

Н.Н.Шовкатов

Тошкент давлат иқтисодиёт университети

БИЗНЕС ҚИЙМАТИНИ БАҲОЛАШДА ПУЛ ОҚИМЛАРИНИ ДИСКОНТЛАШ УСУЛИДАН ФОЙДАЛАНИШ АМАЛИЁТИ ТАҲЛИЛИ

Аннотация. Замонавий ривожланиш шароитида корхоналар ишини баҳолаш учун турли хил ёндашувлар қўлланилади, бунда маълум усуллар ажратилади. Объектнинг нархи тўғрисида аниқ ва ишончли маълумот олиш учун корхоналар фаолиятини баҳолашнинг ажратилган усулларининг афзалликлари ва камчиликлари тўғрисида аниқ тасаввурга эга бўлиш зарур. Мақолада бизнесни баҳолашнинг даромадли ёндашуви муҳокама қилинади ва пул оқимларини дисконтлаш орқали корхонанинг қиймати аниқланади.

Таянч сўзлар: корхона баҳолаш, баҳолаш усуллари, пул оқимларини дисконтлаш, баҳолаш ёндашувлари, капиталлаштириш, инфляция даражаси, корхона мулки.

N.N.Shovkatov

Tashkent State University of Economics

ANALYSIS OF THE PRACTICE OF USING THE METHOD OF DISCOUNTING CASH IN EVALUATION OF BUSINESS VALUE

Abstract. In the context of modern development, different approaches are used to evaluate the performance of enterprises, with certain methods. In order to get accurate and reliable information about the cost of the object, it is necessary to have a clear idea of the advantages and disadvantages of the allocated methods of assessing the performance of enterprises. The article discusses the profitability approach of business valuation and determines the value of an enterprise by discounting cash flows.

Keywords: enterprise evaluation, evaluation methods, discounting cash flows, evaluation approaches, capitalization, inflation rate, business property

Кириш

Очиқ бозор мунособатларини ривожлантириш, мулкни давлат тасарруфидан чиқариш ва хусусийлаштириш жараёнларини тезлаштириш, ишлаб чиқариш ва хизмат кўрсатиш соҳаларида тадбиркорлик фаолиятини қўллаб-қувватлаш натижасида турли мулкчилик шаклидаги корхоналарнинг вужудга келиши баҳолаш хизматлари бозорига бўлган талабни юзага келтириди[1]. Бир вақтнинг ўзида янгидан ташкил этилаётган корхона (бизнес)ларни мулкий мажмуа сифатида қараш ва унинг активлари таркибига кирувчи мулкларни бозор қийматини баҳолашга бўлган зарурат кундан-кунга кучайиб бормоқда.

Бозор муносабатларини ривожланишининг асосий омилларидан бири рақобатбардош корхоналар фаолиятининг узоқ муддатли ривожлантириш дастурларининг асосий мақсади – маҳсулот (иш ва хизматлар) ишлаб чиқариш, иқтисодий инновацион ривожлантиришда ўз ҳиссасини ошириш ва истеъмолчилар талабини максимал қондириш билан корхоналар ўз активлари қийматини оширишга ҳаракат қилади.

Бирор бизнеснинг бозор қийматини баҳолашга бўлган қизиқиш, баҳолаш натижаси компаниянинг фаолияти тўғрисида қарор қабул қилишдаги қийматига қараб белгиланади. Баҳолаш натижаси инвестиция тўғрисида қарор қабул қилиш, қайта қуриш, бизнесни ривожлантириш режасини ишлаб чиқиш ва бошқа кўплаб ҳолатларда корxonанинг молиявий ресурсларига таъсир кўрсатадиган йўл-йўриқ бўлиши мумкин. Ўз навбатида, бизнеснинг ҳақиқий қийматини ошириш унинг эгалари интилаётган асосий мақсаддир. Шунинг учун ривожланган молиявий бозорларга эга мамлакатларда менежерлар кўпинча бизнеснинг бозор қийматини оширишга қаратилган қарорларни қабул қилишга ундайдилар.

Кўпинча, бизнесни баҳолаш масалаларига етарлича эътибор бермаслик нафақат корxonани тубдан ислоҳ қилиш заруриятини келтириб чиқаради, балки бизнесни бутунлай тўхтатиш хавфини келтириб чиқарадиган субоптимал қарорларни қабул қилишга сабаб бўлади. Корхона ва уни бошқариш қийматини баҳолаш нафақат бошқарув қарорларини қабул қилиш воситаси, балки музокаралардаги далиллар, натижада янги стратегик ташаббусларга айланади.

