniyalarning deyarli barchasi dastlabki investitsiya xarajatlarini haqiqiy xarajatlar bilan solishtirdi. Barcha kompaniyalar operatsion naqd pul oqimi bo'yicha baholarni baholadi va uchdan ikki qismi

qutqarish qiymati bo'yicha baholarni audit qildi. Audit o'tkazgan kompaniyalarining taxminan uchdan ikki qismi dastlabki investitsiya xarajatlari baholari, odatda, prognozlardan 10 foiz doirasida bo'lganini aytdi. Faqat 43 foiz kompaniyalar operatsion naqd pul oqimlari bo'yicha ham shunday da'vo qila olgan. 30 foizdan ortiq kompaniyalar esa operatsion naqd pul oqimi bo'yicha baholar o'zlarining natijalaridan 16 foiz yoki undan ko'proq farq qilganini tan olishdi.

Muvaffaqiyatga erishish uchun naqd pul oqimini baholash jarayoni korporatsiya va uning yuqori darajadagi siyosat belgilovchi menejerlarining majburiyatini talab qiladi; ushbu majburiyat kompaniyaning baholash jarayonini qo'llab-quvvatlash uchun foydalanadigan boshqaruv axborot tizimini o'z ichiga oladi. Naqd pul oqimlarini baholash bo'yicha oldingi tajriba, barcha loyihalar uchun naqd pul oqimi baholarini talab qilish va naqd pul oqimini baholash uchun tizimli yondashuvlarni saqlash kompaniyalarga naqd pul oqimini prognoz qilishda muvaffaqiyatga erishishga yordam berayotgani ko'rinadi. XXI asrning birinchi o'n yilligidagi kabi o'zgaruvchan iqtisodiy muhitlarda biznes mutaxassislari tarixiy o'rtacha ko'rsatkichlar va nuqtaviy baholar noto'g'ri bo'lishi mumkinligini bilishadi. Biznes muhiti murakkab va 2007–2009-yillarda ko'rganimizdek, menejerlarning nazorati ostida bo'lmagan omillar ta'siriga tushadi. 12-bobda kelajakdagi noaniq sharoitlarda natijalarni baholash vositasi sifatida ssenariy tahlili tushunchasi kiritilgan edi. Biznesning barcha darajalarida ko'proq mutaxassislar "agar nima bo'lsa" ssenariylarini o'ynash va ma'lum iqtisodiy va biznes voqealari sodir bo'lganda nima qilish kerakligi haqida rejalar tuzishning ahamiyatini anglay boshladilar.

17.11. XAVF-XATAR BILAN BOG'LIQ OMILLAR

Kutilayotgan naqd pul oqimlari bilan bog'liq xavf darajasi turli investitsiyalar orasida farq qilishi mumkin. Masalan, mavjud mashinani yangi, samarali mashinaga almashtirish qarori katta naqd pul kirimi noaniqligini keltirib chiqarmaydi, chunki kompaniya mavjud mashina bilan biroz operatsion tajribaga ega. Xuddi shunday, mavjud mahsulot yo'nalishlarini kengaytirish kompaniyaga o'zining naqd pul oqimi bo'yicha taxminlarini o'tgan operatsion natijalar va marketing ma'lumotlariga asoslash imkonini beradi. Ushbu kapital byudjetlash qarorlari naqd pul oqimlarini kompaniyaning kapital qiymati yoki talab qilinadigan daromad darajasida diskontlash orqali qabul qilinishi mumkin, chunki ular kompaniyaning boshqa aktivlari bilan xavf darajasida taqqoslanadi. Yangi sohalar, yangi mahsulot yo'nalishlari va xorijiy kengaytirish bilan bog'liq kengaytirish loyihalarlari katta naqd pul kirimi noaniqligiga ega bo'ladi. Ushbu yuqori xavfni qoplash uchun moliyaviy menejerlar ko'pincha xavf va kutilayotgan daromad o'rtasidagi savdo-sotiq bilan bog'liq tushunchalarga asoslangan yondashuvlardan foydalana-

dilar. Yuqori xavfli loyihani baholashda yuqori talab qilinadigan daromad stavkasidan foydalanish kerak. Moliya bozorlari misolini oladigan bo'lsak, xavfsiz qisqa muddatli davlat obligatsiyalaridan taklif etilayotgan joriy daromadni hisobga olganda, investorlar xavfli oddiy aksiyalarga faqat aksiyalarning yuqori xavfiga mos keladigan kutilayotgan daromadlar bo'lsa sarmoya kiritishni istashadi. Xuddi shunday, menejerlar yuqori xavfli kapital byudjetlashtirish loyihalarini, agar loyihalarning kutilayotgan daromadlari ularning xavfiga mos kelmasa tanlamasliklari kerak. Loyihaning xavfiga asoslanib, tahlilchi loyihaning pul oqimlarini diskontlaydigan talab qilinadigan daromad stavkasini moslashtiradi (RADR). Yondashuv shuni amalga oshiradiki, tahlilchi loyihaning pul oqimlarini diskontlaydigan talab qilinadigan daromad stavkasini moslashtiradi. Xavf darajasi yuqori (yoki past) bo'lgan loyihalar yuqori (yoki past) diskont stavkalarini talab qiladi. Loyihaning riskka moslashtirilgan diskont stavkasiga asoslangan sof joriy qiymati (NPV) musbat bo'lsa, loyiha aksiyadorlarning boyligini oshiradi deb kutiladi. Loyihaning RADRlarini aniqlashning bir usuli kompaniya menejerlari tomonidan turli xil kapital byudjetlashtirish loyihalari uchun xavf sinflari yoki toifalarini yaratish uchun o'tmish tajribasidan foydalanishdir. Har bir xavf toifasiga unga kiradigan loyiha turlarini ko'rsatadigan umumiy tavsif va ushbu loyihalarga tayinlanadigan talab qilinadigan daromad stavkasi yoki "to'siq stavkasi" berilishi mumkin.

17.8-jadval

Xavf toifalari, RMEN korporatsiyasi

O'rtacha darajadan past xavf:
Texnologiyada hech qanday o'zgarish yoki faqat kichik o'zgarish talab qiladigan almashtirish qarorlari.
Korxonaning joylashuvida hech qanday o'zgarish talab qilinmaydi.
Diskont stavkasi = Kapital qiymati – 2%.
O'rtacha xavf:
Texnologiyada yoki korxona joylashuvida sezilarli o'zgarishlarni o'z ichiga olgan almashtirish qarorlari.
Barcha xarajatlarni tejash qarorlari; kompaniyaning asosiy mahsulot qatorlaridagi kengayishlar va takomillashtirishlar.
Diskon stavkasi = Kapital qiymati.
O'rtacha darajadagi xavfdan yuqori:
Qo'llanma tadqiqot va rivojlantirish; asosiy mahsulot qatorlariga aloqador bo'lmagan yangi mahsulotlarni joriy etish.
Yevropa va Osiyodagi rivojlangan iqtisodiyotlarga ishlab chiqarish yoki marketing faoliyatini kengaytirish.
Diskont stavkasi = Kapital qiymati + 2%.

Yuqori xavf:

Ishlab chiqarish yoki marketing faoliyatini kam rivojlangan va rivojlanayotgan iqtisodiyotlarga kengaytirish.

Kompaniyaning joriy mahsulot qatorlariga aloqador bo'lmagan mahsulotlarni joriy etish.

Diskont stavkasi = Kapital qiymati +5%.

17.8-jadvalda ko'rsatilgan misolda o'rtacha xavfga ega loyihalar (yoki xavfi kompaniyaning umumiy xavfiga yaqin bo'lganlar) uchun diskont stavkasi kompaniyaning kapital qiymatiga teng qilib belgilangan. Ya'ni o'rtacha xavfli loyihalar kompaniyaning moliyalashtirish qiymati bilan belgilanadigan o'rtacha daromad keltirishi kerak. O'rtacha darajadan past xavfga ega loyihalar kapital qiymatidan past stavka bilan diskontlanadi. O'rtacha darajadan yuqori xavfga ega loyihalar qabul qilinishi uchun kompaniyaning kapital qiymatidan yuqori daromad keltirishi kerak. Bu jarayonga subyektivlik kiradi, chunki rahbariyat har bir xavf toifasini belgilash, toifalar sonini aniqlash va har bir toifaga tayinlanadigan talab qilinadigan daromad stavkasini belgilashga qaror qilishi kerak. Loyihani tasniflashda fikrlar xilma-xilligi yoki kompaniya ichidagi siyosiy qarama-qarshiliklar bahs-munozaralarga olib kelishi mumkin. Aniq belgilangan toifa tavsiflari bunday muammolarni minimallashtirishi mumkin.

Misol uchun, ilgari keltirilgan A va B loyihalari uchun ma'lumotlardan foydalanib, xavfga moslashtirilgan diskont stavkalarini qo'llashni ko'rsatamiz. Faraz qilaylik, A va B loyihalari mustaqil loyihalar hisoblanadi. A loyihasi mavjud mahsulot qatorini kengaytirishni o'z ichiga oladi, B loyihasi esa yangi mahsulotni joriy etish uchun mo'ljallangan. A loyihasi uchun kompaniyaning kapital qiymati bo'lgan 10 foiz diskont stavkasi mos bo'ladi. Eslatib o'tamiz, bu sof joriy qiymat (NPV) ning \$1,982 bo'lishiga olib keladi.

Buning aksiga, B loyihasi uchun moliyaviy menejer 12 foiz (ya'ni, 10 foiz kapital qiymatiga 2 foizlik xavf mukofoti qo'shiladi) yuqori diskont stavkasi mos deb topishi mumkin. Bu esa NPVning -\$514 bo'lishiga olib keladi. Shunday qilib, xavfga moslashtirilgan asosda A loyihasi hali ham kompaniya uchun maqbul bo'ladi, lekin B loyihasi rad etiladi. Agar moliyaviy menejer kompaniyaning qiymatini oshiradigan kapital byudjetlashtirish qarorlarini qabul qilmoqchi bo'lsa, xavf farqlarini hisobga olish qiyin, lekin zarur vazifa hisoblanadi.

MASHG'ULOTLAR

1. Loyihaning sof joriy qiymati (NPV) va rentabellik indeksini (PI) toping. Loyiha \$ 1,500 ga tushadi va birinchi yilda \$ 800, ikkinchi yilda \$ 850 daromad keltiradi. Loyihaning kapital qiymati 8 foiz deb hisoblang.

2. Anuitetning sof joriy qiymati (NPV) va rentabellik indeksini (PI) toping, u har yili sakkiz yil davomida \$ 500 to'laydi va uning qiymati \$ 2,500 ni tashkil qiladi. Diskont stavkasi 6 foiz deb hisoblang.

3. Loyihaning ichki foyda normasini (IRR) toping, u uch yil ichida \$ 17,000 daromad keltiradi, agar uning dastlabki qiymati \$ 12,000 bo'lsa.

4. Loyihaning ichki foyda normasi (IRR) va modifikatsiyalangan ichki foyda normasini (MIRR) hisoblang. Agar loyiha 7 yil davomida har yili \$ 5,500 naqd pul oqimi keltirsa, nolinch yildagi sarmoya \$ 25,000 bo'lsa va kompaniyaning loyiha bo'yicha minimal talab qilinadigan daromad normasi 10 foizni tashkil etsa.

5. Quyidagi loyihalar uchun NPV, IRR, MIRR, PI va qaytarish muddatini hisoblang. Agar bu loyihalar o'zaro istisno qiluvchi bo'lsa, qaysi biri amalga oshirishi kerak? Agar ular mustaqil bo'lsa, qaysi biri amalga oshirilishi kerak?

	A	B	C	D
Dastlabki yil	-1,000	-1,500	-500	-2,000
1-yil	400	500	100	600
2-yil	400	500	300	800
3-yil	400	700	250	200
4-yil	400	200	200	300
Diskont stavkasi	10%	12%	15%	8%

6. Sanders Electric kompaniyasi firmaning kapital byudjetiga qo'shilishi mumkin bo'lgan ikkita loyihani baholamoqda. M loyihasi uchun \$37,000 sarmoya talab qilinadi, O loyihasi uchun esa \$46,000 sarmoya talab qilinadi. Har ikki loyiha uchun soliqlardan keyingi kutilayotgan naqd pul tushumlari quyidagicha baholanmoqda.

Yillar	Loyiha M	Loyiha O
1	12,000 \$	10,000 \$
2	12,000	10,000
3	12,000	15,000
4	12,000	15,000
5	15,000	

- a. Har bir loyiha uchun qaytarish muddatini aniqlang.
- b. Har bir loyiha uchun 10 foiz kapital qiymati asosida NPV va PI ni hisoblang. Ushbu loyihalardan qaysi biri (yoki ikkalasi) qabul qilinishi mumkin?
- c. M va O loyihalari uchun IRR va MIRR ni aniqlang.

7. AA Auto Parts kompaniyasining korporativ soliq stavkasi 34 foiz va amortizatsiya \$19,180 ni tashkil qiladi. Uning amortizatsiya soliq imtiyozini hisoblang.

8. Loyiha \$10 million daromad keltirishi, xarajatlari esa \$9 million bo'lishi kutilmoqda. Sof aylanma kapitalda o'zgarish bo'lishi kutilmaydi. Marjinal foydalar 35 foizlik stavka bilan soliqa tortiladi. Agar loyihaning operatsion naqd pul oqimi \$1 million bo'lsa, loyihaning amortizatsiya xarajatlari qancha bo'ladi? Uning sof daromadi qancha?

9. Loyihaning operatsion naqd pul oqimlarini hisoblash uchun quyidagi ma'lumotlar kerak bo'ladi:

a. Loyihadan \$10,000 daromad, \$5,000 xarajatlar, \$200 amortizatsiya, \$50 sof aylanma kapitalga sarmoya va 20 foiz soliq stavkasi kutilmoqda.

b. Loyiha uchun quyida soddalashtirilgan loyiha daromadlar hisoboti keltirilgan. Bundan tashqari, loyiha sof aylanma kapitalga \$75 teng.

c. Kapital byudjetlash taklifi uchun, bu yilgi naqd sotuvlar \$220, naqd xarajatlar \$130 va amortizatsiya \$80 bo'lishi kutilmoqda. Kompaniya 30 foizlik soliq toifasiga kiradi.

Sotuvlar	\$ 925.00
– Narxlar	-315.00
– Amortizatsiya	-100.00
EBIT=EBT	510.00
– Soliqlar (34 foizda)	-173.40
Sof daromad	336.60

10. Mashina transport xarajatlari bilan birga \$10,500 ga sotib olinishi mumkin, lekin o'rnatish xarajatlari uchun yana \$1,500 kerak bo'ladi. Mashinaning xizmat muddati to'rt yil bo'lishi kutilmoqda va har yili \$6,000 naqd daromad keltirishi mumkin. Har yillik naqd operatsion xarajatlar \$2,000 bo'lishi kutilmoqda, amortizatsiya xarajatlari esa yiliga \$3,000 ni tashkil etadi. Kompaniya 30 foizlik soliq stavkasiga ega. Soliqdan keyingi tegishli naqd pul oqimlarini aniqlang va naqd pul oqimi jadvalini tuzing.

- 11.10-masaladagi ma'lumotlardan foydalanib quyidagilarni bajaring.
- Mashina uchun qaytarish muddatini hisoblang.
 - Agar loyihaning kapital qiymati 10 foiz bo'lsa, mashinani sotib olishni tavsiya qilasizmi?
 - Mashina uchun IRR ni hisoblang.

12. Brassy Fin Pet Shop kengayishni rejalashtirmoqda. Qurilish narxi \$90,000 bo'ladi va bu summa besh yil davomida to'g'ri chiziqli amortizatsiya usulida nola tushiriladi. Amortizatsiyadan oldingi daromadlar kelgusi besh yil davomida har yili \$20,000 bo'lishi kutilmoqda. Korxonaning soliq stavkasi 34 foizni tashkil etadi. Quyidagilarni toping?

- Bu loyihaning pul oqimlari qanday bo'lishini.
- Agar korxonaning kapital qiymati 11 foiz bo'lsa, loyiha amalga oshirilishi kerakmi?

13. Quйда Ma & Pa Incorporated kompaniyasining sakkiz yillik loyihasi uchun har yilgi soddalashtirilgan daromad hisoboti keltirilgan. Loyihaning dastlabki xarajati \$2,000 ni tashkil qiladi. Uning kapital qiymati 12 foizdir.

Savdolar	\$925.00
naqd pul xarajatlari kamroq	310.00
Kamroq amortizatsiya	250.00
Soliqlardan oldingi daromad	\$365.00
Soliq miqdori (35 foizda)	127.75
Sof daromad	\$237.25

- Loyihaning soliqlardan keyingi naqd pul oqimini hisoblang.
- Loyihaning sof joriy qiymatini (NPV), ichki daromadlilik normasini (IRR), rentabellik indeksini (PI) va o'zini qoplash muddatini hisoblang va sharhlang.

14. Muammoli masala: X loyahasidan olingan yillik tejash quyidagilarni o'z ichiga oladi: har birining yillik maoshi \$15,000 bo'lgan o'n nafar xizmatchi qisqartirilishi, ishlab chiqarishdagi kechikishlarning kamayishi natijasida \$8,000 tejash, omborda tovarlar tugab qolishi sababli yo'qotilgan sotuvlar tufayli \$12,000 tejash va kommunal xarajatlarning kamayishi natijasida \$3,000 tejash. X loyihasi \$250,000 turadi va besh yillik davr mobaynida to'g'ri chiziqli amortizatsiya usulida amortizatsiya qilinadi. Tizimning qo'shimcha xarajatlari har biri yillik maoshi \$40,000 bo'lgan ikki yangi operator va yillik \$12,000 operatsion xarajatlarni o'z

ichiga oladi. Korxonaning soliq stavkasi 34 foizni tashkil etadi. Shu ma'lumotlar asosida quyidagilarni hisoblang.

- a. X loyihasining dastlabki naqd pul sarfini toping.
- b. Loyihaning besh yillik davrdagi operatsion naqd pul oqimini toping.
- c. Agar loyihaning talab qilingan daromadlilik normasi 12 foiz bo'lsa, u amalga oshirilishi kerakmi?

15. Muammoli masala. Siz Kopy-Kopy Copy and Pitsa yetkazib berish xizmati franshizasi bilan hamkorlik qilishni ko'rib chiqmoqdasiz. \$50,000 evaziga sizga o'qitish va eksklyuziv hududiy huquqlar beriladi. Uskunalarni bosh ofis orqali qo'shimcha \$50,000 ga sotib olish mumkin, ularning barchasi to'g'ri chiziqli usulda amortizatsiya qilinadi. Bosh ofis sizning hududingiz birinchi yilda \$100,000 savdo hajmini yaratishi mumkinligini, keyingi to'rt yil ichida savdolar har yili 10 foizga o'sishini va shu vaqtga kelib, biznesni soliqlardan keyin \$50,000 ga sotishni rejalashtirishingizni taxmin qilmoqda. Ularning broshyuralarini o'qib, boshqa bir nechta franshizalar bilan suhbatlashgandan so'ng, amortizatsiyani hisobga olmaganda xarajatlar savdoning taxminan 60 foizini tashkil qilishiga ishonasiz. Shuningdek, siz bosh ofisdan umumiy savdo daromadingizdan 15 foiz miqdorida royalti to'lash talab qilinishini bilasiz.

30 foiz soliq stavkasi va 10 foiz daromad talabi bilan, bu imkoniyat shaxsiy boyligingizga qanday ta'sir qiladi?

16. Muammoli masala. Matnda tasvirlangan muzqaymoq do'koni katta muvaffaqiyatga erishdi. Keyingi universitet shahridagi mijozlar sizdan ularga yaqinroq joyda yangi do'kon ochishingizni so'rashmoqda. Sizning operatsion tajribangiz va mahalliy ko'chmas mulk bo'yicha bilimingiz asosida yangi muzqaymoq do'koni ochish uchun \$20,000 miqdorida asosiy vositalarga va \$3,000 miqdorida aylanma mablag'larga sarmoya kiritish kerak deb hisoblaysiz. Asosiy vositalar besh yil davomida to'g'ri chiziqli usulda amortizatsiya qilinadi. Dastlabki bozor tadqiqotlari birinchi yilgi savdo daromadi taxminan \$50,000 bo'lishini va amortizatsiyani hisobga olmaganda, o'zgaruvchan xarajatlar savdoning taxminan 80 foizini tashkil qilishini ko'rsatmoqda. Xavfsizlik uchun, kelgusi besh yil davomida savdo daromadi o'zgarmaydi deb faraz qilasiz. Besh yil oxirida biznesingizni soliqlardan keyin \$25,000 ga sotishingiz mumkin deb taxmin qilasiz. 28 foizlik soliq stavkasi va 12 foiz talab qilinadigan daromadlilik bilan siz kengaytirishingiz kerakmi?

17. Muammoli masala. Tahliliy tahlil asosida kapital byudjetlashtirish holati-da bir vaqtning o'zida bitta o'zgaruvchini o'zgartirish va NPV qanday o'zgarishini ko'rishni o'z ichiga oladi. 16-masalada har bir quyidagi o'zgaruvchilar bo'yicha tahliliy tahlil o'tkazing va uning NPV ga ta'sirini aniqlang.

- a. Sotuvlar har yili kutilgandan 10 foiz yuqori yoki past bo'lishi mumkin.
- b. Xarajatlar har yili kutilgandan 10 foiz yuqori yoki past bo'lishi mumkin.
- c. Asosiy vositalar va aylanma mablag'larga dastlabki investitsiyangiz dastlabki baholanganidan 50 foizga yuqori bo'lishi mumkin.

18. R loyihasi uchun \$45,000 sarmoya talab qilinadi va besh yil davomida soliqlardan keyin har yili \$15,000 naqd pul oqimi keltirishi kutilmoqda. Kapital qiymati 10 foizni tashkil qiladi.

- a. R loyihasi uchun o'zini qoplash muddatini, sof joriy qiymatini (NPV) va rentabellik indeksini (PI) aniqlang. Loyiha qabul qilinadimi?
- b. Riskka moslashtirilgan diskont stavkasi 14 foiz deb hisoblang. Riskka moslashtirilgan sof joriy qiymatini (NPV) hisoblang. Loyiha yuqori risk uchun moslashtirilgandan keyin qabul qilinadimi?
- c. Ichki daromadlilik normasini (IRR) hisoblang.

