



BIZNES QIYMATINI BAHOLASHDA PUL OQIMLARINI DISKONTLASH USULIDAN FOYDALANISH AMALIYOTI

THE PRACTICE OF USING THE DISCOUNTED CASH FLOW METHOD IN BUSINESS VALUATION

¹**Shovkatov Nodirjon**
Ne'matjon o'g'li

¹Toshkent davlat iqtisodiyot universiteti, "Baholash ishi va
investitsiyalar" kafedrası dotsenti v.b. PhD.

E-mail: phdshovkatov@mail.com, **Orcid:** 0000-0001-9163-2975.

Annotatsiya Annotation

Uzb. - Maqolada zamonaviy iqtisodiy rivojlanish sharoitida korxonalar qiymatini baholashda qo'llaniladigan yondashuvlar tahlil qilinadi. Xususan, daromadli yondashuv va uning asosiy usullaridan biri bo'lgan pul oqimlarini diskontlash usuli ko'rib chiqiladi.

Eng. - The article analyzes the approaches used in evaluating the value of enterprises under modern economic development conditions. In particular, it examines the income approach and one of its main methods – the Discounted Cash Flow method.

Kalit so'zlar: Keywords:

❖ *korxonani baholash, baholash usullari, pul oqimlarini diskontlash, baholash yondashuvlari, kapitallashtirish, inflyatsiya darajasi, korxona mulki.*

❖ *enterprise evaluation, evaluation methods, discounting cash flows, evaluation approaches, capitalization, inflation rate, business property.*

Kirish.

Ochiq bozor munosabatlarini rivojlantirish, mulkni davlat tasarrufidan chiqarish va xususiylashtirish jarayonlarini tezlashtirish, ishlab chiqarish va xizmat ko'rsatish sohalarida tadbirkorlik faoliyatini qo'llab-quvvatlash natijasida turli mulkchilik shaklidagi korxonalarning vujudga kelishi baholash xizmatlari bozoriga bo'lgan talabni yuzaga keltiridi [1]. Bir vaqtning o'zida yangidan tashkil etilayotgan korxona (biznes)larni mulkiy majmua sifatida qarash va uning aktivlari tarkibiga kiruvchi mulklarni bozor qiymatini baholashga bo'lgan zarurat kundan-kunga kuchayib bormoqda.

Bozor munosabatlarini rivojlanishining asosiy omillaridan biri raqobatbardosh korxonalar faoliyatining uzoq muddatli rivojlantirish dasturlarining asosiy maqsadi – mahsulot (ish va xizmatlar) ishlab chiqarish,

iqtisodiyotni innovatsion rivojlantirishda iste'molchilar talabini qondirish bilan korxonalar o'z aktivlari qiymatini oshirishga harakat qiladi.

Biror biznesning bozor qiymatini baholash natijasi kompaniyaning faoliyati to'g'risida qaror qabul qilishdagi qiymatiga qarab belgilanadi. Baholash natijalari investitsiya qarorlarini qabul qilish, qayta tashkil etish hamda biznesni rivojlantirish bo'yicha rejalashtirish jarayonida korxona moliyaviy resurslariga ta'sir etuvchi muhim omil bo'lishi mumkin. Shuning uchun rivojlangan moliyaviy bozorlarga ega mamlakatlarda menejerlar ko'pincha biznesning bozor qiymatini oshirishga qaratilgan qarorlarni qabul qilishga harakat qiladilar.

Ko'pincha, biznes qiymatini baholash jarayoniga yetarlicha e'tibor berilmasligi

suboptimal (nootimal) boshqaruv qarorlarining qabul qilinishiga olib keladi. Bu esa, o'z navbatida, nafaqat korxonani tubdan qayta tashkil etish zaruriyatini yuzaga keltiradi, balki biznes faoliyatining to'xtatilish xavfini ham oshiradi. Korxona va uning boshqaruv tizimi qiymatini baholash jarayoni esa, faqatgina boshqaruv qarorlarini asoslash vositasi sifatida emas, balki muzokaralarda asosli dalil sifatida xizmat qiluvchi hamda yangi strategik tashabbuslarni shakllantirishga xizmat qiluvchi muhim vosita hisoblanadi. Shu sababli, biznes qiymatini baholashning nazariy hamda amaliy jihatlarini o'rganish hozirgi davrda dolzarb masalalardan biri sanaladi.