Шу сабабдан ҳам бизнес қийматини баҳолашнинг назарий ва амалий жиҳатдан кўриб чиқиш бугунги кунда долзарб аҳамиятга эга бўлган масалалардан бири ҳисобланади.

Адабиётлар шарҳи

Иқтисодий илмий адабиётларда бизнес қийматни баҳолашда дисконтланган пул оқимларидан фойдаланиш борасидаги илк маълумотлар ўтган асрнинг бошларидан ўрганила бошланган. 1929 йилдаги фонд бозори инқирозлари оқибатида, дисконтланган пул оқими таҳлиллари қимматли қоғозларни баҳолаш усули сифатида машҳур бўлган. Бинобарин, пул оқимларини дисконтлаш тушунчасини дастлаб, америкалик иқтисодчи, неоклассик назариячилар вакили Ирвинг Фишер (Irving Fisher) томонидан 1930 йилда чоп этилган “Фоиз назарияси” номли китобида тилга олинган. Шунингдек, кейинчалик 1938 йилда Джон Бурр Виллаем (John Burr William) томонидан чоп этилган “Инвестиция қиймати назарияси” номли илмий ишларида иқтисодий жиҳатдан батафсил ёритилган [2].

Дамодаран (A.Damodaran) ўзининг илмий ишларида “Дамодаран-инвестициялар қиймати ва хавфсизлиги ҳамда корпоратив молия таҳлили” (Damodaran on Valuation-Security analysis for Investment and Corporate Finance) номли китобида бизнесни тўғри баҳолаш моделини танлаш учун қўлланма

берилган. У бизнесни баҳолашни уч қисмга ажратди, дастлабки икки қисми дисконтланган пул оқими ва бизнесни баҳолашда энг кўп қўлланиладиган нисбий баҳолаш моделларининг энг содда кўринишини тақдим этади. Учинчи қисмда асосан бизнес қийматиға таъсир этувчи ликвидлилик, синергия, назорат, ошкоралик каби асосий омилларға эътибор қаратди. Унинг фикриға кўра, бизнесни баҳолаш учун турли хил баҳолаш моделлари мавжуд, тўғри моделни танлаш, оқилона қийматға эришиш учун, бу моделни қандай ишлатишни билиш муҳим аҳамиятға эга[3].

Замонавий корпоратив бошқарувға асосланган илмий адабиётлар муаллифи С.Элмирзаевнинг фикрича, маълум вақтдан сўнг зарур миқдордаги пул маблағларига эгалик қилиш учун корпоратив тузилма маъмурияти мавжуд пул маблағини ҳозирнинг ўзида йўналтириши лозим бўлади. Бунда қарор қабул қилишда келгусидаги пул оқимлари пул маблағларининг жорий вақтдаги қийматидан келиб чиққан ҳолда баҳолашни амалға ошириш лозим. Пул маблағларининг жорий қиймати ва келгуси қийматини баҳолаш учун профессионал баҳоловчилар пул оқимларини дисконтлаш бўйича махсус методикадан фойдаланадилар[4].

Бизнес қийматини баҳолаш ёндашувлари ҳамда усуллари бўйича фикр-мулоҳазалар Б.Ходиев, Ф.Матмуродов, К.Хомитов ва Х.Худойқулов каби олимлар ва тадқиқотчилар томонидан ҳам баён этилганлигини қайд этиш лозим. Масалан Х.Худойқулов ўзининг илмий ишида фонд бозори активларини баҳолаш механизмини такомиллаштириш масалаларини ўрганиш жараёнида “корпоратив тизимдаги компанияларнинг янги инвестиция лойиҳасини амалға оширишда қанча маблағ қайтиши, акциядорлар қанча даромад олишини молиявий активларини баҳолаш модели орқали иникланади” дейди. Дисконтланган пул оқимларнинг даромадлар усулида компанияларнинг капитал қиймати аникланади[5]. Фикримизча, корхонанинг капитал қиймати бизнес ва инвестиция қийматинининг ўртача қийматини кўрсатади. Шундан келиб чиққан ҳолда, компания қарз олишини ёки хусусий капитални оширишидан далолат беради.