19. 6-masalada keltirilgan Sanders Electric Company ning moliyaviy menejeri M loyihasi kompaniyaning boshqa aktivlariga nisbatan tavakkalchilik darajasi bir xil deb hisoblaydi. Bunga qarama-qarshi ravishda, O loyihasining soliqlardan keyingi naqd pul oqimlari ko'proq noaniqlikka ega. Sanders Electric xavfliroq loyihalar uchun 4 foiz punktili tavakkalchilik mukofotini qo'llaydi. Kompaniyaning kapital qiymati 10 foizni tashkil qiladi.

- a. Loyihalar M va O uchun riskka moslashtirilgan sof joriy qiymatlarni (NPV) aniqlang, kerakli joylarda riskka moslashtirilgan diskont stavkalarini (RADR) qo'llang.
- b. Ikkala loyiha ham investitsiya uchun qabul qilinadimi? Qaysi birini tanlardingiz?

20. BioTek Corporation kompaniyasining asosiy kapital qiymati 15 foizni tashkil etadi va u quyidagi loyihalardan biriga yoki ikkalasiga investitsiya kiritishni ko'rib chiqmoqda. HiTek loyihasi uchun \$453,000 sarmoya talab qilinadi, LoTek loyihasiga esa \$276,000 sarmoya kiritish kerak bo'ladi. Har bir loyiha uchun quyidagi soliqlardan keyingi naqd pul oqimlari (nol yildagi sarmoya xarajatlari ham kiritilgan) taxmin qilinmoqda.

Yillar	Loyiha HiTek	Loyiha LoTek
0	-453,000 \$	-276,000 \$
1	132,000	74,000
2	169,500	83,400
3	193,000	121,000
4	150,700	54,900
5	102,000	101,000
6	0	29,500
7	0	18,000

a. Har bir loyiha uchun naqd pul oqimlarining hozirgi qiymatini (PV) aniqlang, so'ngra tegishli kapital investitsiyasi miqdorini chiqarib, ularning sof joriy qiymatini (NPV) hisoblang. Loyiha qabul qilinadimi yoki yo'qmi, aniqlang.

b. HiTek va LoTek loyihalari uchun ichki daromadlilik normasini (IRR) hisoblang. Qaysi loyiha afzal ko'riladi?

c. Faraz qiling, BioTek kompaniyasi turli xil investitsiya imkoniyatlari orasidagi risk farqlarini hisobga olish uchun riskka moslashtirilgan diskont stavkalarini (RADR) qo'llaydi. BioTek loyihalari kompaniyaning 15 foizlik kapital qiymati bo'yicha diskontlanadi. LoTek turidagi loyihalar uchun 3 foiz punktli risk mukofoti, HiTek turidagi loyihalar uchun esa 6 foiz punktli risk mukofoti qo'llaniladi. LoTek va HiTek loyihalari uchun riskka moslashtirilgan naqd pul oqimlarining hozirgi qiymatini (PV) aniqlang va ularning riskka moslashtirilgan sof joriy qiymatlarini (NPV) hisoblang. BioTek kompaniyasi qaysi loyiha yoki loyihalarga investitsiya qilishi kerak: LoTek, HiTek, ikkalasiga ham yoki hech qaysisiga?

18-BOB. KAPITALNING TUZILISHI VA KAPITAL QIYMATI

- 18.1. Nima uchun kapital tuzilmasini tanlash kerak?
- 18.2. Talab etiladigan daromad darajasi va kapital qiymati
- 18.3. Kapital qiymati
- 18.4. Kapitalning o'rtacha olingan qiymati
- 18.5. O'sish sur'atlarini rejalashtirish
- 18.6. EBIT/Eps tahlili
- 18.7. Operatsion va moliyaviy leverajning kombinatsiyalangan ta'siri
- 18.8. Nazariya va amaliyotdan tushunchalar

18.1. NIMA UCHUN KAPITAL TUZILMASINI TANLASH KERAK?

Kompaniyaning o'z aktivlarini moliyalashtirish uchun foydalaniladigan qarz va kapital jamlanmasi **18.1-rasmda** ko'rsatilganidek, firma kapitali tuzilishini belgilaydi. Ushbu bobda biz, birinchi navbatda, firma kapitali tuzilishining ahamiyatini ko'rib chiqamiz va KO'OQ smetasini ta'minlash uchun kapital tuzilishi va har bir moliyalashtirish manbasining xarajatlarini qanday qilib birlashtirish mumkinligini o'rganamiz. Firmaning o'sish sur'ati, dividend siyosati va kapital tuzilmasi qarorlari o'rtasidagi o'zaro bog'liqlikni; vaqt o'tishi bilan firmaning kapital tuzilmasini tanlashiga ta'sir qiluvchi ta'sirlarni ko'rib chiqamiz.

Shubhasiz, maqsadli kapital tuzilmasi muhim ahamiyatga ega, chunki u kompaniyaning kapital qiymatini baholash uchun ishlatiladigan qarz va o'z kapitalining nisbatini belgilaydi. Biroq, ikkinchi, muhimroq sabab bor. Firmaning optimal qarz / kapital jamlanmasi firmaning kapital narxini minimallashtiradi, bu esa, o'z navbatida, firmaga aksiyadorlar boyligini maksimal darajada oshirishga yordam beradi.

Misol uchun, firma har yili 20 million dollar pul oqimini doimiy ravishda kutmoqda deylik. **18.1-jadvalda** ko'rsatilgan uchta kapital tuzilmasining har biri kapitalning o'rtacha qiymatiga ega. 9-bobdagi doimiy baholash qoidasiga binoan firma qiymati kutilayotgan pul oqimini har bir kapital tuzilmasi bo'yicha firma kapitali qiymatiga bo'lish yo'li bilan hisoblanadi. Quyidagi jadvaldagi 2-kapital tarkibi kapital qiymatini 8 foizga kamaytiradi, bu esa, o'z navbatida, firma qiymatini 250 million dollarga oshiradi.

Joriy aktivlar	Joriy majburiyatlar	} Kompaniyaning kapitali
Asosiy vositalar	Uzoq muddatli qarz	
	Kapital	

18.1-rasm. Buxgalteriya balansi.

Juda ko'p yoki kam qarzga ega bo'lgan optimal bo'lmagan kapital tuzilmasi moliyalashtirish xarajatlarining oshishiga olib keladi va firma, ehtimol, optimal moliyalashtirish aralashmasi bilan aksiyadorlarning boyligini oshirishi mumkin bo'lgan kapital byudjetlashtirish loyihalarini rad etadi. Misol uchun, firma kapitalining minimal qiymati 8 foizni tashkil etadi, ammo yomon tahlil rahbariyatni kapitalning 10 foizlik kapital qiymatiga olib keladigan kapital tuzilmasini tanlashiga olib keladi. Keyin u 100 000 dollar turadigan va kapitalning 10 foiz qiymatida ($SJQ = - \$ 1,434$) bir yildan besh yilgacha 26 000 AQSH dollari miqdoridagi pul oqimlarini qaytaradigan o'rtacha xavf loyihasini rad etadi. Ushbu loyiha kapitalning minimal mumkin bo'lgan qiymati 8 foiz ($SJQ = 3,818$ dollar) bo'lganda qabul qilinadi.

Optimal kapital tuzilmasini topish muhimligini ko'rishning yana bir intuitiv usuli mavjud. Loyihaning SJQ qiymati loyihani amalga oshirishdan aksiyadorlar boyligining o'sishini anglatadi. 10-bobdan biz qiymat va chegirma stavkalari o'rtasida teskari bog'liqlik mavjudligini bilamiz ("arra effekti"). Shunday qilib, kapitalning pastroq tortilgan o'rtacha qiymati loyihaning yuqori SJQlarini beradi va aksiyadorlar boyligining yuqori darajalariga olib keladi.

Qarzdin korporativ foydalanish tendensiyalari

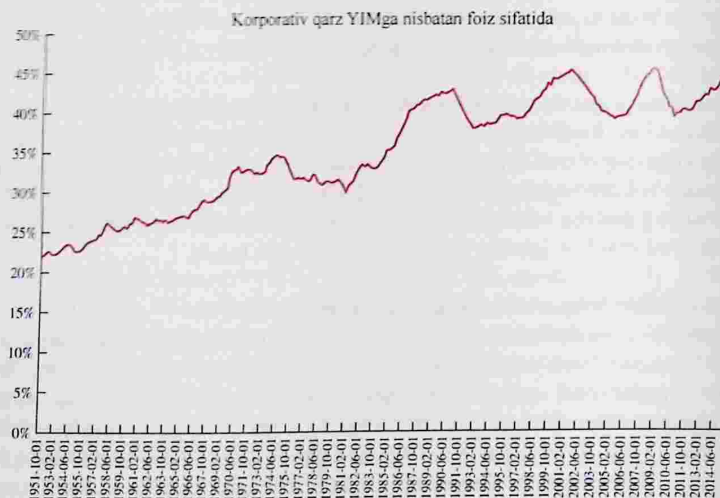
AQSH korporatsiyalari uchun uzoq muddatli qarzning yalpi ichki mahsulotga (YIM) nisbati 1960-yillarda, 18.2-rasmda ko'rsatilganidek, 1970-yillarning o'rtalariga qadar o'sdi va faqat cheklangan holatlar uchun 35 foizdan oshdi. Ammo qarzning nisbatan qo'llanilishi 1989-yilgacha o'sdi va YIMning deyarli 45 foizini tashkil qildi. 1980-yillarda ko'plab firmalar o'zlarini moliyaviy jihatdan qayta qurishdi. Ba'zilar oddiy aksiyalarni qaytarib sotib olish uchun qarz berish orqali foizlarni soliqqa tortish imkoniyatidan foydalanib, kapital qiymatini pasaytirishga urinishgan va shu tariqa o'zlarining qarz-kapital nisbatlarini oshirishgan. Boshqa

firmalar 1980-yillarda xususiy biznesga o'tdilar, sotib olishga qarshi kurashdilar yoki katta miqdordagi qarzlar bilan operatsiyalarni moliyalashtirgan boshqa firmalarni sotib oldilar. 1990-yillarning boshlarida bankrotliklarning ko'payishi qarzdan haddan tashqari foydalanishning ahmoqligini ko'rsatadi.

18.1-jadval

Kapital tuzilishi variantlar

	Kapital tuzilishi 1	Kapital tuzilishi 2	Kapital tuzilishi 3
Qarz	25,0%	40,0%	70,0%
Kapital	75,0%	60,0%	30,0%
Kapitalning o'rtacha olingan qiymatini	10,0%	8,0%	12,5%
Firmaning qiymati			
Kapital tuzilishi 1: $\$20 \text{ million} / 0,10 = \200 million			
Kapital tuzilishi 2: $\$20 \text{ million} / 0,08 = \250 million			
Kapital tuzilishi 3: $\$20 \text{ million} / 0,125 = \160 million			



18.2-rasm. Korporativ qarz kabi foizning YIM, 1951–2014-yillar.

1990-yillarning boshlarida qarzni iqtisodiy faoliyatga nisbati pasayib ketdi, chunki firmalar o'z balanslarini mustahkamlash va ortiqcha qarz olish tufayli moliyaviy tanglik ehtimolini kamaytirish uchun o'z kapitallarini chiqardilar. Ammo 1990-yillarda iqtisodiyot o'sishi bilan birga, yangi ming yillikning boshlarida iqtisodiy pasayish qarz darajasini pasaytira boshlagunga qadar, qarzdan nisbatan foydalanish ham o'zgardi. 2001-yildan hozirgi kungacha firmalarning qarzlarini to'lashiga olib keladigan turg'un iqtisodni ko'rdik. Faqat korporativ iqtisodiyot 2008-yilda iqtisodiyot o'sishi bilan yana qarz olish holatlarini yuzaga keltirdi. 2015-yilga kelib, iqtisodiyot tiklana boshladi.

Past foiz stavkalari bo'yicha naqd pul olish

Federal zaxira tizimi 2007–2009-yillardagi Buyuk turg'unlikning boshidan beri foiz stavkalarini pasaytirish uchun faol pul-kredit siyosatini olib bordi. U obligatsiyalar narxini ko'tarish va foiz stavkalarini pasaytirish maqsadida qimmatli qog'ozlarni sotib olgan bir qator "miqdoriy yumshatish" tadbirlari orqali buni amalga oshirdi. Umuman olganda, foiz stavkalarini pasaytirishga urinish 2016-yil davomida muvaffaqiyatli bo'ldi.

2007-yilda 5 foizdan ortiq daromad keltirgan o'n yillik G'aznachilik obligatsiyalari 2012-yilda 1,5 foizgacha past daromad keltirdi. 2013-yilda 3 foizdan biroz ko'proqqa ko'tarilgandan so'ng, stavkalar yana yaxshi darajaga tushdi. 2016-yilda 2 foizdan past 30 yillik G'aznachilik obligatsiyalari bo'yicha foiz stavkalari ham xuddi shunday pasayishlarga ega bo'lib, daromadlilik 2007-yildagi 5 foizdan 2012-yilda 3 foizdan pastga tushdi va 2016-yilda saqlanib qoldi.

Past foizli muhit qarz oluvchilar uchun ajoyib yangilik bo'ldi. 2007-yilda 7 foizga yaqin bo'lgan uy-joy ipoteka stavkalari 2012-yilda 3,3 foizga tushib ketdi va 2016-yilda 4 foizdan past bo'lib qoldi. Korporatsiyalar foiz stavkalarining pasayish tendensiyasini ham payqashdi. Baa reytingiga ega korporativ obligatsiyalar daromadlilik 2008-yildagi 9 foizdan 2012-yilda 4,5 foizgacha pasaydi. 2016-yilda esa 5 foiz oralig'iga ko'tarildi. Korporativ g'aznachilar bu "arzon pul"dan foydalanib, qarz olishni ko'paytirdilar. 30 yillik korporativ obligatsiyalarning chiqarilishi deyarli 20 yillik eng yuqori darajaga yetdi va umumiy biznes qarzlari (qisqa muddatli va uzoq muddatli) retsessiyadan oldingi darajadan oshdi. Jami biznes qarzining emissiyasi 2007-yildan 2015-yilgacha o'sdi va 2015-yilda u 1,5 trillion dollardan oshdi, bu rekorddir. Ammo past foiz stavkalari jamg'arma hisobvaraqlari bo'yicha foiz stavkalari o'rtacha va besh yillik sertifikatlar bo'yicha deyarli nolga tushib ketganligi sababli, jamg'armachilarga qattiq zarba berdi. 2012-yilda o'rtacha foiz stavkalari 1 foizdan past bo'lgan va 2016-yilgacha 1 foizdan past bo'lgan depozitlar (CD) ning agressiv pul-kredit siyosati tufayli foiz stavkalari bir necha jabhada rekord darajada past darajaga tushib ketdi.

Ko'pgina kompaniyalar past foiz stavkalaridan foydalanishdi. Korporatsiyalar keyinchalik foydalanish uchun mablag'larni saqlash maqsadida qarz berishgan

yoki qarz juda arzon bo'lganligi sababli ular o'z kapitalini emas, balki qarz berishni afzal ko'rishgan. Bir tahlilchi aytganidek: "Hech bir g'aznachi yoki moliya direktori mavjud bo'lganda arzon uzoq muddatli pul olmagan yagona g'aznachi yoki moliya direktori bo'lishni xohlamaydi".

Lekin qanday tasodif, ya'ni ba'zilar uchun arzon qarz olish boshqalar uchun xavf tug'diradi. Investorlar bank omonatlari yoki G'aznachilikka qaraganda yuqori daromad keltirishi mumkin bo'lgan qimmatli qog'ozlarga talab yuqori edi. Uzoq muddatli investorlar (masalan, pensiya jamg'armalari) investitsiya qilish uchun uzoq muddatli aktivlarni qidirdilar. Biroq, yuqori rentabellikka intilayotgan investorlar vaqt o'tishi bilan ularning daromadlariga zarar yetkazishi mumkin bo'lgan bir nechta investitsiya qarorlarini qabul qilishdi.

Birinchidan, yuqori obligatsiyalar daromadini qidirayotgan investorlar ko'proq "keraksiz" yoki yuqori daromadli obligatsiyalarni sotib olishni boshladilar (biz 10-bobda investitsiya darajasidan past bo'lgan obligatsiyalarni muhokama qildik). BB deb baholangan obligatsiyalar bo'yicha daromadlilik 2008-yildagi 16 foizdan 2013-yilda 5 foizdan pastga tushdi. 10-bobdan obligatsiyalar bahosi va obligatsiyalarning daromadlilik qarama-qarshi yo'nalishda harakat qilishini esda tuting (arra effekti). Shunday qilib, investorlarning talabi xavfli qimmatli qog'ozlarga oshgani sababli, keraksiz obligatsiyalar narxi ko'tarilib, ularning daromadlilikini pasaytirdi. Investorlar uchun xavf o'z xavf-xatariga e'tibor bermaslikdir. Yuqori rentabellikni izlash faqat yuqori xavf ostida bo'lishi mumkin va past reytingli korporativ obligatsiyalar investitsiya darajasidagi obligatsiyalarga qaraganda yuqori defolt xavfiga ega.

18.2. TALAB ETILADIGAN DAROMAD DARAJASI VA KAPITAL QIYMATI

Loyihaga sarmoyadorlar investitsiyalaridan daromad olishni kutishadi. Bu kutilayotgan daromad kapital bozorining joriy sharoitlariga (masalan, aksiya bahosi va foiz stavkalari darajasi) va loyiha riskiga bog'liq. Loyihaning minimal qabul qilinadigan daromad darajasi investorlarga kutilgan daromadni to'lash uchun yetarli pul oqimini yaratadigan daromaddir.

Tasavvur qilish uchun, deylik, firma 600 AQSH dollari miqdorida qarz olish va 400 dollarlik oddiy aksiyalarni sotish yo'li bilan investitsiyalarni moliyalashtirib, o'rtacha xavfli kapitalni byudjetlashtirish loyihasiga 1000 dollar sarflamoqchi. Kompaniya qarz bo'yicha foizlarni 9 foiz stavkada to'lashi kerak, aksiyadorlar esa o'z investitsiyalaridan 15 foiz daromad olishni kutishadi. Firma sarmoyadorlariga munosib kompensatsiya to'lash uchun loyiha quyidagiga teng bo'lgan yillik soliqdan oldin kutilayotgan pul oqimini yaratishi kerak:

$$\begin{aligned}
 &\text{Qarz beruvchining foizlari} + \text{Aksiyadorlarning daromadi} \\
 &= \text{Yillik kutilayotgan pul oqimi} \\
 &= (0,09)(\$600) + (0,15)(400\$) \\
 &= \$54 + \$60 = \$114
 \end{aligned}$$

Loyihaning soliqqa tortilgunga qadar minimal daromad stavkasi quyidagilarga teng bo'lishi kerak:

$$\begin{aligned}
 \text{Minimal pul oqimi} / \text{Investitsiya} &= \text{Minimal daromad darajasi.} \\
 &= \$114 / \$1000 = 11,4 \text{ foiz}
 \end{aligned}$$

Buni aniqlashning yana bir usuli sifatida har bir moliyalashtirish manbasining kutilayotgan daromadi, uning nisbiy ishlatilishi bilan baholanishi mumkin. Firma loyiha mablag'larining 60 foizini qarz va 40 foizini o'z mablag'laridan jalb qilmoqda. Buning natijasida quyidagi minimal soliq to'lovi talab qilinadi:

$$(0,60)(9\%) + (0,40)(15\%) = 11,4 \text{ foiz}$$

Shunday qilib, loyiha bo'yicha talab qilinadigan daromad darajasi kreditorlar va egalarning daromadlilik kutishlarining o'rtacha og'irligini ifodalaydi. Naqd pul oqimi yoki investor uchun daromad naqd pul oqimini yoki firma uchun xarajatlarni ifodalaganligi sababli, minimal talab qilinadigan daromad darajasi firmaning turli kapital manbalariga sarflagan xarajatlarining o'rtacha og'irligi hisoblanadi. Shunday qilib, loyiha bo'yicha talab qilinadigan daromad darajasi loyihaning kapital qiymatiga teng. Aynan shu raqam loyihaning SJQ ni baholashda chegirma stavkasi sifatida ishlatilishi kerak. Talab etiladigan daromad darajasi, kapital qiymati va foiz stavkasi bir xil tushuncha uchun turli xil atamalardir.

So'rash adolatli, nima uchun minimal talab qilinadigan daromad moliyalashtirish xarajatlarining o'rtacha vazniga teng? Agar firma 8 foizlik foiz stavkasida barcha qarzlardan foydalangan holda loyihani moliyalashtira olsa, agar u 8 foizlik diskont stavkasidan foydalangan holda ijobiy SJQ ga ega bo'lsa yoki uning IDD 8 foizdan oshsa, loyiha qabul qilinishi kerak emasmi? Javob: bu shart emas. Aytaylik, bu hafta o'rtacha riskli loyiha 8 foizga qarz olish orqali moliyalashtiriladi va IDD 9 foizga teng, shuning uchun direktorlar kengashi loyihani qabul qilish uchun ovoz beradi. Kelgusi chorakda firmaning qarz koeffitsiyentlari yuqori bo'lganligi sababli, firma boshqaruvi barcha yangi loyihalarni o'z kapitali bilan moliyalashtirishga qaror qiladi. Agar o'z kapitalining qiymati 15 foiz bo'lsa va o'rtacha riskka ega bo'lgan potensial loyiha IRR 12 foizga teng bo'lsa, u rad etiladi. Kengash 9 foiz kutilgan daromadli loyihalarni qabul qilib, 12 foiz kutilayotgan daromadli bir xil xavfga ega loyihalarni rad etib, firma qiymatini maksimal darajada oshirishini tasavvur qilish qiyin. Shuning uchun KO'OQ ishlatiladi, shuning uchun loyihani qabul qilish, xususan, uni qanday moliyalashtirishga bog'liq emas.