Mavzuga oid adabiyotlar sharhi.

Iqtisodiy ilmiy adabiyotlarda biznes qiymatni baholashda diskontlangan pul oqimlaridan foydalanish borasidagi ilk ma'lumotlar o'tgan asrning boshlaridan o'rganila boshlangan. 1929-yildagi fond bozori inqirozlari oqibatida, diskontlangan pul oqimi tahlillari qimmatli qog'ozlarni baholash usuli sifatida mashhur bo'lgan. Binobarin, pul oqimlarini diskontlash tushunchasini dastlab, amerikalik iqtisodchi, neoklassik nazariyachilar vakili Irving Fisher tomonidan 1930-yilda chop etilgan "Foiz nazariyasi" nomli kitobida tilga olingan. Keyinchalik 1938-yilda Djon Burr Villaem tomonidan chop etilgan "Investitsiya qiymati nazariyasi" nomli ilmiy ishda pul oqimlarini diskontlash tushunchasi iqtisodiy jihatdan yoritilgan [2].

A. Damodaran tomonidan olib borilgan tadqiqotlarda biznesni baholash modelini tanlash uchun bir qator omillar, jumladan, korxonaning faoliyat sohasi, moliyaviy ma'lumotlarning mavjudligi, bozordagi raqobat muhiti va kutilayotgan naqd pul oqimlarining barqarorligi e'tiborga olinishi lozimligi ta'kidlanadi. U biznesni baholashni uch qismga ajratdi, dastlabki ikki qismi diskontlangan pul oqimi va biznesni baholashda eng ko'p qo'llaniladigan nisbiy baholash modellarining eng sodda ko'rinishini taqdim etadi. Uchinchi

qismda asosan biznes qiymatiga ta'sir etuvchi likvidlik, sinergiya, nazorat, oshkoralik kabi asosiy omillarga e'tibor qaratadi [3].

Zamonaviy korporativ boshqaruvga asoslangan ilmiy adabiyotlar muallifi S.Elmirzayevning fikricha, ma'lum vaqt oralig'idan keyin zarur pul mablag'lariga ega bo'lishni ta'minlash maqsadida, korporativ tuzilma rahbariyati mavjud moliyaviy resurslarni hozirgi bosqichda samarali tarzda yo'naltirishi zarur bo'ladi. Bunda qaror qabul qilishda kelgusidagi pul oqimlari pul mablag'larining joriy vaqtdagi qiymatidan kelib chiqqan holda baholashni amalga oshirish lozim. Pul mablag'larining joriy qiymati va kelgusi qiymatini baholash uchun professional baholovchilar pul oqimlarini diskontlash bo'yicha maxsus metodikadan foydalanadilar [4].

Biznes qiymatini baholash yondashuvlari hamda usullari bo'yicha fikr-mulohazalar B.Xodiyev, F.Matmurodov, K.Xomitov va X.Xudoyqulov kabi olimlar va tadqiqotchilar tomonidan ham bayon etilganligini qayd etish lozim. Masalan, X. Xudoyqulov o'zining ilmiy tadqiqotida fond bozori aktivlarini baholash mexanizmini takomillashtirish masalalarini o'rganar ekan, korporativ tizim doirasida amalga oshiriladigan yangi investitsiya loyihalari bo'yicha kutilayotgan pul oqimlari hajmi va aksiyadorlar uchun hosil bo'ladigan daromad miqdorini moliyaviy aktivlarni baholash modeli asosida aniqlash imkoniyati mavjudligini ta'kidlaydi [5]. Fikrimizcha, korxonaning kapital qiymati biznes va investitsiya qiymatining o'rtacha qiymatini ko'rsatadi. Mazkur holatdan kelib chiqib, kompaniya tomonidan qarz mablag'larini jalb etish yoki xususiy kapitalni ko'paytirish qarorining qabul qilinishi ehtimoli yuzaga keladi.