Тадқиқот методологияси

Тадқиқотда бизнес қийматини баҳолашда даромадли ёндашувнинг пул оқимларини дисконтлаш усулидан фойдаланилади. Дисконтланган пул оқимларини ҳисоблаш қуйидаги формула орқали амалға оширилади[6]:

$$PV = \frac{CF_1}{1+r} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_i}{(1+r)^i} + \frac{FV}{(1+r)^n} \quad (1)$$

бу ерда PV-жорий қиймат;

CF₁- прогноз даврининг кейинги йилидаги пул оқими;

FV- прогноздан кейинги даврда корхона мулкнинг қиймати;

r -дисконт ставкаси

n- прогноз давридаги йилларнинг умумий сони.

Тадқиқот объекти сифатида мамлакатимизда фаолият олиб бораётган “Техстрой” МЧЖ танланган бўлиб, уларнинг маълумотлари асосида гуруҳлаш, қиёсий таҳлил, танлама, кузатув таҳлил усулларидан фойдаланилган ҳолда корхонинг даромадли ёндашувда бозор қиймати аниқланган. Маълумотлар тўплашда “MARQUEE” МЧЖ баҳолаш ташкилоти томонидан тайёрланган баҳолаш ҳисоботидан фойдаланилган.

Таҳлил ва натижалар

Дисконтланган пул оқими усули ёрдамида компаниянинг қийматини ҳисоблаш натижаларига таъсир кўрсатадиган асосий нуқталардан бири бу прогноз даврининг давомийлиги ҳисобланади. Қўлланиладиган усул нуқтаи назаридан, корхонанинг қиймати ўтган даврлар оқимига эмас, балки келажакдаги пул оқимларига асосланган бўлиши муҳим, шунинг учун уларни башорат қилиш керак. Аънага кўра, прогноз даври компаниянинг ўсиш суръатлари барқарорлашадиган давр сифатида қабул қилинади. Унинг давомийлиги аниқ шароитларга, баҳоланган компания фаолият кўрсатадиган саноат ва бозорнинг ўзига хос хусусиятларига боғлиқ. Амалиёт шуни кўрсатадики, бозорнинг шаффоф шароитида, барқарор бозорда, компания қийматини ҳисоблашнинг бундай даври одатда 5 йилдан 10 йилгача бўлади. Бироқ, юқори даражадаги ноаниқлик ва таваккалчилик билан тавсифланадиган ва бозор муҳити беқарор бўлган узок муддатли иқтисодий ўзгаришларни бошидан кечираётган мамлакатларда, узок муддатли прогнозларни амалга ошириш қийинлашади, шунинг учун хавфларнинг ошиб кетишига йўл қўймаслик зарур инвестиция лойиҳалари ва ҳар қандай молиявий инвестициялар учун муддатлар қисқаради. Бизнинг тадқиқотимиз объекти бўлган “Техстрой” МЧЖ иқтисодийнинг барқарор соҳасида фаолият юритаётганини ҳисобга олсак, 4 йиллик прогноз даврига эътибор қаратиш мақсадга мувофиқдир.

“Техстрой” МЧЖ молиявий-ҳўжалик фаолияти натижаларини ретроспектив таҳлил қилиш асосида биз асосий фаолият турлари бўйича ялпи даромад ва харажатлар бўйича прогноз ҳисобини тузамиз. Шу билан бирга, биз корхонага таъсир кўрсатадиган макроиқтисодий параметрларнинг мумкин бўлган ўзгаришини ҳисобга оламиз: инфляция даражаси, хорижий валюта курсининг ўзгариши, электр энергияси тарифларининг ўзгариши, бозорлардаги талаб хусусиятларининг динамикаси. Буларнинг барчаси корхонанинг молиявий-ҳўжалик фаолиятининг натижаларига ва шунинг учун пул оқимининг прогноз қилинадиган қийматига таъсир қилиш имкониятига эга. Компания бюджети, мавжуд маҳсулотлар ассортиментини, шунингдек, саноат ва бозорнинг ривожланиш истиқболлари тўғрисидаги маълумотларга асосланган даромадлар прогнози 1-жадвалда келтирилган.

