



ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ
ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

МАНСУР ПЎЛАТОВИЧ ЭШОВ

**КОРХОНАНИНГ
ФУНДАМЕНТАЛ
ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШ:
НАЗАРИЯ ВА АМАЛИЁТ**

ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ
ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

МАНСУР ПЎЛАТОВИЧ ЭШОВ

КОРХОНАНИНГ
ФУНДАМЕНТАЛ
ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШ:
НАЗАРИЯ ВА АМАЛИЁТ

(МОНОГРАФИЯ)

*Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг
90 йиллигига бағишланади.*

ТОШКЕНТ
«МАЪНАВИЯТ»
2020

УЎК: 658.01 (575.1)

КБК: 65.011.3в6

Э-70

Эшов, Мансур.

Э-70 Корхонанинг фундаментал қийматини бошқариш: назария ва амалиёт. Монография / М.Эшов. – Т.: «Маънавият», 2020. – 200 бет.

ISBN 978-9943-04-406-7

Ушбу монографияда корхоналар қийматини бошқаришнинг назарий ва илмий-услубий жиҳатлари кенг ёритилган, шунингдек, қийматни баҳолаш моделлари ва таҳлил қилиш кўрсаткичлари таснифланган, корхона фундаментал қийматини бошқариш методологиясини такомиллаштириш ва самарали бошқариш ҳамда оширишга қаратилган илмий тақлиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

Монографиядан иқтисодиётнинг барча йўналишларида таълим олаётган талабалар, магистрантлар, докторантлар, олий таълим муассасалари профессор-ўқитувчилари ва иқтисодиёт соҳасига қизиқувчи китобхонлар фойдаланишлари мумкин.

УЎК: 658.01 (575.1)

КБК: 65.011.3в6

ТАҚРИЗЧИЛАР:

Б. Беркинов, ТДИУ «Макроиқтисодиёт» кафедраси
профессори, и.ф.д.;

Н. Жумаев, иқтисод фанлари доктори, профессор.

ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ КЕНГАШИ
ҚАРОРИГА АСОСАН НАШРГА ТАВСИЯ ЭТИЛГАН.

М У Н Д А Р И Ж А

Кириш	5
-------------	---

1-БОБ. КОРХОНА ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШНИНГ НАЗАРИЙ ВА ИЛМИЙ-УСЛУБИЙ АСОСЛАРИ

1.1. Корхона қийматини бошқаришнинг моҳияти, тамойиллари ва вазифалари	8
1.2. Корхона қийматини бошқариш концепцияси ва уни амалга оширишнинг асосий механизмлари	26
1.3. Корхоналар фундаментал қийматни тавсифловчи кўрсаткичлар тизими.....	36
<i>Биринчи боб бўйича хулосалар.....</i>	<i>53</i>

2-БОБ. ЭНЕРГЕТИКА СОҲАСИ КОРХОНАЛАРИНИНГ ҲОЛАТИНИ ТАҲЛИЛ ҚИЛИШ ВА БАҲОЛАШ

2.1. Энергетика тармоғининг ривожланиш ҳолати ва унинг таркибига кирадиган корхоналар капиталлашув даражаси таҳлили.....	56
2.2. Корхонанинг молиявий фаолияти самарадорлиги унинг фунда- ментал қийматини ошириш омили сифатида	68
2.3. Пул оқимларини бошқариш шароитида оптимал капитал структурасини шакллантириш ва агрегацияланган балансни комплекс моделлаштириш	84
2.4. Молиявий фаолиятнинг корхона пул оқими ўсишига (пасайишига) таъсирини баҳолаш.....	95
<i>Иккинчи боб бўйича хулосалар.....</i>	<i>106</i>

3-БОБ. КОРХОНА ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТИНИ САМАРАЛИ БОШҚАРИШ ВА ОШИРИШ ОМИЛЛАРИ

3.1. Корхона фундаментал қийматини самарали бошқаришга таъсир этувчи омиллар.....	109
3.2. Корхона фундаментал қийматини бошқариш концепцияси ва мониторингни такомиллаштириш йўллари.....	115
3.3. Корхона фундаментал қийматини бошқариш методологиясини такомиллаштиришнинг асосий йўналишлари	124
<i>Учинчи боб бўйича хулосалар.....</i>	<i>148</i>



**4-БОБ. КОРХОНА ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТИНИ
БОШҚАРИШНИНГ САМАРАЛИ ИНСТРУМЕНТИ СИФАТИДА
ПУЛ ОҚИМЛАРИНИ ПРОГНОЗЛАШ**

4.1. Рентабеллик кўрсаткичлари ва уларнинг корхона пул оқимига таъсирини баҳолаш.....	152
4.2. Корхонанинг ўз капитали учун пул оқимини аниқлаш модели.....	162
4.3. Корхонанинг фундаментал қийматини пул оқимларини дисконтлаш усули орқали бошқариш.....	169
<i>Тўртинчи боб бўйича хулосалар.....</i>	<i>183</i>
Хулоса	185
Фойдаланилган адабиётлар рўйхати.....	190

К И Р И Ш

Жаҳон амалиётида кейинги йилларда корхоналар бошқарувига замонавий менежментнинг йўналишларидан бири – қийматни бошқариш концепциясининг кетма-кет жорий қилинишидир. Мулк эгалари (акциядорлари) даромадларининг ўсиши корхонага қўшимча киритилган қувватлар ҳажми, ёлланган ходимлар сони ёки компания айланма маблағлари миқдорига эмас, балки улар эгалик қилаётган корхона қийматининг ошишига боғлиқ. Жаҳон молиявий-иқтисодий инқирозидан кейинги даврда хорижий давлатларда корхоналарда бозор қийматини бошқаришдан, унинг фундаментал қийматини баҳолаш ва бошқариш тизимига ўтиш кузатилмоқда. Хусусан, «дунёнинг ЯИМнинг қарийб 85 фоизини ташкил этувчи АҚШ 20,5 трлн. АҚШ доллари (23,9 фоиз), Хитой 13,6 трлн. АҚШ доллари (15,9 фоиз), Япония 4,9 трлн. АҚШ доллари (5,8 фоиз) Германия 3,9 трлн. АҚШ доллари (4,7 фоиз), Буюк Британия 2,8 трлн. АҚШ доллари (3,3 фоиз), Франция 2,8 трлн. АҚШ доллари (3,2 фоиз)»¹ каби мамлакатларда қийматни бошқариш концепцияси жорий қилинмоқда. Ушбу концепция негизида корхона ресурсларидан самарали фойдаланиш ва унинг молиявий натижаларини энг юқори бўлишини таъминлаш ғояси ётади.

Дунёда корхонанинг активларини баҳолаш бўйича «Америка институти, Жаҳон банкининг Иқтисодий ривожланиш институти»², «Халқаро қайта қуриш ва тикланиш банки»³, Мулкни баҳолаш стандартлари бўйича Халқаро қўмита, Баҳоловчилар ассоциациясининг Европа гуруҳи каби Халқаро ташкилотлар томонидан амалга оширилаётган илмий тадқиқотлар корхоналарда бозор қийматини бошқаришда, унинг фундаментал қийматини баҳолашга алоҳида эътибор қаратиш зарурлигини кўрсатмоқда.

¹ www.m.statisticstomes.com.

² www.worldbank.org.

³ www.worldbankgroup.org.

Мазкур тадқиқотларда корхоналар қийматининг ўсишини таъминлаш уларнинг инновацион ривожланишига инвестициялар жалб этишнинг ички (фундаментал) омилларига эътибор қаратиш самарали йўл эканлиги исботланган. Ушбу ғояларни ўз фаолиятида татбиқ этган «Apple компаниясининг 2018 йилдаги бозор қиймати 961,3 млрд. АҚШ доллари, Microsoft компаниясининг бозор қиймати 946,5 млрд. АҚШ доллари, Amazon.com компаниясининг бозор қиймати 946,5 млрд. АҚШ доллари ташкил этди»¹. Шунингдек, амалга оширилган тадқиқотларда қўшилиш йўли билан қайтадан тузиш жараёнида корхона қийматини баҳолаш, инвестицион-инновацион лойиҳаларнинг корхона қийматидаги улшларини баҳолашни таҳлил қилиш усуллари, корхона қийматини стратегик бошқаришнинг концептуал жиҳатлари, стейкхолдерлар билан ўзаро ҳамкорлик асосида қўшилиш ва ютиб юбориш жараёнида фирма қийматини бошқариш, акциядорлик корхоналари қийматини бошқариш, корхона қийматини бошқаришнинг ташкилий-иқтисодий усуллари ва моделларини ишлаб чиқиш масалалари кенг ўрганилган. Лекин, корхона қийматини шакллантирувчи омиллар, драйверларни аниқлашга қаратилган ёндашувларни таҳлил қилиш, корхонанинг активлари қийматини баҳолаш, ликвидлилик коэффициенти, тўлов қобилияти, молиявий барқарорлик ва рентабеллик даражасини таҳлил қилиш асосида уларнинг молиявий ҳолатини комплекс баҳолаш масалалари етарлича илмий тадқиқ этилмаган.

Ўзбекистонда сўнгги йилларда йирик инвестицион лойиҳаларнинг амалга оширилиши туфайли янги ишлаб чиқариш объектлари ва қувватларининг ишга туширилиши саноат корхоналарини модернизациялаш ва технологик қайта жиҳозлаш жараёнининг янада чуқурлашувига ёрдам берди. Буларнинг барчаси корхоналар қийматининг ўсишига катта таъсир кўрсатди. Бугунги кунда энг муҳим вазифалар қаторида хусусий мулкчилик ҳуқуқларини ҳимоялаш, кичик бизнес ва хусусий тадбиркорлик ривожланишини рағбатлантиришга қаратилган институционал ва таркибий ислохотларни давом эттириш, хусусан, корхоналарнинг ишлаб чиқариш салоҳияти ва қийматини оширишга таъсир кўрсатувчи

¹ www.statistista.com.



самарали стратегик бошқарув тизимига ўтиш белгилаб берилган. Ушбу устувор вазифаларни ўз вақтида ҳал этиш корхона қийматини самарали бошқариш методологиясини хорижий тажрибалар асосида корхоналар ривожланишининг ички салоҳиятини тавсифловчи фундаментал қийматни баҳолаш ва бошқаришни ҳисобга олиб такомиллаштириш талаб этилади. Бунда корхоналар бозор қийматини анъанавий молиявий ва бошқарув ёндашувлари билан тўлдиришга асосланган фундаментал қийматни бошқаришни тавсифловчи тизимни яратиш муҳим ҳисобланади. Шунингдек, тизимли ёндашув асосида корхонанинг фундаментал қийматини бошқаришнинг жаҳон илм-фанида ишлаб чиқилган назарий ва илмий – методологик қоидаларини такомиллаштириш орқали Ўзбекистон иқтисодиёти шароитига мослаштириш ва уни амалиётга жорий этиш усул ҳамда воситаларини ишлаб чиқиш талаб этилади.



1 - Б О Б.

КОРХОНА ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШНИНГ НАЗАРИЙ ВА ИЛМИЙ-УСЛУБИЙ АСОСЛАРИ

1.1. КОРХОНА ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШНИНГ МАЪНУВИЙ ТАМОЙИ.ЛАРИ ВА ВАЗИФАЛАРИ

Мустақиллик йиллари давомида Ўзбекистонда йирик ва кичик бизнеснинг замонавий юқори технологияли корхоналари, шунингдек, уларни бошқаришнинг бозор тизими яратилди. Бундай корхоналар орасида айниқса, бугунги кунда мамлакатнинг ижтимоий-иктисодий ривожланишида салмоқли роль ўйнаб келаётган акциядорлик жамиятлари алоҳида ажралиб туради. Улар, сезиларли миқдордаги активларга эга бўлган ҳолда, ташқи бозорда муваффақият билан рақобат қилиши ва ички бозорда истеъмолчилар талабларини қондириши мумкин.

Статистик маълумотларга кўра 2018 йил 16 ноябрь ҳолати бўйича Ўзбекистонда акциядорлик жамияти шаклидаги 603 та тижорат ташкилоти, жумладан, 27 та тижорат банки, 9 та суғурта компанияси, 9 та инвестиция фонди, 7 та лизинг компанияси, шунингдек, 4 та биржа фаолият кўрсатган. Энг кўп сонли АЖ тармоқ миллий холдинглари таркибига «Ўзпахтасаноат» – 98 та АЖ; «Ўзбекнефтегаз» – 50 та АЖ; «Ўздонмахсулот» – 40 та АЖ; «Ўзбекэнерго» – 36 та АЖ. Энг кўп акциядорлик жамиятлари Тошкент шаҳрида (221 та), энг кам сонли акциядорлик жамиятлари эса Сирдарё вилоятига (16 та) тўғри келади.

Ҳозирги кунда илмий тадқиқот ишларида корхоналарни бошқариш моделлари ва концепциялари икки блокка бўлинади. Биринчи блокка бухгалтерия ёки баланс концепциялари, иккинчи блокка эса бозор ёки қиймат концепциялари кирилади.

Баланс моделларига асос қилиб максимал фойдага йўналтириш концепцияси олинади. Бунда корхона фаолиятининг бошқа муҳим



натижалари, яъни бозорда рақобатли устунликларнинг сақланиши, бизнеснинг инвестицион жалб этувчанлиги эътиборга олинмайди.¹

Бунга қарама-қарши, бошқарувнинг бозор концепциялари асосан корхона қийматини максималлаштиришга йўналтирилади. Шу муносабат билан ушбу моделлар ва концепциялар замонавий хўжалик юритиш шароитларида кенг тарқалган ва қўлланила бошлаган.

Корхона акциядорлари учун уларнинг мулк объектлари фаолият кўрсатиши натижасида фаровонлик даражасининг ўсиши муҳим масала ҳисобланади. Акциядорлар фаровонлигининг ўсиши ишга туширилган қувватлар ёки ёлланган ходимлар сони, компания айланмаси билан эмас, балки улар эгаллик қиладиган корхона қиймати билан ўлчанади.

Шунингдек, бизнестга асос солган ва уни ривожлантиришга маблағ киритган акциядор бизнесни сотишга тўғри келган ҳолларда уни энг қиммат нархда сотишга интилади, акцияларни харид қилган инвестор эса, ўз навбатида, уларнинг ўсиши ва киритилган маблағларни қайтаришдан манфаатдор бўлади. Айнан шу сабабли корхона қийматини унинг ҳаётийлик даврининг исталган босқичида максимал даражада ошириш зарур.²

Корхона қийматини бошқариш жараёнида энг самарали бошқарув қарорларини қабул қилиш, шунингдек, пул оқимларини рационаллаштириш имконияти пайдо бўлади. Бирок, Ўзбекистонда фаолият юритаётган турли муклчилик шаклидаги корхоналар, жумладан, акциядорлик жамиятлари раҳбарлари корхона қийматини ошириш, қўшимча инвестициялар жалб қилиш ва бошқа мақсадларда корхонани бошқариш мезони сифатида қийматдан амалий фойдаланиш масаласига етарлича эътибор қаратмайди. Бунда тўхтатиб турадиган омиллардан бири энг аввало, менежментнинг қиймат концепцияси асосида стратегик ва тезкор-тактик характердаги бошқарув қарорлари қабул қилишга тайёр эмаслиги, чуқур

¹ А.А.Шишкин. Оценка эффективности процесса создания стоимости предприятий промышленности на основе динамического критерия // Вестник КГФЭИ. 2010. №4. 40–43-бетлар.

² Ю.В.Козырь. Стоимость компании: оценка и управленческие решения. 2-е изд., доп. и перераб. – М.: «Альфа-Пресс». 2009. 376-б.

билимга эга эмаслик, қийматни яратиш ва бошқариш воситаларини билмаслик ҳисобланади. Мамлакатимиз амалиёти шундан далолат берадики, шу сабабга кўра бошқарув қарорларининг аксарияти муайян вазиятларда менежерлар ва молиявий маслаҳатчилар тўплаган тажрибалари ва ички ҳиссиётлари асосида қабул қилинади. Бу эса, ўз навбатида, кўплаб корхоналарда операция ва молиявий фаолиятнинг риск даражасини пасайтиришга таъсир этмайди.

Молиявий менежментни компания қийматини яратишга йўналтирилган менежментга айлантириш бир томондан, компания молиясини самарали бошқариш учун фақат молиявий ва инвестицион фаолиятни эмас, балки компания фаолиятининг барча турларини комплекс самарали бошқариш зарур. Ҳозирги пайтда фақат самарали молиявий менежмент ва активларга инвестиция киритиш билан рақобатли устунликларга эришиб бўлмайди.

Бозорлар глобаллашуви ва ахборот технологияларининг ривожланиши рақобат шартларини кучайтириб юборди. Компания муваффақиятлари қисқа муддатли истиқболдаги молиявий натижалар юқори эканлиги билангина эмас, балки стартегик самарадорлик – компаниянинг узоқ муддатли даврда номодий активларини моҳирона бошқариш ва инвестициялаш билан асосланади.

Бошқа томондан, менежментнинг ривожланиши баҳолаш фаолиятининг эволюцияси, баҳолаш кўрсаткичлари ва компания фаолияти мезонлари билан боғлиқ, яъни миллий бухгалтерия ҳисоботи тизими ва стандартларнинг хорижий молиявий ҳисобот стандартларига яқинлашуви ҳисобига корхонани бошқариш циклига бозор қиймати тушунчаси фаол қўшилди, мутлақ бухгалтерия кўрсаткичларидан рентабеллик кўрсаткичлари ва қиймат кўрсаткичларига ўтиш рўй берди.

Бундан ташқари, молиявий кўрсаткичларга асосланадиган анъанавий назорат ва ҳисобот тизимлари компания самарадорлигининг реал ривожланишини бошқаришга имкон бермайдиган жиддий чекловларга эга:

1. Ўзгартириб бўлмайдиган ўтмишдаги ҳолатни акс эттиради. Агар компания фақат молиявий кўрсаткичларга йўналтирилган бўлса, у доимо кечикади ва «Энди кеч» деб айтишдан бошқа илож қолмайди.

2. «Асосий манфаатлар соҳиблари» қутаётган натижаларни акс эттирмайди. Компанияни таҳлил қилишнинг стандарт



молиявий схемалари энг аввало, акциядорлар ва менежмент учун мўлжалланган бўлиб, уларнинг орасида мижозлар, персонал, таъминотчилар, ҳамкорлар ва бошқалар бўлиши мумкин бўлган бошқа стейкхолдерлар манфаатларини қондириш натижалари ҳақида фойдали ахборотни ифодаламайди.

3. Ҳаддан ташқари агрегация қилинган ва умумлаштирилган. У ёки бу натижани айнан қайси омил асослаб берганини, нима асосий сабаб ва тўғри қарор эканлигини тушуниш қийин.

4. Номоддий активлар қийматини писанд қилмайди ёки нотўғри акс эттиради. Ҳаттоки EVA (иктисодий кўшилган қиймат) кўрсаткичи ҳам маҳсулот сифати ва персонални ўқитишга инвестициялар киритиш бўйича корхона ишлари самарадорлигини яққол намоён этишга қодир эмас.

Буларнинг барчаси компанияда назорат ва ҳисобот тизимини тубдан ўзгартириш – уни аллақачон ўтиб кетган кунларда эришилган ютуқларни акс эттирадиган умумлаштирилган молиявий кўрсаткичларни эмас, балки менежментга бизнес қийматининг ўсишига хизмат қиладиган сифатли бошқарув қарорлари қабул қилишга имкон берадиган ахборот тақдим этиш заруратидан далолат беради.

Корхона қийматини бошқариш масалалари кўплаб хорижий ва маҳаллий олимларнинг илмий ишланма ва тадқиқотларида муҳим ўрин эгаллаб келган ва ҳозирда ҳам шундай давом этмоқда. Бозор қиймати ва уни корхоналарда бошқариш асосчиларидан бири деб ҳисоблаш мумкин бўлган Альфред Маршалл қайд этганидек: «...*жорий ставка бўйича капиталга фоиз чиқариб ташлангандан кейин унинг (мулкдор ёки бошқарувчи) фойдасидан қоладиган қисми унинг тадбиркорлик ёки бошқарув фойдаси деб аташ мумкин*»¹. А.Маршаллнинг фикри шунинг исботи ҳисобланадики, қолдиқ даромад ёки иктисодий фойда деб аталадиган фойда тушунчаси бухгалтерия ҳисобида соф даромад сифатида ўлчанадиган бугунги даромад тушунчасидан тубдан фарқ қилади.

XX асрнинг 30-йилларида Ирвинг Фишер, Нобель мукофоти совриндорлари Франко Модильяни ва Мертон Миллер эса 50-йиллар охирилари ва 60-йиллар бошларида корхона қийматини

¹ А.Маршалл. Принципы экономической науки. Т. 1. и 2. – М.: Издание РОО, 1996.

бошқариш назариясига улкан ҳисса қўшганлар. Хусусан, И.Фишер компаниянинг соф жорий қиймати ва кутилаётган пул даромадлари дисконтланган оқими ўртасидаги боғлиқликни тадқиқ этган. Ф.Модильяни ва М.Миллер эса, кейинчалик соф жорий қиймати мусбат бўлган компаниянинг инвестицион қарорларининг акциялари қийматининг ўсишида асосий, ҳал қилувчи омил ҳисобланишини кўрсатган.¹

Ҳар қандай тушунчани таърифлашнинг зарур элементи унинг мақсадли йўналтирилганлиги ҳисобланади. Шу муносабат билан корхона қийматини бошқариш мақсадини асослаб бериш вазифаси юзага келади. Мақсад «бошқарув» тушунчаси таърифининг ўзидан келиб чиқади. Умумий кўринишда бошқарув зарурий, етарли таъсир воситалари ва усуллар ёрдамида фойдаланиш асосида унинг барқарорлигини сақлаш ёки бир ҳолатдан бошқа ҳолатга ўтказиш учун жараён, объект ёки тизимга таъсирни ифодалайди. Бундан келиб чиқадики, «бошқарув» тушунчасининг муҳим белгиси маълум бир мақсадга эга бўлиши лозим бўлган таъсир ҳисобланади. Бунда бизнинг тадқиқотимизда бошқарув объекти корхона қиймати ҳисобланади.