Tadqiqot metodologiyasi.

Maqola ishidagi muammoni o'rganish uchun tizimli tahlil, ilmiy mushohada, analiz va

sintez, induksiya va deduksiya usullaridan foydalanilgan.

Tahlil va natijalar muhokamasi.

Diskontlangan pul oqimi usuli yordamida kompaniyaning qiymatini hisoblash natijalariga ta'sir ko'rsatadigan asosiy omillardan biri bu prognoz davrining davomiyligi hisoblanadi. Qo'llaniladigan usul nuqtai nazaridan, korxonaning qiymati o'tgan davrlar oqimiga emas, balki kelajakdagi pul oqimlariga asoslangan bo'lishi muhim, shuning uchun ularni bashorat qilish murakkab hisoblanadi. An'anaga ko'ra, prognoz davri kompaniyaning o'sish sur'atlari barqarorlashadigan davr sifatida qabul qilinadi. Uning davomiyligi aniq sharoitlarga, baholangan kompaniya faoliyat ko'rsatadigan sanoat va bozorning o'ziga xos xususiyatlariga bog'liq. Amaliyot shuni ko'rsatadiki, bozorning shaffof sharoitida, barqaror bozorda, kompaniya qiymatini hisoblashning bunday davri odatda 5 yildan 10 yilgacha bo'ladi. Biroq, yuqori darajadagi noaniqlik va tavakkalchilik bilan tavsiflanadigan va bozor muhiti beqaror bo'lgan uzoq muddatli iqtisodiy o'zgarishlarni boshidan kechirayotgan mamlakatlarda prognozlarni amalga oshirish qiyinlashadi.

Diskontlangan pul oqimlari usulida ishlashning muhim bosqichlaridan biri diskont stavkasini aniqlashdir, chunki u hisob-kitob natijalariga bevosita ta'sir ko'rsatadi va natijada korxonaning umumiy qiymatini sezilarli darajada o'zgartirishi mumkin.

Diskont stavkasi aniqlanayotganda bozor va sanoatning o'ziga xos xususiyatlari, makroiqtisodiy muhitdagi o'zgarishlar, shuningdek, korxona faoliyatining investitsion xavf darajasi inobatga olinadi. Ushbu yondashuv korxona kapitalini investitsiyalash bilan bog'liq umumiy tavakkalchilik uchun zarur bo'lgan kompensatsiyani hisobga olgan holda shakllantiriladi.

Amaliyotda diskont stavkasi quyidagi formula asosida aniqlanadi:

$$(1+r) = (1+r_g) \cdot (1+\pi) \cdot (1+r_{\text{risk}}), \quad (1)$$

bu yerda, r - diskont stavka;

r_g - xavfsiz (risk-free) daromadlilik darajasi (odatda davlat obligatsiyalari rentabelligi asosida olinadi);

π - inflyatsiya darajasi;

r_{risk} - risk mukofoti.

Ushbu yondashuv kapital qiymatini hisoblashda barqaror makroiqtisodiy omillarni va subyektiv risk elementlarini uyg'unlashtirish imkonini beradi. Diskont stavkasi darajasini to'g'ri belgilash, investitsiya qarorlarining asosli va real moliyaviy baholashini ta'minlaydi.

Faraz qilaylik, "A" kompaniyasining qiymatini baholashda quyidagi parametrlar aniqlangan:

Xavfsiz daromadlilik darajasi (r_g): 5 foiz;

Inflyatsiya darajasi (π): 10 foiz;

Investitsion xavf uchun kompensatsiya (r_{risk}): 6 foiz.

Ushbu qiymatlarni yuqoridagi formulaga qo'ysak:

$$(1+r) = (1+0,05) \times (1+0,1) \times (1+0,06)$$

$$(1+r) = 1,05 \times 1,10 \times 1,06 = 1,2213$$

$$r = 1,2213 - 1 = 0,2213 \text{ yoki } 22,13 \text{ foiz}$$

Yuqoridagi hisob-kitoblarga ko'ra, "A" kompaniyasi uchun diskont stavkasi 22,13 foiz bo'lishi aniqlandi. Bu stavka kompaniyaning kelajakdagi pul oqimlarini hozirgi qiymatga keltirishda asosiy koeffitsient sifatida xizmat qiladi.