1-жадвал

“Техстрой” МЧЖнинг сотишдан тушган тушум прогнози¹

Кўрсаткичлар	2014-2018 йиллар учун маълумот	Прогноз даври			
		2019 й.	2020 й.	2021 й.	2022 й.
Даромаднинг ўсиш суръати, %	3,5	4,5	3	0	3
Ускуналарни сотиш, минг сўмда	14970	15643,6	16112,9	16274,08	16274,08
Ўрнатиш ва хизмат кўрсатиш, минг сўмда	13000	13585	13992,5	14132,4	14556,4

Бозор ва унинг таркибидаги кескин ўзгаришлар натижасида компаниянинг 2018 йилдаги кўрсаткичларининг ноодатий динамикасини ҳисобга олган ҳолда, даромаднинг ретроспектив ўртача йиллик ўсиш суръати 3,5%ни ташкил этди. Ўтган йилги инертият, эҳтимол, 2019 йил давомида давом этади, лекин кейин даромадларнинг ўсиш суръатлари пасая бошлайди. Макроиктисодий прогнозларга кўра, 2020 йил иқтисодиёт учун энг қийин йил бўлишини прогноз қилаётганини инобатга олсак, бу бир қанча вақт ўтмасдан “Техстрой” МЧЖ даромадлари динамикасига ҳам таъсир қилади: 2021 йилда биз ўзгаришсиз қолишини башорат қиламиз. Бозорнинг корхоналарнинг барқарор ишлаши учун муҳимлигини ҳисобга олсак, биз даромад ва нарх бўйича эгилувчанлиги ўта паст бўлган талабнинг пасайишини кутмаймиз, лекин унинг кенгайишини кутиш мумкин эмас. 2021 йилнинг иккинчи ярмидан бошлаб инқироздан кейинги иқтисодий тикланиш прогноз қилинмоқда, бу келгуси йилда компаниянинг даромадлари ўсишининг тикланишига олиб келади.

Кейинчалик, корхона балансидаги ва унга тегишли бўлган мол-мулк тўғрисидаги ҳақиқий маълумотларга асосланиб, амортизация йиғимлари прогнозини тузамиз (2-жадвал). Бундай ҳолда, биз Молия вазирлигининг прогноз маълумотлари асосида тузилган инфляция даражасининг кутилган қийматларига асосланамиз.

2-жадвал

“Техстрой” МЧЖнинг амортизация ажратмаларининг прогнози²

Кўрсаткичлар	2014-2018 йиллар учун маълумот	Прогноз даври			
		2019 й.	2020 й.	2021 й.	2022 й.
Инфляция даражаси, %	7,1	4,8	3,6	4,0	4,0
Амортизация ажратмалари, минг сўмда	1820 (ўртача)	1880	1920	2000	2200

¹ “MARQUEE” МЧЖ баҳолаш ташкилотининг баҳолаш ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган (<https://marquee.uz/>)

² “MARQUEE” МЧЖ баҳолаш ташкилотининг баҳолаш ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган (<https://marquee.uz/>)

Шуни ёдда тутиш керакки, 2014-2018 йилларда ўртача йиллик инфляция анча юқори бўлган, чунки 2014 йилда унинг ҳақиқий даражаси 15,36%, 2012 йилда эса 16,91%ни ташкил этди. Кейинчалик 2017 йил сентябридан валюта сийёсатини либераллаштириши натижасида ушбу кўрсаткичлар кескин ўзгарди. 2018 йилда “Техстрой” МЧЖни ривожлантириш учун янги ускуналар катта миқдорда сотиб олинганлигини ҳисобга олсак, асосий воситаларни бундан буён кўпайтириш режалаштирилмаган, шунинг учун унинг ишлашининг стандарт шартларига асосланиб, у фақат баъзи соҳаларда қисман алмаштириш билан аста-секин амортизация қилинади. Шунинг учун биз амортизация тўловларининг сезиларли даражада ўсишини тахмин қиламиз.

Корхона қийматини сифатли баҳолаш учун 3-жадвалда келтирилган сотиш харажатлари прогнози ҳам муҳим аҳамиятга эга. Бундай прогноз даромад ва ҳисобланган рентабеллик ҳақидаги мавжуд қарашлар асосида амалга оширилиши мумкин.