18.3. KAPITAL QIYMATI

Tegishli pul oqimlari soliq to'lashdan keyingi qo'shimcha pul oqimlaridir. Muvofig bo'lishi uchun ushbu pul oqimlari kapitalning soliqlardan keyingi qo'shimcha qiymatidan foydalangan holda diskontlangan bo'lishi kerak. Kompaniyaning tegishli kapital qiymati soliqlardan keyingi moliyalashtirish xarajatlaridan hisoblanadi. Firmalar sof daromaddan imtiyozli va oddiy aksiyalarga dividendlar to'laydilar, shuning uchun bu xarajatlari firmaning soliqlardan keyingi xarajatlarini ifodalaydi. Qarz foizlari soliqqa tortilgunga qadar daromaddan to'langanligi sababli, kapital qiymatini hisoblashdan oldin qarz qiymati soliqlardan keyingi asosga tuzatish kiritishni talab qiladi.

Loyihaning qo'shimcha pul oqimlari loyihani moliyalashtirishda firma uchun qo'shimcha yoki marjinal xarajatlarni ifodalovchi kapital qiymati bo'yicha diskontlangan bo'lishi kerak, ya'ni qo'shimcha bir dollar kapitalni jalb qilish xarajatlari. Shunday qilib, kapital qiymatini belgilaydigan qarz va kapitalning qiymati o'rtacha tarixiy yoki o'tgan xarajatlardan kelib chiqmasligi kerak. Balki kelajakdagi xarajatlari prognozlaridan kelib chiqishi kerak. Firma tahlilchilari investorlarning kutilayotgan daromadlarini ehtimoliy bozor sharoitida baholashlari va har bir usul bo'yicha kompaniyaning mablag'larini jalb qilish bo'yicha marjinal kelajakdagi xarajatlarini hisoblash uchun ushbu kutilgan daromadlardan foydalanishlari kerak.

Konseptual tarzda, investorlarning talab qilinadigan daromadlari firmaning moliyalashtirish xarajatlari teng. Quydagi bo'limlarda 10-bobdagi obligatsiyalar va aksiyalarni baholash tushunchalari investorlarning obligatsiyalar, imtiyozli aksiyalar va oddiy aksiyalar bo'yicha talab qilinadigan daromadlarini topish uchun foydalanadi. Keyin biz ushbu talab qilinadigan daromadlarni firmaning soliq to'lashdan keyingi moliyalashtirish xarajatlarini aks ettirish uchun moslash-tiramiz.

Qarz narxi

Qarzni moliyalashtirish bo'yicha firmaning tuzatilmagan xarajatlari yangi qarzlar, uzoq muddatli bank krediti yoki obligatsiyalar chiqarish bo'yicha to'lov daromadiga (TD) tengdir. TD joriy bozor sharoitida firmaning qarz mablag'larini olish xarajatlarini ifodalaydi. Kompaniyaning joriy moliyaviy xarajatlari uning joriy kapital qiymatini belgilaydi.

Firma o'zining qarz qiymatini bir necha usullar bilan aniqlashi mumkin. Agar firma "A" reytingini (yoki boshqa obligatsiyalar reytingini) maqsad qilgan bo'lsa, Standard & Poor's obligatsiyalari bo'yicha qo'llanmada A reytingli obligatsiyalar bo'yicha to'lovga qadar daromadlilikni ko'rib chiqish firmaning joriy qarz olish xarajatlarini taxmin qilish imkonini beradi. Bir qator qo'shimcha omillar firma-

ning o'ziga xos ssuda xarajatlariga ta'sir qiladi, shu jumladan, shartnomalar va taklif etilayotgan obligatsiyalar chiqarish xususiyatlari, shuningdek, obligatsiya yoki kredit muddati tugaguniga qadar yoki to'lash muddati kelguniga qadar yillar soni va boshqalar. Reytinglari va xususiyatlari firma mos kelmoqchi bo'lgan obligatsiyalarni o'rganish muhimdir.

Bundan tashqari, firma investitsiya bankirlaridan yangi qarzni chiqarish xarajatlari bo'yicha maslahat so'rashi mumkin. Yoki agar firma hozirda sotilayotgan qarzga ega bo'lsa, u qarzning joriy qiymatini baholash uchun davlat bozoridagi narxlar va daromadlardan foydalanishi mumkin. Ommaviy sotiladigan obligatsiyalarning to'lov muddatigacha bo'lgan daromadlilikini 9- va 10-boblarda muhokama qilingan investitsiyalar bo'yicha ichki daromadlilik stavkasini aniqlash usullari yordamida topish mumkin. Nihoyat, firma bank yoki banklar konsorsiumidan uzoq muddatli qarz mablag'larini izlashi mumkin. Bankirlar bilan dastlabki muzokaralar firma o'z qarzi bo'yicha to'lashi mumkin bo'lgan foiz stavkasini ko'rsatadi.

Biroq, olingan daromadlilik yangi chiqarilgan obligatsiyalar bo'yicha kupon stavkasi (chunki obligatsiyalar odatda ularning nominal qiymatiga yaqin narxlarda chiqariladi) yoki kredit bo'yicha foiz stavkasining taxminidir. Foizlar soliq to'lashdan oldingi xarajaddir, shuning uchun foizlar smetasi qarzni moliyalashtirish orqali taqdim etiladigan soliq qalqoni aks ettirish uchun tuzatilishi kerak. Agar TD soliقدan oldingi foiz xarajatlari smetasi bo'lsa, soliq to'lashdan keyingi smeta TD marta $(1 - T)$ bo'ladi, bunda T – firmaning marjinal soliq stavkasi. Shunday qilib, qarzning soliقدan keyingi qiymati, kd, quyidagicha:

$$k_d = TD (1 - T)$$

Faraz qilaylik, Eastnorth Manufacturing 40 foiz marjinal soliq stavkasiga ega va u 10 foizlik to'lov muddati bilan qarz chiqarishi mumkin. Uning soliقدan keyingi qarz qiymati 10 foiz $(1 - 0,40) = 6$ foizni tashkil qiladi.

Imtiyozli aksiyalar narxi

9-bobda imtiyozli aksiyalarni abadiylik sifatida qanday modellashtirish tushuntirilgan. Investor imtiyozli aksiyalar ulushi uchun P narxini to'laydi va buning evaziga har yili abadiy D_p dividend olishni kutadi. Aksiyani abadiylik sifatida baholagan holda, investor aksiya uchun to'laydigan maksimal narx D_p/r_p bo'lib, bunda r_p firmaning imtiyozli aksiyalariga investorlar tomonidan talab qilinadigan daromad darajasini ifodalaydi. r_p uchun yechish uchun baholash tenglamasini qayta tashkil qilish quyidagi tenglamani beradi:

$$r_p = D_p / P$$

Imtiyozli aksiyalarni chiqarishda firma har bir aksiya uchun to'liq narxni, P ni olmaydi. Buning o'rniga, har bir aksiya uchun F_p flotatsiya qiymati bo'ladi. Shunday qilib, imtiyozli aksiyalarni moliyalashtirish firmasining narxi, k_p , quyidagi natijadir:

$$k_p = D_p / (P - F_p).$$

Aytaylik, firma har yili \$ 5 miqdorida dividend to'laydigan imtiyozli aksiyalarni chiqarmoqchi. Aksiyaning narxi 55 dollarni tashkil etadi va yangi emissiyani chiqarish narxi bir aksiya uchun 3 dollarni tashkil qiladi. Ushbu firma uchun imtiyozli aksiyaning narxi $k_p = D_p / (P - F_p) = \$ 5 / (\$ 55 - \$ 3) = 0,0962$ yoki 9,62 foizni tashkil qiladi.

Oddiy aksiyalar narxi

Qarz va imtiyozli aksiyalardan farqli o'laroq, oddiy kapitaldan pul oqimlari aniqlanmagan yoki oldindan ma'lum emas va ularning xavfini baholash qiyinroq. Bundan tashqari, firmalar umumiy kapitalning ikkita manbasiga, taqsimlanmagan foyda va yangi aksiyalarga ega bo'lib, ular umumiy kapitalning ikkita xarajatlari hisoblanadi. Aniq xarajat (dividendlar) yangi oddiy aksiyalarni chiqarish bilan bog'liqligi aniq bo'lishi mumkin, ammo firma taqsimlanmagan foydadan foydalanish uchun qo'shimcha dividendlar to'lamasa ham, ular moliyalashtirishning bepul manbai emas. Biz aksiyadorlar dividend sifatida olishlari mumkin bo'lgan mablag'lardan foydalanish imkoniyatini hisobga olishimiz kerak.

Taqsimlanmagan foyda – bu kompaniya dividend sifatida taqsimlamaydigan sof daromadning bir qismi. Kompaniyaning egalari sifatida oddiy aksiyadorlar uning barcha sof daromadlari bo'yicha da'voga ega, ammo ular faqat kompaniya kengashi dividendlar sifatida e'lon qilgan summani oladi.

Aksiyadorlar nuqtayi nazaridan, taqsimlanmagan foydaning imkoniyat qiymati – bu aksiyadorlar mablag'larni riski firmanikiga o'xshash aktivlarga investitsiya qilish orqali olishlari mumkin bo'lgan daromaddir. Misol uchun, aksiyadorlar firmaning oddiy aksiyalariga qo'ygan investitsiyalaridan 15 foiz daromad olishni kutmoqdalar. Agar firma o'zining taqsimlanmagan daromadini tavakkalchilik asosida 15 foiz kutilgan daromadga erishish uchun investitsiya qila olmasa, aksiyadorlar uning barcha sof daromadlarini dividendlar sifatida olishlari yaxshiroqdir. Shunday qilib, ular mablag'larni 15 foiz kutilgan daromadni ta'minlaydigan shunga o'xshash xavfli aktivlarga qayta investitsiya qilishlari mumkin.

Aksiyadorlarning boyligini maksimal darajada oshirish uchun rahbariyat taqsimlanmagan foyda xarajatlarga ega ekanligini tan olishi kerak. Ushbu xarajat, kre, aksiyadorlar firmaga investitsiya qilishdan kutadigan daromaddir. Biz taqsim-

lanmagan foyda narxini baholashning ikkita usulini ko'rib chiqamiz. Usullardan biri xavfsizlik bozori liniyasidan (SML) foydalanadi; ikkinchisi doimiy dividend o'sishi farazidan foydalanadi.

Taqsimlanmagan daromadning narxi: xavfsizlik bozori chizig'i (SML) yondashuvi

12-bobning o'rganish kengaytmasi qimmatli qog'ozlar bozori liniyasini (SML) ishlab chiqdi, bu esa aksiyalarning tizimli xavfi asosida aksiyadorlar tomonidan talab qilinadigan daromadni baholashni ta'minlaydi. Qimmatli qog'ozlar bozori tenglamasi quyidagicha:

$$E(R_i) = RFR + \beta_i (R_{MKT} - RFR)$$

U xavf-xatarsiz daromad (RFR) va β_i bilan o'lchanadigan aksiyaning tizimli riski va bozor riski mukofoti ($R_{MKT} - RFR$) mahsuloti bo'lgan risk mukofotining kombinatsiyasi sifatida kerakli daromadni beradi. Aksiyadorning talab qilinadigan daromadi – bu kompaniya taqsimlanmagan foydadan olishi kerak bo'lgan imkoniyat xarajatlari. Shunday qilib, bu taqsimlanmagan foyda xarajatlari uchun smeta:

$$k_{re} = E(R_i) = RFR + \beta_i (R_{MKT} - RFR)$$

Misol uchun, joriy vekselning stavkasi 4,5 foizni tashkil qiladi va tahlilchilar joriy bozor riski mukofoti tarixiy o'rtacha 9,0 foizdan yuqori ekanligini taxmin qilishadi. Aytaylik, tahlilchilar Eastnorth Manufacturingning β ko'rsatkichini 1,30 deb taxmin qilishmoqda. Eastnorth Manufacturing kompaniyasining SML yondashuvidan foydalangan holda taqsimlanmagan foyda narxi qancha?

18-3-tenglamani qo'llash uchun bizga kerak bo'lgan barcha ma'lumotlar yuqorida keltirilgan:

$$k_{re} = E(R_i) = RFR + \beta_i (R_{MKT} - RFR) = 4,5\% + [(1,3)(9\%)] = 16,2 \text{ foiz}$$

SMLdan foydalangan holda, Eastnorth Manufacturing kompaniyasining taqsimlanmagan daromatlari qiymati 16,2 foizni tashkil qiladi.

Taqsimlanmagan foyda narxi: Doimiy dividendlar o'sishi modeli 10-bobda kompaniya aksiyalari narxini baholash uchun doimiy dividendlar o'sishi modeli taqdim etilgan:

$$p = \frac{D_1}{r_{cs} - g}$$

Bunda:

P = aksiya narxi.

g = kutilayotgan (doimiy) dividendlarning o'sish sur'ati.

D_1 = kelgusi yil kutilayotgan dividend (joriy dividend g foizga oshganiga teng).

r_{cs} = aksiyadorlarning aksiyalar bo'yicha talab qilinadigan daromadi.

Narxni aniqlash uchun modeldan foydalanish o'rniga, biz bugungi aksiyalar narxini P ning o'rniga qo'yishimiz va aksiyadorlarning talab qilinadigan daromad stavkasini hal qilishimiz mumkin, r_{cs} :

$$k_{re} = r_{cs} = \frac{D_1}{P} + g$$

Aksiyadorlarning talab qilinadigan daromadi firmaning taqsimlanmagan foydasi qiymatini ifodalaydi, k_{re} . D_1 / P nisbati aksiyadorlarning P investitsiyasidan tushgan joriy daromadini ko'rsatadi. Firma nuqtayi nazaridan, bu nisbat uning joriy bozor qiymatiga to'laydigan dividendlar nisbatini ifodalaydi. O'sish sur'ati, g , dividendlarning o'sishidan kelib chiqadigan aksiyadorlarning kutilayotgan kapital daromadini ifodalaydi. Firma nuqtayi nazaridan, g ni bugungi kunda o'z kapitalini ko'paytirishning imkoniyat xarajati sifatida ko'rish mumkin. Kelgusi yilda u o'z kapitalini g foizga qimmatroq narxda sotishi kutilmoqda.

Yangi oddiy aksiyalarning narxi

Yangi kapitalning narxini baholash uchun biz 18-5 tenglamani birlamchi bozorda qimmatli qog'ozlarni chiqarish firmasiga qo'shimcha xarajatlarni aks ettirish uchun o'zgartirishimiz kerak. Aksiyalarni chiqarish xarajatlari yoki flotatsiya xarajatlari buxgalteriya, yuridik va bosma xarajatlarni, shuningdek, yangi qimmatli qog'ozlarni investorlarga sotuvchi investitsiya bankirlari tomonidan olinadigan komissiya yoki to'lovlarni o'z ichiga oladi.

Agar flotatsiya qiymati har bir aksiya uchun F bo'lsa, yangi oddiy aksiyalarni chiqarish qiymati yoki kn 18.6-tenglama bilan berilgan:

$$k_n = \frac{D_1}{P - F} + g$$

Aytaylik, firma hozirgina aksiya uchun 2,50 dollar dividend to'ladi. Uning aksiyalari narxi 50 dollarni tashkil etadi. Kutilayotgan dividendlarning o'sish sur'ati esa 6 foizni tashkil qiladi. Joriy dividend \$ 2,50 D_1 uchun kutilayotgan 6 foizlik o'sishni aks ettirish uchun koeffitsiyentga ko'paytirilishi kerak. Kelgusi yil divi-

dendlari. 18.5-tenglamadan foydalangan holda taqsimlanmagan foydadan moliyalashtirish manbai sifatida foydalanish qiymati quyidagicha:

$$k_{cs} = \frac{2.50(1 + 0.06)}{\$50} + 0.06 = \frac{\$2.65}{\$50} + 0.06 \\ = 0,053 + 0,06 = 0.113, \text{ yoki } 11.3 \text{ foiz}$$

Agar loyihani moliyalashtirish uchun yangi oddiy aksiya chiqarilishi kerak bo'lsa va flotatsiya xarajatlari har bir aksiya uchun 4 AQSH dollarini tashkil etishi kutilsa, biz yangi oddiy kapitalning narxini baholash uchun 18.6-tenglamadan foydalanishimiz kerak:

$$k_{cs} = \frac{2.50(1 + 0.06)}{\$50 - \$4} + 0.06 = \frac{\$2.65}{\$46} + 0.06 \\ = 0,058 + 0,06 = 0.118, \text{ yoki } 11.8 \text{ foiz}$$

Yangi oddiy aksiyalardan foydalanish narxi 11,8 foizni tashkil etadi.

Biz 12-bobda samarali bozorlar tushunchasi bilan tanishdik; ya'ni joriy bozor narxлари va foiz stavkalari barcha ma'lum ma'lumotlarni va bozorning kelajak haqidagi taxminlarini aks ettiradi. Moliyaviy menejerlar "bozorga qarshi kurashish" uchun o'ziga ish qila oladilar. Agar menejerlar o'zlarining moliyaviy xarajatlarini juda yuqori deb hisoblasalar, bozor menejerlar e'tiborsiz qoldiradigan xavfni sezadi. Samarali bozor moliyalashtirish xarajatlarining bozorning firma risklari va kutilayotgan daromadlar haqidagi tasavvuriga mos kelishini ta'minlaydi.

18.4. KAPITALNING O'RTACHA OLINGAN QIYMATI

Biz firma kapitalining asosiy tarkibiy qismlarining xarajatlarini qanday hisoblashni ko'rdik. Endi komponentlarni birlashtirib, firmaning moliyaviy xarajatlari ning o'rtacha og'irligini topamiz.

Firma kapitalning o'rtacha olingan qiymati (KO'OQ) kapitalni byudjetlashtirish loyihalari bo'yicha minimal talab qilinadigan daromad darajasini ifodalaydi.

KO'OQ har bir kapital tuzilmasi komponentining marjinal qiymatini tegishli og'irligiga ko'paytirish va shartlarni yig'ish orqali topiladi:

$$\text{Kapitalning o'rtacha qiymati} = w_d k_d + w_p k_p + w_e k_e$$

Firma kapitali tarkibidagi qarz, imtiyozli kapital va umumiy kapitalning og'irligi mos ravishda wd, wp va we tomonidan berilgan. KO'OQ firmaning barcha kapital moliyalashtirish manbalarini qamrab olganligi sababli, og'irliklar 1,0 ga teng bo'lishi kerak.

Firmaning oddiy aksiyalari qiymati, ke, taqsimlanmagan foyda, kre yoki yangi oddiy aksiyalarning tannarxini, kn, qaysi biri mos kelishini aks ettirishi mumkin. Aksariyat firmalar o'zlarining moliyaviy ehtiyojlarining umumiy kapital qismini oshirish uchun taqsimlanmagan daromadlarga tayanadilar. Agar taqsimlanmagan foyda yetarli bo'lmasa, ular kamomadni qoplash uchun oddiy aksiyalarni chiqarishlari mumkin. Bunday holda, kn umumiy kapitalning qiymati o'rniga qo'yiladi.

Kapital tarkibining qismlari

18.7-tenglamadagi og'irliklar aniq mo'ljallangan moliyalashtirish aralashmasini ifodalaydi. Ushbu maqsadli og'irliklar kompaniya rejalashtirish ufqi davomida erishmoqchi bo'lgan yoki ushlab turmoqchi bo'lgan qarz va kapitalning aralashmasini ifodalaydi. Imkon qadar maqsadli og'irliklar qarz va kapitalning kombinatsiyasini aks ettirishi kerak. Bu rahbariyatning fikricha, firma kapitalining o'rtacha og'irlikdagi qiymatini minimallashtiradi. Firma vaqt o'tishi bilan o'zining maqsadli kapital tuzilmasini qarz va o'z kapitali aralashmasiga o'tkazish va saqlab qolish uchun harakat qilishi kerak.

Maqsadli og'irliklarni o'lchash

Firma maqsadli kapital tuzilmasi tomon harakatlanayotganda, u kelganini qanday biladi? Firma kapitali tarkibidagi qarz va kapital aralashmasini o'lchashning ikki yo'li mavjud.

Usullardan biri firmaning balans qiymatiga yoki qarz va o'z kapitaliga asoslangan maqsadli og'irliklardan foydalanadi. Kompaniyaning kapital tarkibidagi qarzning og'irligi uning qarzining balans qiymati aktivlarining balans qiymatiga bo'linganiga teng. Xuddi shunday, o'z kapitalining og'irligi uning aksiyadorlik kapitalining balans qiymatining umumiy aktivlarga bo'linishidir. Maqsadli og'irliklar aniqlangandan so'ng, firma balans raqamlarini maqsadli og'irliklarga o'tkazish uchun vaqt o'tishi bilan tegishli miqdordagi qarz va kapitalni chiqarishi yoki sotib olishi mumkin.

Ikkinchi usul maqsadli va haqiqiy og'irliklarni solishtirish uchun firma qarzi va kapitalining bozor qiymatidan foydalanadi. Kompaniyaning kapital tarkibidagi qarzning haqiqiy og'irligi uning qarzining bozor qiymatini uning aktivlarining bozor qiymatiga bo'linganiga tengdir. Xuddi shunday, o'z kapitalining og'irligi firmaning aksiyadorlik kapitalining bozor qiymati uning aktivlarining bozor qiymatiga bo'linadi. Shu tarzda hisoblangan obligatsiyalar va qimmatli qog'ozlar bozorida narxlarining og'zgarishi, shuningdek, yangi emissiyalar va qimmatli

qog'ozlarni qayta sotib olishlar firmani maqsad sari yoki undan uzoqlashtirishi mumkin.

Moliyaviy nazariya ikkinchi usulni eng maqbul deb hisoblaydi. Joriy bozor qiymatlari moliyalashtirishning turli xarajatlarini hisoblash uchun ishlatiladi, shuning uchun bozorga asoslangan xarajatlar bozorga asoslangan og'irliklar bo'yicha tortilishi kerakligi intuitivdir.

Firmaning asosiy kapital tuzilmasi qarz, imtiyozli kapital va umumiy kapitalni o'z ichiga olishi mumkin. Amalda, ushbu komponentlarning narxini hisoblash ba'zan gibridd moliyalashtirish tuzilmalari (masalan, konvertatsiya qilinadigan qarz) va to'g'ridan to'g'ri qarz, imtiyozli kapital yoki umumiy kapital bo'yicha boshqa o'zgarishlar bilan murakkablashadi.