Diskont stavkasi — bu investorlar tomonidan talab qilinadigan minimal daromadlilik darajasini anglatadi va u investitsion risklar, inflyatsiya, muqobil investitsiyalar rentabelligi, shuningdek, kompaniyaning moliyaviy va operatsion barqarorligi kabi omillarni o'z ichiga oladi. Mazkur 22,13 foizlik stavka, yuqorida keltirilgan omillarni inobatga olgan holda, "A" kompaniyasiga investitsiya kiritish bilan bog'liq xavflar uchun yetarli kompensatsiya darajasi sifatida baholanadi.

Diskont stavkasi baholash modelining eng muhim parametrlardan biri bo'lib, uning aniqligi kompaniya qiymatining obyektiv aniqlanishida hal qiluvchi rol o'ynaydi. Ayniqsa, yuqori diskont stavkasi kelajakdagi pul oqimlarining hozirgi qiymatini keskin pasaytiradi, bu esa korxonaning umumiy qiymatini sun'iy ravishda kamayishiga olib keladi. Aksincha, haddan tashqari past diskont stavkasi esa kelajakdagi daromadlarni haddan tashqari yuqori baholashga olib keladi va natijada korxonaning ortiqcha (asossiz) baholanishiga sabab bo'ladi.

Shu sababli, diskont stavkasini aniqlashda faqatgina matematik yoki statistik yondashuvlar emas, balki bozor kon'yunkturasi, makroiqtisodiy muhit, inflyatsion kutilmalar, kapital qiymati, investitsion muhitning barqarorligi kabi omillar tahlil qilinishi lozim. Ayniqsa, rivojlanayotgan mamlakatlarda bu omillar keskin o'zgaruvchan bo'lgani sababli, diskont stavkasining aniqligi yanada muhim ahamiyat kasb etadi. Shunday qilib, diskont stavkasi kompaniya qiymatini aniqlashda nafaqat matematik ko'rsatkich, balki strategik qarorlar qabul qilishda asos bo'luvchi muhim iqtisodiy indikator hisoblanadi.

Xulosa va takliflar.

Diskontlangan pul oqimlari usuli orqali biznes qiymatini aniqlash kompaniyaning

kelajakdagi ma'lum vaqt oralig'idagi pul oqimlarini prognozlash imkonini beradi. Bu yondashuv investitsiyaviy tahlil nuqtai nazaridan eng maqbul hisoblanadi, chunki u korxona qiymatini mavjud moddiy aktivlar (bino-inshootlar, uskunalar, transport vositalari, moddiy boyliklar va boshqa asosiy vositalar) asosida emas, balki kutilayotgan kelajakdagi daromadlar asosida baholaydi.

Diskontlangan pul oqimlari usulining foydani kapitallashtirish usuliga nisbatan muhim afzalligi korxonada moliyaviy natijalarning notekisligi yoki hatto salbiy bo'lgan holatlarida ham baholash imkonini beradi. Ushbu yondashuv biznes faoliyatining turli shakllarini baholash uchun mos keladi.

Shu bilan birga, diskontlangan pul oqimlari usulining qo'llanilishi tizimli moliyaviy yo'qotishlarga uchragan korxonalarni baholashda cheklangan bo'lishi mumkin. Garchi, bu kabi holatlarda baholash natijasida salbiy qiymatlar aniqlansa-da, ular boshqaruv qarorlarini qabul qilishda muhim axborot manbai bo'lib xizmat qilishi mumkin.

Yangi tashkil etilgan xo'jalik yurituvchi subyektlarni baholashda diskontlangan pul oqimlari usulidan foydalanishda yetarli darajadagi retrospektiv moliyaviy ma'lumotlar mavjud bo'lmaganligi tufayli ehtimolliklar tahlili, ssenariyli modellash va boshqa qo'shimcha analitik yondashuvlardan foydalanish maqsadga muvofiq bo'ladi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati:

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 dissertatsiyasi. Toshkent 2018-yil, 150 b.