3-жадвал

“Техстрой” МЧЖнинг реализация қилинган маҳсулот таннархининг прогнози³

Кўрсаткичлар	2014-2018 йиллар учун маълумот	Прогноз даври			
		2019 й.	2020 й.	2021 й.	2022 й.
Таннарнинг ўсиш суръати,%	3,5	3	7	0	0,5
Сотишдан даромад,%	6,1	11,5	11,5	10,0	11,5
Сотиш таннари, минг сўмда	2702	2783	2977,2	2984,2	2992,7

Сотилган товарлар таннархининг прогнози инфляция даражасининг олдиндан берилган прогноз баҳоларини ҳисобга олган ҳолда тузилади ва бозор муҳитининг эҳтимолий динамикасини ҳисобга олади. Бу даромад миқдорининг сезиларли ўсиши ва камайишини назарда тутмайди, бундан олдин берилган ва шунинг учун ҳам даромаднинг портловчи ўзгариши кутилмайди.

Сотилган маҳсулот таннархининг прогнози инфляция даражасининг илгари берилган прогнозларини ҳисобга олган ҳолда тузилади ва бозор конъюктурасининг мумкин бўлган ўзгаришини ҳисобга олади, бу даромад миқдорининг сезиларли ўсиши ва камайишини англамайди, шунинг учун даромадда ҳам катта ўзгаришлар кутилмайди.

³ “MARQUEE” МЧЖ баҳолаш ташкилотининг баҳолаш ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган (<https://marquee.uz/>)

Ниҳоят, компаниянинг бошқарув харажатларини башорат қилайлик (4-жадвал), улар ҳам ишлаб чиқариш таннархини ташкил қилади ва вақти-вақти билан бозор динамикасига мувофиқ оптималлаштирилади.

4-жадвал

“Техстрой” МЧЖнинг маъмурий харажатлари прогнози⁴

Кўрсаткичлар	2014-2018 йиллар учун маълумот	Прогноз даври			
		2019 й.	2020 й.	2021 й.	2022 й.
Маъмурий харажатлар, минг сўмда	2751,7	2391,4	2488,8	2488,8	2496,3

2020-2021 йилларда кутилаётган қийин иқтисодий вазиятни ҳисобга олиб, биз маъмурий харажатларни шу даврга қадар оптималлаштиришни башорат қилмоқдамиз ва уларни эрта камайтиришни режалаштирмоқдамиз. 2022 йилда қийин давр тугаганидан кейин маъмурий харажатлар оширилиши мумкин, бу эса тақдим этилган прогнозда акс этади.

Дисконтланган пул оқими усули билан ишлашнинг навбатдаги муҳим нуқтаси - бу ҳисоб-китоб натижаларига ва шунга мос равишда корxonанинг бутун баҳосига сезиларли таъсир кўрсатадиган дисконт ставкасини аниқлаш.

Бозор ва саноатнинг ўзига хос хусусиятларига, шунингдек иқтисодий вазиятнинг ривожланиш динамикасига асосланиб, маълум бир корхона маблағларини инвестициялашнинг умумий хавфи учун компенсацияга эътибор қаратиб, биз дисконт ставкасини аниқлаймиз[7]:

$$(1+r) = (1+r_g) * (1+\pi) * (1+r_{\text{риск}}), \quad (2)$$

бу ерда, r - дисконт ставка;

r_g - хавфсиз даромадлилик даражаси;

π -инфляция даражаси (аксарият холларда, эксперт баҳоловчи саноатдаги ўртача рентабеллик ёки муқобил инвестициялар рентабеллиги олиними мумкин).

$r_{\text{риск}}$ - хавф учун муқофот.

Ҳисоб -китобларнинг қулайлиги учун биз бутун прогноз даври учун дисконт ставкасини доимий қиймат сифатида оламиз (4 йил учун ўртача).

Қуйидаги маълумотларни 2 формулага алмаштирайлик: капитал кўйилмаларнинг муқобил варианты сифатида давлат облигациялари рентабеллигига тенг бўлган кафолатланган таваккалчилик даражаси (r_g) йиллик 6%; мавжуд прогнозларга мувофиқ инфляция даражаси (π) ҳар йили ўртача 4,1% ни ташкил қилади; ялпи тизимли хавф кўрсаткичи ($r_{\text{риск}}$) бўйича баҳоланадиган хавф муқофоти 5,1% деб баҳоланади, чунки корxonаларни

⁴ “MARQUEE” МЧЖ баҳолаш ташкилотининг баҳолаш ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган (<https://marquee.uz/>)

зарур ускуналар билан таъминлаш билан боғлиқ саноатда ишлаш хавфи юқори эмас (бу ҳам даромад прогнозига киритилган).