Misol sifatida, Sharqiy-shimoliy ishlab chiqarish uchun KO'OQ ni hisoblaylik. Faraz qilaylik, Sharqiy-shimoliy ishlab chiqarish o'zining maqsadli kapital tuzilmasi uchdan bir qismi qarz va uchdan ikki qismi oddiy kapitalni o'z ichiga olishi kerakligini aniqladi. Sharqiy-shimoliy ishlab chiqarishning joriy soliqlardan keyingi qarz qiymati 6,0 foizni, taqsimlanmagan foydaning joriy qiymati esa 15,0 foizni tashkil etadi. O'tgan yilgi operatsiyalar bu yilgi kapital byudjetini moliyalashtirish uchun yetarli taqsimlanmagan daromad keltirgan deb hisoblasak, Sharqiy-shimoliy kapitalning o'rtacha qiymati nima?

Yetarlicha yangi taqsimlanmagan daromad mavjudligi sababli, Eastnorth Manufacturing kapital byudjetini amalga oshirish uchun aksiyalarni chiqarishi shart emas. Shunday qilib, taqsimlanmagan foyda qiymati kapitalning o'rtacha og'irlikdagi qiymatini baholash uchun ishlatiladi. Maqsadli kapital tuzilmasi uchdan bir qismi qarz va uchdan ikki qismi oddiy kapitaldir. **18.7-tenglamadan** foydalanib, Eastnorth Manufacturing kompaniyasining KO'OQ ko'rsatkichi quyidagicha:

$$\text{Kapitalning o'rtacha qiymati} = (1/3) (6.0 \text{ foiz}) + (2/3) (15.0 \text{ foiz}) = 12.0 \text{ foiz}$$

Joriy bozor sharoitlari va Eastnorth Manufacturing kompaniyasining maqsadli kapital tuzilmasining og'irliklarini hisobga olgan holda, firma o'rtacha xavfli loyihalar uchun NPV ni hisoblashda 12,0 foizlik diskont stavkasidan foydalanishi kerak.

Eastnorth Manufacturing kompaniyasining joriy kapital tuzilmasini maqsadli kapital tarkibi bilan solishtirish uchun, keling, Eastnorth Manufacturing kompaniyasining ikkita obligatsiya muammosi borligini faraz qilaylik. Ulardan biri AA niyosining baholanadi va YTM 8,8 foizni tashkil qiladi; ikkinchisi A deb baholanadi va 9,5 foiz hosil beradi. Firma, shuningdek, imtiyozli va oddiy aksiyalarga ega. Quyidagi jadvalda joriy bozor narxlari va muomaladagi aksiyalar yoki obligatsiyalar soni ko'rsatilgan. Eastnorth Manufacturing ning hozirgi maqsadli kapital tuzilmasi bilan qanday taqqoslanadi?

Xavfsizlik	Hozirgi narxi	Soni
AA obligatsiyalar	1050 dollar	10 000 obligatsiyalar
A obligatsiyalar	1025	20 000 obligatsiyalar
Afzal aksiya	40	250 000 ulushlar
Umumiy aksiya	50	700 000 ulushlar

Boshlash uchun, Janubiy-shimoliy ishlab chiqarish maqsadli kapital tuzilmasi uchdan bir qismi qarz va uchdan ikki qismi oddiy aksiyalarga imtiyozli aksiyalar uchun joy qoldirmaydi. Eastnorth Manufacturing rahbariyati yangi imtiyozli aksiyalar bilan mablag' yig'maslikka qaror qildi. Berilgan ma'lumotlardan foydalanib, Eastnorth Manufacturing qimmatli qog'ozlarining bozor qiymatlarini va ularning joriy bozor qiymati og'irliklarini hisoblab chiqamiz va bu ko'rsatkichlarni Eastnorth Manufacturing ning maqsadli kapital tuzilishi bilan solishtiramiz. Qimmatli qog'ozning bozor qiymati uning bozor narxini muomaladagi obligatsiyalar yoki aksiyalar soniga ko'paytirish yo'li bilan topiladi. Oldingi jadvaldagi raqamlar ushbu bozor qiymatlari va vaznlarini beradi:

Xavfsizlik	Bozor qiymati (million dollar)	Bozor ulushi
AA obligatsiyalar	\$10,50	0,138
A obligatsiyalar	20,50	0,270
Imtiyozli aksiya	10,00	0,132
Umumiy aksiya	35,00	0,460
Jami	\$76,00	1,000

Hozirgi vaqtda Janubiy-shimoliy ishlab chiqarish kapital tarkibi 41 foiz qarz, qariyb 46 foiz oddiy kapital va 13 foizga yaqin imtiyozli kapitaldan iborat. Maqsadli kapital tarkibiga o'tish uchun Eastnorth Manufacturing oddiy aksiyalarni chiqarishni va tushumlarni imtiyozli aksiyalar va obligatsiyalarni sotib olish uchun ishlatishni xohlashi mumkin. Eastnorth Manufacturing o'z moliyasini zudlik bilan qayta qurishga muhtoj emas. Bunday dasturning flotatsiya xarajatlari va ma'muriy to'lovlari juda katta bo'ladi. Agar Eastnorth Manufacturing bir nechta ijobiy NPV loyihalarini aniqlay olsa, maqsadli kapital tuzilmasi tomon harakat sodir bo'ladi. Bozorning pasayish tendensiyasiga to'squinlik qiladigan ushbu lo-

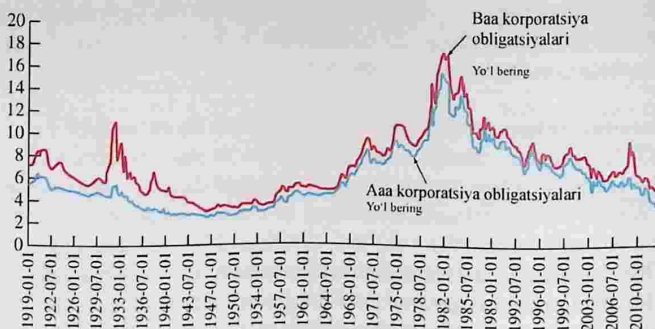
yihalar uning bozor qiymatini oshiradi. Bundan tashqari, u to'lanmagan qarzlarni yoki imtiyozli kapitalni sotib olish uchun taqsimlanmagan foydaga kelajakdagi qo'shimchalardan foydalanishi mumkin.

Korxonalar kapital qiymati sifatida nimadan foydalanadilar?

AQSH firmalari o'rtasida o'tkazilgan so'rovlar shuni ko'rsatdiki, ko'pchilik firmalar loyihalar uchun talab qilinadigan daromad darajasi sifatida soliqlardan keyingi WACC dan foydalanadilar. Boshqa usullarga boshqaruv tomonidan aniqlangan maqsadli daromadlar yoki ma'lum bir mablag' manbasining narxi kiradi. AQSHda joylashgan ko'p millatli kompaniyalar o'rtasida o'tkazilgan so'rov shuni ko'rsatdiki, ularning yarmi xavf farqlaridan qat'iy nazar loyihalarni baholash uchun yagona firma miqyosidagi chegirma stavkasidan foydalanadi. Xususi kapitalni baholashning eng mashhur usuli bu SML yondashuvidir; so'rovlar shuni ko'rsatdiki, firmalarning 85 foizigacha bu usuldan foydalanadi. O'sish taxmini tufayli, bir nechta firma doimiy dividend o'sishi modelidan foydalanadi; 2013-yilda o'tkazilgan so'rovda firmalarning taxminan 4 foizi ushbu usuldan foydalangan. 1999-yildagi so'rovda firmalarning 15 foizi va 1982-yildagi so'rovda taxminan 30 foiz. Bu biroz vaqt talab qilishi mumkin, ammo biznes menejerlari moliyaviy nazariya va tushunchalarni o'rganishadi.

Kurs davomida yoki so'nggi bir necha yil davomida moliyaviy bozorlarni kuzatgan talaba ushbu bo'limdagi formulalar bilan bog'liq potensial muammoni sezishi mumkin. Qarzning narxi firmaning qarzi uchun joriy foiz stavkalariga bog'liq. Xuddi shunday, kapitalning qiymati beta (SML yondashuvi) yoki aksiya bahosining joriy hisoblariga tayanadi. Bu qadriyatlar doimo o'zgarib turadi. **18.3-rasmda** investitsiya darajasidagi obligatsiyalar daromadining 90 yildan ortiq tarixi, **18.4-rasmda** esa dunyodagi eng yirik firmalardan biri ExxonMobil aksiyalari narxlarining o'n yillik tarixi ko'rsatilgan.

Korporativ obligatsiyalar rentabelligi barqaror bo'lgan davrlar sodir bo'lishiga qaramasdan, biznes sikli, Fed siyosati va moliyaviy bozor tavakkalchilik mukofotlarining ta'siri, umuman olganda, foiz stavkalari va ayniqsa, korporativ obligatsiyalar rentabelligi bo'yicha barqarorlikdan ko'ra ko'proq o'zgaruvchanlikka olib keldi. 18.2-jadvalda ushbu vaqt oralig'ida Aaa va Baa korporativ obligatsiyalari daromadlari haqidagi asosiy statistik ma'lumotlar keltirilgan. 12-bobdagi normal taqsimot haqidagi talqinimizni eslab, biz Aaa korporativ obligatsiyalari bo'yicha daromadlilik 3,17 va 8,66 foiz (o'rtacha rentabellik plyus va minus bitta standart og'ish) vaqtning 65 foiziga tushishini kutamiz; Baa obligatsiyalari uchun rentabellik 4.22 va 10.01 foizga 65 foizga tushishi kutilmoqda.



18.3-rasm. Korporativ obligatsiyalar daromadlari, 1919–2016.

Xuddi shunday, aksiya bahosi va yillik daromadlar unchalik barqaror emas. Bu kutilmoqda, chunki biz 12-bobda xavf darajalari kutilgan daromadlarni belgilashini bilib oldik; agar aksiya bahosi barqaror bo'lsa, bu vaqt o'tishi bilan investorlarni kutilgan yuqori daromad bilan mukofotlamaydi. **12.4-jadvalda** qimmatli qog'ozlar va boshqa moliyaviy aktivlarning tarixiy o'zgaruvchanligi ko'rsatilgan. 12-bobda biz Walgreens va Microsoft aksiyalarining tarixiy daromadlari va xatarlarini ko'rib chiqdik. **18.4-rasmda** biz shunga o'xshash voqeani ko'ramiz. Exxon-Mobil aksiyalari narxi o'zgaruvchan va doimo o'zgarib turadi.

12-bobning samarali bozorlar haqidagi muhokamasida bilib olganimizdek, yangilik (jahon yoki milliy iqtisodiyot, firma sanoati va ma'lum bir firma haqida) qimmatli qog'ozlar narxlarida tezda aks etishi uchun ba'zi o'zgaruvchanlik kutilmoqda. **18.4-rasmda** ko'rsatilgan davrda ExxonMobil aksiyalari narxi taxminan 56 dollardan (2010-yil o'rtalarida) 104 dollargacha (2014-yil o'rtalarida) o'zgargan. Turg'unlikdan oldingi yuqori narx 2007-yil oxirida taxminan 95 dollarni tashkil etdi. Uning narxi 2008-yil oktyabriga kelib, atigi o'n oy o'tgach, Buyuk turg'unlik boshlanganidan keyin taxminan 62 dollarga tushdi. Albatta, o'sha vaqtdagi retsessiya ExxonMobil aksiyalari narxining pasayishi bilan bog'liq edi. Neft narxining ko'tarilishi va iqtisodiy o'sishning sustligi ExxonMobil aksiyalari narxini 2010-yil o'rtalarida eng past darajadan tiklanishiga yordam berdi, ammo keyinchalik 2014-yil o'rtalaridan boshlab global neft narxlarining tushishi aksiyalar narxining pasayishiga olib keldi.

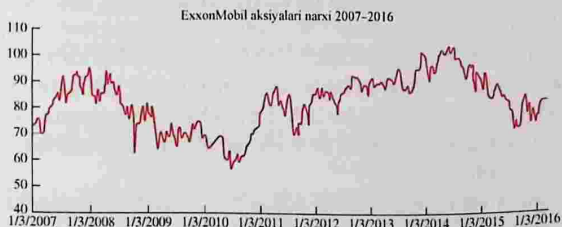
Moliyaviy menejer nima qilishi kerak? Javob: bozorning kundalik tebranishlariga emas, balki uzoq muddatli istiqbolga e'tibor qaratishdir. Biznes sikllari va moliyaviy bozor sikllari keladi va ketadi. Kapital hisob-kitoblari qiymati vaqt o'tishi bilan bu o'zgarishlarni hisobga olishi kerak, lekin kundalik qayta ko'rib chiqishlar bilan emas.

Joriy kundagi foiz stavkasi yoki aksiya bahosiga e'tibor qaratish o'rni, uzoq muddatli istiqbolga ehtiyoj bor. Bu o'rinli, ko'rib chiqilayotgan kapital qo'yilmalar ham uzoq muddatli bo'lishi mumkin. Bugungi xarajatlar, eng muhimi, firma bank kreditlari olish, obligatsiyalar chiqarish yoki aksiyalarni chiqarish orqali kapitalni jalb qilishi mumkin. Agar ichki mablag'lardan (yig'ilgan pul mablag'lari va taqsimlanmagan foyda) foydalanish mumkin bo'lsa, firma kapitalning uzoq muddatli o'rtacha qiymatidan foydalanishi mumkin. Bu esa hozirgi sharoitdan ko'ra firmaning tarixi va istiqbollarini yaxshiroq aks ettirishi kerak. Ba'zi subyektiv tuzatishlar moliya bozorlaridagi xatarlarni idrok etish tufayli o'rinli bo'lishi mumkin (masalan, 17-bobdagi loyiha tavakkalchiligini kapital tuzatish xarajatlari kabi). Firma qarz va kapital xarajatlari o'rtasidagi farq yoki tarqalish haqida tarixiy ma'lumotlarga ega bo'ladi. Ehtimol, bu tarqalish 4 foizni tashkil qiladi. Yaqinda kapitalni hisoblash xarajatlarning asoslilikini tekshirishning usullaridan biri qarz va kapital xarajatlarini solishtirishdir; yangi tarqalish 4 foizdan sezilarli darajada farq qiladimi? Moliyaviy menejerlar joriy moliyalashtirish xarajatlari va moliyaviy manbalar o'rtasidagi ma'lum, asosli, tarixiy munosabatlarga asoslangan holda loyihalarni baholash uchun foydalaniladigan kapital qiymatini joriy moliyaviy bozor tashvishlari yoki "jitter"lar nuqtayi nazaridan moslashtirishi mumkin.

18.2-jadval

Statistik ma'lumotlar Aaa haqida va Baa korporativ obligatsiyalar daromadlari, 1919–2016-yillar

	Aaa bond	Baa bond
Eng kam	2.46	2.94
Maksimal	15.49	17.18
O'rtacha	5.81	7.00
Median	5.09	6.43
Standart burilish	2.69	2.84



18.4-rasm. ExxonMobil aksiyalari narxi, 2007–2016-yillar.

Bunday tuzatishlarsiz, foiz stavkalari ko'tarilgan va/yoki aksiya bahosi tushganda, masalan, 2007–2009-yillardagi Buyuk turg'unlik davridagi bozor vahimalarida kapitalning qiymati katta ko'rinishi mumkin. Moliyaviy bozor tarixi shuni ko'rsatadiki, agar siz jismoniy shaxs bo'lsangiz, moliyaviy aktivlarga yoki menejer bo'lsangiz, biznesingiz va mahsulotingizga sarmoya kiritish uchun eng yaxshi vaqt tanazzuldir. Boshqalar pessimistik bo'lib, kapital byudjetlarini qisqartirganda, kelgusi biznes siklining o'sishiga tayyorgarlik ko'rish uchun ajoyib vaqt. Joriy ma'lumotlardan foydalangan holda kapital hisob-kitoblari har qanday bunday investitsiyalarni istisno qilgandek tuyulishi mumkin, chunki aksiya bahosi pasaygan sari kapitalning narxi keskin oshadi. Biroq, uzoq muddatli qiymatni saqlash va joriy va tarixiy aksiyalar/obligatsiyalar mukofotlari munosabatlaridan foydalanish kapitalni byudjetlashtirish loyihalariga sarmoya kiritish uchun moliyaviy va strategik qarorlarga olib kelishi mumkin.

Kapital tuzilmasi bo'yicha qarorlarni qabul qilishning qiyinligi

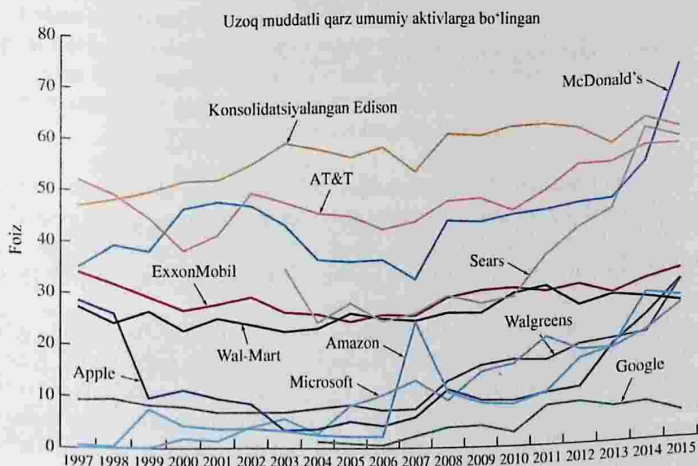
Kompaniyaning kapital tuzilishiga ta'sir qiluvchi turli xil ta'sirlarni o'rganish qiyin. NPV yoki operatsion pul oqimidan farqli o'laroq, bizda firma o'z aktivlarini moliyalashtirish uchun foydalanishi kerak bo'lgan qarz va kapital nisbatlarini aniqlash uchun formulamiz yo'q.

Ammo biz butunlay yo'qolganimiz yo'q. Moliyaviy nazariya va firma xulq-atvori bo'yicha tadqiqotlar bizga firmaning qarz va kapitalning to'g'ri aralashmasini baholash uchun ko'rsatmalar yoki tamoyillar to'plamini berdi. Qarz va kapitalning har xil turlari o'rtasida unchalik farq qilmasdan, faqat qarz va kapitalga murojaat qilish orqali muhokamani soddalashtirishimiz mumkin. Qarz va kapitaldagi ba'zi o'zgarishlarni biz keyingi bobda muhokama qilamiz.

Keyingi bo'limlarda biz firmaning kapital tuzilmasi qarorlariga ta'sir qiluvchi bir qator o'zaro bog'liqliklarni ko'rib chiqamiz. Birinchidan, kompaniyaning o'sish sur'ati. Hammasi teng, o'sish darajasi yuqori bo'lgan firma sekin o'sayotgan yoki o'smaydigan firmaga qaraganda kapital bozorlariga tez-tez murojaat qilishi kerak bo'ladi. Ikkinchidan, firmaning o'sish sur'atlarini hisobga olgan holda, tashqi kapitalga bo'lgan ehtiyoj uning aktivlar rentabelligi (ROA) va dividend siyosatiga bog'liq. Shunga qaramay, hamma narsa teng, kattaroq ROA ga ega bo'lgan firma moliyalashtirish manbai sifatida taqsimlanmagan foydaga ko'proq tayanishi mumkin va qarzni moliyalashtirishdan ko'ra o'z kapitalini afzal ko'radi. Katta dividend to'laydigan firma o'sishni moliyalashtirish uchun ko'proq tashqi kapitalga muhtoj bo'ladi. Keyinchalik, firmalarning kapital tuzilmalarini tushuntirish uchun ilg'or va sinovdan o'tgan ba'zi analitik vositalar va nazariyalarni ko'rib chiqamiz.

18.5-rasmda bir nechta firmalar uchun uzoq muddatli qarzlarining umumiy aktivlarga nisbati ko'rsatilgan. Grafik kapital tuzilmalarining keng o'zgarishini ko'rsatadi. 2004-yilda birjaga chiqqan va 2005-yilda ikkilamchi kapital taklifiga

ega bo'lgan Google (hozirgi korporativ nomi Alphabet bilan) kam qarzga ega. Haqiqiy aktivlari g'isht va ohak emas, balki dasturiy ta'minot, g'oyalar va bilim bo'lgan Apple va Microsoft ning qarz nisbati past. Walgreens uzoq muddatli qarzlarning aktivlarga nisbatan past nisbatiga ega, ammo bu kapitalni tejash uchun ko'plab do'konlarni egalik qilish o'rniga ijaraga olgani bilan bog'liq. Ko'p vaqt oralig'ida aktivlarga nisbatan eng yuqori qarz darajasiga ega bo'lgan firmalar Consolidated Edison (Con Ed) va AT&T hisoblanadi. Buning ajablanarli joyi yo'q, chunki kommunal korxona sifatida uning aktiv bazasining aksariyati g'oyalar yoki dasturiy ta'minotdan ko'ra qarz olish uchun ko'proq mos keladigan asosiy vositalardir. Bundan tashqari, Con Ed, tartibga solinganligi sababli, qarz foizlariga xizmat ko'rsatish uchun yetarli bo'lgan elektr tariflarini to'lashi kerak. 2015-yilda McDonald's qarzining katta o'sishi aksiyalarni qaytarib sotib olish va aksiyadorlar dividendlarini oshirish uchun qarz berish orqali kapital tuzilmasini o'zgartirish rejasini bilan bog'liq.



18.5-rasm. Jami aktivlarga bo'lingan uzoq muddatli qarz.

18.5. O'SISH SUR'ATLARINI REJALASHTIRISH

Firmaning o'sishi qisman rahbariyatning o'sib borayotgan yoki barqaror bozorda bozor ulushini qo'lga kiritish yoki saqlab qolish strategiyasi bilan belgilanadi. Ammo menejmentning kelajakdagi sotuvlar, aktivlar va moliyalashtirish

o'sishi bo'yicha rejalari bozordagi raqobat kurashi tufayli amalga oshmasligi mumkin. Kutilgandan tezroq yoki sekinroq o'sish sodir bo'lishi mumkin. Oddiy moliyaviy rejalashtirish vositasi, ichki o'sish sur'ati modeli, kompaniyaning naqd pul tanqisligisiz qanchalik tez o'sishi mumkinligini aniqlash uchun mavjud.