Christopher A.Hartwell ва Anna P.Malinowska² хулосасига кўра, нобарқарор институционал муҳитда корхона қийматини баҳолаш ва бошқариш кўп жиҳатдан норасмий мулк ҳуқуқларининг ривожланиши ва корхона учун бошқа ташқи омиллар билан боғлиқ, корхонанинг ўзига хос хусусиятлари эса нисбатан кам таъсир кўрсатади.

Zvika Afik, Roi Haim ва Yaron Lahalar³ йирик корхоналар ва юқори ликвидли акцияларга компанияларида ишчиларнинг иш ташлаши ёки меҳнат можароларидан 15 кун ўтгандан кейин компания қийматига сезиларли таъсир кўрсатишини асослаб беришган. Нисбатан ликвидли бўлмаган акцияларга эга бўлган корхоналар-

¹ Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment // Journal of Business. – 1958. – Vol. 34. P. 411–433.

² Christopher A.Hartwell and Anna P.Malinowska. Informal institutions and firm valuation // Emerging Markets Review. Volume 40, September 2019, 100603.

³ Zvika Afik, Roi Haim, Yaron Laha. Advance notice labor conflicts and firm value – An event study analysis on Israeli companies // Finance Research Letters. Available online 8 December 2018.



га эса, ишчиларнинг иш ташлаши ёки меҳнат можароларининг биринчи кунидан бошлаб корхона қийматига сезиларли таъсир кўрсатишини исботлашган.

Шундай қилиб, умумлаштирилган ҳолда корхона қийматини бошқариш – корхона қийматини максималлаштириш жараёнига йўналтирилган фаолиятдир.

Турли муаллифлар ёндашувларидан келиб чикиб, қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

биринчидан, корхонани бошқаришга қиймат ёндашуви, барча даражаларда (директорлар кенгашидан менежерларгача) қийматни бошқаришни кўзда тутати;

иккинчидан, қийматни максималлаштириш бу – бир марталик вазифа эмас, балки узлуксиз ва қайтадан бошланадиган стратегик ва тезкор бошқарув қарорлари циклидир;

учинчидан, бу қийматни шакллантирадиган кўрсаткичларни тушунмасдан туриб корхона қийматини самарали бошқариш мумкин эмас.

Корхона қийматини бошқариш, иқтисодий тоифа сифатида, корхона қийматининг уни ошириш мақсадида таъсир этишга асосланади, бу мазкур корхона ривожланишига моддий ресурслар киритадиган юридик шахслар ва хўжалик юритувчи субъектларнинг манфаатларига жавоб беради. Шундай қилиб, корхона қийматини баҳолаш бошқарув қарорлари уни ошириш мақсадларига йўналтирилган асосий бошқарув объекти сифатида намоён бўлади. Бошқа томондан, корхона қийматини баҳолаш қабул қилинаётган бошқарув қарорлари характерини асослаб

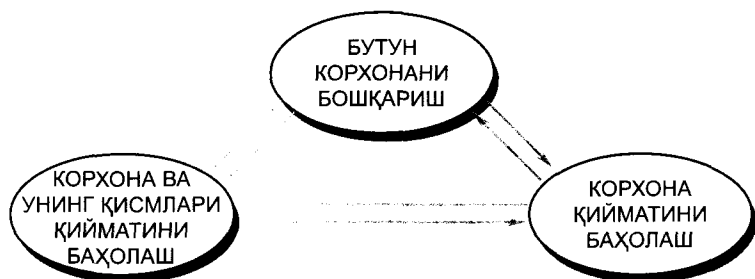


Рис. 1. Корхона қийматини бошқариш ва баҳолашнинг асосий объектлари ва баҳолашнинг асосий объектлари ҳақида алоқдорлик.

¹ Тадқиқот натижалари асосида муаллиф томонидан тузилган.

беради.¹ Корхона қийматини баҳолаш, ушбу қийматни бошқариш ва бутун корхонани бошқариш ўртасидаги мустаҳкам ўзаро алоқалар ва бир-бирини асослаб бериш умумлаштирилган кўринишда 1.1-расмда акс эттирилган.

Шундай қилиб, корхона қийматини бошқариш тизими бу – прогноз қилиш даври мобайнида талаб қилинган рискдан ортик бўлган ва корхона қийматини максималлаштириш ва корхона мулкдорлари фаровонлигини ошириш мақсадида фаоллик суръати юқори бўлган ташқи муҳит шароиларида қиймат яратиш жараёнига таъсир этиш шакллари, усуллари ва таомиллари йиғиндисини ўз ичига оладиган бўш пул маблағлари барқарор мусбат оқимига эришишнинг мақсадли йўналтирилган жараёни (1.2-расм).

Қийматга оид таҳлил мураккаблиги «қиймат» кўрсаткичининг кўп ўлчамли эканлигидан иборат. Корхона қийматини бошқа-



1.2-расм. Корхона қийматини бошқаришнинг моҳияти ва вазифалари.¹

¹ Б.Б.Беркинов. Корпоративные структуры (основы создания и управления). – Т.: Изд. Нац. биб-ки Узбекистана им. А.Навои, 2005, 132-б.; Б.Ходиев, Б.Беркинов, А.Кравченко. Оценка бизнеса. – Т.: «Iqtisod-moliya», 2007.

² Тадқикот натижалари асосида муаллиф томонидан тузилган.



ришнинг моҳиятини тушуниб олиш учун нафақат ушбу тушунчанинг турли талқинларини кўриб чиқиш, балки корхона қийматининг ҳар хил турларини аниқлаш ҳам мақсадга мувофиқ.

Иқтисодиёт фанида қиймат муаммоси асосий муаммо ҳисобланади, чунки барча иқтисодий тушунчалар ва қонуниятлар у ёки бу тарзда қиймат билан боғлиқ. Бу фундаментал иқтисодий тоифа ягона ёки ҳеч бўлмаса умумий эътироф этилган таърифга эга эмас. Кўплаб асрлар давомида иқтисодиёт мунтазам равишда турли қиймат назариялари билан тўлдириб борилган, қиймат турларининг янги тушунчалари пайдо бўлган. Аристотель, А. Смит, Д. Рикардо, Т. Мальтус, К. Маркс, Д. Милль, У. Джевонс, А. Маршалл, К. Менгер, В.Парето ва бошқа олимлар томонидан қийматни тадқиқ этиш орқали иқтисодиёт фанининг ривожланишига катта ҳисса қўшган.

Қиймат хўжалик ҳаётининг кўринмайдиган ички иқтисодий муносабатларни ифодалайди. Қийматни тоифа сифатида фалсафий-иқтисодий фикрлаш мураккаблиги ва зиддиятлари, шунингдек, концепциялар қарама-қаршилиги шунга олиб келдики, қийматнинг бош негизи ҳақида масала илмий муҳитда ҳозирги кунда ҳам очиқ турибди. Қиймат кўпинча уч хил жиҳатдан кўриб чиқилади: 1) бирон нарсанинг пул шаклида ифодаланган қиймати ёки бирон нарсанинг харажатлар миқдори; 2) товар ишлаб чиқаришга сарфланган ва шу товарда моддий тус олган ижтимоий меҳнат; 3) харид қилинаётган активнинг тўланган (ёки келишилган) нархи, жумладан, активни тадқиқот учун зарур бўлган ҳолатга келтириш ва уни ташиш харажатлари.¹

Қийматни тушуниш иқтисодиёт назарияси доирасида фақат атамаларга оид аҳамиятгагина эга эмас. Ушбу тоифа баҳолаш фаолиятида муҳим амалий фойдаланилиб, бу ерда мулк қийматининг иқтисодий қимматини акс эттириб, айнан унинг «қиймат»и сифатида мос келувчи услубий таомиллар ёрдамида аниқланади.

Баҳолаш фаолиятига бағишланган америкалик муаллифлар қаламига мансуб классик асарларнинг аксариятида қийматни иқтисодий тоифа сифатида аниқлаш умуман келтириб ўтилмайди. Кўпроқ шуни учратиш мумкинки, қиймат бу – харидор биронта

¹ Большой экономический словарь: 26500 терминов / Под ред. А.Н. Азрилияна. 7-е изд., доп. – М.: Институт новой экономики, 2012. 1472 с., стр 761.

объект ёки предметга айирбошлашга тайёр бўлган пул ёки пулдаги эквивалент.¹ Шундай қилиб, баҳолаш билан шуғулланувчи мутахассислар А.Маршалл томонидан бошланган неоклассик иқтисодий назариянинг прагматик анъаналарига содиқ қолмоқдалар.

Айтиб ўтиш керакки, баҳолаш фаолиятида қиймат ва нархни айнан бир деб қараш кузатилмайди. Қиймат гипотетик характерга, нарх эса – амалий характерга эга, яъни қиймат нархдан айнан эҳтимолий табиати билан ажралиб туради.² Иқтисодиётда ривожланишнинг бозор йўналишига ўтилиши билан корхоналар ва бизнеснинг бошқа шакллари қийматини объектив баҳолаш зарурати вужудга келди. Бу соҳада баҳолаш тажриба етарли бўлмаганлиги сабабли, баҳолаш назарияси ва амалиётида ривожланган мамлакатлар эришган ютуқларни ўрганишга тўғри келади.

D.A.Alimov, N.K.Obrosova ва A.A.Shananinлар³ тадқиқотлари натижасида Беллман тенгламасини ечиш асосида иқтисодий фаоллиги пасайган сектор корхонасининг қийматини баҳолаш методологиясини ишлаб чиқишган. Ушбу методологиянинг биринчи версияси инфратузилма чекловларининг мавжудлиги билан тавсифланади. Иккинчи версиясида эса, қарз юкининг компания фаолиятига таъсири ҳисобга олинади.

Izabela Jonek-Kowalska⁴ ўз тадқиқотларида кўмир қазиб чиқариш корхоналари қийматининг шаклланишига ички кўмирнинг истеъмоли, ташқи омиллар бўйича эса, кўмир ва унинг ўрнини босадиган маҳсулотлар таъсир қилишини асослаб берган. Шунингдек, муаллиф фикрига кўра, кўмир қазиб чиқариш корхоналари қийматини ошириш учун нархларни доимий мониторинг ва ҳимоя қилиш, етказиб берувчилар ва мижозлар билан муносабатларни яхшилаш ва мустаҳкамлаш, ички ва ташқи манфаатдор томонлар билан алоқаларни ривожлантириш лозим.

¹ Д.Фридман, Н.Ордуэй. Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. – М.: «Дело», 1997.

² Л.Д.Ревуцкий. Потенциал и стоимость предприятия. – М.: «Перспектива», 1997.

³ D.A.Alimov, N.K.Obrosova, A.A.Shananin. Methodology for Assessing the Value of an Enterprise in the Depressed Sector of Economy Based on Solving of the Bellman Equation // IFAC-Papers OnLine. Volume 51, Issue 32, 2018. pp. 788–792.

⁴ Izabela Jonek-Kowalska. How do turbulent sectoral conditions sector influence the value of coal mining enterprises? Perspectives from the Central-Eastern Europe coal mining industry // Resources Policy. Volume 55, March 2018. pp. 103–112.



J. MacDiarmid, T. Tholana, C. Musingwini¹ 2006–2015 йилларда йирик тоғ-кон компаниялар қийматига таъсир қилувчи асосий омилларини таҳлил қилишган. Муаллифлар хулосасига кўра, соф фойда, хомашё нархи ва EBITDA кўрсаткичи маҳсулот тузилишига қарамадан тоғ-кон корхоналарнинг қийматининг асосий омиллари ҳисобланади. Ушбу учта кўрсаткичлардан корхона қийматига энг кучли таъсирга эга соф фойдадир. Шунингдек, муаллифлар икки турдаги қарз, яъни EBITDA учун қарз ва қабул қилиш коэффициентлари, фақат товар нархлари ва тушум пасайган пайтда EV билан боғлиқ бўлиб, иқтисодий шароит ўзгариши билан қиймат омиллари ҳам ўзгариши мумкинлиги асослаб беришган. Шу сабабли, тоғ-кон корхоналари ҳар хил иқтисодий даврларда корхона қийматининг асосий омилларини аниқлаб олишлари ва уларнинг натижаларини ўлчашлари муҳимдир.

Jean-Laurent Viviani ва CaroleMaurel² корхона юқори унумдорликни таъминлаш имкониятига эга бўлса, инвестицияларни ижтимоий ва молиявий мақсадларга қиритилиши ушбу инвестицияларнинг корхона қиймат яратишига сезиларли таъсир қилишини асослаб беришган. Шунингдек, муаллифлар корхона сармоядорларининг қийматни яратиш манбалари орқали кўп ўлчовли қиймат яратишни ўлчаш усулини ишлаб чиқдилар.

Ҳозирги пайтда мамлакатимизнинг кўплаб олимлари ва мутахассислари, жумладан Б.Б.Беркинов, Б.Ю.Ходиев, А.Н.Кравченко, И.Ю.Абдурахманов ва бошқалар жаҳон тажрибасида мавжуд корхоналарни баҳолаш методологиясини мослаштириш йўлида фаол илмий ишлар олиб бормоқдалар.

Корхона қиймати бу – шартнома кўрсаткичи ҳисобланган нархдан фарқ қилган ҳолда, ҳисоблаб чиқилган кўрсаткичдир. Қиймат ва нарх фақат мукамал бозор шароитларида тенг бўлади. Нарх – баҳолаш объекти ёки муайян вазиятда унинг аналогича учун тақриб қилинаётган ёки тўланган пул миқдори. Битимнинг

¹ J. MacDiarmid, T. Tholana, C. Musingwini. Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015 // Resources Policy. Volume 56, June 2018, pp. 16–30.

² Jean-Laurent Viviani and CaroleMaurel. Performance of impact investing: A value creation approach // Research in International Business and Finance. Volume 47, January 2019. Elsevier. pp. 31–39.

у ёки бу намунавий шартлари амал қилмаган ҳолларда муайян объектнинг сотув нархи ушбу бозор учун одатий нархлардан, яъни кўриб чиқиладиган объектнинг аналоглари бозор қийматидан фарқ қилиши мумкин. Шундай қилиб, *бозор қиймати* бу – белгиланган шароитларда қутиладиган нарх, *сотув нархи* эса – муайян вазиятда харидор тўлашга, *сотувчи* эса – объект учун қабул қилишга тайёр бўлган суммадир.¹

Мазкур тадқиқотда акциядорлик корхонаси қийматини бошқариш масалаларини кўриб чиқиш мақсад қилиб қўйилганлиги сабабли корхоналарнинг ҳам, Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатларига мувофиқ, акциядорлик жамиятларининг ҳам хусусиятларини аниқлаш ва кўриб чиқиш зарур ҳисобланади. Бутун корхона ёки унинг қисми олиш-сотиш, гаровга қўйиш, ижара ҳамда ашёвий ҳуқуқларни белгилаш, ўзгартириш ва бекор қилиш билан боғлиқ бошқа битимларнинг объекти бўлиши мумкин. Мулкый комплекс бўлган корхона таркибига унинг фаолияти учун мўлжалланган ҳамма мулк турлари, шу жумладан ер участкалари, бинолар, иншоотлар, ускуна, инвентар, хом ашё, маҳсулот, талаб қилиш ҳуқуқи, қарзлар, шунингдек корхона, унинг маҳсулоти, ишлари ва хизматларини ақс эттирувчи хусусий аломатларга (фирма номи, товар белгилари, хизмат кўрсатиш белгилари) бўлган ҳуқуқлар ва бошқа мутлақ ҳуқуқлар, агар қонун ёки шартномада бошқача тартиб назарда тутилган бўлмаса, қиради.²

Маълумки, акциядорлик жамиятининг иштирокчилари (акциядорлар) унинг мажбуриятлари бўйича жавоб бермайдилар ва жамият фаолияти билан боғлиқ зарар учун ўзларига тегишли акциялар қиймати доирасида жавобгар бўладилар.³

Корхона қийматини бошқариш методологиясининг асосини корхона хақида фуқаролик ҳуқуқлари объекти сифатидаги тасаввурлар ташкил қилади. Ҳар бир товар ўзининг қийматига эга, шу сабабли корхона ҳам баҳолаш предметиға айланади. Корхона баҳолаш предмети сифатида икки хил шаклда бўлиши мумкин: компания сифатида ёки мулкый комплекс сифатида. Биринчи ҳолатда корхона

¹ Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Под ред. Абдуллаева Н.А., Колайко Н.А. – М.: Изд-во «ЭКМОС», 1999.

² Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик Кодекси. 1995.

³ Ўзбекистон Республикаси Фуқаролик Кодекси. 1995.



барча мажбуриятлари ва амалга ошириладиган лойиҳалари билан бирга юридик шахс сифатида кўриб чиқилади. Иккинчи ҳолатда «бизнес-линия»да корхона мулккий ҳуқуқлари ва мулк пакетини, яъни мавжуд мажбуриятлар билан малол келтирмаган ҳолда белгиланган маҳсулотни чиқаршига имкон берадиган мулкни баҳолаш амалга оширилади. Компания қиймати сифатли бозор баҳоси корхона мулки қийматини аниқлабгина қолмасдан, иқтисодий имиджни, корхонанинг бозордаги ҳолатини, вақт омили, рисклар ва рақобат даражасини эътиборга олиши муҳим аҳамият касб этади.¹

Корхона мулк комплекси ва ўзига хос турдаги кўчмас мулк сифатида бир қатор белгиларга, жумладан, уларнинг хусусиятлари баҳолаш усуллари, ёндашувлари ва тамойилларини асослаб берадиган, уларнинг йиғиндиси эса баҳолаш механизминини белгилаб берадиган ўзига хос турдаги товарнинг барча белгиларига эгадир.

Корхона қийматининг мавжуд турларини иккита гуруҳ бўйича таснифлаш мумкин: баҳолаш турлари ва баҳолаш предмети бўлмаган қиймат турлари. Қийматнинг баҳолаш турлари корхона ҳолати бўйича тахминлардан келиб чиқиб фаолият юритаётган корхона қиймати ва тугатиш қийматига бўлинади.

Фаолият юритаётган корхона қиймати бу – ўз активларига, товар-моддий захираларига, хўжалик операцияларини амалга оширадиган ва бевосита ночорлик таҳдиди остида бўлган доимий ишчи кучига эга бўлган фаолият юритаётган ривож топувчи корхона қийматидир.

Бу тушунчага хос бўлган белги – уларнинг қиймати фаолият юритаётган корхона қийматининг унинг моддий активлар қийматидан ортикчалиги бўлган номоддий активлар маълум бир гуруҳи (умумий ёки муайян номоддий активлар) мавжудлигидир.²

Халқаро баҳолаш стандартларида фаолият кўрсатаётган корхона қиймати (enterprise value) – барча активлари ва мажбуриятлари билан бирга, гудвилни ҳисобга олган ҳолда ва истиқболда потенциал

¹ З. Мерсер, Т. Хармс. Интегрированная теория оценки бизнеса / Под науч. ред. В.М. Рутгайзера / Пер. с англ. – М.: «Маросейка», 2008. 288-б.

² Большой бухгалтерский словарь: 10000 терминов. Под ред. А.Н. Азрилияна. Авторы и составители: М.Ю. Агафонова, А.Н. Азрилиян, О.М. Азрилиян, В.И. Бенедиктова, Е.Л. Каллистова, О.В. Мещерякова, О.В. Савинская Москва: Институт новой экономики, 1999. 574-б.

имкониятларга эга (яъни тугатилмайдиган ва фаолият кўламини кискартиришга қаратилган) хўжалик объекти ва хўжалик юритувчи субъекти сифатида бутун бизнес қийматидир. Бунда фаолият юритаётган корхонада бизнеснинг барча операцион бўлинмалари учун фойдаланишда қийматлар йиғиндиси фаолият юритаётган корхона қийматига тенг бўлади.

Фаолият юритаётган корхона қиймати бу – айнан бизнес қиймати, компаниянинг алоҳида бўлинмалари мулкнинг эмас, фаолият юритаётган корхона қийматида малакали ишчи кучи мавжудлиги, ишлаб чиқаришнинг бошқарилувчанлиги, зарур лицензиялар, тизимлар ва таомиллар мавжудлиги, мижозлар базаси мавжудлиги каби омиллар таъсири натижасида вужудга келадиган номоддий элементлар ҳисобга олинади.

Фаолият юритаётган корхона қиймати қуйидагича бўлиши мумкин: бозор қиймати, инвестицион қиймат, фундаментал (ёки ички) қиймат. Шунингдек, фаолият юритаётган корхона қийматига суғурта қиймати (суғурта мақсадлари учун аниқланади), солиққа тортиладиган қиймат (солиқлар ҳисоблаш, масалан, капитал ўсишига солиқлар ҳисоблаш учун аниқланади), бошқа махсус қиймат турлари киритилади.

Фаолият юритаётган корхона қийматининг кенг тарқалган тури бозор қиймати ҳисобланади. Корхонанинг реал бозор қийматини билиш бизнесда юзага келадиган турли вазиятларда: корхонани (унинг улушини) сотиш/сотиб олиш, корхоналарни қўшиб олиш/бирлаштириш, тугатиш/банкрот, компания активларини ижарага бериш/гаровга қўйиш, корхонанинг ҳар хил турдаги қимматли қоғозлар чиқариши, фондларни қайта баҳолашда талаб этилади.

Бозор қиймати – энг эҳтимолий нарх бўлиб, у бўйича баҳолаш объекти томонлар барча зарур ахборотларга эга бўлган ҳолда оқилона ҳаракат қиладиган, битим нархи катталигига эса ҳеч қандай фавқулодда ҳолатлар таъсир этмайдиган ҳолатдаги рақобат шароитларида очиб бозорда бошқалар ихтиёрига ўтказилиши мумкин.¹ Бозор асосида баҳолаш товар ишлаб чиқариш билан боғлиқ харажатлар, даромад олиш вақти, рақобат даражаси, корхонанинг

¹ Ю.В.Козырь. Стоимость компаний. Оценка и управленческие решения. – М.: «Альфа-Пресс», 2009. 376-б.