Шундай қилиб, таклиф қилинган параметрлар асосида ҳисобланган дисконт ставкаси қуйидагича бўлади:

$$(1+r) = (1+0,06)*(1+0.041)*(1+0,051) = 1,16,$$

яъни келажакдаги пул оқимлари йиллик 16% ставкада дисконтланади, бу бир вақтнинг ўзида маблағларнинг инфляция амортизациясини, давлат облигацияларига муқобил инвестициялар бўйича кафолатланган даромадни ололмастлигини ва тизимли инвестиция рискинни қоплайди. Айтиш жоизки, ушбу ҳисоб-китобда дисконт ставкаси капиталнинг ўртача ўртача қиймати (WACC) қийматига жуда яқин, бу 15,5% ни ташкил қилади.

Бундан ташқари, 5-жадвалда, биз олдиндан тахмин қилинган кўрсаткичларни ҳисобга олган ҳолда, прогноз даврида пул оқимларининг жорий қийматини ҳисобини тақдим этамиз.

5-жадвал

“Техстрой” МЧЖнинг пул оқимларининг жорий қийматини ҳисоблаш⁵

Кўрсаткичлар	Прогноз даври			
	2019 й.	2020 й.	2021 й.	2022 й.
Ўсиш суръатларини ҳисобга олган ҳолда маҳсулот сотишдан қутилаётган даромад, минг сўмда	29228,6	30105,4	30406,5	30830,5
Таннарх, минг сўмда	2782,9	2977,7	2977,7	2992,7
Ялпи даромад, минг сўмда	26445,7	27127,7	27428,8	27837,7
Маъмурий харажатлар, минг сўмда	2391,4	1488,8	1488,8	1496,3
Солиқлар ва фоизлар тўлангунга қадар даромад (ЕВІТ), минг сўмда	25054,3	25638,9	25940	26341,5
Даромад солиғи, минг сўмда	5261,40	5384,17	5447,40	5531,72
Соф фойда, минг сўмда	19792,90	20254,73	20492,60	20809,79
Пул оқими				
Соф фойда, минг сўмда	19792,90	20254,73	20492,60	20809,79
Амортизация, минг сўмда	1880	1920	2000	2200
Қарзсиз пул оқими, минг сўмда	22003,86	22544,73	22907,60	23473,79
Дисконт ставкаси (r)	16%	16%	16%	16%
Дисконт коэффициенти (=1/r ⁿ)	0,86207	0,74316	0,64066	0,55229
Дисконтланган пул оқими, минг сўмда	18969	16754	14676	12964
Жами дисконтланган пул оқими, минг сўмда	63364			
Корхонанинг қолдиқ қиймати, минг сўмда	247092			
Компаниянинг қолдиқ қийматининг жорий (ҳозирги) қиймати, минг сўмда	136467			
Ўз капиталининг ўртача бозор қиймати, минг сўмда	199831			

⁵ “MARQUEE” МЧЖ баҳолаш ташкилотининг баҳолаш ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган (<https://marquee.uz/>)

Шундай қилиб, корхонинг адолатли бозор қиймати прогноз давридаги даромадлар ва харажатларнинг умумий дисконтланган пул оқимидан ва корхонанинг прогноз даври охиридаги терминал (қолдик) қийматини баҳолаш санасидаги дисконтланганидан иборат.

Ушбу ҳисоб-китоб оддий кўринади ва шунинг учун бу фақат корхонанинг сотиш нархини аниқлаш нуқтасидир.

Биринчидан, унинг якуний қийматини аниқлаш учун самарали айланма маблағлар миқдори билан боғлиқ якуний тузатишлар киритиш керак бўлиши мумкин. Ушбу тузатиш корхонанинг жорий мажбуриятларини унинг жорий активларидан айириш йўли билан ҳисобланади.

Иккинчидан, ишламайдиган активлар ҳажмига тузатиш киритиш ҳам мақсадга мувофиқдир. Ахир, корхонани, айниқса йирик компания, ишлаб чиқаришда бевосита иштирок этмайдиган ва шунинг учун пул оқимини шакллантиришда ҳисобга олинмайдиган жуда катта миқдордаги активларга эга бўлиши мумкин. Бундайларнинг мавжудлиги, масалан, корпоратив ижтимоий жавобгарлик дастурини амалга ошириш доирасида компаниянинг ижтимоий вазифаларини ҳал қилиши билан боғлиқ бўлиши мумкин, бу аста - секин замонавий ривожланиш тенденцияларидан бирига айланиб бормоқда. Натижада, корхона қийматининг потенциал баҳоси кўтарилиши мумкин. Бироқ, “Техстрой” МЧЖ бундай активларга эга эмас. Шунингдек, корхонада қурилиши тугалланмаган ва илгари сотиб олинган, лекин ҳали ўрнатилмаган ускуналар мавжуд эмас, шунинг учун бу контекстда унинг қийматига ҳам ўзгартиришлар киритилмайди.