Ichki o'sish sur'ati

Ichki o'sish sur'ati kompaniyaning kelgusi yil davomida tashqi mablag'lari jalb qilmasdan o'z aktivlari bazasini qanchalik tez oshirishi mumkinligini o'lchaydi. U bo'linish o'sishini o'lchamaydi yoki umumiy o'sishni ichki yoki xalqaro komponentlarga ajratmaydi. Ichki o'sish sur'ati kompaniyaning umumiy qiymatini beradi.

Bu kelgusi yil uchun taqsimlanmagan foydaning kutilayotgan o'sishining joriy aktivlar bazasiga nisbatiga teng:

$$\frac{\text{Taqsimlanmagan foydaning kutilayotgan o'zgarishi}}{\text{Jami aktivlar}}$$

Buni quyidagi tarzda ham hisoblash mumkin:

$$\text{Ichki o'sish darajasi (g)} = \frac{(\text{RR})(\text{ROA})}{1 - (\text{RR})(\text{ROA})}$$

RR – bu firmani ushlab turish darajasi. ROA esa uning aktivlari rentabelligidir. Ichki o'sish sur'ati ushbu qiymatlar mahsulotini bitta minus ushbu mahsulotga bo'ladi. Ushlab turish darajasi firma tomonidan ushlab qolingani aksiyaga to'g'ri keladigan har bir dollar daromadning ulushini ifodalaydi; boshqacha qilib aytganda, dividend to'lash nisbati bir minusga teng.

Aytaylik, kompaniya o'z daromadining 40 foizini dividendlar sifatida to'ladi va so'nggi bir necha yil davomida o'rtacha 15 foiz ROA ni tashkil qildi. Kompaniya tashqi moliyalashtirish manbalariga murojaat qilmasdan qanchalik tez o'sishi mumkin? 40 foizlik dividend to'lash koeffitsiyenti firmaning ushlab qolish darajasi $1,00 - 0,40 = 0,60$ degan ma'noni anglatadi. Sof daromadning har bir dollaridan firma 0,40 dollarni dividend sifatida taqsimlaydi va 0,60 dollarni saqlab qoladi. 15 foiz ROA bilan 18-8 tenglama firmaning ichki o'sish sur'ati quyidagicha ekanligini ko'rsatadi:

$$\text{Ichki o'sish darajasi} = \frac{(0.60)(0.15)}{1 - (0.60)(0.15)} = 0.099 \text{ yoki } 9.9 \text{ foiz}$$

Agar u aktivlarni sotib olishni moliyalash uchun faqat taqsimlanmagan foydaga yangi qo'shimchalarga tayansa va o'zining o'tmishdagi rentabelligi va di-

vidend to'lovini saqlab qolsa, firma kelgusi yilda aktivlar bazasini 10 foizdan sal kamroq oshirishi mumkin.

Ichki o'sish sur'ati firma hech qanday tashqi moliyalashtirish manbalarini izlamaydi degan cheklovchi taxminni keltirib chiqaradi. Agar firma o'zining ichki o'sish sur'atida o'sadigan bo'lsa, uning taqsimlanmagan foyda hisobi doimiy ravishda o'sib boradi (foydali sotishni nazarda tutgan holda), uning to'lanmagan qarz miqdori doimiy bo'lib qoladi. Shunday qilib, uning kapital tuzilmasidagi nisbiy qarz miqdori vaqt o'tishi bilan kamayadi va qarz darajasi, ehtimol, boshqaruvning ideal moliyalashtirish tarkibidagi nisbatidan pastga tushadi.

Barqaror o'sish sur'ati

Ehtimol, kapital tuzilmasining barqaror nisbatlarini saqlab qolish uchun boshqaruvga vaqt o'tishi bilan mablag'larni qarzga olishga ruxsat berish yanada realroq taxmin bo'lishi mumkin. Aksiyadorning kapital hisobi taqsimlanmagan foydaga yangi qo'shimchalardan ko'tarilganligi sababli, vaqt o'tishi bilan qarzning o'z kapitaliga nisbatini doimiy ushlab turish uchun firma yangi qarzlar chiqaradi.

Ushbu o'sish sur'ati barqaror o'sish sur'ati hisoblanadi. U vaqt o'tishi bilan kapital tuzilmasini doimiy ravishda ushlab turish uchun ichki kapital va qarz mablag'laridan foydalanganda firma qanchalik tez o'sishi mumkinligini o'lchaydi.

Barqaror o'sish sur'ati quyidagicha hisoblanadi:

$$\text{Barqaror o'sish sur'ati} = \frac{(\text{RR})(\text{ROE})}{1 - (\text{RR})(\text{ROE})}$$

Firmaning mablag'larni o'zida ushlab qolish darajasi (RR) uning o'z kapitali rentabelligi (ROE) ga ko'paytiriladi, bu mahsulot minus birga bo'linadi.

Faraz qilaylik, oldingi misoldagi firma moliyalashtirish xarajatlarini minimallashtirish uchun 1,0 (kapital multiplikatori 2,0 ga teng) qarz-kapital nisbatini saqlaydi. Kompaniyaning barqaror o'sish sur'ati qanday bo'ladi? 14-bobdagi DuPontni tahlil qilishdan biz bilamizki, $\text{ROE} = \text{ROA} \times \text{kapital multiplikatori}$.

Firma 15 foiz ROA ga ega bo'lgani uchun uning $\text{ROE} = 15 \text{ foiz} \times 2 = 30 \text{ foizga}$ teng. RR 0,60 bo'lsa, barqaror o'sish sur'ati quyidagilarga teng:

$$\text{Ichki o'sish darajasi} = \frac{(0.60)(0.30)}{1 - (0.60)(0.30)} = 0.2195 \text{ yoki } 21.95 \text{ foiz}$$

Shunday qilib, tashqi moliyalashtirishsiz firma sotish va aktivlarni 10 foizdan kamroq oshirishi mumkin. Doimiy kapital tuzilmasini saqlab qolish orqali, agar u o'zining rentabellik darajasini va daromadni saqlab qola olsa, firma qariyb 22 foizga o'sishi mumkin.

Kutilmaganda yuqori (yoki past) o'sishning ta'siri

Ichki va barqaror o'sish sur'atlari rejalashtirish vositalaridir. Ushbu formulalar firmani ma'lum miqdorda o'sishiga olib kelmaydi. Global raqobat, siyosiy va kredit bozori sharoitlarining o'zgarishi o'sishning rejalashtirilgan o'sishdan chetga chiqishiga olib kelishi mumkin.

Ichki va barqaror o'sish sur'atlarining o'zaro bog'liqligi o'sishga ta'sir qiluvchi uchta o'lchanadigan ta'sirni taklif qiladi: dividend siyosati (ushlab turish darajasida aks ettirilgan), rentabellik (ROA bilan o'lchanadigan) va firmaning kapital tuzilishi (kapitalning multiplikatori bilan o'lchanadigan). O'lchash qiyinroq bo'lgan to'rtinchi ta'sir – bu faqat taqsimlanmagan daromadga o'zgarishlarga tayanmasdan, tashqi moliyalashtirishdan foydalanish bo'yicha rahbariyatning afzalliklari va e'tiqodlari. Haqiqiy o'sish rejalashtirilgan o'sishdan farq qilsa, moliyaviy qiyinchiliklarning oldini olish yoki ortiqcha mablag'larni o'zlashtirish uchun ushbu omillardan birini yoki bir nechtasini tuzatish kerak bo'ladi.

Dividend siyosati

Dividendlarni to'lash koeffitsiyentining qisqarishi yuqori ushlab turish stavkasini va agar hamma narsa doimiy bo'lib qolsa, firma tezroq o'sish qobiliyatini anglatadi. Shunday qilib, tez o'sib borayotgan firma o'z o'sishini moliyalashtirish uchun kam dividend to'lashni (shuning uchun taqsimlanmagan daromadga qo'shishni oshirish) saqlashga qaror qilishi mumkin. Ko'proq yetuk, sekinroq o'sib borayotgan firmalar dividendlar to'lashni oshiradilar (va taqsimlanmagan daromadga nisbatan kichikroq qo'shimchalarga ega), chunki o'sish imkoniyatlari kamayib boradi.

Daromadlilik

Yuqori ROA ko'proq sof daromad, taqsimlanmagan foydaga katta qo'shimchalar va hamma narsa doimiy bo'lganda tezroq o'sishni keltirib chiqaradi. 14-bobda DuPont tahlilida foydalanilgan tenglamani eslang:

$$ROA = \text{foyda marjasi} \times \text{aktivlarning umumiy aylanmasi}.$$

O'sish sur'atidan oshib ketgan yoki rejalashtirilgan darajadan past bo'lsa, rahbariyat ushbu omillarga ta'sir qilish orqali ROA ni o'zgartirishga harakat qilishi mumkin.

Firmaning moliyalashtirish siyosati kapital multiplikatorining kapital tarkibini belgilaydi. Ko'proq qarz miqdoridan foydalanadigan firma, qolgan hamma narsa o'zgarmas bo'lsa, yuqori barqaror o'sish sur'atlarini qo'llab-quvvatlashi mumkin. Agar o'sish barqaror o'sish sur'atlaridan oshsa, firma qo'shimcha qarz olish orqali farqni moliyalashtirishi mumkin.

Ushbu o'zgaruvchilarning biri yoki bir nechta rejalashtirilgan va haqiqiy o'sish o'rtasidagi farqni qondirish uchun rejalashtirilgan darajadan chetga chiqishi kerak. Agar firmaning o'sishi rejalashtirilgan ko'rsatkichdan oshsa, rahbariyat dividendlar to'lashni kamaytirishi, rentabellikni oshirishi, ko'proq qarzlardan foydalanishi yoki ushbu variantlarning kombinatsiyasidan foydalanishi kerak bo'ladi. Agar o'sish sekinlashsa, firma dividendlar to'lashni ko'paytirishi, rentabellikni kamaytirishi, qarzlardan foydalanishni qisqartirishi yoki ushbu alternatalarning kombinatsiyasini tanlashi kerak. Agar tashqi moliyalashtirish zarur bo'lsa, 14-bobdagi tashqi moliyalashtirish ehtiyojlarini hisoblash zarur bo'lgan mablag'lar miqdorini aniqlashga yordam beradi.

Kompaniyaning o'sish qobiliyatiga menejment strategiyasi, raqobat sharoitlari va firmaning kapitalga kirish imkoniyati va taqsimlanmagan foydaga qo'shimchalar darajasi ta'sir qiladi. O'sishning bu ta'siri, dividendlar to'lanishi va taqsimlanmagan foyda miqdori firmaning tashqi kapitalga bo'lgan ehtiyojini aniqlaydi. Biz buni 14-bobda, firmaning tashqi moliyalashtirish talablarini baholashda bilib oldik.

Ko'rib turganimizdek, firmaning tashqi moliyalashtirishga bo'lgan ehtiyojlari kreditorlik qarzlar va kredit liniyalarining qisqarishi kabi qisqa muddatli moliyalashtirish manbalaridan, shuningdek, kreditorlik qarzlar kabi o'z-o'zidan moliyalash manbalaridan kelib chiqishi mumkin. Biz 16-bobda firmaning qisqa muddatli / uzoq muddatli moliyalashtirish aralashmasiga ta'sirlarni ko'rib chiqdik. Keyingi bo'limda firmaning uzoq muddatli moliyalashtirish strategiyasiga ta'sirlarni ko'rib chiqamiz.

18.6. EBIT/Eps TAHLILI

Kapital tuzilmasini tahlil qilishda birinchi qadam sifatida, korporativ daromad solig'i bo'lmagan oddiy dunyoda turli kapital tuzilmalari firmaning daromatlari va xavfiga qanday ta'sir qilishini ko'rib chiqamiz. Biz EBIT/Eps tahlili deb nomlangan moliyaviy tahlil vositasidan foydalanamiz. EBIT/Eps tahlili menejerlarga turli kapital tuzilmalari o'z firmalarining daromatlari va xavf darajalariga qanday ta'sir qilishini ko'rish imkonini beradi. Xususan, u firmaning operatsion daromadi yoki foizlar va soliqlardan oldingi daromad (EBIT) va aksiya boshiga tushadigan daromad (Eps) o'rtasidagi grafik bog'liqlikni ko'rsatadi. Agar biz soliqlarni e'tiborsiz qoldiradigan bo'lsak, bu ikki miqdor faqat firmaning foiz xarajatlari va Eps har bir aksiya bo'yicha sof daromad ekanligi bilan farqlanadi. Turli xil EBIT darajalariga ega ssenariylarni o'rganish menejerlarga turli kapital tuzilmalari firmaning aksiya boshiga tushadigan daromadiga ta'sirini ko'rishga yordam beradi.

Faraz qilaylik, Bennett korporatsiyasi moliyalashtirishni qayta qurish kerakmi yoki yo'qmi, deb o'ylaydi. **18.3-jadvaldan** ko'rinib turibdiki, Bennett hozirda o'zining 100 million dollarlik aktivlarini to'liq o'z kapitali hisobidan moliyalamoqda. Taklif etilayotgan o'zgartirishga ko'ra, Bennett 50 million dollarlik obligatsiyalar chiqaradi va bu puldan 50 million dollar aksiyalarini sotib oladi. Agar aksiyaning narxi bir aksiya uchun 25 dollar bo'lsa, Bennett 2 million aksiyani qayta sotib oladi. Bennett yangi obligatsiyalar bo'yicha 10 foiz to'lashni kutmoqda, yillik foiz xarajati 5 million dollar.

Bennettning kelgusi yil uchun kutilayotgan EBIT ko'rsatkichi 12 million dollarni tashkil qiladi deb faraz qilsak, taklif qilingan qayta qurish aksiya boshiga tushadigan daromadga qanday ta'sir qilishi mumkinligini ko'rib chiqamiz. Oddiylik uchun biz soliqlarni e'tiborsiz qoldiramiz, shuning uchun aksiya uchun daromad (Eps) aksiyalar soniga bo'lingan (EBIT – foizli xarajatlar) sifatida hisoblanadi. **18.4-jadvalda** ko'rsatilganidek, ssenariy tahlili Bennettning EBIT 12 million dollar, 50 foizga past (6 million dollar) yoki 50 foizga yuqori (18 million dollar) bo'lishini taxmin qiladi. **18.6-rasmda** joriy va taklif etilayotgan kapital tuzilmalarining ssenariy tahlili natijasida yuzaga keladigan EBIT/Eps kombinatsiyalarining grafiklari keltirilgan. Pastroq EBIT darajalari uchun barcha kapitalning joriy tuzilmasi aksiya boshiga yuqori daromadga olib keladi. EBIT ning yuqori darajalarida taklif qilingan 50 foiz o'z va 50 foiz qarz kapitali tuzilmasi yuqori Eps darajalariga olib keladi.

Befarqlik darajasi

18.6-rasmda EBIT/Eps chiziqlari kesishganligi ko'rsatilgan. Bu shuni anglatadiki, ba'zi bir EBIT darajasida Bennett ikkita kapital tuzilmasi o'rtasida befarq bo'ladi, chunki ular aksiya boshiga bir xil daromad keltiradi.

Bennettning joriy kapital tuzilishiga ko'ra, Eps (EBIT – \$ 0 foiz) / 4 million aksiya sifatida hisoblanadi. Taklif etilayotgan tuzilmaga ko'ra, Eps (EBIT – 5 million dollar foiz) / 2 million aksiya sifatida hisoblanadi. Chiziqlar kesib o'tgan EBIT darajasini topish uchun, ya'ni Eps va EBIT kombinatsiyasi har bir kapital tuzilmasida bir xil bo'lsa, biz ushbu ikkita aksiya boshiga tushadigan daromadni bir-biriga teng qilib belgilaymiz va EBIT uchun hal qilamiz:

$$\frac{\text{EBIT} - 0}{4} = \frac{\text{EBIT} - 5}{2}$$

**Bennett korporatsiyasi uchun joriy va taklif etilayotgan
kapital tuzilmalari**

	Hozirgi	Taklif etilgan
Jami aktivlar	100 million dollar	100 million dollar
Qarz	0 million	50 million
Kapital	100 million	50 million
Oddiy aksiyalar narxi	25 dollar	25 dollar
Raqamning ulushlar	4 000 000	2 000 000
Stavka foizi	10%	10%

Shunday qilib, biz EBIT 10 million dollarga teng bo'lsa, ikkita reja bo'yicha aksiya boshiga tushadigan daromad bir xil ekanligini bilib olamiz. EBIT 10 million dollardan oshganida, taklif qilingan, yuqori darajada ta'minlangan kapital tuzilmasi aksiya boshiga yuqori daromadga ega bo'ladi. EBIT 10 million dollardan kam bo'lsa, joriy, kamroq levered kapital tuzilmasi aksiya boshiga yuqori daromadga ega bo'ladi.

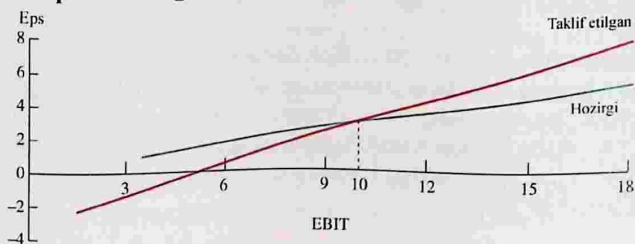
Joriy va taklif etilayotgan kapital tuzilmalari bilan ssenariy tahlili

Joriy – Qarz yo'q, 4 million aksiya (million o'tkazib yuborilgan)			
	EBIT 50% Kutilgan-dan past	Kutilgan	EBIT 50% Kutilgandan yuqori
EBIT	\$6.00	\$12.00	\$18.00
-I	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>	<u>0.00</u>
NI	\$6.00	\$12.00	\$18.00
Eps	1,50 dollar	\$3.00	4,50 dollar

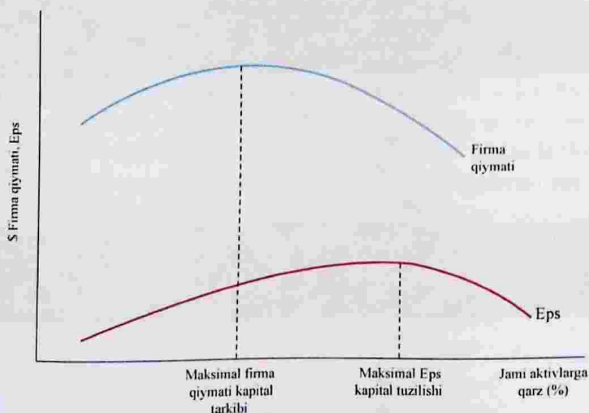
Joriy – Qarz yo'q, 4 million aksiya (million o'tkazib yuborilgan)			
	EBIT 50% Kutilgandan past	Kutilgan	EBIT 50% Kutilgandan yuqori
EBIT	\$6.00	\$12.00	\$18.00
-I	<u>5.00</u>	<u>5.00</u>	<u>5.00</u>
NI	\$1.00	\$7.00	\$13.00
Eps	\$0.50	3,50 dollar	6,50 dollar

EBIT dagi 10 million dollarlik befarqlik darajasi tasodifan yuzaga kelmadi. Bu firmaning 10 foizlik foiz xarajatini uning jami aktivlariga (100 million dollar) ko'paytirganda tengdir. Boshqacha qilib aytadigan bo'lsak, agar firma aktivlar bo'yicha operatsion daromadni ($EBIT / TA$) o'zining foiz narxidan ko'proq olishi mumkin bo'lsa, daromad foyda keltiradi, chunki u har bir aksiya uchun yuqori daromad keltiradi. Agar firmaning aktivlar bo'yicha operatsion rentabelligi uning 10 foiz qiymatidan kam bo'lsa, daromad firmaning daromad olish qobiliyatiga nisbatan qimmat bo'lib, aksiya boshiga tushadigan daromadni kamaytiradi. Agar Bennett EBIT 12 million dollar kutilgan natijalarni qondirishiga ishonsa, taklif qilingan kapital tuzilmasini o'zgartirish jozibador.

EBIT/Eps tahlilining natijalari



18.6-rasm. EBIT/Eps tahlili, Bennett korporatsiyasi.



18.7-rasm. Firma qiymati, aksiya boshiga tushgan daromad va qarz nisbati.

EBIT/Eps tahliliga ega bir nechta amaliy natijalar. Birinchidan, EBIT firma bir kapital tuzilishini boshqasidan afzal ko'rish mumkin bo'lgan diapazonlar. Firma kutilayotgan EBIT darajasi befarqlik EBIT darajasidan yuqori yoki past bo'lishiga qarab, moliyaviy leverajni oshirish yoki kamaytirishga qaror qilishi mumkin.

Ikkinchidan, EBIT vaqt o'tishi bilan savdo o'sishiga, sanoatning raqobat sharoitlariga va firmaning operatsion leverajsiga qarab o'zgarib turadi. EBIT dagi o'zgarishlar aksiya boshiga tushadigan daromadning o'zgarishiga olib keladi. Agar firma kutilayotgan EBIT befarqlik darajasidan yuqori bo'lsa, firma menejerlari o'zlarining EBIT prognozlarida daromadlarning mumkin bo'lgan o'zgarishlarini hisobga olishlari kerak. Noaniqligiga qarab, boshqaruv kamroq qarz bilan konservativ moliyalashtirish strategiyasidan foydalanishga qaror qilishi mumkin.

Bu EBIT/Eps tahlilidan foydalanishning kamchiliklarini ko'rsatadi. U investorlar duch keladigan xavfni va uning aksiyadorlar boyligiga qanday ta'sir qilishini yetarli darajada qamrab olmaydi. Biz aksiya uchun daromadni emas, balki firma qiymatini maksimal darajada oshiradigan kapital tuzilmasini qidiramiz. Eps ma'lum EBIT qiymatlari ostida moliyaviy leveraj bilan ko'tarilishi mumkin bo'lsa-da, firma qiymatini maksimal darajada oshiradigan Eps qiymati, ehtimol, har bir qiymat uchun maksimal daromaddan past bo'ladi. Kompaniyaning investorlari, ham kreditorlar, ham aksiyadorlar, investitsiyalarni baholashda pul oqimlari xavfini hisobga olishadi. Qarz, Eps va firma qiymati o'rtasidagi munosabat 18.7-rasmda keltirilgan. Haddan tashqari qarz xavfi tufayli kompaniyaning maksimal qiymati aksiya boshiga tushadigan maksimal daromadga nisbatan pastroq qarz nisbatida yuzaga keladi.