иқтисодий имиджи, объект қийматига таъсир этадиган макро ва микроиқтисодий шароитларни ҳисобга олишга асосланади. бозор қийматини аниқлаш учун қўшимча таҳлил ўтказмасдан туриб шунга ўхшаш объектларнинг сотув нархини қабул қилиш мумкин эмас, чунки битим нархи сотувчи ва харидорнинг мотивларини, қандайдир ташқи таъсирлар мавжудлигини тавсифламайди. Бозор қийматини баҳолаш пул шаклида амалга оширилади.

Шундай экан, бозор қиймати фақат мувозанатли битимнинг қуйидаги шартларига амал қилган ҳолда аниқланиши мумкин: а) бозор рақобатли ҳисобланади ҳамда кўп сонли харидорлар ва сотувчилар ўзаро алоқа қилиши учун етарли танловни тақдим этади; б) харидор ва сотувчи эркин, бир-бирдан мустақил, битим предмети ҳақида яхши хабардор ва фақат ўз манфаатларини максимал даражада қондириш – даромадни ошириш ёки эҳтиёжни тўларок қондириш мақсадида ҳаракат қилади; в) баҳолаш объектнинг экспозиция муддати (баҳолаш объекти очиб бозорга тақдим этилган санадан бошлаб у билан битим яқунлангунга қадар бўлган сана ўртасидаги давр) унинг барча потенциал харидорлар учун очиқлигини таъминлаш учун етарли; г) битим учун тўлов пулда ёки пул эквивалентида амалга оширилади, бунда харидор ва сотувчи бозорда қабул қилинган намунавий шартлардан фойдаланади.

Ушбу атама айирбошлашда қиймат тоифаси доирасидаги муайян таърифлар қаторига кириди ва кўплаб мамлакатларда қонунчилик билан белгиланган баҳолаш стандарти сифатида кенг фойдаланилади. 1.1-жадвалда Халқаро баҳолаш стандартларида фойдаланиладиган бозор қиймати тушунчаси тавсиялари келтирилган.¹

Кўплаб корхоналарнинг фаолият самарадорлиги маълум даражада инвестицион ресурслар ва потенциал инвесторлар мавжудлигига боғлиқ бўлиб, шу муносабат билан «инвестицион қиймат» тушунчасини ажратиш мақсадга мувофиқ. Инвестицион қиймат тушунчасини таҳлил қилиш бу масалага турли муаллифлар томонидан ёндашувлар ўртасида жиддий қарама-қаршилиқлар йўқлигини кўрсатади.

Баҳолаш объектнинг инвестицион қиймати (investment value («worth»)) – берилган инвестицион мақсадлар ва кутиладиган

¹ Международные стандарты оценки. В 2-х т. – М.: РОО, 1995. Т. 1. 86-б.; Т. 2. 112-б.

Халқаро баҳолаш стандартларида келтирилган бозор қиймати тушунчасини аниқлаш ва унинг тавсифлари.¹

Таъриф	Таъриф характери	Қўлланиш чегараси	Қўлланиш натижаси	Айрим активларга нисбатан қўллаш оқибатлари
Бунда томонларнинг ҳар бири яхши хабардор бўлган ҳолда, ҳисоб-китоб билан ва ихтиёрий равишда ҳаракат қиладиган тегиш-лича маркетинг ўтказилгандан сўнг тижорат битими натижасида манфаатдор харидор ва манфаатдор сотувчи ўртасида баҳолаш санасига активни айирбошлаш рўй берадиган ҳисоб-китоб қилинадиган пул миқдори	Таъриф «битим позициясидан» берилган (transaction based view). «Қийматни баҳолаш амалий назарияси» замонавий дунёқарашлари билан яхши уйғунлашади	Фуқаролик айланмасида иштирок этиши мумкин бўлган барча активларга, жумладан, ликвидлиги паст активларга ҳам тўғри келади	Қиймат реал (эҳтимоли энг юқори) айирбошлаш ҳолатларини ҳисобга олади. Бундан ташқари, уни амалий қўллашда кўзда тутилган объектнинг қўшимча тахминлари билан доимо баҳолаш зарур бўлади	Таърифнинг умумийлиги сабабли активларнинг эҳтимоли энг юқори айирбошлаш қийматлари таърифнинг тушунчавий доиралари ҳисобига бузиб кўрсатилмайди

натижаларда (бозор қийматидан фаркли равишда очик бозорда инвестицион қиймат бўйича бошқалар тасарруфига ўтказиш мумкинлигини ҳисобга олиш шарт эмас) муайян инвестор ёки инвесторлар гуруҳи учун унинг даромадлигидан келиб чиқиб аниқланадиган қиймати.

Бозор қиймати ва инвестицион қиймат изоҳларини умумлаштириб, қайд этиш мумкинки, фойдаланишдаги қиймат – инвестицион қиймат – субъектив кўрсаткич бўлиб, муайян фойдаланувчининг мақсадлари ва объектдан фойдаланиш усулидан келиб чиқиб, унинг нуқтаи назаридан объект қиммати билан белгиланади. Айирбошлашдаги қиймат – бозор қиймати – объектив, бозор кўрсаткичи, объектни узатиш (бошқалар тасарруфига ўтказиш) жараёнида шаклланади.

Охирги пайтларда бозор қиймати корхонани бошқариш самардорлигини баҳолаш мезони сифатида кўп танқид қилинмоқда.

¹ Тадқиқот натижалари асосида муаллиф томонидан тузилган.



Хусусан, бозор қийматига йўналганлик узоқ муддатли бозор қийматининг ўсишига олиб келиши мумкин бўлган қарорлар зиёнига жорий вазиятга йўналтирилган қарорлар қабул қилишга хизмат қилади.¹ Шу сабабли яратиш омилларини ҳисобга олган ҳолда ҳисоблаб чиқиладиган ва узоқ муддатли бозор қиймати билан таққослаганда назорат қилинадиган фундаментал (ички) қиймат бизнес юритишнинг оптимал ва комплексли ўлчови ҳисобланади. Бозор қиймати ва фундаментал қиймат бизнес самарадорлигининг асосий мезонлари ҳисобланади. Айнан молия бозорлари бундай қийматни доим ҳам муваффақиятли яратмайдиган ва шу сабабли кўпинча муносиб баҳоланмайдиган корхоналарни аниқлайди.

Акциядорлар ҳам, потенциал инвесторлар ҳам фирманинг барча асосий жиҳатлари ва унинг молиявий-хўжалик фаолияти шартларини ҳисобга оладиган фирма қийматининг энг аниқ баҳосини олишдан манфаатдор бўлади. Бунда шуни ҳисобга олиш керакки, бозор механизми мукамал эмас.² Дарҳақиқат, бозор у ёки бу компаниянинг молиявий ҳолати ва ривожланиш истикболларини доим ҳам тезкор ва тўғри баҳолашга қодир эмас, баъзида эса умуман қодир эмас, амалиётнинг кўрсатишича, ваҳима ва ташқи таъсирга дуч келади. Шу муносабат билан компаниялар қимматли қоғозлари турли вақтларда ортиқча баҳо бериб юборилиши ҳам, паст баҳоланиши ҳам мумкин. Шу сабабли фирманинг реал молиявий-хўжалик фаолиятини акс эттириш ва тасодифий омилларнинг акциялар жорий бозор қийматига таъсирини юмшатишга қодир бўлган фундаментал қийматни баҳолаш зарурати юзага келади.

Айрим муаллифларнинг ҳисоблашича, компаниянинг бозор қийматини максималлаштиришга қаратилган компанияни бошқариш концепцияси глобал молиявий-иктисодий инқироз шароитларида ўзининг асоссиз эканлигини кўрсатди. Компанияни бошқариш энг янги концепцияси унинг фундаментал қийматини яратиш ва ўстиришга қаратилган бошқарув сифатида ифодаланиши мумкин. Компания фундаментал қийматини шакллантирадиган

¹ *Ариели Дэн.* Что измеряешь, то и получаешь // Harvard business review – Россия. 2010. Август.

² *А.В.Пенюгалова, А.Н.Аилов.* Рынок российских коллективных инвестиций в условиях снижения темпов развития национальной экономики // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 24. 18–22-б.

асосий омил унинг рақобатбардошлиги ҳисобланади, унинг ўсиш омиллари молиявий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва жалб этувчанлик саналади.¹

Масалан, А.Дамодаран бошқарув мақсадлари учун қиймат тушунчасининг уч хил талқинини ажратиб кўрсатади: компаниянинг бозор қиймати, фундаментал қиймат ва акциядорлар учун компания қиймати.² Етарли даражада ривожланмаган бозор, шунингдек, кредиторларнинг ҳуқуқларини паст даражада ҳимоя қилинган шароитларда, А.Дамодараннинг фикрига кўра, бизнес томонидан ишлаб чиқилган келажакдаги пул оқимларини дисконтлаш орқали белгиланадиган асосий қийматини максимал даражада ошириш фирманинг мақсади бўлиши лозим. Самарали бозор мавжуд бўлган ҳолатларда ушбу устувор вазифа фирманинг бозор қийматини (бозор капиталлашувини) максимал даражада ошириш мақсадига айланиши мумкин.

Ички фундаментал қиймат уни жорий қиймат билан ёки жиддий харидор фирма учун таклиф қилаётган нарх билан таққослаш учун ҳисоблаб чиқилади. Бозор мукамал эмас, яъни у фирмада рўй берадиган ўзгаришларга зудлик билан жавоб қайтаради, унинг акцияларига паст баҳо берилиши ҳам, ортиқча баҳо бериб юборилиши ҳам мумкин. Таҳлилчининг асосий вазифаси эса улардан фирма олди-сотдисидида максимал фойдаланиш ёки раҳбарият ва мулкдорларнинг банкрот ёки молиявий истило хавфидан огоҳлантириш учун айнан шу турдаги номувофикларни аниқлашдан иборат. Фирмани бозор томонидан ортиқча ёки паст баҳолаш билан боғлиқ вазиятлар вақтинчалик характерга эга, шу сабабли ҳар қандай баҳолаш ўзининг тўғри эканлигини маълум вақт сақлаб туради, бу вақтнинг қанча давом этиши эса номаълум. Баъзида бозор ҳаттоки у ёки бу фирма ҳақидаги салбий маълумотларга ҳам зудлик билан жавоб қайтаради, баъзида эса узок вақт давомида фирмаларда ҳатто энг истиқболли ўзгаришларни ҳам тан олмайди. Бу молия фани ҳали узил-кесил жавоб топмаган муаммолардан биридир.

¹ М.В.Кудина. Фундаментальная и рыночная стоимость компании. // Российское предпринимательство. 2010. №1(2). 32-б.

² Damodaran, A. Damodaran on valuation: Security analysis for Investment and Corporate Finance. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994.



Ушбу масала бўйича муаллифлар фикрини умумлаштириб, корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишда бозор қиймати билан таққослаганда фундаментал қийматнинг бир қатор афзалликларини ажратиб кўрсатиш мумкин (1.2-жадвал):

- фундаментал қиймат объективроқ, чунки бозор қийматига кўплаб объектив ва субъектив омиллар таъсир этади (бозор қатнашчилари кутаётган натижалар, сиёсий вазият, бозор ва тармоқ ҳолати, бозордаги тил бириктириш ва б.);

1.2 - ж а д в а л

Корхона (компания) қийматини бошқариш мақсадларида белгилаб бериладиган бозор қиймати ва фундаментал қиймат тушунчаларининг қиёсий тавсифи¹

Таққослаш мезони	Бозор қиймати	Фундаментал қиймат
Иқтисодий мазмуни	Бу бозор капиталлашуви, яъни бозорда котировка қилинадиган акцияларининг умумий бозор қиймати	Корхонанинг прогноз қиймати, у молиявий ва ишлаб чиқариш кўрсаткичларини таҳлил қилишга, шунингдек, ресурс салоҳиятининг ҳозирги ҳолатига асосланади
Қўлланиш чегаралари	Барқарор, ривожланган бозорда корхоналарни баҳолаш учун асослаб берилган	Кенг қўлланиши мумкин, жумладан, ривожланаётган бозорлар компанияларини баҳолаш учун
Объективлик	Субъектив ва объектив бозор омиллари таъсирига учрайди	Энг объектив, чунки корхона фаолиятида муҳим (фундаментал) омиллар таъсирини ҳисобга олади
Бозор самарадорлиги ва ривожланганликка боғлиқлик	Жиддий	Жиддий эмас
Манипуляция қилиш имконияти	Махсус бозор усулларининг қўлланиши сабабли юқори	Паст, чунки корхона фаолиятининг базавий кўрсаткичларига боғлаб қўйилган
Бутун корхона фаолиятини баҳолаш	Мумкин	Мумкин
Корхона бўлинмалари фаолиятини баҳолаш	Мумкин эмас	Мумкин эмас
Корхонанинг ташкилий-ҳуқуқий шакли	Акциялари биржада котировка қилинадиган корхоналар учун	Ҳар қандай ташкилий-ҳуқуқий шакл учун

¹ Тадқиқот натижалари асосида муаллиф томонидан тузилган.



- менежерлар ўз компаниялари акцияларининг бозор қийматига таъсир этадиган бир қатор воситаларга эга (акцияларни қайтариб сотиб олиш, майдалаш, марказлаштириш, бирлаштириш, қўшиб олиш ва ҳ.к.);
- фундаментал қиймат ўзгарувчанлик даражаси пастроқ ва осонроқ прогноз қилинади;
- фундаментал қиймат бозор қийматидан фарқли равишда қимматли қоғозлар бозорининг ривожланиш даражасига, инвесторлар эга бўлган ахборотга, компания акциялари ликвидлиги ва ҳ.к.га боғлиқ эмас. Бозор самарали бўлган ва ривожланган ҳолатларда бозор қиймати ва фундаментал қиймат кўрсаткичлари мос келади;
- фундаментал қийматни исталган ташкилий-ҳуқуқий шаклдаги компания учун ҳисоблаб чиқиш мумкин ва у компания акцияларининг фонд бозоридаги котировкасига боғлиқ бўлмайди;
- фундаментал қийматни бутун корxonани баҳолашда ҳам, унинг алоҳида бўлинмаларини баҳолашда ҳам ҳисоблаб чиқиш мумкин.

Акциялари эркин ривожланган фонд бозорида тақдим этилмаган маҳаллий акциядорлик жамиятларининг кўпчилиги учун, бизнинг фикримизча, корхона қийматини бошқариш концепциясини жорий қилиш асосий мақсад сифатида уларнинг фундаментал қийматини оширишни кўзлайди.

1.2. КОРХОНА ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШ КОНЦЕПЦИЯСИ ВА УНИ АМАЛГА ОШИРИШНИНГ АСОСИЙ МЕХАНИЗМЛАРИ

Корхона қийматини бошқариш илмий йўналиш сифатида менежментнинг асосий назарий қондалари ва иктисодий қонунларга, замонавий илмий-асосланган концепцияга асосланади.

Қийматга йўналтирилган менежмент концепцияси қуйидагиларни кўзда тутади:¹ *биринчидан*, қиймат асосида фаолият натижаларини баҳолаш тизимини ташкил қилиш; *иккинчидан*, қийматни акс

¹ Т.В.Теплова. Инвестиционные рынки максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. – М.: «Вершина», 2007. 272 с. 29–30-б.

этирадган интеграцияланган кўрсаткич мавжудлиги; *учинчидан*, қийматни бошқариш воситаларини интеграцияланган кўрсаткич бўйича сарфлаш, қиймат шакллантириш бўйича стратегиялар қийматни баҳолаш ўзгарувчан моделларидан келиб чиқадиган шунга ўхшаш моделлар кўплаб муаллифлар томонидан кўриб чиқилади.¹

Корхона қийматини бошқариш концепцияси АҚШда XX асрнинг 90-йилларида вужудга келган. Унинг пайдо бўлиш сабаби шундоқ кўриниб турибди, компаниялар фаолиятини баҳолашнинг классик кўрсаткичлари бир қатор чекловларга эга бўлиб, компания акциядорлари фаровонлигини оширишга йўналтирилган корхонани бошқариш тизимини йўлга қўйишга имкон бермайди. Анъанавий молиявий ҳисобот чекловлари қаторига шуни киритиш мумкинки, молиявий кўрсаткичлар ортда қоладиган кўрсаткичлар ҳисобланади, ўзиб кетадиган эмас; улар молиявий натижалар барқарорлигини баҳолашга имкон бермайди ва корхона қиймати билан нималар рўй бераётганини кўрсатмайди. Бизнес-моделлар шиддат билан ўзгарадиган, қиймат эса бир бизнес-моделдан бошқасига кўчиб юрадиган инқироз шароитларида мулкдорлар учун компания қийматини бошқариш тизимини жорий қилиш, уни ҳал этиш бизнесга хавфсизлик, барқарорлик ва тараққиётни таъминлайдиган долзарб вазифага айланади.

Фарбда қуйидаги аксиома мавжуд: **«Энг яхши бошқарув қарорлари қабул қилиш учун корхона қийматини баҳолашдан фойдаланиш зарур»**. Инглиз тилида чоп этилган адабиётларда бундай бошқарув концепцияси Value-Based Management (VBM), рус тилидаги адабиётларда – «Управление стоимостью предприятия

¹ *А.Гершун, М.Горский*. Технология сбалансированного управления / 2-е изд., перераб. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2006. 416-б.; *А.Дамодаран*. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов / пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. 1342-б.; *И.А.Егерева*. Факторы управления стоимостью: выявление и анализ // Вопросы оценки. 2000. № 3. 39–48-б.; *О.Е.Николаева, О.В.Алексеева*. Стратегический управленческий учет. – М.: Едиториал УРСС, 2003. 304-б.; *С.В.Валдайцев*. Оценка бизнеса: учебник / 3-е изд., перераб. и доп. – М.: ТК Велби, Изд-во «Проспект», 2008. 576-б.; Оценка бизнеса: учебник для вузов / А.Г. Грязнова [и др.]; под ред. А.Г. Грязновой, М. А. Федотовой; Финансовая академия при Правительстве РФ; Институт профессиональной оценки. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: «Финансы и статистика», 2007. 736-б.

(корхона қийматини бошқариш)» ёки «Ценностно-ориентированный менеджмент (қадриятларга йўналтирилган менежмент)» деб аталади. Рус тилидаги атамаларнинг бундай фарқланиши бир қатор сабаблар билан изоҳланади. Биринчидан, ушбу концепция МДХ мамлакатлари учун нисбатан яқиндан бошлаб ўрганилмоқда ва қўлланмоқда, шу сабабли атамалар ҳали тўлиқ қарор топмаган. Иккинчидан, бу мамлакатлар, жумладан, Ўзбекистоннинг норматив ҳужжатларида бундай атама белгилаб қўйилмаган. Амалдаги Миллий баҳолаш стандартлари баҳолаш фаолиятида фойдаланиладиган қатор тушунчаларни унификация қилади, лекин қийматни баҳолаш натижалари асосида бошқарувга ёндашувларга дахл қилмайди. Учинчидан, «value» сўзи икки хил таржима қилинади – «қиймат» ва «баҳо, қиммат» сифатида.

Корхона қийматини бошқариш концепциясининг моҳияти куйидагига бориб тақалади: «Фирма акциядорларлари (инвесторлар) нуқтаи назаридан уни бошқариш фирма ва унинг акциялари бозор қийматининг ўсишини таъминлашга қаратилган бўлиши лозим, чунки бундай ўсиш акциядорларга (инвесторларга) улар учун фирмага қўйилмалар киритишдан олинadиган бошқа даромад шакллари билан таққослаганда энг катта даромад – уларга тегишли бўлган акцияларнинг ҳаммасини ёки бир қисмини қайта сотишдан курслар ўртасидаги пул даромади ёки акциядорларга тегишли бўлган соф активлар қиймати (баҳоси), демак, уларнинг ўз капитали йиғиндисини ортатишида ўз ифодасини топадиган курслар ўртасидаги пулсиз даромад олишга имкон беради»¹. Бошқача қилиб айтганда, корхона қийматини бошқариш концепциясининг мазмуни шундан иборатки, бошқарув компания ва унинг акциялари бозор қиймати ўсишини таъминлашга йўналтирилган бўлиши лозим.

Тизимли ёндашув нуқтаи назаридан корхона қийматини бошқариш концепцияси муайян структура ва иерархияга эга бўлган ташқи муҳит билан ўзаро боғлиқ бўлган усуллар, услублар, техникалар, технологиялар, ёндашувлар тартибга солингани тўплами сифатида тавсифланади. Харажатларни бошқариш тизимини куриш корхоналар (акциядорлик жамиятлари) барқарорлигини оширишга

¹ С.В.Валдайцев. Оценка бизнеса. Управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие. – М.: «ЮНИТИ», 2002. 37-б.



ёрдам берадиган ташкилий ва методологик жиҳатдан бошқарувнинг бутун жараёнини яхшилашга олиб келади.

Корхона қийматини бошқариш концепцияси методологияси корхона қийматини бошқариш тизимининг назарий асосларини замонавий жиҳатдан ўрганиш негизида ишлаб чиқилган. Бундай тизим вазифалари корхона хўжалик фаолиятининг бош мақсади билан чамбарчас боғлиқ бўлиб, у билан бир комплекда амалга оширилади. Бунда бош мақсад доирасида субъектларнинг ҳар бири умумий функционал вазифалардан келиб чиқиб ўз вазифаларини шакллантириб олади. Уларга эришиш тизимга нисбатан маҳаллийроқ бўлган – ички тизим характериға эға чора-тадбирлар йиғиндисини бажариш воситасида ифодаланади.

Аксарият ишларда¹ корхона қийматини бошқариш тизими методологиясини кўриб чиқишға етарлича эътибор қаратилмайди – алоҳида субъектлар ва объектлар бўйича бошқарув жараёнлари тавсифланади, холос. Улар ўртасида мавжуд ўзаро алоқалар маълум бир умумий тизимға бирлаштирилмаган.