Таърифланган якуний тузатишлар асосида “Техстрой” МЧЖнинг ўртача бозор қиймати 6-жадвалда кўрсатилганидек ўзгартирилиши мумкин:

6–жадвал

“Техстрой” МЧЖнинг якуний бозор қиймати ҳисобига якуний ўзгартиришлар киритиш⁶

Тузатишлар ва ҳисобланган қийматлар	Миқдори, минг сўм
Ўз капиталининг айланма маблағларининг ортиқча ёки етишмаслигини тўғирлаш	
Керакли ўз айланма маблағлари, минг сўм	2702
Тузатишлар ва ҳисобланган қийматлар	Миқдори, минг сўм
Ҳақиқий айланма маблағ, минг сўм	26695
Ўз айланма маблағининг ортиқча бўлиши, минг сўм	23993
Ортиқча активларни тузатиш	0
Қурилиши тугалланмаган ва ўрнатилмаган ускуналар	0
“Техстрой” МЧЖ тузатилган (якуний) бозор қиймати, минг сўм	223824

⁶ “MARQUEE” МЧЖ баҳолаш ташкилотининг баҳолаш ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тайёрланган (<https://marquee.uz/>)

Шундай қилиб, “Техстрой” МЧЖнинг танланган тўрт йиллик прогноз даври ва қабул қилинган 16% дисконт ставкасини ҳисобга олган ҳолда, дисконтланган пул оқими усули ёрдамида ҳисобланган, шунингдек, охирги ўзгартиришларни ҳисобга олган ҳолда, адолатли бозор қиймати 223 миллион 824 минг сўмни ташкил этди. Ўтказилган ҳисоб-китоблар дисконтланган пул оқими усулининг мантиғи инвесторнинг манфаатларини тўлиқ ақс эттиради, деган фикрни тасдиқлайди, чунки корxonанинг қиймати кўп жиҳатдан баҳоланган корхона олиб келиши мумкин бўлган кутилаётган келажакдаги даромад билан белгиланади. Шу билан бирга, агар ҳисобланган қийматга охирги ўзгартиришлар диққат билан кўриб чиқилмаса, сотувчининг манфаатлари зарар кўриши аниқ. Бундан ташқари, корxonани сотиб олиш ва сотишнинг якуний нархи сезиларли даражада иккала томоннинг савдолашиш қобилиятига боғлиқ бўлади ва шу муносабат билан ҳисобланганидан четга чиқиши мумкин. Бизнинг фикримизча, корхона қийматини талқин қилишда ноаниқликка йўл қўймаслик ва қўшимча далилларни ишлаб чиқиш учун битим тарафлари, бир қатор вазиятларда корxonанинг баҳосини сезиларли даражада ўзгартириши мумкин бўлган ташқи шароитларни ҳисобга олишлари керак.

Хулоса ва таклифлар

Дисконтланган пул оқимлари ёрдамида бизнесни баҳолаш компаниянинг маълум бир даврдаги келажакдаги пул оқимларини башорат қилиш, шунингдек, терминал давридаги компаниянинг қийматини ҳисоблаш имконини беради. Инвестициялар нуқтаи назаридан энг мақбул бўлгани даромад усули ҳисобланади, чунки корхона қиймати активлар (бинолар, ускуналар, машиналар, моддий қадриятлар, иншоотлар) қийматини эмас, балки келажакдаги даромад оқимини баҳолашни назарда тутади.

Дисконтланган пул оқими усулининг фойдани капиталлаштириш усулидан асосий афзалликлари шундаки, дисконтланган пул оқими усули корxonани нотекис ва кўпинча салбий молиявий натижалар билан баҳолаш имконини беради.