Firmaning biznes riski vaqt o'tishi bilan EBIT ning o'zgaruvchanligi bilan o'lchanadi. Biznes tavakkalchiligiga bir qancha omillar ta'sir ko'rsatadi, jumladan, biznes sikli, raqobat bosimi, firmaning operatsion leveraj darajasi yoki uning barqaror operatsion xarajatlari. Keyingi bo'limda biznes tavakkalchiligi va biznes va moliyaviy tavakkalchilikning boshqaruvning kapital tuzilmasini tanlashga ta'siri ko'rib chiqiladi.

18.7. OPERATSION VA MOLIVAVIY LEVERAJNING KOMBINATSIYALANGAN TA'SIRI

Biznes riski firma sotadigan mahsulotlar va u foydalanadigan ishlab chiqarish jarayonlari bilan belgilanadi. Biznes tavakkalchiligining ta'siri vaqt o'tishi bilan operatsion daromad yoki EBITning o'zgaruvchanligida namoyon bo'ladi. Aslida, firmaning biznes tavakkalchiligining mashhur o'lchovlaridan biri EBITning standart og'ishidir.

18.5-jadvalda daromadlar to'g'risidagi soddalashtirilgan hisobot ko'rsatilgan. Biznes tavakkalchiligi EBIT yoki operatsion daromadning o'zgaruvchanligi bilan o'lchanganligi sababli, biznes tavakkalchiligiga ta'sir qiluvchi satrlar daromadlar to'g'risidagi hisobotning savdo tushumi va EBIT o'rtasidagi yuqori yarmida ko'rinadi. Bu shuni ko'rsatadiki, firmaning biznes riskiga uchta asosiy ta'sir bo'ladi: sotilgan birlik hajmi yoki miqdori, sotish narxi va o'zgaruvchan xarajatlar o'rtasidagi bog'liqlik va firmaning doimiy xarajatlari.

18.5-jadval

Biznes tavakkalchiligi va moliyaviy tavakkalchilikning soddalashtirilgan daromad hisobotiga ta'siri

Biznes riskining ta'siri (daromad hisobotining yarmi)	$\left\{ \begin{array}{l} \text{Sotishdan tushgan daromad (narx} \times \text{sotilgan miqdorga teng)} \\ \text{Kamroq o'zgaruvchan xarajatlar (mehnat va materiallar kabi):} \\ \text{Bir birlik uchun o'zgaruvchan xarajat} \times \text{miqdorga teng) kam-} \\ \text{roq. Sobot xarajatlar (ijara va amortizatsiya xarajatlari kabi)} \\ \text{Foizlar va soliqlardan oldingi daromad (operatsion daromad)} \end{array} \right.$
Moliyaviy riskning ta'siri (daromadlar to'g'risidagi hisobotning pastki yarmi)	$\left\{ \begin{array}{l} \text{Kamroq foizli xarajatlar (bank kreditlari, obligatsiyalar, boshqa} \\ \text{qarzlar, sotuvga bog'liq bo'lmagan uchun doimiy xarajatlar)} \\ \text{EBT (soliqlardan oldingi kamroq soliqlar (EBTga bog'liq bo'lgan} \\ \text{o'zgaruvchan xarajatlar) daromad) sof daromad eps = sof} \\ \text{daromad/aksiyalar soni} \end{array} \right.$

Birlik hajmining o'zgaruvchanligi

Firmaning mahsulot yoki xizmatlarining sotilgan miqdorining o'zgaruvchanligi sotishdan tushgan tushum, o'zgaruvchan xarajatlar va operatsion daromadning o'zgarishiga olib keladi. Savdo hajmining o'zgarishi raqobatbardosh mahsulotlar, yangi texnologiyalar yoki mahsulotlarning narx strategiyasi, mijozlarning mahsulot yoki xizmat sifati haqidagi taassurotlari va mijozlar brendining sodiqligiga ta'sir qiluvchi boshqa omillardan kelib chiqishi mumkin.

Narx-o'zgaruvchan xarajatlar marjasi

Ishbilarmonlik xavfiga ta'sir qiluvchi ikkinchi omil – bu firmaning narx va birlik uchun o'zgaruvchan xarajatlar o'rtasidagi doimiy, ijobiy farqni saqlab turish qobiliyatidir. Agar narx va xarajat o'rtasidagi marja o'zgarib tursa, firmaning operatsion daromadi ham o'zgaradi. Raqobatbardosh narxlarning bosimi, ishlab chiqarish ta'minoti zarbalari, kasaba uyushmalari shartnomalari va boshqa xarajatlar ta'siri vaqt o'tishi bilan narx-o'zgaruvchan xarajatlar marjasining o'zgarishiga olib kelishi mumkin, bu esa biznes xavfiga hissa qo'shadi.

O'zgarmas xarajatlar

Vaqt o'tishi bilan sotish yoki daromadlarning o'zgaruvchanligi asosiy operatsion xavf hisoblanadi. Bundan tashqari, ijara to'lovlari, lizing to'lovlari, shartnoma bo'yicha xodimlarning ish haqi va umumiy va ma'muriy qo'shimcha xarajatlar kabi doimiy operatsion xarajatlar mavjud bo'lganda, ular operatsion "leveraj"ni yaratadi va biznes riskini oshiradi. Ruxsat etilgan xarajatlar savdo tushumlari bilan birga o'smaydi va kamaymaydi, chunki o'zgaruvchan daromadlar operatsion daromadlar yoki daromad va soliqlar (EBIT) oldidagi daromadlarning o'zgaruvchanligiga olib keladi. 14-bobda bilib olganimizdek, operatsion daromadning ta'siri shundan iboratki, sof sotishdagi ma'lum foiz o'zgarishi operatsion daromad yoki EBITning ko'proq foiz o'zgarishiga olib keladi.

Operatsion leveraj **18.5-jadvalda** ko'rsatilganidek, firma daromatlari to'g'risidagi hisobotning yuqori qismiga ta'sir qiladi. U sotishdagi o'zgarishlarni EBIT yoki operatsion daromaddagi o'zgarishlar bilan bog'laydi. 14-bobda biz qattiq operatsion xarajatlarning firmaning biznes tavakkalchiligiga ta'sirini operatsion leveraj (DOL) darajasi bilan o'lchash mumkinligini ko'rdik. 18.9-tenglama 14-bobdagi ushbu munosabatlarni takrorlaydi:

$$DOL = \frac{\text{EBITdagi foiz o'zgarishi}}{\text{Sotishdagi foiz o'zgarishi}} = \frac{\text{Sotish} - \text{o'zgaruvchan xarajatlar}}{\text{Savdo} - \text{o'zgaruvchan xarajatlar} - \text{O'zgarmas xarajatlar}}$$

Xuddi shunday, pul qarzga olinganda, moliyaviy leveraj yaratiladi, chunki firma to'lash uchun qattiq moliyaviy majburiyat yoki foizga ega bo'ladi. Moliyaviy leveraj firma daromatlari to'g'risidagi hisobotning pastki yarmiga ta'sir qiladi. Firmaning EBIT idagi ma'lum foiz o'zgarishi firmaning sof daromadida kattaroq foiz o'zgarishiga olib keladi yoki Eps. EBIT ning kichik foizli o'zgarishi sof daromadning kattaroq foiz o'zgarishiga olib kelishi yoki kattalashtirilishi mumkin.

Moliyaviy leveraj darajasi

Firmaning moliyaviy tavakkalchiligi uning foiz xarajatlarini yoki moliyaviy jargon bilan aytganda, uning moliyaviy tavakkalchiligini aks ettiradi. Firmaning moliyaviy tavakkalchilik darajasini aniqlashning tezkor usuli uning moliyaviy tavakkalchilik darajasini hisoblashdir. Moliyaviy leveraj darajasi (DFL) aksiya boshiga tushadigan daromadning EBIT dagi o'zgarishlarga sezgiriligini o'lchaydi:

Tenglama quyidagicha:

$$DFL = \frac{\text{Epsdagi foiz o'zgarishi}}{\text{EBITdagi foiz o'zgarishi}}$$

Ushbu ta'rif shuni anglatadiki, DFL foizlar va soliqlardan oldingi daromadning 1 foizga o'zgarishi natijasida kelib chiqadigan aksiya boshiga tushadigan daromadning foiz o'zgarishini ifodalaydi. Misol uchun, 1,25 DFL EBIT ning har 1

foizga o'sishi (yoki pasayishi) uchun firmaning Eps 1,25 foizga ko'tarilishi (yoki pasayishi) degan ma'noni anglatadi. EBIT ning 1 foizga o'zgarishi aksiya boshiga tushadigan daromadning 1,25 foizga o'zgarishiga olib keladi.

O'zgaruvchilardagi foiz o'zgarishlarini ko'rib chiqmaslik uchun firmaning DFLni hisoblashning yanada sodda usuli mavjud. Bu formula 18.11-tenglamada berilgan:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - 1} = \frac{EBIT}{EBT}$$

DFL firmaning foizlar va soliqlarni to'lashdan oldingi daromadini EBIT minus foiz xarajatlari yoki soliqlarni to'lashdan oldingi daromad (EBT) ga bo'linganiga tengdir.

EBIT 50 dollarga, foiz xarajatlari 10, 20 va 0 dollarga teng bo'lganda moliyaviy leveraj darajasini topish uchun 18.11-tenglamadan foydalanamiz. EBIT \$ 50 va foizlar \$ 10 ga teng bo'lsa, $DFL = \$ 50 / (\$ 50 - \$ 10) = 1,25$ ga teng. Agar foiz xarajati \$ 20 bo'lsa, $DFL = \$ 50 / (\$ 50 - \$ 20) = 1,67$ ga teng. Yuqori foiz xarajati katta moliyaviy tavakkalchilikka va EBITdagi o'zgarishlarga nisbatan yuqori sezuvchanlikka olib keladi.

Foiz xarajati nolga teng bo'lsa, $DFL = \$ 50 / (\$ 50 - \$ 0) = 1,00$ ni tashkil qiladi. Ya'ni Epsdagi foiz o'zgarishi EBITdagi foiz o'zgarishi bilan bir xil bo'ladi. Ruxsat etilgan moliyaviy xarajatsiz hech qanday moliyaviy vosita va kattalashtirish effekti bo'lmaydi.

Jami risk

Jami daromad riski yoki aksiyaga to'g'ri keladigan daromadning umumiy o'zgaruvchanligi biznes tavakkalchiligi va moliyaviy riskning ta'sirini birlashtirish natijasidir. 18.5-jadvalda ko'rsatilganidek, operatsion leveraj va moliyaviy leveraj birlashtirilib, sotishdagi ma'lum foiz o'zgarishini daromaddagi potensial kattaroq foiz o'zgarishiga oshiradi.

Operatsion va moliyaviy leveraj birgalikda qo'shma leveraj deb ataladigan ta'sirni keltirib chiqaradi. Firmaning qo'shma leveraj darajasi (DCL) – bu savdo hajmining 1 foizga o'zgarishi natijasida Epsning foiz o'zgarishi.

Tenglama quyidagicha:

$$DCL = \frac{\text{Epsdagi foiz o'garishi}}{\text{Sotishdagi foiz o'zgarishi}}$$

Operatsion leveraj darajasi, moliyaviy leveraj darajasi va birlashtirilgan leveraj darajasi o'rtasida to'g'ridan to'g'ri bog'liqlik mavjud. Firmaning DCL ko'rsatkichi uning operatsion leveraj darajasi va moliyaviy leveraj darajasining mahsulotidir:

$$DCL = DOL \times DFL$$

18.6-jadval

Effektlarning leveraj yoqilgan daromad bayonoti

	Bu yil	Keyingisi yil	
		10% savdo kamayishi	10% savdo o'sishi
Sof savdo	700 000 \$	630 000 \$	770 000 \$
Kamroq: o'zgaruvchan xarajatlar (sotishning 60%)	420 000	378 000	462 000
Kamroq: o'zgarmas xarajatlar	200 000	200 000	200 000
Foizlar va soliqlardan oldingi daromadlar	80 000	52 000	108 000
Kamroq: foizli xarajatlar	20 000	20 000	20 000
Soliqlardan oldingi daromadlar	60 000	32 000	88 000
Kamroq: daromad solig'i (30%)	18 000	9600	26 400
Net income	42 000 \$	22 400 \$	61 600 \$
Operatsion daromadning foiz o'zgarishi (EBIT)		-35,0%	+35,0%
Sof daromadning foiz o'zgarishi		-46,7%	+46,7%

DCL savdo daromadining ma'lum bir o'zgarishiga operatsion leveraj va moliyaviy leveraj ta'sirining Eps ga ta'sirini ifodalaydi.

18.6-jadvalda ko'rsatilganidek, ushbu konsepsiyani joriy yil uchun to'liq daromad hisoboti va keyingi yil uchun sof sotishning 10 foizga kamayishi va 10 foizga o'sishi bilan ko'rsatamiz.

Biz to'g'ridan to'g'ri operatsion va moliyaviy leverajning individual ta'sirini va ularning birgalikdagi ta'sirini taxmin qilishimiz mumkin. Birinchidan, 14-bobdan DOL shu tarzda baholanadi:

$$DOL = \frac{\text{Sotuv} - \text{O'zgaruvchan xarajatlar}}{\text{Sotuv} - \text{O'zgaruvchan xarajatlar} - \text{O'zgarmas xarajatlar}}$$

$$= \frac{\$700,000 - \$420,000}{\$700,000 - \$420,000 - \$200,000} = \frac{\$280,000}{\$80,000} = 3.50$$

Bu 18.6-jadvaldagi EBIT (35 foiz) foiz o'zgarishini sotishdagi foiz o'zgarishiga (10 foiz) bo'lish bilan bir xil:

$$DOL = \frac{35\%}{10\%} = 3.50$$

DFL doimiy moliyaviy xarajatlarning ta'sirini o'lchaydi va quyidagi tarzda baholanadi:

$$DFL = \frac{EBIT}{EBIT - I}$$

Shunday qilib, DFL quyidagilarga teng:

$$DFL = \frac{\$80,000}{\$80,000 - \$20,000} = \frac{\$80,000}{\$60,000} = 1.333$$

Bu **18.6-jadvaldagi** EBIT dagi foiz o'zgarishiga (35 foiz) bo'lingan Eps (46,7 foiz) foiz o'zgarishi bilan bir xil:

$$DFL = \frac{46.7\%}{35.0\%} = 1.333$$

Va nihoyat, DCL ni DOL va DFL mahsulotini quyidagi tarzda topish orqali baholash mumkin:

$$\begin{aligned} DCL &= DOL \times DFL \\ &= 3,5 \times 1,33 \\ &= 4.66 \end{aligned}$$

Yaxlitlashdan tashqari, bu Eps dagi foiz o'zgarishi (46,7 foiz) sotuvdagi foiz o'zgarishiga (10 foiz) bo'lingan bilan bir xil: $46,7 \text{ foiz} / 10 \text{ foiz} = 4,67$.

DCL omilini bilib, biz sof daromadning keyingi yildagi o'zgarishini (daromad solig'i stavkasida katta o'zgarish bo'lmasa) sof sotishdagi kutilayotgan foiz o'zgarishini DCL ga 4,67 ga ko'paytirish orqali taxmin qilishimiz mumkin. Misol uchun, sof sotishning 10 foizga o'sishi sof daromadni 46,7 foizga oshiradi (birlashgan daromad koeffitsiyenti 4,67 foizga 10 foiz). Kombinatsiyalangan daromad ikkala yo'nalishda ishlaydi va sof sotishning pasayishi firmani qiyin moliyaviy ahvolga solishi mumkin. Sotishning 10 foizga pasayishi sof daromad va Epsni 46,7 foizga kamaytirishi kutilmoqda.

Operatsion va moliyaviy leverajdan foydalanish sof sotish hajmining o'zgarishi sodir bo'lganda qo'shma ta'sir ko'rsatadi. Shunday qilib, tavakkalchilik nuqtayi nazaridan, moliyaviy menejer maqbul kombinatsiyalangan ta'sirni shakllantirish uchun operatsion va moliyaviy leverajdan foydalanishi kerak.

Misol uchun, agar firma aksiyadorlari katta hajmdagi tavakkalchilikni yoqtirmasalar, yuqori DOLga ega bo'lgan firma moliyaviy leverajni past darajada ush-

lab turishga harakat qilishi mumkin. Boshqacha qilib aytganda, u o'z aktivlarini moliyalashtirish uchun nisbatan kamroq qarz va ko'proq o'z mablag'laridan foydalanadi. Xuddi shunday, biznes xavfi past bo'lgan firma (ya'ni, barqaror savdo va past barqaror operatsion xarajatlar), masalan, elektr ta'minoti, yuqori DFL ni qo'llab-quvvatlashi va nisbatan ko'proq qarz mablag'laridan foydalanishi mumkin. Firmalar o'zlarining DOL va DFL larini birlashtirilgan leverajning standart darajasiga moslashtirishi uchun hech qanday dalil yo'q, ammo ularning munosabatlari firma biznesi va moliyaviy risk o'rtasidagi potentsial o'zaro kelishuvni nazarda tutadi.

18.8. NAZARIYA VA AMALIYOTDAN TUSHUNCHALAR

Kombinatsiyalangan leveraj haqidagi muhokamamiz shuni ko'rsatadiki, biznes tavakkalchiligi katta bo'lgan firma o'z kapitali tarkibida kamroq qarzdan foydalanishga moyil bo'ladi, biznes xavfi kamroq bo'lgan firma esa kapital tarkibida ko'proq qarzdan foydalanishi mumkin. Moliyaviy tadqiqotchilarning nazariyalari kapital tuzilmasi qarorlariga qo'shimcha ta'sirlarni yoritib berdi.

Soliqlar va qarz bo'lmagan soliq qalqonlari

Qarz bo'yicha foizlar soliqqa tortilishi mumkin bo'lgan xarajattir, aksiyalar dividendlari esa bunday emas; dividendlar soliqdan keyingi dollarlardan to'lanadi. Bu firmalarga qarzni moliyalashtirishdan foydalanish uchun soliq imtiyozlarini beradi.

Darhaqiqat, soliqqa tortiladigan qarzning afzalliklari chegaralangan. Biznes tavakkalchiligi vaqt o'tishi bilan EBIT ning o'zgarishiga olib keladi. Bu esa firmaning kelajakdagi foiz chegirmalaridan to'liq foydalanish qobiliyatiga nisbatan noaniqlikka olib kelishi mumkin. Misol uchun, agar firma manfiy yoki nol operatsion daromadga ega bo'lsa, foizlarni chegirib tashlash kam yordam beradi. Bu faqat soliqdan oldingi yo'qotishlarni kattalashtiradi. Pastroq soliq stavkalaridagi firmalar yuqori soliq stavkalaridagi firmalarga qaraganda qarz olish uchun kamroq soliq imtiyozlariga ega.

Bundan tashqari, firmalar foizlardan tashqari soliqqa tortiladigan boshqa xarajatlarga ham ega. Har xil naqd va naqd pulsiz xarajatlar, masalan, amortizatsiya, ilmiy-tadqiqot va reklama xarajatlari operatsion daromadni kamaytirishi mumkin. Shunday qilib, qarzning soliqqa tortilishi katta bo'lmagan soliq qalqonlariga ega bo'lgan firmalar uchun ahamiyatsiz bo'lib qoladi. AQSH hukumati tomonidan xorijiy hukumatlarga soliq to'lovchi firmalarga beriladigan xorijiy soliq imtiyozlari ham foizlarni chegirib tashlashning ta'sirini kamaytiradi.

Bankrotlik xarajatlari

Kapital tarkibidagi qarzning asosiy kamchiligi uning foizlar va asosiy qarzni o'z vaqtida to'lash bo'yicha qonuniy talabidir. Qarz / jami aktivlar nisbati oshgani sayin yoki daromadlar o'zgaruvchan bo'lsa, firma qo'shimcha xavfni qoplash uchun yuqori rentabellikni talab qiladigan obligatsiya investorlari tomonidan yuqoriga ko'tariladigan yuqori qarz xarajatlariga duch keladi.

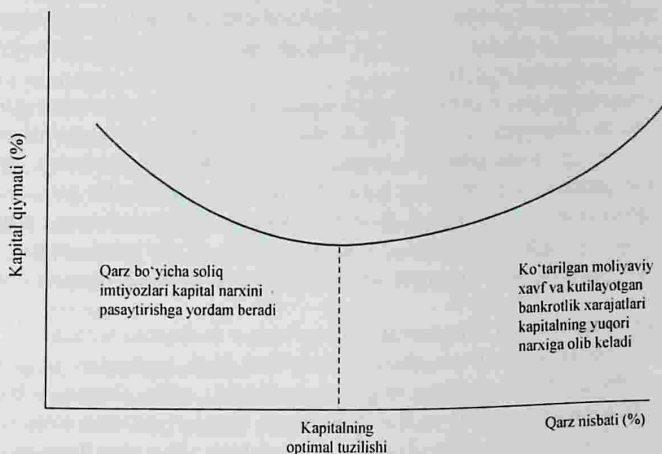
Ratsional bozor levered firma uchun bankrotlik ehtimoli va unga bog'liq xarajatlarni baholaydi. Bankrotlik bilan bog'liq xarajatlarga yuridik va buxgalteriya yig'implari va sud xarajatlari kabi aniq xarajatlar, shuningdek, bankrotlikning oldini olish va undan qutulishda boshqaruv vaqtidan va ko'nikmalaridan foydalanish kabi yashirin xarajatlar kiradi. Firmaning mahsulotlarini sotish va yaxshi odamlarni xodimlarda ushlab turish, firma bankrotlikka yaqinlashganda qiyin. Samarali bozor kutilayotgan bankrotlik xarajatlarining joriy qiymatini baholaydi va shunga mos ravishda firma qiymatini kamaytiradi.