Кибернетик ёндашувға кўра, бошқарув тизими янги тизимни ташкил этувчи иккита ўзаро алоқа қилувчи кичик тизимлар (бошқарувчи – бошқарув субъекти ва бошқарилувчи – бошқарув объекти) йиғиндисидир.² Бунда бошқарувчи куйитизим бошқарув таъсирини шакллантиради, бошқарилувчи куйитизим эса – шаклланган таъсирларни бошдан кечиради. Истисносиз ҳар бир бошқарув тизимида тўғридан-тўғри алоқа мавжуд – бошқарувчи куйитизимнинг бошқарилувчи тизим билан алоқаси; йўналиш бўйича қарама-қарши ҳаракатлар (бошқарилувчи куйи тизимдан бошқарувчиға). Хусусан, бошқарув субъекти тўғридан-тўғри алоқа канали бўйича объектға таъсир қилади, унинг атроф-муҳитға таъсирини ўзгартиради. Бу

¹ *Т.В.Крамин*. Методология формирования системы управления стоимостью компании на основе и институционального подхода// Проблемы современной экономики. 2006. №3 (19). 26–29-б.; *М.В.Антипов*. Информационный вакуум – или путь к разработке системы управления стоимостью [Электронный ресурс] // Финансовый анализ. – 2011 // Режим доступа: <http://www.finanalisis.ru/litra/327/9706.html>; Палкина Е.С. Методика управления стоимостью компании // Инициативы 21 века. 2010. – №4–5. –С. 38–44.

² *А.И.Кононов*. Система управления стоимостью предприятия. / Экономика транспортного комплекса. вип. 20, 2012. 52-6. Режим доступа: <https://cyberleninka.ru/article/n/sistema-upravleniya-stoimostyu-predpriyatiya>

бошқарилувчи объектнинг ҳолатини ўзгартиришга олиб келади. Бошқарилувчи қуйитизим корхона қийматини шакллантириш жараёнлари йиғиндисини ифодалайди.

Бошқарувчи қуйи тизим корхонанинг ташкилий структурасига мос келадиган иерархик структурани ифодалайди. Шу сабабли исталган бошқарувчи қуйитизимни иккита бошқарув цикли – ҳар бири бошқарув даражаси билан фарқ қиладиган элементар ва кенгайтирилган цикл ўзаро алоқаси сифатида тақдим этиш мумкин.

Бошқарув жараёнининг таркибий қисмлари қуйидагилардир: бўғин бошқарувчиси ахборот олиши, ечим топиш мақсадида ахборотни қайта ишлаш, амалга ошириш учун ечимни қайта ишлаш.

Умуман олганда, компаниянинг қийматини бошқариш жараёни умумий бошқарув методологиясида қабул қилинган қоидаларга мувофиқ тузилади ва юзага келган вазиятни таҳлил қилишдан бошлаб, бошқарув қарорларини амалга ошириш, бошқарув натижаларини кузатиш ва илгари қабул қилинган қарорларни зарур тартибга солиш билан яқунланадиган ушбу методологияда кўзда тутилган барча босқичларни ўз ичига олади. Фарқи, биринчи навбатда, шундаки, мақсадли бошқарув қурилмаларида, шунингдек, харажатларни бошқариш жараёнида умумий бошқарув функцияларини батафсил акс эттирадиган (ва устувор деб ҳисобланган) ўзига хос бошқарув функциялари амалга оширилади. Бу, масалан, компаниянинг тузилиши ва қийматини яратиш омилларини таҳлил қилиш, компаниянинг активларини шакллантириш ва улардан фойдаланиш бўйича қарорларнинг бажарилишини назорат қилиш ва бошқалар бўлиши мумкин.

Мақсадли функциялар мазмунига мувофиқ бошқарув усуллари умумий тизимига кирадиган, лекин бунда устувор деб тан олинандиган компания қийматини бошқариш ўзига хос усулларини танлаш асослаб берилади. Компания қийматини бошқариш жараёнини ташкил этишнинг муҳим хусусияти шунингдек, асосий бошқарув соҳаларининг аҳамиятини таъкидлаш ва кучайтиришдан иборат. Бу каторга, хусусан, қарз капиталини бошқариш, акциядорлар билан ўзаро муносабатларни бошқариш, инвестиция фаолиятини бошқариш, мулкни бошқариш киради. Бу асосий эътибор унинг қийматини максимал даражада оширишга қаратилган ҳолларда компания бошқарувида молиявий бошқарувнинг ролини оширишни белгилаб беради.

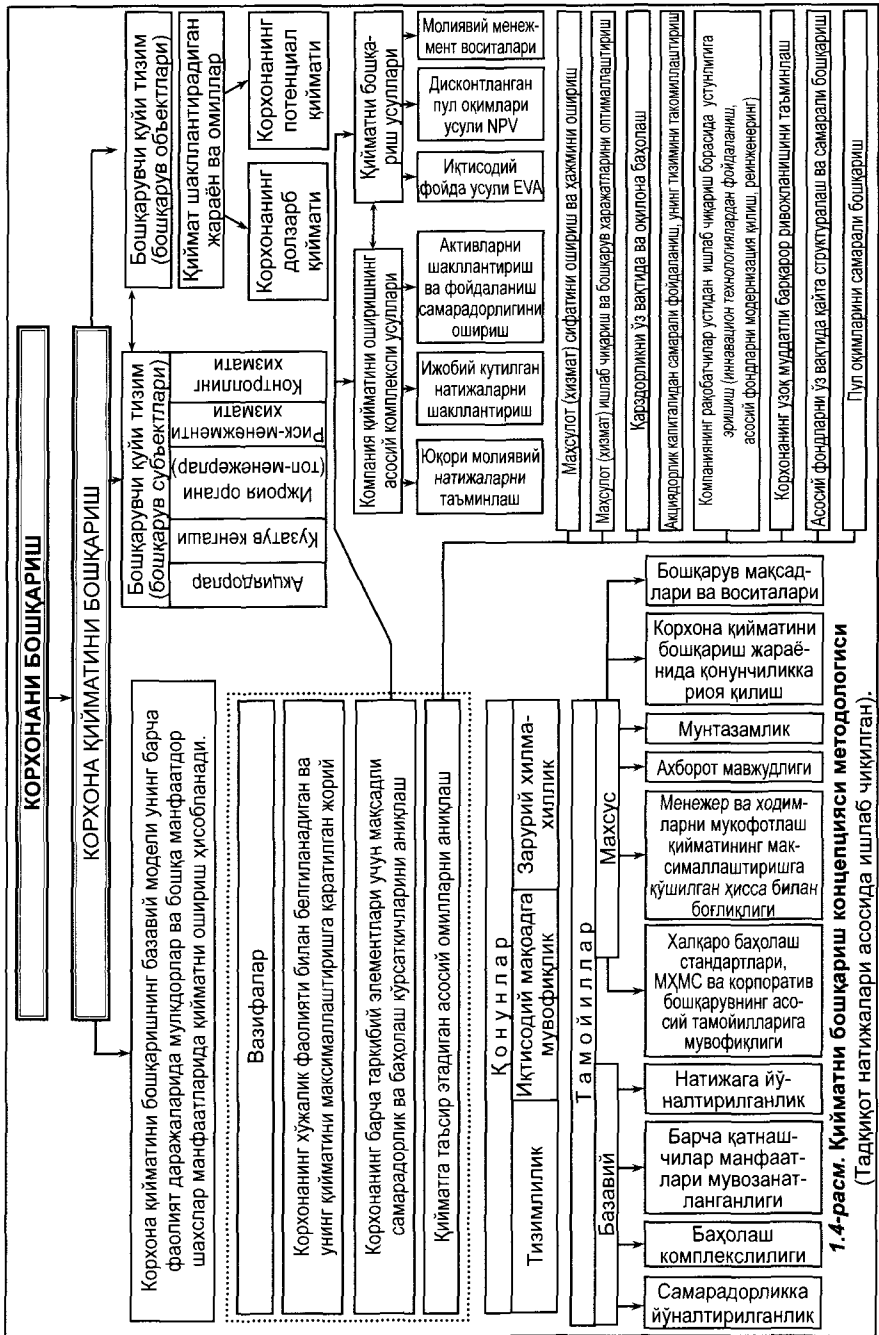


Корхона қийматини оширишнинг асосий комплексли усуллари сифатида (1.4-расм) унинг фаолиятида юкори молиявий натижаларни таъминлаш, компанияга нисбатан ижобий муносабат шакллантириш (бу четдан инвестициялар оқимини таъминлайди), шунингдек, компания активларини шакллантириш ва фойдаланиш самарадорлигини оширишни кўрсатиб ўтиш мумкин. Бу чоралар, ўз навбатида, қуйидагиларни кўзда тутати:

- ▶ корхона ишлаб чиқараётган маҳсулот (хизмат) сифати ва ҳажмини ошириш;
- ▶ корхонани бошқариш ва маҳсулот (хизмат) ишлаб чиқариш харажатларини оптималлаштириш;
- ▶ қарзларни ўз вақтида ва самарали бошқариш;
- ▶ акциядорлик капиталидан самарали фойдаланиш, унинг структурасини такомиллаштириш;
- ▶ корхонанинг рақобатчилар устидан ишлаб чиқариш устунлигига эришиш (хусусан, инновацион технологиялардан фойдаланиш, асосий фондларни модернизация қилиш, реинжиниринг);
- ▶ миждозлар ва бизнес ҳамкорлар, давлат ҳокимияти ва бошқаруви органлари билан самарали ўзаро алоқаларни ташкил этиш;
- ▶ корхонанинг узок муддатли барқарор ривожланишини таъминлаш;
- ▶ асосий фондларни ўз вақтида қайта куриш ва самарали бошқариш;
- ▶ моддий оқимларни самарали бошқариш;
- ▶ қабул қилинган нарх сиёсатини такомиллаштириш;
- ▶ компаниянинг интеллектуал салоҳиятини ошириш ва кадрларни ривожлантириш.

Қийматни бошқариш концепцияси қийматни шакллантиришнинг қуйидаги тамойилларига асосланади:

- компания фаолиятини тўғри баҳолашга имкон берадиган энг мақбул келадиган кўрсаткич – корхона ҳосил қиладиган пул маблағлари оқими;
- компанияга янги пул қўйилмалари фақат улар янги қиймат яратган шартлардагина амалга оширилиши лозим. Бунда янги инвестициялар фақат қўйилмалар рентабеллиги капитал жалб



1.4-расм. Қийматни бошқариш концепцияси методологияси (Тадқиқот натижалари асосида ишлаб чиқилган).



қилиш харажатларидан юқори бўлган ҳоллардагина қиймат яратади;

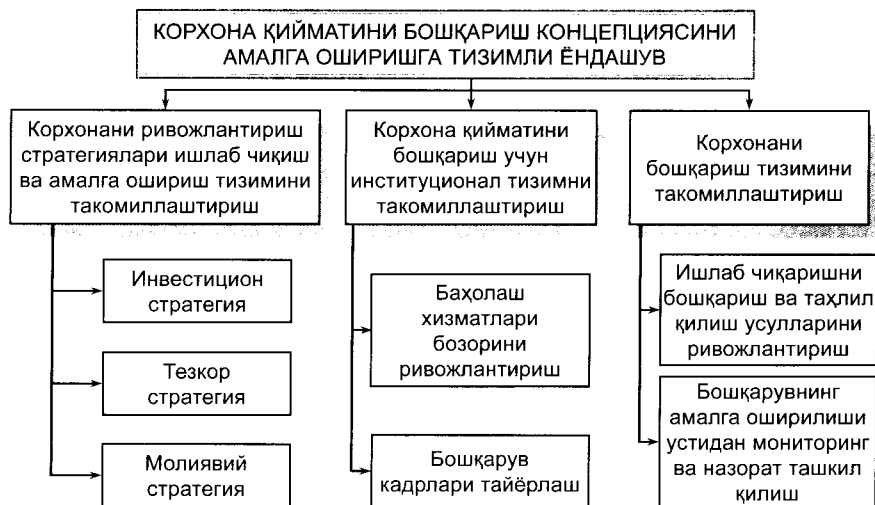
- атрофдаги иқтисодий муҳит ўзгарувчан бўлган шароитларда корхона активлари бирлашуви (унинг инвестицион портфели) ҳам корхона қийматининг максимал даражада ўсишини таъминлаш мақсадида ўзгариши лозим.

Қийматни акс эттирадиган интеграцияланган кўрсаткич сифатида масалан, ўз капиталининг соф рентабеллик кўрсаткичи (Дюпон усули), соф дисконтланган пул маблағлари миқдори, иқтисодий фойда кўрсаткичи ва бошқалар танлаб олиниши мумкин.

Корхона қийматини бошқариш концепцияси объектив равишда уни амалга ошириш учун кенг қўламдаги чора-тадбирлар ва механизмлар тизимини кўзда тутди. Корхона қийматини бошқариш концепциясининг асосий қоидалари кўп режали эканлиги фақат янги товарлар ишлаб чиқариш, ишлаб чиқарилаётган товарлар ва хизматлар таннархини пасайтириш, унинг фаолият самарадорлигини ошириш, шунингдек, корхона қийматини ошириш бўйича чора-тадбирлар амалга оширилиши устидан тизимли мониторинг ва амалий назоратни таъминлаш бўйича чора-тадбирларни қамраб оладиган тизимли ёндашувдан фойдаланилган ҳолдагина амалга оширилиши мумкин. умумлаштирилган кўринишда бундай тизимли ёндашув 1.5-расмда келтирилган кўринишида акс эттирилиши мумкин.

Келтирилган семадан келиб чиқадики, корхона қийматини бошқариш концепциясини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш фақат бунинг учун зарур бўлган шартлар шакллантирилган ва ривожлантирилган ҳолатда ўринга эга бўлиши мумкин бўлиб, уларни шартли равишда ички ва ташқи шартларга ажратиш мумкин. Ташқи шартлар қаторига қуйидагилар қиради: кўп укладли иқтисодиёт шаклланиши; бозорлар ва бозор инфратузилмасининг ривожланиши; моддий ва номоддий активлар фуқаролик ҳуқуқий айланмаси ва ҳуқуқларнинг кенгайиши; бошқарув кадрларини тайинлаш тизимининг шаклланиши ва ҳ.к.

Ички шартлар қаторига қуйидагилар қиради: корхонанинг инвестиция стратегияси, тезкор стратегияси ва молия стратегиясини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш; ишлаб чиқаришнинг асосий таркибий қисмлари бўйича ички хўжалик ҳисоб-китоби тамойилла-



1.5-расм. Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишга тизимли ёндашув схемаси.¹

рини ишлаб чиқиш ва кенгайтириш; моддий, молиявий ва кадрлар ресурсларидан самарали фойдаланиш устидан назорат ва мониторинг механизмлари жорий қилиш ва бошқалар.

Корхона қийматини бошқариш иқтисодий тоифага мансуб, чунки фақат бозор иқтисодиётининг шаклланиши ва ривожланиши шароитларида вужудга келади ҳамда объектлар ва усуллар ўзига хослиги билан тавсифланади.

Корхона қийматини бошқариш объектлари сифатида қуйидагилар намоён бўлади:

- корхоналар ёки уларнинг таркибий қисмлари, мулк комплекслари ва бошқ.;
- моддий ва номоддий активлар объектлари, жумладан, ер ресурслари, кўчмас мулк, ҳаракатдаги мулк ва бошқ.;
- молия ресурслари, жумладан, ўзининг капитали ва қарз капитали, қимматли қоғозлар, кредиторлик ва дебиторлик қарзлари ва бошқ.

Объектлар характерига қараб, улар қийматини ошириш кўплаб усуллар билан амалга оширилиши ва турли якуний мақсадларни кўзлаши мумкин. Корхона қийматини оширишнинг асосий усулла-

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.



ри янги қиймат яратиш ва корхонанинг мавжуд қийматини ошириш ҳисобланади.

Корхонанинг янги қийматини яратиш биринчи навбатда, талаб юқори бўлган янги товарлар ва хизматлар ишлаб чиқариш усуллари ва янги юқори самарали технологиялар кўзда тутиладиган инновацион лойиҳаларни амалга ошириш ҳисобига таъминланиши мумкин. Бунда кўпинча бу лойиҳаларни амалга ошириш учун талаб юқори бўлган янги товарлар ва хизматлар ишлаб чиқаришга имкон берадиган янги мулк яратиш учун қўшимча ўзининг маблағлари ёки қарз маблағларига, гоҳида эса бирданга ўзининг маблағлари ва қарз маблағларига эҳтиёж юзага келади. Янги лойиҳаларни амалга ошириш барча ҳолатларида бир томондан, уларнинг самардорлигига, бошқа томондан эса, корхона қийматининг ўсишига ижобий таъсир этишга алоҳида эътибор қаратиш зарур.¹

Мавжуд корхона қийматини ошириш, яқуний ҳисобда, ишлаб чиқарилаётган товарлар ва хизматлар нархи ва ишлаб чиқариш харажатлари бўйича корхона етакчилигини шакллантиришга қаратилган чора-тадбирлар тизимини амалга ошириш ҳисобига таъминланади.

Корхонанинг янги қийматини яратиш, худди мавжуд қийматни ошириш каби, объектив равишда ушбу қийматни бошқаришда қуйидагиларга эга бўлиш заруратини кўзда тутати: корхонанинг жорий қиймати, унинг мулк комплекслари ва ишлаб чиқариш структуралари; белгиланган истикболга корхона қиймати, унинг мулк комплекслари ва ишлаб чиқариш структуралари; янги қиймат яратиш ва мавжуд қийматни ошириш бўйича муайян лойиҳаларни амалга оширишда белгиланган муддатда корхона қийматини ошириш.

Корхона қийматини бошқариш концепциясидан келиб чиқадики, унинг инвесторлари корхона қиймати ва киритилган маблағларга дивидендлар ўсишидан манфаатдор. Бунда шуни таъкидлаш жозикки, кўрсатилган вазифаларнинг ҳар бири ўз хусусиятларига эга ва турли фаолият соҳаларини камраб олади ва яқуний ҳисобда, корхона менежментида ўз аксини топади.

¹ Д.Кэхилл, Д.Снайдер. Подходы к определению рыночной цены частных компаний // Проблемы теории и практики управления. 1998. №5. 92–95-б.



Биринчи вазифани хал қилиш учун муайян бизнесни ривожлантириш ва уни жалб этувчан қилиш, ушбу бизнеснинг капитал бозори ва фонд бозорида кенг иштирок этиши, инвестициялар жалб қилиш бўйича изчил реклама фаолияти ва ҳ.к. зарур. Бунда инновацион лойиҳаларни амалга оширишга капитал қўйилмалар самарадорлиги юқори бўлишини таъминлашга алоҳида эътибор қаратиш зарур. Бу лойиҳаларни амалга ошириш жараёнида шундай ҳолатлар рўй бериши мумкинки, капитал қўйилмалар корхона қиймати билан нотўғри алоқага олиб келади (айниқса, лойиҳани амалга оширишнинг бошланғич босқичида). Шу муносабат билан ўтиш даврида корхонанинг прогноз қилинган қийматига эришишда рисклар ўсиши мумкин.

1.3. КОРХОНАЛАР ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТНИ ТАВСИФЛОВЧИ КЎРСАТКИЧЛАР ТИЗИМИ

Бизга маълумки, корхона қийматини бошқариш концепциясининг асосий коидалари кўп режали эканлиги фақат янги товарлар ишлаб чиқариш, товарлар ва хизматлар таннархини пасайтириш, фаолият самарадорлигини ошириш, шунингдек, корхона фундаментал қийматини ошириш бўйича чора-тадбирлар амалга оширилиши устидан тизимли мониторинг ва амалий назоратни таъминлаш тизимли ёндашувдан фойдаланиш самарали ҳисобланади.

Корхона фундаментал қийматига таъсир этувчи омилларни таснифлашга нисбатан ёндашувга кўра, биринчидан, корхона фаолияти тахлили амалга оширилади, иккинчидан, ушбу тахлил асосида корхона қиймати баҳоланади ва фундаментал қийматини бошқариш амалга оширилади.

Ўзбекистонда мулк қийматини баҳолашнинг ташкилий-ҳуқуқий асослари амалга оширилаётган иктисодий ислоҳотлар ва давлат мулкни босқичма-босқич давлат тасарруфидан чиқариш жараёнларининг чуқурлашувига мувофиқ тарзда ривожланмоқда. Ҳозирги вақтда бу асослар қонун ва қонун ости ҳужжатлари, мулк қийматини баҳолаш стандартларининг миллий тизими ва бошқарув органларининг бошқа тартибга солувчи ҳужжатлари билан намоён этилган.

Ўзбекистон республикасида баҳолаш фаолиятининг вужудга келиши ва шаклланиши унинг ҳуқуқий меъёрий асосини яратиш ва



такомиллаштириш билан бир вақтда олиб борилмоқда. Яратилган ҳуқуқий асосларда баҳолаш фаолиятининг тартибга солиниши алоҳида ўрин тутати. У «баҳоловчилар хизматларининг сифатини оширишга ва уларнинг баҳоловчиларнинг касбий ҳамжамияти (ўзини ўзи тартибга солиш) ёки давлат органлари (давлат томонидан тартибга солиш) томонидан ёхуд биргаликда белгиланадиган маълум бир мезонларга мос келишига йўналтирилган чора-тадбирлар ва тартиблар тизими»ни ўзида намоён қилади.

Бундай тартибга солиш қуйидагиларни ўз ичига олади:

- баҳолашга нисбатан ёндашув ва талабларни аниқлаш, улар одатда баҳолаш андозаларида ифодаланади;
- баҳоловчининг мустақиллиги билан боғлиқ бўлган унинг ахлоқий-этик хусусиятларига нисбатан талабларни аниқлаш, улар касб этикаси кодексларида ифодаланади;
- баҳоловчи касб маҳорати даражасига ва амалий иш тажрибасига нисбатан талабларни аниқлаш, улар касбий малакага нисбатан қўйиладиган талабларда ифодаланади.