Дисконтланган пул оқимлари усули ҳар қандай фаолиятни баҳолаш учун ишлатилиши мумкин. Шунга қарамай, ҳолисона корxonанинг бозор қийматининг энг аниқ натижасини берадиган ҳолатлар мавжуд. Ушбу усулни қўллаш маълум бир барқарор иқтисодий ривожланиш босқичидаги корxonаларни баҳолаш учун энг оқилона ҳисобланади. ДПО усули тизимли йўқотишларга дучор бўлган корxonаларни баҳолашда камроқ қўлланилади (гарчи бизнес қийматининг салбий қиймати бошқарув қарорларини қабул қилиш учун факт бўлиши мумкин). Янги ташкил этилган корxonаларни баҳолашда ушбу усулдан фойдаланганда эҳтиёд бўиш тавсия этилади, гарчи истиқболли корхона бўлса ҳам. Ретроспектив даромаднинг йўқлиги бизнеснинг келажакдаги пул оқимларини объектив равишда башорат қилишни қийинлаштиради.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати

1. O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 01.07.2019 yildagi PQ-4381-sonli “Baholash faoliyatini yanada takomillashtirish hamda past rentabelli va faoliyat yuritmayotgan davlat ishtirokidagi korxonalarni sotish mexanizmlarini soddalashtirish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi Qarori.
2. T.Arumugam “An analysis of discounted cash flow (DCF) approach to business valuation in Sri Lanka” This dissertation submitted to St Clements University as a requirement for the award of the degree of Doctor of Philosophy in Financial Management. September 2007, page 293.
3. A.Damodaran "Damodaran on Valuation-Security analysis for Investment and Corporate Finance, Wiley; 2nd edition (August 4, 2006) 704 pages.
4. Zamonaviy korporativ boshqaruv: Darslik/ S.Elmirzayev. Moliya-iqtisod. 2019 y.262 bet.
5. X.Xudoyqulov “Fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish” mavzusiga PhD dissertasiyasi. Toshkent 2018 yil, 150 b.
6. Proposed New International Valuation Standards. Exposure Draft. International Valuation Standard Council, 2020.
7. Berens Varner, Xavranek Piter M. Rukovodstvo po otsenke effektivnosti investitsiy / per. s angl. M.: INFRA-M, 2005
8. Otsenka biznesa: ucheb. posobiye / pod red. V. Ye. Yesipova, G. A. Maxovikovoy. – 3-ye izd. – SPb.: Piter, 2010. – 512 s.
9. Fransisko O.Yu., Sitnikov D. A. Avtomatizatsiya otsenki stoimosti predpriyatiy s ispolzovaniyem tradisionnix i alternativnix metodov // Nauchnoye obespecheniye innovatsionnix texnologiy proizvodstva i xraneniya selkoxozyaystvennoy i pishyevoy produkcii: sb. materialov II Vseros. nauch.-prakt. konf. molodix uchenix i aspirantov / Gosudarstvennoye nauchnoye uchrejdeniye Vserossiyskiy nauchno-issledovatel'skiy institut tabaka, maxorki i tabachnix izdeliy Rossiyskoy akademii selkoxozyaystvennix nauk. – Krasnodar, 2014. – S. 165–169.
10. Boiarko I., Paskevices A. Evaluation of the Market Value of the Enterprise with Consideration of Exogenous Factors. Business Ethics and Leadership, Volume 1, Issue 3, 2017. pp. 76-83.
11. Cooper R. Measure costs right: make the right decisions / R. Cooper, R.S. Kaplan.
12. Gryaznova A. G. Otsenka biznesa [Tekst] / A. G. Gryaznova. – M.: Finansi i statistika, 2015. – 504 s.
13. Molchan A. S., Baykenich V. Ye., Bolgarskaya A. D. Vliyaniye bednosti i maloobespechennosti grajdan na ekonomicheskuyu bezopasnost gosudarstva // Konsept. – 2015. – № 02 (fevral). – URL: <http://ekoncept.ru/2015/15027.htm>
14. Fransisko O. Yu., Zatonskaya I. V., Guselnikova A. A. Instrumentalniye metodi finansovix vichisleniy v matematicheskoy ekonomike. – Krasnodar, 2014.

15. Razmaxova A.V. Stoimost kak vajneyshiy otsenochniy pokazatel effektivnosti biznesa // Teoriya i praktika obshyestvennogo razvitiya. 2013.- № 12.
16. “MARQUEE” MCHJ baholash tashkiloti tomnidan tuzilgan hisobotlari.