Statik almashinuv gipotezasi shuni ko'rsatadiki, firmalar qarzning afzalliklarini (uning arzonligi va foizlarning soliqqa tortilishi) uning kamchiliklari (bankrotlik ehtimoli va aniq va yashirin bankrotlik xarajatlarining qiymati) bilan muvozanatlashadi. Bu **18.8-rasmda** ko'rsatilgan. Qarzning past darajasida qarzdan ko'proq foydalanish foydalidir. Chunki qarzning past narxi kapitalning o'rtacha og'irlikdagi qiymatini (WACC) pasaytiradi va firma qiymatini oshiradi. Biroq, kapitalning optimal tuzilmasi darajasidan tashqari qarzning keyingi o'sishi firma qiymatini pasaytiradi, chunki investorlar bankrotlik xarajatlarining oshishi haqidagi tasavvurlari qo'shimcha qarzning soliq imtiyozlaridan ustun turadi.

10-bobda muhokama qilingan obligatsiyalar reytingi sarmoyadorlar va menejerlarga kapital tuzilmasiga qarzni oshirish xavfini baholashda yordam beradi. Tadqiqotlar shuni ko'rsatdiki, kompaniyaning obligatsiyalar reytingi pasayganligi sababli moliyaviy tanglik va bankrotlik ehtimoli ko'tariladi. Ba'zi firmalar o'zlarining obligatsiyalar reytingini kapital tuzilmasi qarorlari uchun qo'llanma sifatida ishlatishadi; masalan, qarzni "A" obligatsiyalar reytingiga mos keladigan darajada ushlab turish. Moliyaviy moslashuvchanlikni saqlab qolish uchun firmalar maqsadli qarz reytingini saqlab qolish uchun qarz nisbatlarini zarur bo'lganidan pastroq tutishlari mumkin. Shunday qilib, agar ular qo'shimcha qarz olishlari kerak bo'lsa, ular buni qilishlari va hali ham o'zlarining istalgan reytingini saqlab qolishlari mumkin.

18.7-jadvalda AQSH firmalari o'rtasida yuqori darajadagi qarz reytinglarining pasayishi ko'rsatilgan. 1980-yilda yuqori darajadagi qarzga ega bo'lgan firmalarning 50 foizi A yoki undan yuqori reytingga ega edi. 1999-yilda, yaxshi iqtisodiy davrda, firmalarning atigi 18 foizi A yoki undan yuqori reytingga ega bo'ldi. 2006-yilga kelib bu ulush 11 foizgacha pasaydi. Bu past baholi masalalarga tekshiri ta'sir ko'rsatadi; keraksiz obligatsiyalar ulushi (BB yoki undan pastroq) 1980-yildagi 32 foizdan 2006-yilda 71 foizgacha ko'tarildi. Kredit sifatining pasa-

yishiga bir qancha omillar sabab bo'lish mumkin, jumladan, ko'proq xavf-xatarga chidamli investorlar, ko'proq xavf-xatarni qabul qiluvchi korporativ menejerlar va bankrotlik xarajatlarining pastligi. 2016-yilda faqat ikkita AQSH korporatsiyasi AAA reytingiga ega edi: Johnson & Johnson va Microsoft.



18.8-rasm. Statik almashish gipotezasi: kapitalning o'rtacha qiymati va qarz nisbati.

18.7-jadval

AQSH sanoat qarzдорlik reytinglarining taqsimlanishi

Reyting	1980-yilda reytingga ega bo'lgan firmalar ulushi	1999-yilda reytingga ega bo'lgan firmalar ulushi	2006-yilda reytingga ega bo'lgan firmalar ulushi
AAA/AA	17	5	2
A	33	13	9
BBB	18	20	18
BB	22	24	25
B	7	32	42
CCC/D	3	6	4

Agentlik xarajatlari

13-bobdan bilamizki, agentlik xarajatlari korporativ menejerlarga ularning ixtiyorini cheklash uchun qo'yilgan cheklovlardir. Ular investorlar va boshqaruv o'rtasidagi ishonchsizlik narxini o'Ichaydilar. Obligatsiyalar egalarini himoya qilish uchun shartnomalar firmadan minimal likvidlik darajasini saqlab qolishni talab qilishi mumkin yoki ular kelajakdagi qarzlarni, bo'lajak dividend to'lovlarini yoki moliyaviy qayta qurishning muayyan shakllarini cheklashi mumkin. Agentlik xarajatlari aniq xarajatlar shaklida bo'lishi mumkin, masalan, firma moliyasini davriy ravishda tekshirish talabi.

Firma aksiyadorlari uchun ortiqcha shartnomalar va boshqaruvning ixtiyoriga aralashuvi firmalarni Qo'shma Shtatlardagi ortiqcha qarzlardan qochishga olib kelishi mumkin. Boshqacha qilib aytadigan bo'lsak, agentlik xarajatlari darajasi va firma qarzleri o'rtasidagi bog'liqlik **18.8-rasmdagi** bankrotlik xarajatlari va firma qarzi bilan bog'liq bo'ladi. Bankrotlik va agentlik xarajatlarining birgalikdagi ta'siri, agar agentlik xarajatlari nolga teng bo'lsa, to'g'ri keladigan darajadan pastroq bo'lgan firma uchun qarzni moliyalashtirishning maqbul darajasini pasaytiradi.

AQSHdan tashqari kompaniyalar uchun vaziyat boshqacha bo'lishi mumkin. Agentlik xarajatlari turli buxgalteriya tamoyillari, bank tuzilmalari va qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi qonun va qoidalar natijasida milliy chegaralar bo'ylab farq qilishi mumkin. AQSH va Buyuk Britaniya firmalari nisbatan ko'proq qarz mablag'laridan foydalanadigan Fransiya, Germaniya va Yaponiya firmalariga qaraganda ko'proq o'z mablag'larini moliyalashtirishdan foydalanadilar. Ba'zilar bu ko'rinib turgan farqlarni mamlakatlar bo'ylab kapital va qarz agentliklari xarajatlaridagi farqlar bilan izohlash mumkinligini ta'kidlaydilar. Masalan, AQSH va Buyuk Britaniyada o'z kapitalining agentlik xarajatlari pastroq ko'rinadi. Bu mamlakatlarda buxgalteriya hisobi tizimi boshqa mamlakatlarga qaraganda ancha aniqroq, audit standartlari yuqori. Dividendlar va moliyaviy hisobotlar aksiyadorlarga tez-tez taqsimlanadi, bu esa aksiyadorlarga boshqaruvni osonroq kuzatish imkonini beradi.

Boshqa tomondan, Germaniya, Fransiya va Yaponiyada kreditlash uchun agentlik xarajatlarini kamaytirishi mumkin bo'lgan qarzni moliyalashtirish tizimlari mavjud. Bu mamlakatlarda bank korporatsiyaning ulushini ushlab turishi, korporatsiyaning qarzga bo'lgan ehtiyojlarining asosiy qismini qondirishi va korporativ direktorlar kengashida vakillikka ega bo'lishi mumkin. Korporatsiyalar boshqa kompaniyalarning aksiyalariga ega bo'lishlari va boshqa kompaniyalar kengashida vakillari bo'lishi mumkin. Kompaniyalar tez-tez banklar guruhlar va boshqa yirik korporatsiyalardan moliyaviy maslahatlar oladilar, ular bilan o'zaro bog'langan direksiya mavjud. Ushbu institutsional chora-tadbirlar qarzning monitoringi va agentlik xarajatlarini kamaytiradi. Shunday qilib, qarz koeffitsiyentlari Fransiya, Germaniya va Yaponiyada yuqori.

Firma aktivlari va uning moliyalashtirish siyosati

Firmalar aktivlari tuzilmalari va kapital tuzilmalari agentlik va bankrotlik xarajatlari tufayli o'zaro bog'liqdir. Dalillar shuni ko'rsatadiki, qo'zg'aluvchan, moddiy aktivlarga ega bo'lgan firmalar (ya'ni, boshqa firma tomonidan osongina sotilishi va ishlatilishi mumkin bo'lgan aktivlar, masalan, temir yo'l vagonlari yoki avtomobillar) ko'plab nomoddiy aktivlarga ega bo'lgan firmalarga qaraganda ko'proq qarz mablag'laridan foydalanadi. Nomoddiy aktivlarga o'sish imkoniyatlari, firmaning ilmiy-tadqiqot ishlarining qiymati va katta reklama xarajatlari orqali yaratilgan va qo'llab-quvvatlanadigan mijozlarning sodiqligi kiradi.

Agentlik xarajatlari va bankrotlik xarajatlari moddiy aktivlarga investitsiyalarni moliyalashtirish uchun yengilroq yuklarni keltirib chiqaradi. Kreditor jismoniy zavod va jihozlar kabi moddiy aktivlardan foydalanishni osonroq kuzatishi mumkin. Yaxshi ishlab chiqilgan buxgalteriya qoidalari bunday aktivlar qiymatini kuzatish usullarini boshqaradi. Bundan tashqari, moddiy aktivlar sotilishi va qayta ishlatilishi mumkin va ular moliyaviy tanglik davridan keyin ham barcha qiymatini yo'qotmaydi. Qiymati asosan firma ichida joylashgan nomoddiy aktivlar uchun bunday bo'lmashligi mumkin.

Peking tartibi gipotezasi

Firmalarning kapital tuzilmasi qarorlari bo'yicha bir nuqtayi nazar korporatsiyalar vaqt o'tishi bilan qanday qilib mablag' to'plashi haqidagi takroriy kuzatuvlarga asoslanadi. Bu nuqtayi nazar ortidagi nazariya rahbariyat moliyaviy bozorga qaraganda firma va uning imkoniyatlari haqida ko'proq bilishiga asoslanadi va menejment aksiya bahosi tushkunlikka tushganda aksiyalarni chiqarishga majbur bo'lishni istamaydi, degan ishonchga asoslanadi.

Dalillar shuni ko'rsatadiki, korporatsiyalar o'sish va kapitalni byudjetlashtirish loyihalarini moliyalashtirish uchun asosan taqsimlanmagan daromadlarga qo'shimchalarga tayanadi. Agar ular tashqi moliyalashtirishga muhtoj bo'lsa, firmalar birinchi navbatda qarz chiqaradilar, chunki bu investorga kapitalga qaraganda kamroq xavf tug'diradi va korporatsiyaga kamroq xarajat qiladi. Agar firma o'zining qarz qobiliyatiga yaqinlashsa, u oddiy aksiyalarga nisbatan konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar kabi gibrid qimmatli qog'ozlarni afzal ko'rishi mumkin. Oxirgi chora sifatida firma umumiy aksiyalarni chiqaradi. Shunday qilib, firma vaqt o'tishi bilan ma'lum bir maqsadli qarz / o'z mablag'lari nisbatini saqlab qolish maqsadini emas, balki moliyalashtirishning "talab qilish tartibi"ga ega.

Ushbu peking tartibi gipotezasiga ko'ra, moliyaviy nazariya firmalarning optimal qarz / kapital nisbatlariga ega emasligini anglatadi. Buning o'rni, ular eng avvalo ichki kapitalni (taqsimlanmagan foyda) tugatib, oxirgi chora sifatida tashqi kapitalga (oddiy aksiyalarning yangi emissiyasi) murojaat qilib, o'zlashtirish tartibiga rioya qilishadi. Kuzatilgan qarz koeffitsiyentlari firmaning vaqt o'tishi bilan tashqi moliyalashtirishdan foydalanishga bo'lgan ehtiyojining umumiy natijasini

ifodalaydi va o'sishning birgalikdagi ta'sirini, jozibador investitsiya imkoniyatlarini va dividend siyosatini aks ettiradi.

Peking tartibi gipotezasiga ko'ra, yuqori rentabellikka ega bo'lgan firmalarning qarz koeffitsiyentlari pastroq bo'lishi kerak, chunki bu firmalarning taqsimlanmagan daromadga qo'shilishi ularning qarz olishga bo'lgan ehtiyojini kamaytiradi. Statik savdo gipotezasiga ko'ra, yuqori rentabellikka ega bo'lgan firmaning bankrotlik ehtimoli past bo'lishi va yuqori soliq stavkasi bo'lishi kerak, bu esa yuqori qarz nisbatlariga olib keladi. Ko'pgina empirik dalillar bu ziddiyatni peking tartibi gipotezasi foydasiga hal qiladi. Tadqiqotlar shuni ko'rsatadiki, ko'proq daromadli firmalar qarz nisbati pastroq bo'ladi.

Bozor vaqti

Peking order gipotezasiga o'xshab, bu istiqbol firmalarning amalda qanday mablag' yig'ishini kuzatishga asoslanadi. Bozor vaqtini aniqlash gipotezasi shuni ko'rsatadiki, firmalar qimmatli qog'ozlar bozorini qimmatli qog'ozlar narxi yuqori bo'lganda emissiya qilish va aksiya qiymati past bo'lganda aksiyalarni qaytarib sotib olish yo'li bilan amalga oshiradilar. Firmalar bozor tomonidan kutilayotgan daromadlar haddan tashqari optimistik bo'lgan taqdirda aksiyalarni chiqarishni afzal ko'rishadi. Menejerlar o'z aksiyalarining ortiqcha baholanishi va kam baholanishi aksiyalarni chiqarishda muhim ahamiyatga ega ekanligini tan oladilar. Tadqiqotchilarning ta'kidlashicha, firmalar qimmatli qog'ozlar bozorining vaqtini aniqlashga urinishda aksiyalarni chiqarish yoki qayta sotib olishdan keyin firmani avvalgi kapital tuzilmasiga qaytarmaydi. To'g'rirog'i, past leverajli firmalar qimmatli qog'ozlar bozori qiymati yuqori bo'lganida, balansda mablag' to'plashda muvaffaqiyat qozongan firmalardir. Yuqori daromadli firmalar, o'rtacha, ularning qimmatli qog'ozlar bozor qiymati past bo'lgan paytda mablag' jalb qilganlar.

Ushbu bobda avval aytib o'tilganidek, 2012–2016-yillarda bo'lgani kabi, foiz stavkalari past deb hisoblanganda, firmalar qarzdan nisbatan foydalanishni oshirish orqali foiz stavkalarini vaqtini belgilashlari mumkin.

Buyurtma va bozor vaqtini belgilash gipotezalarining aniq ma'nosi shundaki, firma kapitalning optimal tuzilishiga ega emas. Bu kapital qiymatini hisoblash va kapitalni byudjetlashtirish loyihalarini baholashda foydalanish uchun qanday ma'noga ega? Javob deyarli yo'q. Eslatib o'tamiz, WACC firmaning o'rtacha xavf kapitalini byudjetlashtirish loyihalarini bo'yicha minimal talab qilinadigan daromadni ifodalaydi. Maqsadli kapital tuzilmasining og'irliklari rahbariyatning kapital tuzilmasi haqidagi taassurotini aks ettiradi, bu uzoq muddatda barqaror bo'lib, vaqt o'tishi bilan moliyaviy moslashuvchanlikni ta'minlaydi. Maqsadli tuzilma va joriy moliyalashtirish xarajatlaridan foydalanib, boshqaruv kapitalning o'rtacha og'irlikdagi qiymatini hisoblashi mumkin. Kapitalni hisoblash qiymati eng muhim hisoblanadi; agar firma o'z kapitalini byudjetlashtirish loyihalarini bo'yicha tegishli daromad ololmasa, aksiyadorlarning boyligi va firma qiymati pasayadi.

Nazariy nuqtayi nazar to'g'ri bo'lishi mumkin bo'lgan noaniqlikning bir qismi "oddii vanil" qarz va kapitaldan tashqari kapital tuzilmasini tanlashdan kelib chiqadi. Firmalar ko'p sonli moliyalashtirish turlarini ishlab chiqdilar, biz bu haqda keyinroq muhokama qilamiz.

Qarz va kapitaldan tashqari

Bright Wall Street investitsiya banklari ko'plab turdagi emitentlar va investorlarning ehtiyojlarini qondirish uchun yangi va turli xil vositalarni bozorga chiqarishga urinishda ushbu ikki mavzu bo'yicha ko'plab o'zgarishlarni kiritdilar. Bugungi kunda firmalar biz 10-bobda ko'rganimizdek, turli xil xavfsizlik masalalari orasidan tanlashlari mumkin. Binobarin, ko'pgina firmalar o'z balanslarida bir nechta qarz va kapital qatlamlariga ega.

Qarzni kapitalga ayirboshlashi, uning muddati kompaniyaning xohishiga ko'ra uzaytirilishi yoki qisqartirilishi mumkin. Qarz masalalari yuqori yoki boshqa qarz masalalariga bo'ysunishi mumkin. Kupon foiz stavkalari sobit bo'lishi, boshqa foiz stavkalari bilan birga yuqoriga yoki pastga tushishi yoki tovar narxiga indekslanishi mumkin. Ba'zi obligatsiyalar uchun foizlar to'lanmaydi. Korporatsiyalar AQSHda yoki chet elda obligatsiyalar chiqarishi mumkin. Obligatsiyalar yakka o'zi yoki obligatsiyalar investoriga vaqt o'tishi bilan oldindan belgilangan narxlarda oddiy aksiyalarning aksiyalarini sotib olish imkonini beruvchi kafolatlar bilan sotilishi mumkin.

Xuddi shunday, kapital o'zgarishlari ham mavjud. Imtiyozli aksiya obligatsiya egasining da'vosidan kichikroq bo'lgan, ammo oddiy aksiyadorning da'vosidan yuqori bo'lgan firmaga da'voga ega. Imtiyozli aksiyalar qat'iy yoki o'zgaruvchan stavkada dividendlar to'lashi mumkin.

Hatto oddiy aksiyalarning turlari ham farq qilishi mumkin. Firmalar umumiy kapitalning turli sinflariga ega bo'lishadi. Ba'zi sinflar egalari yuqori darajadagi dividend daromadlarini taqdim etishi mumkin. Ba'zi sinflar ustun ovoz berish huquqiga ega bo'lishadi. Bunday firmalarga misol sifatida Google, Facebook, Ford Motor Company va Visa kiradi. Firmalar sotib olishni moliyalashtirish uchun o'z kapitalining alohida sinflarini chiqaradilar, ular sotib olingan firma daromadlarining bir qismini ushbu alohida toifadagi aksiya egalari dividendlar sifatida taqsimlaydilar. General Motors kompaniyasida ham shunday bo'lgan. U 1980-yillarda EDS ni sotib olishni moliyalashtirish uchun E sinfidagi aksiyalarini chiqargan. E toifasidagi aksiyalar bo'yicha dividendlar EDS shu'ba korxonasi-ni daromadlari bilan belgilanadi.

Qarz va kapitalning barcha bu o'zgarishlari firmaga qimmatli moslashuvchanlikni beradi. Korporativ moliyaviy menejerlarning xavfsizlik muammosining tuzilishi bo'yicha qarorlari hozir qiyinroq bo'lishi mumkin, ammo bu tanlovlar ularga kapital narxini pasaytirish va firma qiymatini oshirish imkonini beradi.

Moliyaviy strategiya bo'yicha ko'rsatmalar

Biz juda ko'p zamin va ko'p tortishuvlarni qamrab oldik. Keling, ushbu mu-nozaralarning amaliy natijalarini umumlashtiramiz, nazariya va real dunyo dalil-larining firma kapital tuzilmasi qarorlariga ta'sirini sanab o'tamiz.

Xuddi shu sohadagi biznes riski firmalari bir xil biznes risklariga duch ke-lishadi. Ko'pgina moliyaviy menejerlar o'zlarining moliyaviy strategiyalari mos yoki yo'qligini aniqlash uchun raqobatchilarning kapital tuzilmalarini o'rganish-larini tan olishadi. Firmaning DOL qiymati u chiqarishi mumkin bo'lgan qarz miqdoriga ta'sir qiladi. Yuqori o'zgaruvchan EBIT ga ega bo'lgan firmalar katta miqdordagi qarzlarni chiqarishga qodir emas, chunki yuqori biznes va moliyaviy tavakkalchilikning birgalikdagi ta'siri firmaning kelajagini xavf ostiga qo'yishi mumkin. Umuman olganda, EBIT ning katta o'zgaruvchanligi firmaning qarzga bog'liqligini kamaytiradi.

Soliqlar va qarz bo'lmagan soliq qalqonlari Amaldagi soliq qoidalariga ko'ra, qarz foizlarini chegirish qarz foydasiga kuchli ta'sir ko'rsatadi. Qarzni moliya-lashtirish uchun soliq imtiyozlari kamayishi mumkin, chunki firma amortizatsiya xarajatlari, ilmiy-tadqiqot va katta reklama xarajatlari kabi qarzsiz soliq qalqonla-rini to'playdi.

Moddiy va nomoddiy aktivlar aralashmasi agentligi xarajatlari va bankrotlik xarajatlar katta miqdordagi nomoddiy aktivlarga ega bo'lgan firmalar uchun mo-liyaviy muqobil sifatida qarzni kamroq jozibador qiladi, masalan, yaxshi niyat, mijozlarning sodiqligi, ilmiy-tadqiqot va rivojlanish imkoniyatlari.

Moliyaviy moslashuvchanlik moliyaviy menejerlarning eng katta tashvish-laridan biri bu kapitalga kirishni saqlab qolishdir. Moliyalashtirish imkoniyati bo'lmasa, firma jozibador investitsiya imkoniyatlaridan voz kechishi yoki vaqtin-chalik naqd pul tanqisligi uni defolt chegarasiga olib kelishi mumkin. Moliyaviy moslashuvchanlikni yo'qotish, eng qat'iy obligatsiyalardan ko'ra firmani buzishi mumkin. Ba'zi firmalar moliyaviy bo'shliqni yoki foydalanilmagan qarz hajmini saqlab qolish orqali moliyaviy moslashuvchanlikka intiladi. Buning usullaridan biri investitsiya darajasidagi obligatsiyalar reytingini saqlab qolish yoki katta kre-dit liniyalarini saqlab qolishdir.