Мамлакатимизда баҳолаш фаолиятини йўлга қўйиш, уни тубдан жорий қилиш ва такомиллаштириш мақсадида бир қатор меъёрий ҳужжатлар, яъни қонунлар, Президент фармонлари ва қарорлари, Вазирлар Маҳкамаси қарорлари қабул қилинди. Жумладан, баҳолаш фаолиятининг тубдан жорий қилиш, уни йўлга қўйиш мақсадида 1999 йил 19 августда «Баҳолаш фаолияти тўғрисида» Қонун қабул қилинди. Бундан ташқари, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 24 апрелдаги «Баҳоловчи ташкилотлар фаолиятини янада такомиллаштириш ва кўрсатилаётган хизматлар сифати учун уларнинг масъулиятини ошириш тўғрисида» ПҚ-843-сон қарори, Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 8 майдаги 210-сонли «Баҳолаш фаолиятини лицензиялаш» тўғрисидаги Қарори ва шу қарор асосида ишлаб чиқилган «Баҳолаш фаолиятини лицензиялаш» тўғрисида Низом, 1998 йил 21 январдаги 18-сонли «Жисмоний шахсларга мулк ҳуқуқи тегишли бўлган бино ва иншоотлар бўйича рўйхатга олиш-баҳолаш ишларини амалга ошириш тўғрисида»ги қарори, 2009 йил 21 декабрдаги «Мол-мулкни баҳолаш стандартларини ишлаб чиқиш, тасдиқлаш, уларга ўзгартириш ва қўшимчалар киритиш тартиби тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида»ги қарори, 2008 йил 28 июлдаги «Баҳолаш тўғрисидаги ҳисоботларнинг



ҳаққонийлигини экспертизадан ўтказиш механизмини тасдиқлаш ҳақида» қарори, Давлат мулки, 2009 йил 22 апрелдаги «Интеллектуал мулк объектларини баҳолаш тартиби тўғрисидаги низомни тасдиқлаш ҳақида» қарори, «Мулкни баҳолаш миллий стандартлари» ва бошқа бир қатор меъёрий ҳужжатлар қабул қилинган.

Бундан ташқари, Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2009 йил 31 декабрдаги 343-сонли қарорига асосан давлат ташкилотлари ва давлат унитар корхоналари балансида бўлган асосий воситаларни, яъни кўчар мулкларни сотиш тартиби белгилаб берилди. Бу эса кўчар мулкларни баҳолашга бўлган талабини оширди. Мулк кийматини баҳолашни ташкил этишда Ўзбекистон Республикасининг «Баҳолаш фаолияти тўғрисида»ги Қонуни алоҳида ўрин тутарди, унда баҳолаш фаолияти, баҳолаш объектлари, баҳолаш объекти кийматнинг турлари ва уларни қўллаш соҳалари тушунчалари билан боғлиқ масалаларнинг кенг доираси қонун йўли билан тартибга солиш механизмлари изоҳланган.¹ Қонунда «Баҳолаш объектининг бозор киймати» (7-модда) ва «баҳолаш объектининг бозорниқидан фаркланувчи киймати» (8-модда) тушунчалари муҳим ҳисобланади. Баҳолаш фаолиятини тартибга солиш бўйича қанчалик меъёрий ҳужжатлар ишлаб чиқилмасин мамлакатимизда бу фаолият бўйича ҳали ҳануз камчилик мавжуд. Жумладан, баҳоловчилар томонидан етарли билим малака эга эмаслиги, масъулиятни ҳис қилмаслиги, баҳоланаётган объектларни юзаки ёндашган ҳолда баҳоланиши натижада мулкларнинг ҳақиқий киймати бузилиб, мамлакатимиз иқтисодий тараққиётига салбий таъсир кўрсатиб келмоқда. Шу камчиликларни олдини олиш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2008 йил 24 апрелдаги «Баҳоловчи ташкилотлар фаолиятини янада такомиллаштириш ва кўрсатилаётган хизматлар сифати учун уларнинг масъулиятини ошириш тўғрисида» ПҚ-843-сон қарори қабул қилинди. Бу қарорда қуйидагилар кўрсатиб ўтилган: «Айни вақтда баҳоловчи ташкилотларнинг амалий фаолияти ўсиб бораётган замонавий талабларни қониқтирмаяпти. Баҳолаш ишлари бир қатор ҳолларда юзаки ва паст профессионал даражада ўтказилмоқда, хусусийлаштирилдиган объектларнинг ҳақиқий киймати ва кўрсатиладиган хизматларнинг сифати ҳолисона ба-

¹ Ўзбекистон Республикасининг «Баҳолаш фаолияти тўғрисида»ги Қонуни. Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами, 2009 й. 15-сон, 178-модда.



холаниши учун баҳоловчи ташкилотларнинг зарур даражадаги масъулияти таъминлаб берилмаяпти.

Ушбу қарорда, баҳоловчилар масъулиятини ошириш, уларга берилган лицензия бекор қилиниб, лицензия талабларига ўзгартиришлар киритилиб, бошқатдан баҳоловчи корхоналарга фаолият юритиш бўйича лицензиялар бериш тартиби йўлга қўйиш кўрсатиб ўтилган.

Президентимизнинг ушбу қароридан сўнг баҳолаш фаолиятини тартибга солиш ва уни назорат қилишга катъий эътибор берилди. Бир қатор меъёрий ҳужжатларга ўзгартиришлар киритилди. Жумладан, Ўзбекистон Республикасининг «Баҳолаш фаолияти тўғрисида»ги Қонунига, Вазирлар Маҳкамасининг «Баҳолаш фаолиятини лицензиялаш тўғрисида»ги қарори ва унинг низомига ва бошқа бу соҳага масъул бўлган (Давлат мулк кўмитаси, Молия вазирлиги ва бошқа) органлар қарорлари ва меъёрий ҳужжатларига ўзгартиришлар киритилди.

Ўзбекистонда баҳолаш фаолиятининг муваффақиятли амалга оширилиши учун фаолиятнинг ушбу турини лицензиялаш механизми яратилди. Ўзбекистон Республикасининг «Фаолиятнинг айрим турларини лицензиялаш тўғрисида»ги Қонуннинг 5-моддаси ва «Баҳолаш фаолияти тўғрисида»ги Қонунга мувофиқ Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2003 йил 8 майдаги 210-сонли «Баҳолаш фаолиятини лицензиялаш тўғрисида»ги қарори билан «Баҳолаш фаолиятини лицензиялаш тўғрисидаги низом» тасдиқланди.

Баҳолаш фаолиятини катъий белгиланган тартиб асосида олиб борилиши баҳолаш фаолияти сифатининг асосий мезони ҳисобланади. Бунда мулкни баҳолашнинг миллий стандартлари муҳим роль ўйнайди. Ўзбекистон Республикасининг Давлат мулкни бошқариш давлат кўмитаси томонидан қабул қилинган қарорлар асосида мулкни баҳолаш Миллий стандартлари ишлаб чиқилган бўлиб бу стандартлар бугунги кунда баҳоловчилар томонидан амал қилиб келинмоқда. Жумладан 1-МБМС «Баҳолашни умумий тушунча ва принциплари» (2006 йил 14 июн), 2-МБМС «Бозор қиймати баҳолаш базаси сифатида» (2006 йил 14 июн), 3-МБМС «Бозор қийматидан фарқланувчи баҳолаш базаси» (2006 йил 14 июн), 4-МБМС «Молиявий ҳисобот ва турдош ҳужжатлар мақсадида

баҳолаш» (2006 йил 14 июн), 5-МБМС «Ссуда, гаров ва қарз мажбуриятларини таъминлаш учун баҳолаш» (2006 йил 14 июн), 6-МБМС «Ҳарбий-техник мулкни баҳолаш» (2008 йил 5 феврал), 7-МБМС «Баҳоловчилар иши сифатини назорат қилишнинг ички қоидаларига қўйиладиган умумий талаблар» (2008 йил 5 сентябр), 8-МБМС «Хусусийлаштириш мақсадида мулк қийматини баҳолаш» (2009 йил 6 октябр), 9-МБМС «Бизнес қийматини баҳолаш» (2009 йил 6 октябр), 10-МБМС «Кўчмас мулк қийматини баҳолаш». Бу миллий стандартларга баҳолаш жараёнида амал қилишда баҳоловчилар томонидан яхши ўрганиб ўзлаштирган бўлишлари керак.

9-МБМС «Бизнес қийматини баҳолаш»га баҳолаш объектининг бозор қийматини аниқлашга қаратилган корхонани ёки ундаги улушни баҳолашнинг асосий мақсадлари қуйидагилардан иборат:

- ▶ ишлаб турган корхона ёки корхонадаги мулк улуши билан олди-сотди қилиш;
- ▶ бошқарув қарорлари қабул қилиш;
- ▶ қайта ташкил этиш (қўшиб юбориш, бирлаштириш, бўлиш, ажратиб чиқариш);
- ▶ корхона ўз акцияларини қайтариб сотиб олиши;
- ▶ бошқа ташкилотнинг устав фондига акциялар пакетини киритиш.

Норматив ҳужжатлар ёки баҳолашга оид вазифада бозор қийматини аниқлашга қаратилган баҳолашнинг бошқа мақсадлари белгиланиши ҳам мумкин.

Баҳоловчи макроиктисодий ахборотни таҳлил қилиш чоғида ўрганиши ва баҳолаш тўғрисидаги ҳисоботда келтириши лозим бўлган асосий кўрсаткичларга қуйидагилар киради:

- иқтисодий ўсиш (ЯИМнинг ўсиш) суръатлари;
- саноат ишлаб чиқариши ҳажми;
- инфляция даражаси;
- миллий валютанинг айирбошлаш курси;
- фоиз миқдорилари даражаси;
- фонд бозори кўрсаткичлари;
- солиқ солиш структураси.

Баҳолаш объектининг хусусияти ва баҳолаш мақсадларига қараб баҳоловчи макроиктисодий кўрсаткичларнинг мазкур рўйхатини кенгайтириши мумкин.



Ҳар бир баҳолаш ёндашуви доирасида белгиланган усулларни танлашни баҳоловчи баҳолаш мақсади, баҳолаш объектининг хусусияти ва ривожланиш имкониятлари, чекловчи шартлар, ахборот базаси мавжудлиги ва унинг тўлиқлигини ҳисобга олиб мустақил амалга оширади. Баҳолаш объектининг якуний қийматини аниқлаш учун баҳоловчи қўлланилган ёндашувлар доирасида олинган натижаларни мувофиқлаштиришни амалга оширади.

Турли хил ёндашувлар билан олинган баҳолаш натижалари ўртасида жиддий тафовут мавжуд бўлса, баҳоловчи олинган тафовут сабабларининг таҳлилини баҳолаш тўғрисидаги ҳисоботда келтириши лозим. Баҳолаш натижасининг юқори чегарасидан 30 фоиздан ортиқ қийматга эга бўлган тафовут жиддий тафовут деб ҳисобланиши лозим. Мувофиқлаштириш, қоида тариқасида, турли баҳолаш ёндашувлари билан олинган баҳолаш натижалари учун солиштирма ўлчовларни аниқлаш орқали амалга оширилади, бунда баҳоловчи:

- баҳолаш мақсадини ва баҳолаш натижаларидан фойдаланиш мўлжалини;
- баҳоланаётган корхона ва унинг активлари хусусиятини;
- қиймат турини;
- баҳолаш ёндашувларини қўллашда фойдаланилган ахборот ҳажми ва сифатини;
- мулк улуши баҳоланган ҳолда;
- қўшимча тарзда бу улуш ҳажми, назорат даражаси ва ликвидликни ҳисобга олиши лозим.

Мувофиқлаштириш усули ва солиштирма ўлчовларнинг танланиши, шунингдек, бунда баҳоловчининг барча мулоҳазалари ва фаразлари баҳолаш тўғрисидаги ҳисоботда асосланиши лозим. Баҳолаш объектининг якуний қиймати пул ҳисобида ягона катталик сифатида ифодаланиши керак.

Харажат ва даромад ёндашувларнинг усуллари билан ҳамда қийсий ёндашувнинг тармоқлар ўзаро нисбати усули билан қуйидагилар аниқланади:

- мулкнинг мутлақ назорат ҳуқуқига эга бўлган (75 фоиздан ортиқ) назоратли улуши қиймати, корхона хусусий капитали қийматининг мутаносиб қисми сифатида;



- мулкнинг мутлақ назорат ҳуқуқига эга бўлмаган назоратли улуши қиймати, назорат айрим элементлари йўқлигига скидка чегириб ташланган корхона хусусий капитали қийматининг мутаносиб қисми сифатида;
- мулкнинг назоратсиз улуши қиймати, назорат йўқлигига чегирма чегириб ташланган корхона хусусий капитали қийматининг мутаносиб қисми сифатида.

Қиёсий ёндашувнинг билимлар усули билан қуйидагилар аниқланади:

1) мулкнинг назоратли улуши қиймати. Мулкнинг баҳоланаётган улуши ҳажми аналоглардан фарқ қилган тақдирда, олинган қийматга назорат айрим элементлари мавжудлиги ёки йўқлигига мукофотлар ёки чегирмалар қўлланади;

2) мулкнинг назоратсиз улуши қиймати, бунда олинган қийматга назорат йўқлигига чегирма қўлланади. Қиёсий ёндашувнинг капиталлар бозори усули билан қуйидагилар аниқланади:

- мулкнинг назоратли улуши қиймати, бунда олинган қийматга назорат мавжудлигига мукофот қўлланади;
- мулкнинг назоратсиз улуши қиймати.

Мулккий мажмуа сифатидаги корхона ёки унинг бир қисми қийматини баҳолаш фақат харажат ҳақида ёндашув усуллари билан амалга оширилади.

Корхона қийматини баҳолаш қуйидаги босқичлардан иборат бўлган мураккаб ва кўп меҳнат талаб этадиган жараён:

I. Муаммоларни аниқлаш. Баҳолашнинг мазкур босқичи қуйидаги кичик босқичлардан иборат: корхонани идентификациялаш; баҳолаш предметини аниқлаш; баҳолаш санасини белгилаш; баҳолаш мақсадлари ва функцияларини ифодалаш; қиймат турини аниқлаш; буюртмачини чегараловчи шартлар билан таништириш.

II. Корхонани олдиндан кўздан кечириш ва баҳолаш учун шартнома тузиш. Қуйидаги кичик босқичларни ўз ичига олади: корхонани олдиндан кўздан кечириш; дастлабки ахборот манбаларини аниқлаш; баҳолаш учун топшириқ ва тақвим режасини тузиш; баҳолаш учун шартнома тайёрлаш ва тузиш.

III. Ахборот йиғиш ва таҳлил қилиш. Баҳолашнинг мазкур босқичини қуйидаги кичик босқичларга ажратиш мумкин: умумий маълумотларни йиғиш ва тартибга солиш; махсус маълумотларни



йиғиш ва таҳлил қилиш; энг яхши ва энг самарали фойдаланишни таҳлил қилиш.

IV. Бозор конюктурасини таҳлил қилиш. Бозор конюктураси – бу шарт-шароитлар йиғиндиси таъсири остида ушбу лаҳзада ёки қандайдир вақт оралиғида юзага келган бозордаги ҳолат.

V. Баҳолаш усулларини танлаш ва уларни таҳлил этилаётган корхонани баҳолаш учун қўллаш. Баҳолаш ишларининг ушбу босқичи баҳолаш жараёнидаги муҳим босқичлардан бири ҳисобланади. Шу муносабат билан турли йўналишдаги корхоналарни баҳолашдаги турли ёндашувлар ва усуллардан фойдаланиш масалалари корхонани баҳолашда қўлланиладиган асосий ёндашувлар ва усуллар бошқа бобларда батафсил кўриб чиқилган.

VI. Турли ёндашувлар ёрдамида олинган натижаларни мувофиқлаштириш. Қийматни баҳолашдаги ҳар бир ёндашув чоғида фойдаланилган маълумотларнинг ишончлилиги, уларнинг бозор шароитларига мослашувчанлигини таҳлил қилиш асосида ҳар бир қўлланиладиган ёндашувнинг салмоғи белгиланади ва корхона қийматининг яқуний баҳоси аниқланади.

VII. Корхона қийматини баҳолаш бўйича ҳисоботларни тайёрлаш. Корхона қийматини баҳолаш бўйича ҳисобот ёзма шаклда тайёрланади. Одатда, бир вақтнинг ўзида иккита шаклдан фойдаланилади – тўлик ҳисобот ва хулоса.

Юқоридаги босқичлардан келиб чиқиб шуни айтиш мумкинки, корхонани баҳолашда ахборот базасини тайёрлаш жуда муҳимдир. Баҳолаш жараёнида фойдаланиладиган ахборот ишонччилик, аниқлик ва тизимчилик талабларига жавоб бериши лозим. Шу билан бирга, у корхонадаги ҳолатни ишонччи тарзда акс эттириши, баҳолаш мақсадларига аниқ мос келиши ва баҳоланаётган корхона фаолият кўрсатишининг ташқи шарт-шароитларини комплекс тарзда ҳисобга олиши керак.

Ахборот йиғишнинг хронологик йўли ўтган даврдан келажакка изчил ўтишни назарда тутаяди. Баҳолаш чоғида ишлаб чиқаришни ўрганиш компаниянинг ташкил этилиши тарихидан бошланиши керак.

Молиявий ахборотни таҳлил қилишда, одатда барча ретроспектив (кўп йиллик) ахборотдан фойдаланишдан маъно йўқ, эътиборни эса энг муҳим нисбат ёки коэффицентларга қаратиш зарур.

Мантикий тартиб ахборотнинг умумийдан хусусийга томон ёки хусусийдан умумийга томон тақсимланишини назарда тутати. Баҳоланаётган корxonани таҳлил қилишга киришишдан аввал тармоқдаги инвестиция муҳитини аниқлаш имконини берувчи ахборот шарҳини ўтказиш лозим.

Корxonани баҳолаш корxона қийматини инвестиция товари сифатида, яъни аввалги харажатлар, жорий аҳвол ва келгуси имкониятларни ҳисобга олган ҳолда таҳлил қилишга асосланган. Бундай комплекс ёндашувни амалга ошириш учун катта миқдордаги ахборотни йиғиш ва таҳлил қилиш лозим бўлиб, уни қуйидаги тарзда таснифлаш мумкин:

- ▶ корxonанинг минтақада, тармоқда ва умуман иқтисодиётда фаолият кўрсатиши шароитларини тавсифловчи ташқи ахборот;
- ▶ баҳоланаётган корxonанинг фаолияти ҳақида тасаввурга эга бўлиш имконини берувчи ички ахборот.

Корxonанинг нормал фаолият кўрсатиши сотувлар ҳажми, олинган фойда ва режалаштирилган ўсишни таъминлаш учун молиявий ресурсларни оптимал тарзда уйғунлаштиришга асосланган, бу кўп жиҳатдан корxона фаолият кўрсатишининг ташқи шароитлари билан белгиланади. Уларга макроиктисодий ва тармоқ омиллари киради, булар: инфляция даражаси, мамлакатнинг иқтисодий ўсиш суръатлари, тармоқдаги рақобат шартлари ва бошқалар.

Ташқи ахборотлар корxonанинг тармоқда ва умуман иқтисодиётда фаолият кўрсатиши шароитларини тавсифлайди.

Ташқи ахборот ҳажми ва хусусияти баҳолаш мақсадларига қараб фарқ қилади. Ҳисоботни тузишда баҳоловчи томонидан йиғилган ва ўрганилган ахборот базаси корxона қиймати ҳақида якуний хулосани бериш учун зарур ва етарли еканлигини кўрсатиш лозим. Ахборотни оптимал ҳажмда ва баҳоланаётган объектга йўналтирилган тарзда бериш зарур.

Макроиктисодий кўрсаткичлар мавжуд иқтисодий вазият корxона фаолиятига қандай таъсир кўрсатаётганлиги ёки кўрсатиши ҳақидаги ахборотни ўзида мужассам этиши ва тармоқдаги инвестиция муҳитини тавсифлаши лозим. Баҳолаш мақсадларига қараб макроиктисодий шарҳ баҳолаш ҳақидаги ҳисоботнинг алоҳида бўлими сифатида ажратилиши ёки ҳисоботнинг умумий изоҳида кўриб чиқилиши мумкин.



Макроиктисодий хатар омили бозор иқтисодиётига таъсир кўрсатувчи ташки воқеалардан юзага келадиган тизимли хатарни ҳосил қилади ва ушбу хатарга диверсификация (хатарни портфель инвестициялари ёрдамида ва кенг доирадаги қимматли қоғозларни харид қилиш орқали қисқартиш) ҳисобидан барҳам беришнинг иложи йўқ.

Макроиктисодий хатарнинг асосий омилларини куйида кўришимиз мумкин:

- инфляция даражаси;
- мамлакатнинг иқтисодий ўсиш суръати;
- фоиз ставкаларининг ўзгариши;
- валюталар айрибошлаш курсининг ўзгариши;
- сиёсий барқарорлик даражаси.

Инфляция хатари – бу нархлар ўсиши суръатларининг башорат қилиб бўлмайдиган ўзгариши хатари. Сармоядор нархларнинг инфляцион ўзгаришини қопловчи даромадни олишга интилади. Юқори ёки башорат қилинмайдиган инфляция ишлаб чиқариш фаолиятининг қутилаётган натижаларини йўққа чиқариши мумкин бўлиб, иқтисодиётдаги даромадларнинг қайта таксимланишини таъминлайди ва тадбиркорлик хатарини оширади. Натижада корхонанинг реал қиймати пасаяди.

Баҳолаш жараёнида кўп йиллик, жорий ва бўлажак (башорат қилинаётган) маълумотлар такқосланади. Корхонанинг турли йилларда олинган қиймати фақат, агар пул бирлигининг қиймати ўзгармаган бўлса, такқосланиши мумкин. Бирок амалда пул бирлигининг қиймати деярли ҳар йили (одатда, ортиш томонга) ўзгаради.

Истеъмол қилинадиган товарларнинг асосий гуруҳи бўйича ҳисоблаб чиқилган нархлар индексига жорий йилдаги нархлар даражасининг кўрсаткичи сифатида қаралиши мумкин. Баҳолаш жараёнида, муваққат (ўзгармас) катталиқдан ташқари, нисбий катталиқлар ҳам, масалан, дисконт ставкаси ҳисоблаб чиқилади (% да). У ҳам номинал ёки ҳақиқий катталиқ сифатида аниқланиши мумкин. Агар нархларнинг инфляцион ўсиш суръатлари мамлакатда 15 фоиздан юқори бўлса, қайта ҳисоблашни Фишер формуласини қўллаш орқали амалга ошириш тавсия этилади:

$$ДРС = \frac{ДНС - \text{Инфляция индекси}}{\text{Инфляция индекси} + 1} \times 100\%$$

Бу ерда, ДРС – даромад (дисконт) нинг реал ставкаси;
ДНС— даромад (дисконт) нинг номинал ставкаси;

Асосий ахборот манбалари:

- ҳукумат дастурлари ва прогнозлар;
- даврий иқтисодий матбуот.