Agar keraksiz bo'lsa, yo'q qilinishi mumkin bo'lgan moliyalashtirish yax-shi bo'lishi mumkin. Firma, kutilayotgan ehtiyoj davriga to'g'ri keladigan to'lov muddati bilan qarzni moliyalashtirishni tashkil qilishi mumkin. Muddatlarni mos-lashtirish uchun qarz imtiyozli aksiyalar yoki oddiy aksiyalarni moliyalashtirishga nisbatan muhim ustunlikka ega, chunki qimmatli qog'ozlar belgilangan muddatga ega emas, bu esa ularni qulay tarzda nafaqaga chiqarish imkonini beradi. Asosiy vositalarni ijaraga olish shartnomasi foydalidir, chunki ijara muddati aktivlarga bo'lgan ehtiyojning davomiyligiga to'g'ri kelishi mumkin.

Kompaniyaning nazorati oddiy aksiyadorlar dividendlar olishadi va firma us-tidan ovoz berish nazoratiga ega. Aksiyalarning qo'shimcha muammolari, ehti-

mol, har bir aksiya bo'yicha dividendlarni kamaytiradi va nazoratni susaytiradi. Agar aksiyadorlar nazorat haqida tashvishlansa, ular firmani ko'proq qarz mablag'laridan foydalanishga va kamroq tashqi kapital moliyalashtirishga majbur qilishlari mumkin.

Daromadlilik o'rtacha rentabellikdan yuqori bo'lgan firmalar kapitalni byudjetlashtirish loyihalarini moliyalashtirish uchun ichki kapitalga tayanib, flotatsiya xarajatlarini va cheklovchi qarz shartlarini kamaytirishi mumkin. Ko'proq daromadli firmalar kamroq qarz mablag'laridan foydalanadilar.

Moliyaviy bozor sharoitlari foiz stavkalari davriy past darajaga yaqin bo'lganda, ayniqsa iqtisodchilar kelajakda stavkalarining oshishini bashorat qilsalar, kompaniya qarz chiqarish orqali o'zining moliyalashtirish xarajatlarini minimallashtirishi mumkin. Xuddi shunday, qimmatli qog'ozlar narxi tushkunlikka tushgandan ko'ra yuqori bo'lganida aksiyalarni chiqarish foydalidir.

Boshqaruvning qarz va riskka munosabati bog'lanishga kelganda, bu odamlar, ya'ni boshqaruv jamoasi moliyalashtirish siyosati to'g'risida qaror qabul qiladi. Ba'zi boshqaruv guruhlar ko'proq konservativ va qarz berishda ikkilanishlari; boshqalar tajovuzkor va firmaning moliyaviy ta'sirini oshirishga tayyor bo'lishi mumkin. Ularning qarorlari va firmaning moliyaviy kelajagi haqidagi taxminlari firma kapitali tuzilishiga ta'sir qiladi.

MASHG'ULOTLAR

1. AQ&Q EBIT 2 million dollarni, jami aktivlari 10 million dollarni, aksiyadorlarning kapitali 4 million dollarni va soliqlardan oldingi foiz xarajatlari 10 foizni tashkil qiladi.

a. AQ&Q ning EBITning befarqlik darajasi qanday?

b. Hozirgi vaziyatni hisobga olgan holda, u qarzdan foydalanishni ko'paytirish yoki kamaytirishdan foyda ko'rishi mumkinmi? Tushuntiring.

c. Aytaylik, AQ&Q ning o'rtacha soliq stavkasi 40 foizni tashkil qiladi. Bu (a) va (b) ga javoblaringizga qanday ta'sir qiladi?

2. URA Incorporated kompaniyasining operatsion daromadi 5 million dollar, jami aktivlari 45 million dollar, to'lanmagan qarzi 20 million dollar va yillik foiz xarajati 3 million dollar.

a. URA ning EBIT ning befarqlik darajasi qanday?

b. Hozirgi vaziyatni hisobga olgan holda, URA qarzdan foydalanishni ko'paytirish yoki kamaytirishdan foyda ko'rishi mumkinmi? Tushuntiring.

c. Aytaylik, bashorat qilingan sof daromad kelgusi yilda 4 million dollarni tashkil etadi. Agar u 40 foizlik o'rtacha soliq stavkasiga ega bo'lsa, uning foizlar

va soliqlardan oldingi daromad (EBIT) kutilayotgan darajasi qanday bo'ladi? Bu prognoz javobingizni (b) ga o'zgartiradimi?

3. Stern's Stews Inc yangi kapital tuzilishini ko'rib chiqmoqda. Uning joriy va taklif etilayotgan kapital tuzilmalari quyidagilardan iborat:

	Hozirgi	Taklif etilgan
Jami aktivlar	150 dollar million	150 dollar million
Qarz	25 million	100 million
Kapital	125 million	50 million
Oddiy aksiyalar narxi	50 dollar	50 dollar
Aksiyalar soni	2 500 000	1 000 000
Stavka foizi	12%	12%

Stern's Stews Prezidenti kelgusi yilgi EBIT 20 million dollar bo'lishini kutmoqda, ammo u 25 foizga yuqori yoki pastroq bo'lishi mumkin. Soliqlarni e'tiborsiz qoldirib, EBIT/Eps tahlilini o'tkazing. Foizlar va soliqlar oldidagi daromadlarning farqlik darajasi qanday? Stern's Stews kapital tuzilishini o'zgartirishi kerakmi? Nega?

4. Faulkner's Fine Fries Inc. (FFF) qarz yukini kamaytirish haqida o'ylamoqda. Quyidagi kapital tuzilmasi ma'lumotlarini va kelgusi yilda 50 million dollar (ortiqcha yoki minus 10 foiz) kutilayotgan EBIT ni hisobga olgan holda, FFF o'z kapital tarkibini o'zgartirishi kerakmi?

	Hozirgi	Taklif etilgan
Jami aktivlar	\$750 million	\$750 million
Qarz	450 million	300 million
Kapital	300 million	450 million
Oddiy aksiyalar narxi	\$30	\$30
Aksiyalar soni	10,000,000	15,000,000
Stavka foizi	12%	12%

5. 4-muammoni qayta bajaring, agar kapital tuzilmasi kamroq leverajli bo'lsa, qarz olish qiymati 10 foizga va oddiy aksiyalar narxi 40 dollarga teng bo'ladi.

6. Firmaning savdosi 10 million dollar, o'zgaruvchan xarajatlar 4 million dollar, doimiy xarajatlar 1,5 million dollar, foiz xarajatlari 2 million dollar va o'rta 30 foiz soliq stavkasi mavjud.

- Uning DOL, DFL va DCL larini hisoblang.
- Kelgusi yilda sotuvlar 10 foizga oshsa, EBIT va sof daromadning kutilayotgan darajasi qanday bo'ladi?
- Kelgusi yilgi savdolar 20 foizga tushib qolsa, kutilayotgan EBIT va sof daromad qanday bo'ladi?

7. Quyida, Genatron Manufacturing Corporation kompaniyasining 2016- va 2017-yillardagi daromadlari to'g'risidagi hisoboti:

Daromad	2016-yil	2017-yil
Net savdo	1 300 000 dollar	1 500 000 dollar
Sotilgan mahsulot tannarxi	780 000	900 000
Umumiy daromad	520 000 dollar	600 000 dollar
Umumiy va ma'muriy xarajatlar	150 000	150 000
Marketing xarajatlar	130 000	150 000
Amortizatsiya	40 000	53 000
Foiz	45 000	57 000
Soliqlarni to'lashdan oldingi daromad	155 000 dollar	190 000 dollar
Daromad soliqlari	62 000	76 000
Sof daromad	93 000 dollar	114 000 dollar

Umumiy va ma'muriy xarajatlarning yarmini doimiy xarajatlar deb hisoblasak, 2016- va 2017-yillarda Genatronning DOL, DFL va DCL.

8. Nutrex korporatsiyasi WACC ni hisoblamoqchi. Uning maqsadli kapital tuzilmasining og'irligi 40 foiz uzoq muddatli qarz va 60 foiz oddiy kapitaldir. Qarzni soliqdan oldingi qiymati 10 foizni tashkil etadi va kompaniya 40 foizlik soliq stavkasiga kiradi. Hozirgi risksiz foiz stavkasi G'aznachilik veksellari bo'yicha 8 foizni tashkil etadi. Bozorda kutilayotgan daromad 13 foizni, firma aksiyalarining beta-versiyasi esa 1,8 foizni tashkil qiladi.

- Nutrex ning qarz narxi qancha?
- Qimmatli qog'ozlar bozori chizig'idan (SML) foydalanib, Nutrex ning umumiy kapitaldan kutilayotgan daromadini hisoblang.
- Soliqdan keyingi WACC ni hisoblang.

9. Quyida Genatron ishlab chiqarish korporatsiyasining 2016- va 2017-yillardagi balanslari keltirilgan.

Balanslar varaqasi	2016-yil	2017-yil
Naqd pul	50 000 dollar	40 000 dollar
Kutilgan tushim	200 000	260 000
Inventarizatsiya	450 000	500 000
Jami joriy aktivlar	700 000	800 000
Asosiy vositalar (sof)	300 000	400 000
Jami aktivlar	1 000 000 dollar	1 200 000 dollar
Bank qarz, 10%	90 000 dollar	90 000 dollar
To'lanadigan hisoblar	130 000	170 000
Kechiktirilgan to'lovlar	50 000	70 000
Jami joriy majburiyatlar	270 000 dollar	330 000 dollar
Uzoq muddat qarz, 12%	300 000	400 000
Umumiy aksiya, \$10 har biri	300 000	300 000
Kapitalning ortiqchasi	50 000	50 000
Taqsimlanmagan daromad	80 000	120 000
Jami majburiyatlar va o'z kapitali	1 000 000 dollar	1 200 000 dollar

a. Kitob qiymati og'irliklari asosida WACC ni hisoblang. Yangi qarzning soliqlardan keyingi qiymati 8,63 foiz va oddiy kapital qiymati 16,5 foizni tashkil etadi.

b. Genatronning uzoq muddatli qarzining joriy bozor qiymati 350 000 dollar-ni tashkil etadi. Oddiy aksiyalarning narxi har bir aksiya uchun 20 dollarni tashkil etadi va 30 000 aksiya muomalada. (a) dagi bozor qiymati og'irliklari va tarkibiy kapital xarajatlaridan foydalangan holda WACCni hisoblang.

c. Qarzning soliqqa tortilgunga qadar qiymati 18 foizni, kompaniya 40 foizlik daromad solig'i doirasiga kiradi va umumiy kapitalning soliqlardan keyingi qiymati 21 foizni tashkil etsa, WACCni balans qiymati va bozor qiymati og'irliklari asosida qayta hisoblang.

10. u Basic Biotech Corporation o'zining WACC ni aniqlamoqchi. Uning maqsadli kapital tuzilmasining og'irligi 50 foiz uzoq muddatli qarz va 50 foiz oddiy kapitaldir. Qarzning soliqlardan oldingi qiymati 10 foizni tashkil etadi va kompaniya 30 foizlik soliq stavkasida. Hozirgi risksiz foiz stavkasi G'aznachilik veksellari (DQV) bo'yicha 8 foizni tashkil etadi. Umumiy kapitalning soliqlardan keyingi qiy-

mati 14,5 foizni tashkil qiladi. Kapitalning soliqlardan keyingi o'rtacha og'irlikdagi qiymatini hisoblang.

11. Qiyinlashtirilgan muammo Qarz narxini, taqsimlanmagan foyda narxini, yangi kapital qiymatini va quyidagi firmalar uchun WACC ni hisoblash uchun turli Internet resurslari va ushbu matndagi ma'lumotlardan foydalaning: Walgreens, Microsoft va ExxonMobil. Taxminan sifatida, joriy balans qiymati koeffitsiyentlaridan ularning maqsadli kapital tuzilmasining og'irliklarini baholash sifatida foydalaning.

12. Qiyinlashtirilgan muammo Kutubxona yoki Internet resurslari orqali AT&T uchun uzoq muddatli moliyalashtirish manbalari haqida ma'lumot toping. Uning muomaladagi obligatsiyalari va aksiyalarining joriy bozor narxlarini qanday? Uning joriy bozor qiymati og'irliklarini hisoblang. Har bir moliyalashtirish manbasining narxini hisoblang va joriy bozor qiymati og'irliklari AT&Tning maqsadli kapital tarkibiga teng bo'lgan holda, kapitalning o'rtacha og'irlikdagi qiymatini hisoblang.

13. Ichki o'sish sur'ati uchun 18.8-tenglamani chiqaring. S = o'tgan yilgi savdo tushumi bo'lsin; A = o'tgan yilgi jami aktivlar; D = o'tgan yilgi jami majburiyatlar; E = o'tgan yilgi aksiyadorlarning kapitali; NI/S = firmaning (ehtimol, doimiy) foyda marjasi, sof daromadning sotishga nisbati; g = firmaning kutilayotgan savdo o'sish sur'ati; va RR = firmaning (ehtimol doimiy) ushlab turish nisbati.

Sizga tanish bo'lgan ushbu belgilar va munosabatlardan foydalanib, quyidagilarni toping:

- Bu yilgi sof daromad nimaga teng bo'ladi?
- Bu yil aksiyadorlarning kapitaliga qancha qo'shiladi?
- Bu yilgi aktivlar darajasi qanday?
- O'tgan yil va joriy yil o'rtasidagi aktivlarda qanday o'zgarishlar bor?
- (d) bandida hisoblangan aktivlardagi o'zgarishlar moliyalashtirilishi kerak.

Faqat ichki moliyalashtirish mavjudligini faraz qilish; firmaning ichki o'sish sur'atini hisoblang. (Maslahat: (b) va (d) ga javoblaringizni bir-biriga teng qilib qo'ying va g uchun o'sish tezligini aniqlang.)

14. Oldingi muammoda qo'llanilgan bir xil belgidan foydalanib, firmaning qarz/kapital (D/E) nisbatini doimiy ushlab turish uchun firma tashqaridan ma'lum mablag'larni jalb qiladi deb faraz qilaylik.

- Bu yilgi sof daromad nimaga teng bo'ladi?
- Bu yil aksiyadorlarning kapitaliga qancha qo'shiladi?

c. Agar D/E nisbati o'zgaras bo'lsa, firma joriy yilda qancha tashqi qarz to'plashi mumkin?

d. Bu yilgi aktivlar darajasi qanday?

e. Bu yil va o'tgan yil o'rtasidagi aktivlarda qanday o'zgarishlar yuz berdi?

f. (e) da hisoblangan aktivlardagi o'zgarishlar moliyalashtirilishi kerak. Doimiy D/E nisbatini qabul qilib, firmaning barqaror o'sish sur'atini hisoblang. (Maslahat: (b) va (c) ga javoblaringizni qo'shing, ularni (e) yechimiga tenglashtiring va g uchun yeching.)

15. Quyida Moss and Mole Manufacturing kompaniyasining so'nggi moliyaviy hisobotlari keltirilgan:

Joriy balans (barcha raqamlar minglab)	
Jami aktivlar	192 000 dollar
Aksiyadorlar kapitali	44 000 dollar
Jami majburiyatlar	148 000 dollar
Hozirgi Daromad Bayonoti	
Savdo	260 000 dollar
Sof daromad	37 500 dollar
To'langan dividendlar	18 750 dollar

a. M&MM ning ichki o'sish sur'atini toping.

b. Ularning barqaror o'sish sur'atlarini toping.

16. Quyidagi ma'lumotlar Bagle's Biscuits moliyaviy hisobotidan olingan:

Joriy balans (barcha raqamlar millionda)	
Jami aktivlar	\$134,9
Aksiyadorlar kapitali	51,7 dollar
Jami majburiyatlar	83,2 dollar
Hozirgi daromad bayonoti	
Savdo	137,5 dollar
Sof daromad	\$8,0
To'langan dividendlar	\$3,2

- a. Baglning ichki o'sish sur'atini toping.
- b. Baglning barqaror o'sish sur'atini hisoblang.

17. Mount Lewis Copy Centers uchun 2016- va 2017-yillardagi daromadlar to'g'risidagi hisobot quyida keltirilgan. Ma'lumotlar minglab dollarlarda.

	2016-yil	2017-yil
Savdo	20 000 dollar	21 000 dollar
Sotilgan mahsulot tannarxi	10 000	10 500
Ijaralar	2500	3000
Amortizatsiya	2000	2100
EBIT	5500 dollar	5400 dollar

MUNDARIJA

III QISM. MOLIVAVIY MENEJMENT

Kirish	3
--------------	---

13-BOB. BIZNESNI TASHKIL ETISH VA MOLIVAVIY MA'LUMOTLAR

13.1. Biznes boshlash	5
13.2. Qo'shma Shtatlarda biznesni tashkil etish shakllari	7
13.3. Buxgalteriya hisobi tamoyillari	13
13.4. Daromadlar to'g'risidagi hisobot	16
13.5. Buxgalteriya balansi	18
13.6. Pul oqimlari to'g'risidagi hisobot	23
13.7. Turli kompaniyalarning moliyaviy hisobotlari	26
13.8. Firmaning maqsadi	30
13.9. Korporativ boshqaruv	36
13.10. Tashkilot sxemasida moliya	42

14-BOB. MOLIVAVIY TAHLIL VA UZOQ MUDDATLI MOLIVAVIY REJALASHTIRISH

14.1. Moliyaviy hisobot tahlili	55
14.2. Likvidlik koeffitsiyentlari va tahlili	60
14.3. Aktivlarni boshqarish koeffitsiyentlari va tahlili	63
14.4. Moliyaviy leveraj koeffitsiyentlari va tahlili	69
14.5. Rentabellik koeffitsiyentlari va tahlili	74
14.6. Bozor qiymati nisbati va tahlili	76
14.7. Nisbatlarni tahlil qilishning Dupont usuli	79
14.8. Uzoq muddatli moliyaviy rejalashtirish	83
14.9. Xarajat-hajm-foyda tahlili	88
14.10. Operatsion leveraj darajasi	91

15-BOB. AYLANMA KAPITALNI BOSHQARISH

15.1. Aylanma kapitalning ahamiyati	105
15.2. Operatsion va pul mablag'larining aylanish sikllari	108
15.3. Debitorlik qarzlariga, tovar-moddiy zaxiralarga va kreditorlik qarzlari orqali moliyalashtirishga investitsiyalar	112
15.4. Naqd pul byudjetlari	118
15.5. Joriy aktivlarni boshqarish	126
15.6. Naqd pulni olish va saqlash	138
15.7. Debitorlik qarzlarini boshqarish	142
15.8. Tovar-moddiy zaxiralarni boshqarish	148
15.9. Texnologiya va aylanma kapitalni boshqarish	150

16-BOB. QISQA MUDDATLI MOLIVAVIY REJALASHTIRISH

16.1. Aylanma mablag'larni moliyalashtirish strategiyalari	156
16.2. Qisqa muddatli moliyalashtirishga ta'sir qiluvchi omillar	164
16.3. Qisqa muddatli moliyalashtirish provayderlari	171
16.4. Bankdan tashqari qisqa muddatli moliyalashtirish manbalari	178
16.5. Qisqa muddatli moliyalashtirishning xilma-xilligi	185
16.6. Inventarizatsiyani moliyalashtirish va boshqalar kafolatlangan kreditlar	192
16.7. Qisqa muddatli moliyalashtirish qiymati	195

17-BOB. KAPITALNI BYUDJETLASHTIRISH TAHLILI

17.1. Maqsadlar, qarashlar va kapitalni byudjetlashtirish	200
17.2. Kapitalni byudjetlashtirish jarayoni	205
17.3. Kapitalni byudjetlashtirish texnikasi – sof joriy qiymat	210
17.4. Kapital byudjetlashtirish usullari – ichki foyda normasi (IRR)	214
17.5. Kapitalni byudjetlashtirish usullari – modifikatsiyalangan ichki daromad normasi (MIRR)	221

17.6. Kapitalni byudjetlashtirish usullari – rentabellik indeksi	223
17.7. Kapitalni byudjetlashtirish usullari – to'lov muddati	224
17.8. Diskontlangan naqd pul oqimi o'rtasidagi ziddiyatlar	225
17.9. Loyihaning naqd pul oqimlarini baholash	229
17.10. Boshqaruvchilarning halol ishlashi	239
17.11. Xavf-xatar bilan bog'liq omillar	241

18-BOB. KAPITALNING TUZILISHI VA KAPITAL QIYMATI

18.1. Nima uchun kapital tuzilmasini tanlash kerak?	250
18.2. Talab etiladigan daromad darajasi va kapital qiymati	254
18.3. Kapital qiymati	256
18.4. Kapitalning o'rtacha olingan qiymati	261
18.5. O'sish sur'atlarini rejalashtirish	269
18.6. EBIT/Eps tahlili	273
18.7. Operatsion va moliyaviy leverajning kombinatsiyalangan ta'siri	277
18.8. Nazariya va amaliyotdan tushunchalar	283

RONALD MELICHER, EDGAR NORTON

MOLIYAGA KIRISH

2-jild

Muharrir *T. Mirzayev*
Badiiy muharrir *D. Mulla-Axunov*
Texnik muharrir *R. Ahmedov*
Sahifalovchi *G. Ahmedova*

Noshirlik faoliyati to'g'risidagi xabarnoma
6.11.2023-yil qabul qilingan, tasdiqnoma № 156149.
Bosishga 2025-yil 26-iyunda ruxsat etildi.
Bichimi 70x100 1/16. Bosma tabog'i 19.
Adadi 50. Buyurtma № 039/O-25.

“Donishmand ziyosi” MChJ nashriyotida nashrga tayyorlandi.
Toshkent shahar, Navoiy ko'chasi, 30-uy.

“Kamalak-PRESS” MChJ bosmaxonasida chop etildi.
Toshkent shahar, Navoiy ko'chasi, 30-uy.

Ushbu xorijiy o'quv adabiyoti o'zbek tiliga ilk marotaba tarjima qilinganligi munosabati bilan nashriyot va tarjimonlar tomonidan ayrim kamchilik va xatoliklarga yo'l qo'yilgan bo'lishi mumkin. Kamchiliklarni bartaraf etish maqsadida fikr-mulohazalaringizni quyidagi manzil va telefon raqamlari orqali qabul qilamiz.

Manzil: Toshkent shahar, Navoiy ko'chasi, 30-uy.
Telefon raqami 71-244-15-53.

«DONISHMAND ZIYOSI»

ISBN 978-9910-715-95-2



9 789910 715952