Бозор иқтисодиётининг цикллилиги ҳисоб-китобларда иқтисодий ривожланишнинг умумий ҳолати ва иқтисодий ўсишнинг яқин келажакда қутилаётган суръатларини ҳисобга олиш заруратини белгилаб беради.

Ишдаги фаоллик сусайган даврларда олинадиган фойда миқдори ҳам пасаяди ва банкрот бўлиш эҳтимоли ошади. Иқтисодиёт ривожланишининг умумий иқтисодий қонуниятларини муайян қорхонани таҳлил қилишда ва прогнозларни тузишда ҳисобга олиш зарур. Бунда асосий ахборот манбалари бўлиб ҳукумат дастурлари ва прогнозлар, ахборот, консалтинг тузилмалари, ҳокимият ва бошқарув органларининг таҳлилий шарҳлари, даврий иқтисодий матбуот хизмат қилади.

Ҳоиз ставкаси миқдорининг ўзгариши билан боғлиқ хатар. Ҳоиз ставкасининг ҳаракати амалга оширилаётган макроиқтисодий тартибга солиш чора-тадбирларига муносабат билдириш ҳисобланади ва у инвестицион фаолликни рағбатлантиришга олиб келиши ҳам, иқтисодиётдаги умумий сарф-харажатларнинг ошишига тўсқинлик қилиши ҳам мумкин. Баҳолаш жараёнида дисконт ставкаларини, сармоялаш коэффицентларини, бозор мултипликаторларини ҳисоб-китоб қилишда тизимли ва тизимсиз хатар омиллари ўлчанади. Ушбу ҳисоб-китобларда хатарсиз ставка сифатида, одатда, давлатнинг узок муддатли қимматли қоғозлари бўйича даромад ставкалари қабул қилинади.

Асосий ахборот манбалари:

- ахборот, консалтинг тузилмалари;
- даврий иқтисодий матбуот.

Валюталар курслари иқтисодий ва сиёсий омиллар таъсири остида ўзгаради. Валюта курсининг ўзгариши мамлакатда чакана нархларнинг ўзгаришини аниқ акс эттирмайди, айни пайтда, баҳолаш жараёнида молиявий ахборотга инфляцион тузатишлар киритиш, одатда, миллий валюта курсининг ўзгариб туриши бўйича амалга оширилади.



Муайян йилга мўлжалланган сотувлар ҳажмлари прогнозини тузишда башорат қилинаётган инфляция даражасини ҳисобга олувчи ҳисоб-китобларни амалга ошириш лозим.

Асосий ахборот манбалари:

- ҳукумат дастурлари;
- ахборот, консалтинг тузилмалари;
- даврий иктисодий матбуот.

Сиёсий хатар – бу сиёсий воқеалар туфайли активларга нисбатан юзага келган таҳдид. Сиёсий хатар омиллари, одатда, йирик фирмалар ёки таҳлилий агентликлар томонидан амалга ошириладиган эксперт баҳолари асосида аниқланади.

Асосий ахборот манбалари:

- таҳлилий шарҳлар маълумотлари;
- миллий ахборот агентликлари.

Ташқи ахборот макроиктисодий ахборотдан ташқари, тармоққа доир ахборотни ҳам ўз ичига олади. Унда баҳоланувчи корхона, фаолият кўрсатаётган тармоқнинг аҳволи ва ривожланиш истиқболлари ҳақида ахборот олинади. Мазкур бўлимнинг мазмуни тармоққа доир маълумотлардан фойдаланиш имкониятига боғлиқ. Унда тармоқдаги рақобат шартлари, сотиш бозорлари ва ишлаб чиқарилаётган маҳсулотдан фойдаланишнинг эҳтимолий вариантлари; ишлаб чиқарилаётган маҳсулот ҳажмига ва унга нисбатан талабнинг ўзгариш динамикасига таъсир кўрсатувчи омиллар акс эттирилиши керак. Тармоқда корхонанинг фаолият кўрсатиш шарт-шароитлари якуний қиймат миқдориغا жиддий таъсир кўрсатиши мумкин.

Хатарнинг тармоққа оид асосий омиллари: норматив-ҳуқуқий база, сотиш бозорлари, рақобат шартлари.

Норматив-ҳуқуқий база корхоналарда тармоққа кириш учун чекловлар мавжудлигини ҳисобга олган ҳолда белгиланади. Агар асосий молиявий коэффицентлар бўйича тармоқдаги ўртача маълумотлар мавжуд бўлса, улардан баҳолаш жараёнида фойдаланиш зарур. Баҳоланаётган корхона маълумотларини тармоқнинг бошқа корхоналарининг ана шундай кўрсаткичлари билан таққослаш тармоқни тадқиқ этишдаги муҳим босқич ҳисобланади, чунки у баҳоланаётган корхонанинг рейтингини аниқлаш, фойдалилик ва харажатларининг талаб этиладиган миқдориغا нисбатан ишончли прогнозларни тузиш имконини беради.

Асосий ахборот манбалари:

- статистика органларининг маълумотлари;
- Ўзбекистон Республикасининг қонун ҳужжатлари;
- тармоққа оид ахборот буллетенлари;
- бизнес-режа.

Сотиш бозорлари. Таклиф, талаб, нарх бозор иқтисодиётини тартибга солишнинг муҳим воситалари ҳисобланади. Талаб ва таклиф ўртасида мувозанатга эришиш умумий макроиқтисодий мувозанатни ҳам, маҳсулот сотишнинг ўзига хос хусусиятларини ҳам белгилаб беради. Корхона товарларни сотиш бўйича танлаган стратегияни таҳлил қилиш учун тўртта муқобил стратегиядан фойдаланиш мумкин:

1. Юзага келган бозорга рақобатчилар олиб чиққан маҳсулот билан қириб бориш.

2. Бозорнинг янги сегментларини барпо этиш ҳисобидан бозорни ривожлантириш.

3. Янги товарлар ишлаб чиқиш ёки аввалги товарларни такомиллаштириш.

4. Янги бозорларни ўзлаштириш учун ишлаб чиқарилаётган маҳсулотни диверсификациялаш.

Товарларни сотиш стратегиясига қараб сотиладиган маҳсулот ҳажмининг прогнози тузилади. Танланган стратегияни амалга оширишдаги чекловлар: талаб ҳажми ва етказиб берувчилар билан ўзаро муносабатлар баҳоловчиларнинг алоҳида эътиборини тортади.

Талаб – маълум бир муддатда муайян нарх бўйича сотиб олинadиган товарлар ва хизматлар миқдори.

Ахборот йиғиш жараёнида шартномаларнинг юридик жиҳатдан аниқлиги ва уларнинг ишончлилиги нуқтаи назаридан етказиб берувчилар билан муносабатлар алоҳида эътиборга лойиқ.

Мазкур ахборотни йиғишдан мақсад мамлакатда (агар зарур бўлса, чет элда) товарни сотиш бозорининг салоҳиятини аниқлашдан иборат жорий нархлардаги сотувлар ҳажми, баҳоланаётган корхона бўйича сўнги 2–5 йил мобайнидаги маълумотлар, рақобатчилар бўйича жорий нархлардаги сотувлар ҳажми, Ўзбекистон Республикасида ва унинг ташқарисида сотув бозорларини кенгайтириш бўйича прогнозлар.



Асосий ахборот манбалари:

- баҳоланаётган корхона маркетинг маълумотлари;
- статистика органларининг маълумотлари;
- тармоққа оид ахборот нашрлари;
- даврий иктисодий матбуот;
- бизнес-режа;
- шахсий алоқалар.

Рақобат шартлари. Бозор иктисодиётига такомиллашмаган рақобот бозорлари хосдир. Чунки, уларда эркин рақобатли нарх шаклланиши механизми жиддий чекловларга эга. Корхонанинг рақобатбардошлигини баҳолаш бозорнинг хилини, демак, ўрнини босувчи товарларни ишлаб чиқарувчи рақобатчиларнинг тармоққа кириши учун чекловлар мавжудлигини ҳисобга олган ҳолда амалга оширилади. Таҳлил (натурал ва қиймат ифодаларида) рақобат килувчи товарни ишлаб чиқариш ҳажми, сотилаётган маҳсулотнинг минтақада ёки умуман тармоқда ишлаб чиқариш умумий ҳажмидаги улуши ҳақидаги маълумотлар, рақобатчилар маҳсулотининг тавсифи (ҳажми, хизмат кўрсатиш сифати, нархлар, сотиш каналлари, реклама), шунингдек, ушбу товарнинг мамлакатдаги асосий импортчилари рўйхати билан тўлдирилиши лозим.

Асосий ахборот манбалари:

- баҳоланаётган корхона маркетинги маълумотлари;
- статистика органларининг маълумотлари;
- дилер фирмалар;
- божхона бошқармаси;
- тармоққа оид ахборот нашрлар;
- бизнес-режа.

Тармоққа оид ахборотни таҳлил қилишда юкорида санаб ўтилган ахборот манбаларининг ишончлилиқ даражаси турлича. Шунинг учун битта саволнинг ўзига турлича жавоблар олиш мумкин.

Ички ахборот баҳоланаётган корхона фаолиятини тўлиқ ҳажмда тавсифлаши, корхонанинг ўзига хос хусусиятларини тушуниш учун у ҳақидаги тўлиқ ва аниқ маълумотларни ўзида мужассамлаштириши лозим.

Мазкур ахборот мажмуи қуйидагиларни ўз ичига олади:

- корхона тарихи ҳақида маълумотлар;
- корхонанинг маркетинг стратегияси;



- етказиб берувчилар тавсифи;
- ишлаб чиқариш қувватлари;
- ишчи ва бошқарув ходимлари;
- ички молиявий ахборот (бухгалтерия баланси маълумотлари, 3–5 йил учун молиявий натижалар ва пул маблағларининг ҳаракати ҳақида ҳисоботлар);
- бошқа ахборотлар.

Агар корхонада бизнес-режа ишлаб чиқилган бўлса, у ҳолда корхона ҳақида асосий маълумотлар келтирилади, булар фаолият турлари, тармоқ тавсифи, корхонанинг жорий молиявий аҳолининг асосий кўтсаткичлари ва ҳ.к. Бундан ташқари, бизнес-режада қуйидаги маълумотлар бўлиши керак: ташкилий-ҳуқуқий шакл, устав сармоясининг миқдори, устав сармоясининг кичик улушлари, акциялар назорат пакетларининг эгалари ҳақида маълумотлар, корхонанинг консернларга, уюшмаларга, холдингларга тегишлилиги.

Корхона тарихи. Ушбу бўлимда ҳар бир маҳсулот тури бўйича маҳсулот ишлаб чиқариш жараёни ҳақида ахборот, корхонанинг вужудга келиш ва ривожланиш тарихи ва ҳоказолар берилиши керак.

Корхонанинг маркетинг стратегияси. Корхонанинг маркетинг стратегияси ташқи омиллар билан, шунингдек, ишлаб чиқариладиган товарларнинг ҳаётий циклининг даври ва ишлаб чиқариш қувватларининг мавжудлиги билан белгиланади.

Корхонанинг маркетинг стратегиясини таҳлил қилаётганда, қуйидаги ахборотларни такқослаш лозим:

- ▶ Ўтган, жорий, башорат қилинаётган даврлардаги сотувлар ҳажми;
- ▶ сотилган маҳсулотларнинг таннархи;
- ▶ товарлар ва хизматлар нархлари, уларнинг динамикаси;
- ▶ талаб ҳажмларининг ўзгаришини башорат қилиш;
- ▶ ишлаб чиқариш қувватлари.

Ишлаб чиқариш қувватлари. Ишлаб чиқариладиган маҳсулот ҳажми, бир томондан, унга нисбатан талаб билан, иккинчи томондан эса, уни ишлаб чиқариш учун ишлаб чиқариш қувватларининг мавжудлиги билан белгиланади. Шунинг учун, айниқса, прогнозларни тузишда, бўлажак капитал қўйилмаларини ҳисобга олган



холда корхонада ишлаб чиқариш қувватларининг мавжудлиги ҳақида малумотларни ҳисобга олиш лозим.

Ишчи ва бошқарув ходимлари. Ишлаб чиқаришнинг мазкур омили корхона қийматига катта таъсир кўрсатади. Ёпиқ турдаги корхоналарда ходимларнинг меҳнати акциялар билан қисман копланиши (хизматчиларнинг фойдада иштирок этиш дастури) ва бунда корхона ходимлари акцияларнинг маълум пакетга эга бўлган корхона мулкдори сифатида иштирок этиши мумкин. Корхона бошқарувчиси асосий шахс бўлиб, бизнеснинг самарали бошқарилишини ва ривожланишини таъминлаши мумкин.

Мазкур бўлим ахборотини таҳлил қилишнинг муҳим жиҳати бўлиб тармоқ бўйича ўртача маълумотлар билан солиштирилганда корхонада иш ҳақининг даражаси ҳисобланади. Кўп ёки кам томонга фарқланишга баҳоланаётган бизнес хусусиятларини аниқлаш мақсади сифатида қаралиши керак, шунингдек унга ҳисоботни бир меъёрга келтириш чоғида тузатишлар киритилиши мумкин. Асосий ахборот манбалари:

- бизнес-режа;
- корхона раҳбари билан суҳбат;
- маркетинг маълумотлари;
- ретроспектив молиявий ҳисобот.

Ички молиявий ҳисобот. Жорий ва ретроспектив молиявий ахборотдан фойдаланиш ва уни таҳлил қилиш мақсади баҳолаш санасида корхонанинг реал молиявий аҳволини, соф фойда, молиявий хатар ҳамда моддий ва номоддий активларнинг ҳақиқий миқдорини аниқлашдан иборат.

Баҳолашнинг мақсадларига қараб корхонанинг молиявий аҳволини таҳлил қилиш йўналишлари ўзгариши мумкин. Агар корхона акцияларининг миноритар (назоратсиз) пакети қиймати баҳоланаётган бўлса, у холда имкониятли сармоядорни кўпроқ корхона рентабеллигининг прогноз баҳоси, унинг дивидендлар тўлаш қобилияти кизиқтиради.

Баҳолаш жараёнида таҳлил қилинадиган молиявий ҳисоботнинг асосий ҳужжатлари:

- бухгалтерия баланси;
- молиявий натижалар ҳақида ҳисобот;
- маблағлар ҳаракати ҳақида ҳисобот.

Бундан ташкари, бухгалтерлик ҳисобининг бошқа расмий шакллари-дан, шунингдек, корхонанинг ички ҳисоботидан фойдаланиш мумкин.

Ҳар қандай корхонада, айниқса, ёпиқ турдаги корхонада баҳолаш ишлари учун муҳим ҳужжатлар тўпламидан, шунингдек, бевосита корхона раҳбарларидан олинган ахборотдан фойдаланиш лозим.

Ички ахборотни йиғиш ишларининг мақсади қуйидагилардан иборат:

- бўлажак тенденцияларни аниқлаш мақсадида корхонанинг тарихини таҳлил қилиш;
- сотувлар ҳажмлари, фойданинг пул оқимларини башорат қилиш учун ахборот йиғиш;
- баҳоланаётган корхонага хос бўлган хатар омилларини ҳисобга олиш;
- молиявий ҳужжатларни таҳлил қилиш;
- раҳбарлар билан суҳбат ва янада ҳаққоний баҳолаш имконини берувчи кўшимча ахборотлар йиғиш.

Зарур ҳолда баҳоловчи тармоқнинг ўхшаш корхоналари ёки тармоқ бўйича ўртача кўрсаткичлар билан киёсийликка ва корхона пул оқимларини прогноз қилишда қўлланишга яроқлиликка эришиш учун молиявий ҳисоботни меъёрга солишни – баҳоланаётган корхона қийматига жиддий таъсир кўрсатадиган кўрсаткичлар бўйича тузатиш киритишни амалга оширади. Тузатишларни киритиш учун асослар ва уларнинг қўлланиши баҳолаш тўғрисидаги ҳисоботда келтирилиши лозим.

Юқоридаги меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатлар ва тадқиқотлардан кўриниб турибдики, корхона фундаментал қиймати, уни баҳолаш ва бошқаришга нисбатан катта эҳтиёж мавжуд. Шу сабабли, биз томонимиздан, корхона фундаментал қийматини баҳолаш усули таклиф этилди. Ушбу усулга кўра, корхона фундаментал қиймати унинг бозор қиймати ва номоддий кўрсаткичлар қийматидан иборат ҳамда қуйидагича топилади:

$$\text{Корхона фундаментал қиймати} = \text{КБК} + \sum_{n=1}^n \text{КБК} \frac{\alpha_k}{n},$$

бу ерда, *КБК* – корхонанинг бозор қиймати;



$$\alpha_k = \frac{\min(O_k)}{\max(O_k) - \min(O_k)}$$

Бу ерда, $\max(O_k)$ ва $\min(O_k)$ лар тадқиқот объекти ҳисобланган электроэнергетика тармоғи корхонаси номоддий кўрсаткичлар қийматларининг муайян даврдаги максимум ва минимум даражалари.

Корхонанинг номоддий кўрсаткичлар қийматларини ҳисоблаш учун муайян корхонани мониторинг қилиб, 100 баллик тизимда баҳолаш орқали унинг ривожланиш даражаси коэффициентлари аниқлаб олинади ва корхонанинг фундаментал қиймати аниқланади.

Ушбу номоддий қиймат кўрсаткичлари қуйидалардан иборат:

- ◆ Инновациялардан фойдаланиш даражаси;
- ◆ Стартаплар ва венчурли лойиҳаларни инвестициялаш даражаси;
- ◆ Техника ва технологияларнинг модернизациялашганлик даражаси;
- ◆ Фаолиятнинг диверсификацияланганлик даражаси;
- ◆ Товар қийматида импортнинг улуши;
- ◆ Сотувда экспортнинг улуши;
- ◆ Самарали корпоратив бошқарувнинг қўлланилиши;
- ◆ Ишлаб чиқарилган товар ва хизматларида юқори кўшилган қийматга эга эканлиги;
- ◆ Рақобатбардошлик даражаси;
- ◆ Инвестицион фаоллиги ва инвестицион жозибadorлиги;
- ◆ Бошқарув сифати ва мижозлар билан ишлаш сифати;
- ◆ Интеллектуал капиталдан фойдаланиш даражаси;
- ◆ Яшил иктисодиётга қўшаётган хиссаси (корхонанинг яшил компаниялардаги рейтинги);
- ◆ Ходимларнинг меҳнат самарадорлиги ва бошқалар.

БИРИНЧИ БОБ БЎЙИЧА ХУЛОСАЛАР

1. Ўзбекистонда турли мулкчилик шаклидаги корхоналар, жумладан, акциядорлик жамиятлари раҳбарияти мулкдорлар (акциядорлар) фаровонлигини ошириш, қўшимча инвестициялар жалб қилиш ва бошқа мақсадлар учун корхонани бошқариш мезо-



ни сифатида қийматдан амалий фойдаланишга етарлича эътибор қаратмаяпти. Бунда тўхтатиб турувчи омиллардан бири, энг аввало, менежментнинг қиймат концепцияси асосида стратегик ва тезкор-тактик характердаги бошқарув қарорлари қабул қилишга тайёр эмаслиги, шунингдек, чуқур билимга эга эмаслиги, қиймат яратиш ва бошқариш воситаларини, уни оширишга таъсир этувчи омилларни билмаслиги ҳисобланади.

2. «Корхона қийматини бошқариш» тушунчасининг моҳиятини таърифлашга турли ёндашувлар таҳлили қуйидаги ҳулосаларга келиш имконини берди: 1) корхонани бошқаришга қиймат асосидаги ёндашув корхонани барча поғоналарда (директорлар кенгашидан тортиб менежерларгача) бошқаришни назарда тутди; 2) қийматни максимал қилиш бу – бир марталик вазифа эмас, балки стратегик ва тактик бошқарув қарорлари узлуксиз ва қайта тикланиб борадиган циклидир; 3) қиймат шакллантирадиган кўрсаткичларни тушунмасдан туриб корхона қийматини самарали бошқариш мумкин эмас. Бу тадқиқ этилаётган тушунчанинг умумлаштирилган таърифини ифодалаш учун асос яратди. Корхона қийматини бошқариш – корхона қийматини максималлаштириш жараёнига қаратилган фаолиятдир. Корхона қийматини бошқариш тизими эса – прогноз қилиш даври давомида талаб қилинган рискдан ортик бўлган ҳамда корхона қийматини максималлаштириш ва корхона мулкдорлари фаровонлигини ошириш мақсадида динамик ташқи муҳит шароитларида қиймат яратиш жараёнига таъсир этишининг зарурий шакллари, усуллари ва таомиллари йиғиндисини ўз ичига оладиган бўш пул маблағлари барқарор мусбат оқимига эришиш мақсадли йўналтирилган жараёни ҳисобланади.

3. Қиймат тушунчаси, унинг асосий ва ундан фарқ қиладиган турларини келтирилган тадқиқ этиш муҳим жиҳатларни ажратиб кўрсатишга имкон берди. Бозор қиймати кўп жиҳатдан ташқи омиллар ва кўплаб харидорлар (ташқи инвесторлар) сўровлари билан, унинг фойдалилиги эса – ҳамма учун очик бўлган ахборотни объектив таҳлил қилиш, шунингдек, ҳуқуқларни харид қилиш қийматини ҳисобга олиш имконияти билан белгиланади. Инвестицион қиймат ёпик ахборот, ички омиллар, муайян инвесторнинг яширин мақсадлари билан белгиланади.



4. Компанияни бошқариш энг янги концепцияси унинг фундаментал қийматини яратиш ва ўстиришга йўналтирилган бошқарув сифатида ифодаланиши мумкин.

5. Тадқиқотларда корхона қийматини бошқариш тизими методологиясини кўриб чиқишга етарлича эътибор қаратилмаган, алоҳида субъектлар ва объектлар бўйича бошқарув жараёнлари тавсифланган, холос. Фикримизча, тизимли ёндашув нуқтаи назардан корхона қийматини бошқариш концепцияси ўзаро ва ташқи муҳит билан боғланган, маълум бир структура ва иерархияга эга бўлган усуллар ва услублар, технологиялар, ёндашувлар йиғиндиси сифатида тавсифланган.

6. Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш жараёнида қуйидаги вазифа юзага келади: қийматга таъсир этадиган омиллар йиғиндиси ҳақида, ҳар бир муайян омилнинг таъсир даражаси ҳақида тасаввурга эга бўлиш, асосий қиймат омилларини ёки компания қийматига энг катта таъсир этадиган ташкилий фаолият соҳаларини аниқлаш. Аниқланган омиллар ёрдамида менежмент кўнгилдаги компания қийматини шакллантиради ёки бошқаради. Тадқиқот давомида қиймат шакллантиришга таъсир этадиган барча омиллар йиғиндисини тизимлаштириш ва қиймат омиллари йиғиндисини аниқлаш учун базавий ёндашувларни тақдим этишга ҳаракат қилиб кўрилган.

7. Акцияларга талаб ва таклиф реал бозор вазиятини ҳисобга олган ҳолда компания қийматига энг кучли таъсир кўрсатувчи асосий омиллар қуйидагилардир: корхона активлари қиймати; келажакдаги эҳтимолий фоизлар ва дивидендлар; баҳолашнинг асоси сифатида келажакдаги эҳтимолий даромадлар, энг кучли таъсир этувчи омил; келажакдаги эҳтимолий ўсиш ставкаси.

8. Тадқиқот ишида корхона фундаментал қийматини баҳолаш усули таклиф этилди. Ушбу усулга кўра, корхона фундаментал қиймати унинг бозор қиймати ва номоддий кўрсаткичлар қийматидан иборат. Бунда номоддий кўрсаткичлар қиймати корхона фундаментал қийматига билвосита таъсир кўрсатувчи омиллардан иборат бўлади.

2 - Б О Б.

ЭНЕРГЕТИКА СОҲАСИ КОРХОНАЛАРИНИНГ ҲОЛАТИНИ ТАҲЛИЛ ҚИЛИШ ВА БАҲОЛАШ

2.1. ЭНЕРГЕТИКА ТАРМОҒИНИНГ РИВОЖЛАНИШ ҲОЛАТИ ВА УНИНГ ТАРКИБИДАГИ КОРХОНАЛАР КАПИТАЛЛАШУВ ДАРАЖАСИ ТАҲЛИЛИ

Ўзбекистон ўз энергетик ресурслари ҳисобидан ўзининг эҳтиёжини тўлиқ таъминловчи мамлакатлар қаторига киради. Марказий Осиё Бирлашган энергетика тизимидаги электр энергияси ишлаб чиқариш қувватларининг деярли 50% республикага тегишлидир.

Мустақилликка эришилган дастлабки йиллардан бошлаб Ўзбекистон сиёсати мамлакатнинг энергетика хавфсизлигини таъминлаш ҳамда ижтимоий ва иқтисодий муаммоларни ҳал қилиш учун энергетика соҳасининг салоҳиятидан фойдаланишга йўналтирилган. Янгича иқтисодий муносабатлар шаклланиш даврида давлат саноатнинг асосий тармоқларига, хусусан, ёқилғи-энергетика комплекси корхоналарига улкан ёрдам кўрсатди. Бир қатор йирик энергетика лойиҳалари амалга оширилди: Кўкдумалок нефть-газ-конденсат кони ўзлаштирилди, Бухоро нефтни қайта ишлаш заводи қурилди, Муборак газни қайта ишлаш заводида таркибида олтингугурт бўлган газни тозалаш бўйича қувватлар, Янги Ангрен иссиқлик электростанцияси, Талимаржон ИЭС энергоблоклари, Навоий ИЭС буғ-газ қурилмалари блоклари, Тошкент ИЭМ когенерацион газ-турбина қурилмаси ишга туширилди.

Янги нефть қувурлари ва магистрал газ қувурлари, электр узатиш линиялари ва энергетика соҳасидаги ишлаб чиқариш ва ижтимоий йўналишдаги бошқа объектлар ишга туширилди. Шу билан бир вақтда иқтисодиётнинг энергетика сектори иш самарадорлигини ошириш ва бошқарувни такомиллаштиришга қаратилган чора-тадбирлар амалга оширилди. 2001 йилгача мавжуд бўлиб келган электр энергетикасини бошқаришнинг марказлаштирилган



тизими тармоқ олдида турган электр энергияси ишлаб чиқариш ва сотиш самарадорлигини ошириш бўйича вазифаларни амалга оширишга имкон бермасди. Энергетика соҳасида бозор ислохотларини чуқурлаштириш, бошқарув тизимини такомиллаштириш ва шу асосда энергетика тизими барқарор ишлашини таъминлаш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президенти томонидан 2001 йил 22 февралда ПФ-2812-сонли «Ўзбекистон Республикаси энергетикасида иқтисодий ислохотларни чуқурлаштириш тўғрисида» Фармони қабул қилинди. Энергетика ва электрификация вазирлиги негизида компания «Ўзбекэнерго» Давлат акциядорлик компанияси ташкил этилиб, «Кўмир» АЖ ҳам унинг таркибига кирди. Компания структурасида электр энергияси етказиб беришга ихтисослашган «Узэлектросеть» магистрал электр тармоқлари шўъба корхонаси, электр энергиясини тақсимлаш ва сотиш бўйича минтақавий акциядорлик корхоналари ташкил этилди.¹

2004 йилдан бозор муносабатларини жорий қилган ҳолда тармоқда янги босқич бошланди. «Узэлектросеть» УК магистрал электр тармоқлари негизида «Ўзбекэнерго» ДАК электр энергияси етказиб бериш бўйича бешта ҳудудий филиаллар яратди, 110 кВ ва ундан паст кучланишли тақсимот тармоқлари эса электр энергияси тақсимлаш ва сотиш бўйича минтақавий корхоналарга берилди.

Қайта тикланидиган энергия манбаларидан фойдаланишни кенгайтириш, ишлаб чиқаришнинг энергия сифимини қисқартириш, синовдан ўтган халқаро энергия тежайдиган технологияларни маҳаллий илмий-техник ишланмалар ва тадқиқотлар амалиётига жорий қилиш, бу соҳада Ўзбекистон Республикасини ривожлантиришнинг 2017–2021 йилларга мўлжалланган Ҳаракат Стратегиясида белгилаб берилган устувор йўналишларни амалга ошириш мақсадида Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 26 майдаги ПҚ-2343 сонли «2017–2021 йилларда қайта тикланувчи энергетикани янада ривожлантириш, иқтисодиёт тармоқлари ва ижтимоий соҳада энергия самарадорлигини ошириш чора-тадбирлари Дастури тўғрисида». Қабул қилинган Дастур доирасида 42 та янги гидроэлектростанция қуриш ва ишлаб турган 32 та гидроэлектростанцияни модернизация қилиш ҳисобига 2025 йилга қадар

¹ Ўзбекистон Республикаси Президенти томонидан 2001 йил 22 февралда ПФ-2812-сонли «Ўзбекистон Республикаси энергетикасида иқтисодий ислохотларни чуқурлаштириш тўғрисида» Фармони.



республикамизнинг экологик тоза гидроэнергия ишлаб чиқариш қувватларини 1,7 баробарга ошириш назарда тутилган.

Дастурнинг устувор йўналишлари этиб қуйидагилар белгиланган:

- қайта тикланувчи энергия манбаларини ривожлантириш соҳасида инновация технологияларини, илмий-техникавий ишланмаларни жорий этиш ва энергия самарадорлигини ошириш, энергия тежовчи жиҳозлар ва асбоб-ускуналарни ишлаб чиқариш ва маҳаллийлаштиришни, жумладан, технологияларни трансфер қилиш ва муҳандислик марказларини ташкил этиш йўли билан кенгайтириш;
- қайта тикланувчи ва муқобил энергия манбаларидан, иккиламчи энергетика ресурсларини энергетик утилизация қилишдан фойдаланган ҳолда, электр энергия ишлаб чиқариш, қуёш, шамол энергияси, микро ва кичик гидроэлектростанциялардан фойдаланишнинг синондан ўтган технологиялари асосида энергия ишлаб чиқариш қувватларини яратишга тадбиркорлик субъектларини жалб қилиш орқали ёқилғи-энергетика балансини диверсификациялаш;
- замонавий энергия самарадор ва энергия тежамкор технологиялари асосида мавжуд ишлаб чиқариш қувватларини модернизация қилиш, техник ва технологик қайта жиҳозлаш ва янгиларини яратиш орқали ишлаб чиқарилаётган маҳсулотлар энергия сифимини камайтириш.

«Ўзбекэнерго» АЖ электр энергетикасини ривожлантиришнинг учта устувор йўналиши бўйича фаол ишларни амалга оширмақда:

1. Энергетика объектларини техник қайта жиҳозлаш ва модернизация қилиш эскирган электростанциялар асбоб-ускуналарини модернизация қилиш, замонавий технологиялар жорий қилиш, электр энергияси ишлаб чиқаришга ёқилғи сарфини пасайтириш, технологик асбоб-ускуналарни таъмирлаш ва алмаштириш бўйича чора-тадбирларни амалга ошириш, турбина, қозонхона агрегатлари, иссиқлик узатиш тизимларини реконструкция қилиш ва иссиқлик электростанцияларида бошқа ишларни назарда тутати.

2. Электр тармоқларини реконструкция қилиш ва янада ривожлантириш электр энергияси узатиш схемалари мослашувчанлиги ва ишончилигини ошириш, электр энергияси йўқотишларини



пасайтириш, магистрал ва тақсимот тармоқлари оптимал конфигурациясини шакллантиришни кўзда тутлади.

3. Энергия ишлаб чиқариш қувватлари янги манбалари қурилиши ҳисоб-китоб бўйича энергия ресурсларини ишлаб бўлган энергия ишлаб чиқариш ускуналари манбасини алмаштириш, энергия истеъмолнинг прогноз қилинган ўсишини қондириш, замонавий энергия ишлаб чиқариш технологияларини жорий этиш, энергетика объектларининг атроф-муҳитга экологик таъсирини камайтиришни ўз ичига олади.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2016 йил 23 декабрдаги ПҚ-2697 сонли «2017 йилга Ўзбекистон Республикаси Инвестиция дастури тўғрисида»ги Қарорини амалга ошириш доирасида энг муҳим объектлар бўйича ишлар давом эттирилди. Янги энерго-блоклар қуриш, мавжуд энергоблокларни модернизация қилиш ва қайта таъмирлаш бўйича 17 та йирик инвестицион лойиҳа амалга оширилди. Республика истеъмолчиларини энергетика ресурслари билан барқарор таъминлаш, шунингдек, энергетика ресурслари сарфини пасайтириш мақсадида 2017 йил Тошкент ИЭСда қуввати 370 МВт бўлган янги буғ-газ қурилмаси (ПГУ) ишга туширилди.¹

450 МВт қувватли иккинчи ПГУ қурилиши билан Навоий ИЭС, 230-280 МВт қувватли иккита ПГУ қурилиши билан Тахиатош ИЭС кенгайтириш, Наманган вилоятида умумий 450 МВт қувватли Тўрақўрғон иссиқлик электростанцияси қурилиши бўйича ишлар давом эттирилмоқда. «Кондим газни қайта ишлаш заводи ташқи электр таъминоти қурилиши» лойиҳаси доирасида 89,4 км масофада 220 км узунликдаги ВЛ фойдаланишга топширилди.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2016 йил 10 октябрдаги ПҚ-2628-сон Қарорини ижро этиш борасида Сурхондарё вилоятида Шеробод цемент заводи ташқи электр таъминоти учун 85,6 км узунликдаги «Л-Сурхон-Цемент завод-2» ВЛ 110 кВ қурилиши якунланди.²

¹ Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2016 йил 23 декабрдаги ПҚ-2697 сонли «2017 йилга Ўзбекистон Республикаси Инвестиция дастури тўғрисида»ги Қарори.

² Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2016 йил 10 октябрдаги ПҚ-2628-сон «Сурхондарё вилояти Шеробод туманида цемент заводи қурилиши инвестиция лойиҳасини амалга ошириш бўйича чора-тадбирлар тўғрисида»ги Қарори.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2015 йил 22 майдаги ПҚ-2349 сонли қарорини ижро этиш мақсадида «Ўзбекэнерго» АЖ Сурхондарё вилояти Термиз шаҳри электр таъминотини яхшилаш мақсадида 0,6 км узунликда ПС 110 кВ «Султон-Саодат» ВЛ 110 кВ қурилиши кўзда тутилган. Кўрсатилган ПС 110кВ с ВЛ 110кВ қурилиши амалга оширилди, 16,0 минг кВА қувватли биринчи трансформатор ўрнатилди.

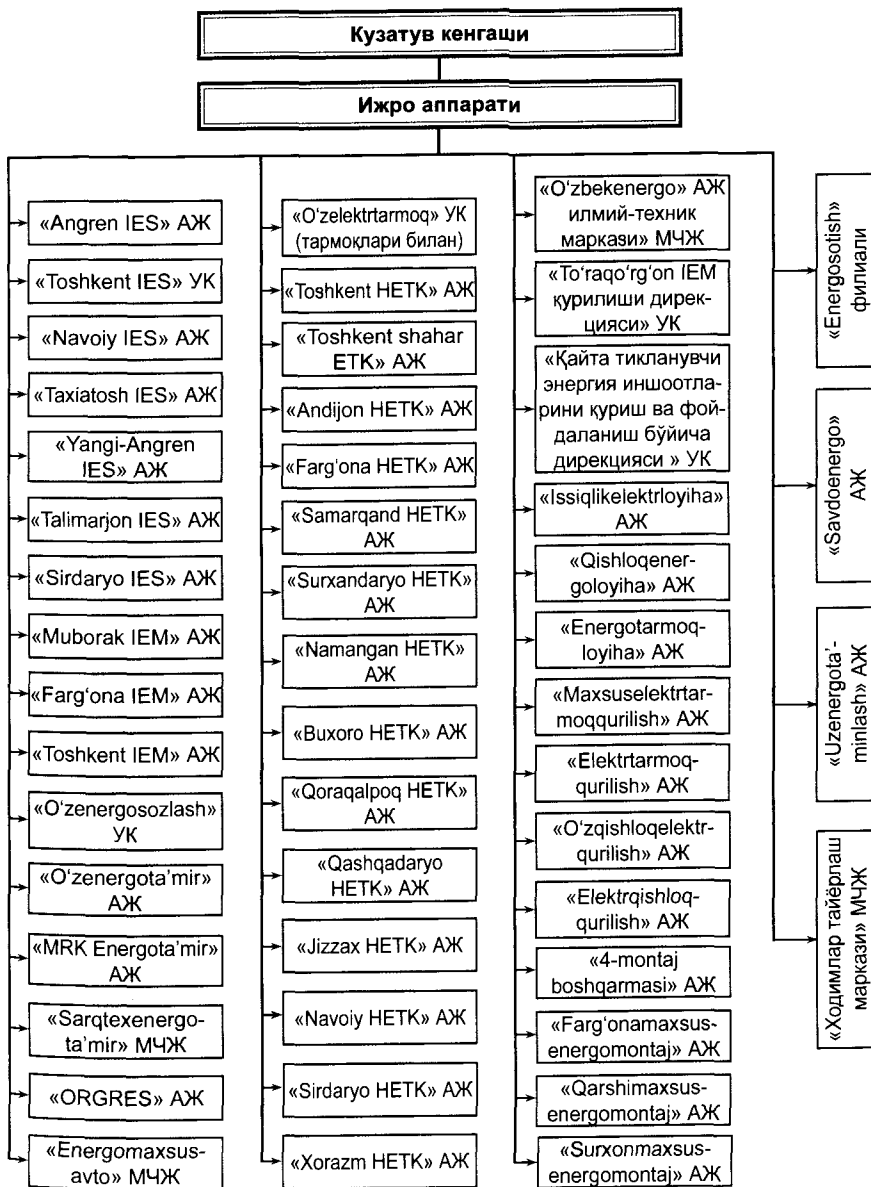
Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 11 мартдаги баённомасини ижро этиш борасида «Ўзбекэнерго» АЖ да Бухоро вилояти Бухоро шаҳри электр таъминотини яхшилаш учун 28,0 км узунликда ПС 110/35/10 кВ «Афсона» с ВЛ 110 кВ қурилиши кўзда тутилган. 28,0 км узунликдаги ПС 110/35/10 кВ с ВЛ 110кВ қурилиши амалга оширилди, 10,0 минг кВА қувватли трансформатор ўрнатилди.

Республика темир йўллар умумий тармоғини тармоқнинг ўз маблағлари ҳисобига ривожлантириш бўйича чора-тадбирлар доирасида Поп-Қўкон-Андижон ва Навоий-Конимех-Мискен темир йўл линиялари ташки электр таъминоти объектларини қуриш давом этмоқда.

Ҳозирги кунда «Ўзбекэнерго» АЖ ўз таркибига лойиха, қурилиш-монтаж, таъмирлаш ва эксплуатация ташкилотларини ўз ичига оладиган комплексли ташкилот ҳисобланади. «Ўзбекэнерго» АЖ таркибига 49 корхона, шу жумладан 36 акционерлик жамияти, 6 унитар корхона, 7 масъулияти чегараланган жамият қиради (2.1-расм). Ташкилотнинг объектив иқтисодий ва технологик хусусиятлари туфайли (магистрал ва таксимот тармоқлари табиий монополиялар ҳисобланади) «Ўзбекэнерго» АЖ табиий вертикал интеграцияланган монополияни ифодалайди.

Электр энергияси ишлаб чиқариш, таксимлаш ва истеъмол қилиш жараёни хусусиятлари жамият таркибига қирадиган электростанциялар, магистрал ва таксимот электр тармоқлари билан бирга марказлашган бошқарувни сақлаб қолиш заруратини асослаб беради. Вертикал интеграция энергетика тизимининг фаолият самарадорлиги янада ўсиши йўлидаги ўзига хос тўсиқ ҳисобланади, чунки қаттиқ ички алоқалар йўқлиги рақобатли муносабатларнинг ривожланиш имкониятларини истисно қилади, компания вертикал-

«О'ЗБЕКЕНЕРГО» АКЦИЯДОРЛИК ЖАМИЯТИ ИЖРО
АППАРАТИНИНГ ТАШКИЛИЙ ТУЗИЛМАСИ



2.1-расм. «Ўзбекэнерго» АЖ ташкилий тузилиши.¹

¹ <http://www.uzbekenergo.uz/ru/about/organizations/> сайт маълумотлари.

лига кирадиган самарадорликни ошириш захираларини аниқлаш бўйича имкониятлар эса объектив равишда чегараланган.

Тармокни акциядорлаштириш натижасида давлат ўзининг бошқарув функцияларини кескин қискартириб, уларни «Ўзбекэнерго» АЖга топширди ва компания акциядорлик бошқарувида иштирок этиш ҳуқуқини саклаб қолди. «Ўзбекэнерго» АЖ бошқарув органлари Акциядорлар умумий йиғилиши, Кузатув кенгаши ва Бошқармаси ҳисобланади. Жамиятнинг олий бошқарув органи Акциядорлар умумий йиғилиши ҳисобланади. «Ўзбекэнерго» АЖда барча оддий акциялар ягона акциядорга – давлатга тегишли. Акциядорлар умумий йиғилишининг ваколатлари доирасига кирадиган масалалар бўйича қарорлар «Ўзбекэнерго» АЖ давлат ишончли вакили тимсолида ягона акциядор томонидан яқка тартибда қабул қилинади ва ёзма шаклда расмийлаштирилиши лозим бўлади.

«Ўзбекэнерго» АЖ Кузатув кенгаши 8 кишидан иборат бўлиб, унинг аъзолари таркиби Ўзбекистон Республикаси Президентининг қарори билан белгиланади. Жамият жорий фаолиятига раҳбарлик ижроя органи – Жамият бошқармаси томонидан амалга оширилади. Бошқарма 5 кишидан, жумладан, раис ва унинг 5 та муовинидан иборат бўлиб, улар ўз лавозимига Кузатув кенгашининг тақдими бўйича ва Ўзбекистон Республикаси Президенти билан келишилган ҳолда Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси томонидан тасдиқланади. Тафтиш комиссияси жамиятнинг молиявий-хўжалик фаолияти устидан назоратни амалга оширади, унинг аъзолари сони 3 нафарни ташкил қилади. Компания устав фонди 8 264 195 863 000 сўм бўлиб, номинал киймати 1000 сўм бўлган 8 264 195 863 дона акцияга эга. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 24 февралдаги 93-сон Қарорига мувофиқ, «Ўзбекэнерго» АЖни ташкил этиш жараёнида чиқарилган барча акциялар давлат мулки ҳисобланади ва сотилмайди ёки бошқача тартибда бегоналаштирилмайди, улар гаров предмети бўлиши, шунингдек иккиламчи қимматли қоғозлар чиқаришни таъминлаш учун хизмат қилиши мумкин эмас.¹

¹ Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 24 февралдаги 93-сон ««Ўзбекэнерго» давлат унитар компанияси фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги Қарори



Электр энергиясини ҳосил қилувчи корхоналардан, умумий узунлиги 8,8 минг километрдан ортиқ бўлган 220–500 кВ қувватли магистрал электр тармоқлари орқали ҳудудий электр тармоқлари корхоналарига электр энергиясини етказиб бериш ишлари «Ўзлектртармоқ» унитар корхонаси томонидан амалга оширилади.

Республика истеъмолчиларига электр энергиясини сотиш ҳар бир ҳудудий тузилмада акционерлик жамияти сифатида фаолият кўрсатувчи ўн тўртта тарқатиш-сотиш ҳудудий электр тармоқлари корхоналари томонидан амалга оширилади. Корхоналар балансида умумий узунлиги 226,2 минг. километрдан ортиқ электр узатиш линиялари ва кучланиши 110 кВгача бўлган подстанциялар мавжуд. Республика истеъмолчиларига электр энергиясини етказиб бериш асосан энг сертармоқ кучланишга эга 0,4-6-10 кВли узунлиги 196 минг километрдан ортиқ бўлган электр тармоқлари орқали амалга оширилади.

«Ўзбекэнерго» АЖ томонидан Ўзбекистон Республикасини «2017–2021 йилларда ривожлантиришнинг бешта устувор йўналиши бўйича Ҳаракатлар стратегиясини рўёбга чиқариш юзасидан 2017 йилда чора-тадбирлар комплекси» нинг амалга оширилиши ягона электр энергетика тизимининг бир маромда ва барқарор ишлашини таъминлаш, маҳсулот ишлаб чиқаришнинг юқори суръатларини сақлаш имконини берди. 2017 йилда электр энергиясини ишлаб чиқариш ва истеъмол қилиш балансининг тасдиқланган параметрлари бажарилди. 2018 йилда «Ўзбекэнерго» АЖ иссиқлик электр станциялари томонидан 52,1 млрд. кВт электр энергияси ишлаб чиқарилди, 7,3 млн. Гкал иссиқлик энергияси етказиб берилди ва электр станцияларнинг умумий белгиланган қуввати 14,1 минг. МВтни ташкил этади. (2.1-жадвал).

2018 йилда республикаимиз электр станциялари томонидан 60,7 млрд. кВт•с электр энергияси ишлаб чиқарилди, бунда ўсиш 2017 йилга нисбатан 2,9% ни ташкил этди. 2018 йил яқунлари бўйича маҳсулот ишлаб чиқариш ҳажми, унинг таннархи 13,6 % га пасайиши ҳисобига 4,0 % га ошди. «Ўзбекэнерго» АЖнинг молиявий натижалари 2.2-жадвалда келтирилган.

2017 йил онлайн тартибида молия ҳисоби юритиш, кунлик баланс ҳисоботи, амалий ва ишлаб чиқариш фаолиятини бошқариш

«Ўзбекэнерго» АЖнинг асосий ишлаб чиқариш кўрсаткичлари¹

Асосий кўрсаткичлар	Ўлчов бирлиги	2018 йил якуни бўйича асосий кўрсаткичлар
Электр энергияни ишлаб чиқариш:	млрд. кВт•с	–
Ўзбекистон Республикаси бўйича	млрд. кВт•с	60,7
«Ўзбекэнерго» АЖ бўйича	млрд. кВт•с	52,14
Ёқилгининг солиштира сарфи:	млн. Гкал	–
Берилган электр энергияси учун	г/кВт•с	353,14
Берилган иссиқлик энергияси учун	кг/Г кал	179,69
Иссиқлик энергиясини етказиб бериш	млн. Гкал	7,37
Электр энергиясини экспорти	млрд. кВт•с	1,85
Инвестицион лойиҳалар бўйича жами ўзлаштирилган маблағлар, шу жумладан:	млрд. сўм	654,4
– «Ўзбекэнерго» АЖ маблағлари (соҳа маблағлари)	млрд. сўм	337,5
– Ўзбекистон Республикаси Ҳукумати ка-фолати остидаги хорижий кредитлар	млрд. сўм	254,3
– Тижорат банк кредитлари	млрд. сўм	62,6

кўзда тутилган комплекс интеграциялашган «Ўзбекэнерго» АЖни ахборот тизимини бошқариш лойиҳаси бошланди.

Молиявий барқарорлик корхонанинг молиявий ҳолати барқарорлигини тавсифлайди ва бутун ишлаб чиқариш-хўжалик фаолияти жараёнида фойдаланиладиган молиявий воситалар умумий миқдориди ўз капиталининг улуши юқори бўлиши билан таъминланади. У кўп жиҳатдан корхонада ўзининг ресурслари, энг аввало, фойда мавжудлигига боғлиқ бўлади.

Ишлаб чиқаришни ривожлантиришга йўналтирилган фойданинг улуши қанчалик катта бўлса, вазият шунчалик барқарорлашади, шунингдек, компания қанчалик кўп маблағлар жалб қилиши мумкин бўлса, унинг молиявий имкониятлари шунчалик юқори бўлади. 2.2-жадвал маълумотларидан кўриниб турибдики, 01.01.2019 йил АЖ молиявий-иктисодий ҳолати 01.01.2015 йил билан таққослаганда яхшиланган.

¹ «Ўзбекэнерго» АЖ маълумотлари асосида тузилди.

«Ўзбекэнерго» АЖ фаолиятининг молиявий натижалари¹

№	Кўрсаткич	2014 й.	2015 й.	2016 й.	2017 й.	2018 й.	Ўсиш суръати 2018 й. 2014 й.га нисбатан
1.	Ходимлар сони (минг киши)	65,4	65,7	66,6	67,1	45,2	0,69
2.	Маҳсулотларни (товар, иш ва хизматлар) сотишдан соф тушум	4 469 924,7	5 375 812,8	6 437 681,6	7 689 764,1	8 818 084,3	1,97
3.	Сотилган маҳсулотларнинг таннарихи	3 220 819,6	3 970 438,6	4 416 283,3	5 073 704,5	6 329 266,9	1,97
4.	Маҳсулотларни сотишнинг ялпи фойдаси	1 249 105,1	1 405 374,2	2 021 398,3	2 616 059,6	2 488 817,3	1,99
5.	Давр харажатлари	1 120 360,5	1 085 596,1	1 282 803,9	5 022 285,9	1 961 923,6	1,75
6.	Асосий фаолиятнинг бошқа даромадлари	184 068,2	271 774,7	374 898,4	3 857 169,7	614 029,9	3,33
7.	Молиявий фаолиятнинг даромадлари	513 307,4	77 242,6	89 390,6	178 169,8	232 026,9	0,45
8.	Баланс фойдаси (солиққа тортишга қадар фойда)	433 634,3	487 980,8	918 593,1	1 239 011,1	448 574,1	1,03
9.	Соф фойда	314 124,9	386 405,4	741 581,1	972 592,2	279 335,3	0,88
10.	Ишлаб чиқариш рентабеллиги	0,38	0,35	0,45	0,51	0,39	1,02

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 18 майдаги ««Ўзбекгидроэнерго» акциядорлик жамиятини ташкил этиш тўғрисида»ги ПФ-5044 сони Фармони ва Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 26 июлдаги ПҚ-3147 сонли Қарорига мувофиқ ГЭС каскадлари, «Гидролойиҳа» АЖ ва «Ўзбекгидроэнергоқурилиш» АЖни «Ўзбекгидроэнерго» АЖ таркибига, «Ўзбекқўмир» АЖ ни эса «Ўзбекистон темир йўллари» АЖ таркибига ўтказилди. Бу ҳолат ходимлар сони ва соф фойда кўрсаткичига салбий таъсир этди. Ходимлар сони 31%га қисқарди. Бирок маҳсулот сотишдан олинadиган ялпи тушум қарийб 2 баравар ошди. Таҳлил қилинадиган даврда маҳсулот таннарихининг пасайиши ва маҳсулот сотишдан олинadиган ялпи тушумнинг ўсиш суръати 197%ни

¹ «Ўзбекэнерго» АЖ маълумотлари асосида тузилди.

ташқил қилди (2.2-жадвал). Бу ишлаб чиқаришнинг ўсиши билан изоҳланади.

Давр харажатлари 1,75 баравар ўсди. Асосий фаолиятдан олинадиган бошқа даромадлар 3,33 баравар ўсди. Молиявий фаолиятдан олинадиган даромад 45% ўсди, соф фойданинг ўсиш суръати 0,88 бараварни ташқил қилди. Корхонада ишлаб чиқаришнинг ўсиш суръати қанчалик баланд бўлса (2018 йил – атиги 4%), фойда ҳам шунчалик юқори бўлади. Бизнинг ҳолатда корхона оладиган фойда 12%га қисқарди (2.2-жадвал).

2018 йил 23 октябрда Ўзбекистон Республикаси Президентининг ПҚ-3981 сонли «Электр энергетикаси тармоғини жадал ривожлантириш ва молиявий барқарорлигини таъминлаш чоратадбирлари тўғрисида»ги Қарори қабул қилинди.

Қарорда кўзда тутилганки, давлат йилига умумий узунлиги 7,1 минг км бўлган янги электр тармоқларини қуриш ва мавжудларини реконструкция қилади, 2500 та трансформатор пунктларини ўрнатади ва модернизация қилади. 2021 йил якунига қадар барча фойдаланувчиларда умумий тизимга уланган автоматлаштирилган электрон ҳисоблагичлар пайдо бўлиши лозим. Ушбу дастур Ўзбекистоннинг ўрнатилган қувватини 20 минг мегаваттга етказиш имконини беради.

Умуман, инвестициялаш объектлари сифатида «Ўзбекэнерго» АЖ корхоналари учун қуйидаги ажратиб турадиган хусусиятларлар ҳосдир:

1. Электр энергетикаси фақат фойда олишга йўналтирилиши мумкин эмас, чунки у тармоқнинг базавий инфратузилмаси ҳисобланади. Аҳолининг турмуш сифати ва иктисодиётнинг ривожланиш шароитларини белгилаб берар экан, у инвесторлар киритган маблағларнинг тезда ва кафолатланган тарзда қайтарилишини таъминлашдан ташқари, жамиятнинг ижтимоий эҳтиёжларини қондириши ва миллий иктисодиёт рақобатбардошлигини қондириши ҳам кўзда тутилган. Шу сабабга кўра электр энергетикаси корхоналари ўз тарифларини максимал қилиш имкониятига эга эмас ва нарх тартибга солувчиларининг талабларини ҳисобга олишга мажбурдир. Бу эса, пировардида, капитал қўйилмалар қайтарилишини секинлаштиради ва тармоқни бошқа соҳалар корхоналари



билан таққослаганда инвестициялаш учун жалб этувчанлиги пастроқ бўлган объектларга айлантиради.

2. Энергетика лойиҳаларига ошқора ёки яширин ижтимоий юклар хос – масалан, аҳоли сони кам бўлган узок ҳудудларга электр энергияси етказиб бериш мажбурияти, бунинг оқибатида энергия етказиб бериш ушбу ҳолатда рентабелсиз бўлади ва чапараста субсидиялаш зарурати вужудга келади.

Зарар кўриб ишлайдиган бўлинмалар ва йўналишлар мавжудлиги компания шаффофлигини пасайтиради, бозор томонидан салбий қабул қилинади ва унинг капиталлашуви пасайишига олиб келади.

3. Инвестиция лойиҳаларини амалга оширишнинг молиявий, ташкилий ва техник жиҳатдан мураккаблиги (фойдаланиладиган асбоб-ускуна қиймати юқорилиги, кўп сонли дастлабки битимлар тузиш зарурати, тайёргарлик ишлари узок давом этиши ва бошқалар билан боғлиқ) уларни бажариш учун йирик ҳажмда молиялаштиришни талаб қилади. Мос келувчи харажатлар микдори уларни айрим компаниялар учун амалга ошириб бўлмайдиган қилиб қўяди. Моҳиятан, энергетика соҳасидаги инвестиция лойиҳаларини бажаришнинг уддасидан чиқа оладиган иктисодий фаолият субъекти фақат «Ўзбекэнерго» энергетика монополияси тимсолида давлат ҳисобланади. Хусусий инвесторлар жалб қилиш фақат давлат-хусусий шериклик дастурлари бўйича амалга оширилиши мумкин.

4. Тармоқда юзага келган «харажатлар плюс» тамойили бўйича нарх шакллантириш услубияти ўз фаолиятини оптималлаштириш ва харажатларни пасайтиришни рағбатлантирмайди, чунки харажатлардаги ҳар қандай тежаш келгуси даврда тартибга солувчи орган томонидан тарифни мос равишда пасайтиришга ва компания оладиган тушумнинг камайишига олиб келади. Бу, шунингдек, инвесторларга маблағларни қайтаришни секинлаштиради;

6. Электр энергияси тарифлари мунтазам қайта кўриб чиқилади, бу эса тушумни прогноз қилиш ва инвестиция қилинган маблағлар қайтарилишини режалаштиришни қийинлаштиради.

2.2. КОРХОНАНИНГ МОЛИЯВИЙ ФАОЛИЯТИ САМАРАДОРЛИГИ УНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ КИЙМАТИНИ ОШИРИШ ОМИЛИ СИФАТИДА

Монографиянинг биринчи бобида таъкидлаб ўтганимиздек, етарли даражада ривожланмаган бозор, жумладан, қимматли коғозлар бозори шароитларида, шунингдек, кредиторлар ҳуқуқлари ҳимоя қилишнинг етарли эмаслиги шароитларида бизнес томонидан яратиладиган келажакдаги пул оқимларини дисконтлаш йўли билан аниқланадиган фундаментал қийматни максималлаштириш корхонанинг мақсади бўлиши лозим. Самарали бозор мавжуд бўлганда, ушбу устувор вазифа корхонанинг бозор қийматини (бозор капиталлашувини) максимал даражада ошириш мақсадига айланиши мумкин.

Акциялари ҳозирча эркин муомалада бўлмаган кўпчилик маҳаллий корхоналар учун VBM концепцияси жорий қилиниши асосий мақсад сифатида уларнинг фундаментал қийматини максималлаштиришни кўзда тутуди.

Корхонанинг максимал қийматига икки усул билан эришилиши мумкин:

1) бизнес ҳосил қиладиган келажакдаги пул оқимлари ўсишида ўз ифодасини топадиган корхона фаолияти рентабеллигининг ортиши ($FFCF \rightarrow \max$);

2) капитал ўртача ўлчанган қийматида ўз ифодасини топадиган бизнес рискларининг пасайиши ($Kwacc \rightarrow \min$).

Компаниянинг функционал қиймати бир вақтнинг ўзида реал пул оқимлари орқали ва бизнес рисклари орқали ўтиши туфайли уни максималлаштириш корхонани ривожлантириш стратегиясида ўз ифодасини топиши мумкин бўлган бошқа барча мақсадларга нисбатан бирламчи мақсад ҳисобланади. Ўз навбатида, ривожланиш стратегиясини ўзгартириш корхонада қийматни бошқариш концепциясини жорий қилиш давомида бошланғич нуқта сифатида кўриб чиқилиши мумкин.

Корхона пул оқимининг ўсиши компанияни ривожлантириш динамик модели ташкил қилинган ўринга эга бўлиши мумкин. Динамик модель корхона фаолиятининг барча соҳаларини тавсифлаши ҳамда унинг ривожланишида ишлаб чиқариш (натурал)



кўрсаткичлар ва якуний ҳисобда, қийматни шакллантирадиган пул оқимлари ҳаракати прогнози ўртасида мантикий алоқа ўрнатиши лозим. Умумий кўринишда бундай модель куйидагича ифодаланиши мумкин:

- корхонанинг иқтисодий ва молиявий ҳолатини таҳлил қилиш;
- корхонанинг молиявий ҳолати индикаторларини комплексли баҳолаш ва прогноз қилиш;
- пул оқимларини бошқариш шароитларида оптимал капитал структурасини шакллантириш;
- корхона пул оқимининг ўсишига (пасайишига) молиявий фаолиятнинг таъсири.

Корхона фаолиятини дастлабки босқичда баҳолашда унинг қиймат яратиш имкониятларига таъсир этадиган асосий хусусиятларига тўхталиб ўтиш зарур.

Компаниянинг иқтисодий салоҳияти ва мақоми. Дастлабки босқичда бизнес ҳажмига – кичик, ўрта, йирик ва компания мақомига – индивидуал бизнес, асосий бизнес, шўъба бизнес, боғлиқ компания – тавсиф бериш зарур, чунки бу тавсифлар сезиларли даражада компаниянинг қиймат яратиш имкониятига таъсир этади.

Асосий фаолият кўрсаткичлари динамикаси. Компания фаолиятининг асосий кўрсаткичлари динамикасини баҳолаш бизнеснинг муваффақиятли эканлиги ва янада ривожланиши ҳақида дастлабки хулосалар чиқаришга имкон беради. Кўпинча айнан шу блокдаги кўрсаткичлар бизнеснинг ҳолати ҳақида объектив хулосалар чиқаришга имкон беради, чунки асосий кўрсаткичлар барқарор ижобий динамикаси – корхона фаолияти самарадорлиги ва унинг қиймат яратишдаги салоҳияти ҳақидаги хулоса фойдасига хизмат қиладиган муҳим далилдир.

Ташкилотнинг бозор фаолиятини тавсифлайдиган энг муҳим кўрсаткичлардан бири унинг ташкилот сотув ҳажми билан бозор сиғими нисбати сифатида аниқланадиган бозор улуши ёки ташкилот сотув ҳажмининг энг яқин рақобатчи сотув ҳажмига нисбати сифатида аниқланадиган нисбий бозор улуши ҳисобланади. Бозор улуши динамикаси ҳам бундай кам аҳамиятга эга эмас, лекин унинг ижобий динамикасида ташкилотнинг бозор ҳолати мустаҳкамланиши

ва унинг қиймат яратишдаги имкониятлари ортиши ҳақида гапириш мумкин бўлади. Яна бир кўрсаткич – бозор улуши сифати бутун бозорга нисбатан сотув даромадлилик даражасини тавсифлайди. Сифатли бозор улуши бозор бўйича ўрта маҳсулот билан таккослаганда кимматроқ ва янада рентабелли маҳсулот сотиш ҳисобига шаклланади.

Тадқиқот объекти ҳисобланган «Электрқишлоққурилиш» АЖ бозорда монопол мавқега эга эканлиги сабабли бозор улуши кўрсаткичлари кўриб чиқилмайди.

Корхонанинг молиявий-ҳўжалик ҳолатини ақс эттирадиган омиллар корхона қийматини шакллантиришга таъсир этадиган ички омиллар ҳисобланади. Ҳозирги кунда мавжуд бўлган амалиётда корхонанинг иқтисодий ва молиявий ҳолатини умумий баҳолаш куйидаги усуллардан бирининг ёрдамида бухгалтерия баланси маълумотлари асосида амалга оширилади:¹

- ▶ баланс моддалари таркибини дастлабки ўзгартирмасдан бевосита баланс маълумотлари бўйича таҳлил қилиш;
- ▶ элементлар таркиби бўйича бир хил турдаги бўлган айрим баланс моддаларини агрегациялаш йўли билан зичлаштирилган таҳлилий баланс асосида таҳлил қилиш.

Бевосита баланс бўйича таҳлил қилиш – анча кўп меҳнат талаб қиладиган жараён ҳисобланади, чунки ҳисоб-китоб кўрсаткичларининг ҳаддан ташқари кўплиги корхонанинг молиявий ҳолатидаги асосий тенденцияларни ажратишга имкон бермайди. Қоидага кўра, корхона фаолиятининг молиявий натижаларини таҳлил қилиш куйидагиларни мажбурият элементлар сифатида ўз ичига олади: жорий таҳлил қилинаётган давр учун ҳар бир кўрсаткичнинг ўзгаришини тадқиқ этиш; мос келувчи кўрсаткичлар структураси ва уларнинг ўзгаришини тадқиқ этиш; қатор ҳисобот даврлари учун молиявий натижалар кўрсаткичлари ўзгариш динамикасини ўрганиш; фойда кўрсаткичларининг ўзгариш сабаблари ва омилларини аниқлаш ва уларни миқдорий баҳолаш.

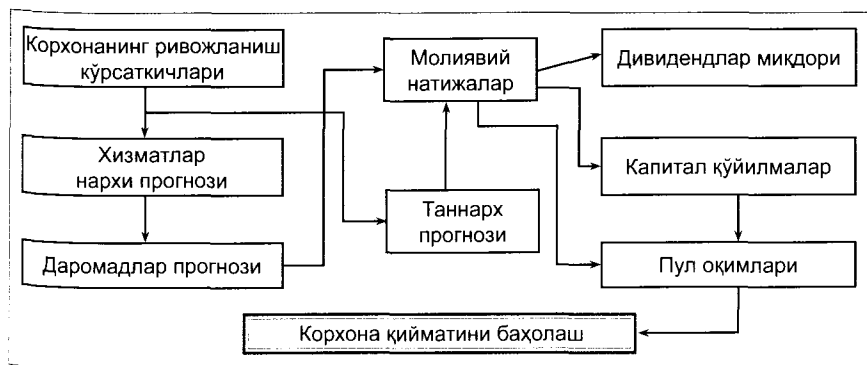
¹ В.Б.Сироткин. Финансовый менеджмент компаний: Учебное пособие / – Спб.: СПбГУАП, 2001. 226-б.; Финансовый бизнес-план: Учеб. пособие / Под ред. действ. члена Акад. инвестиций РФ, д-ра экон. наук, проф. В.М. Попова. – М.: Финансы и статистика, 2002. 480-б.; Традиционный подход к оценке финансовых результатов деятельности предприятия. Интернет-сайт: <http://www.cfin.ru/press/afa/2000-1/03-3.shtml>



Корхонанинг молиявий ҳолати маблағларни жойлаштириш ва фойдаланиш, уларнинг шаклланиш манбалари билан тавсифланади. Молиявий ҳолат динамикасини умумий баҳолаш учун баланс моддаларини мажбуриятлар муддатли ва ликвидлиги белгиси бўйича алоҳида махсус гуруҳларга бирлаштириш лозим (агрегацияланган баланс). Агрегацияланган баланс асосида корхона мулки структурасини таҳлил қилиш амалга оширилади. Бевосита таҳлилий балансдан корхона молиявий ҳолатининг қатор муҳим тавсифларини олиш мумкин. Бу кўрсаткичларни динамик таҳлил қилиш уларнинг мутлақ кўпайишини тадқиқ этиш ва ўсиш суръатини аниқлашга имкон беради, бу эса корхона молиявий ҳолатини тавсифлаш учун муҳим аҳамият касб этади.

Биз таҳлил қилаётган энергетика тармоғи корхонаси учун услубиятни амалий намойиш этиш мақсадида EXCEL дастурий муҳитида шунга ўхшаш динамик модель амалга оширилди. Моделнинг йириклаштирилган схемаси 2.2-расмда акс эттирилган.

Биз кўриб чиқаётган корхона – «Электрқишлоққурилиш» АЖ – 0,4-6-10-35-500 кВ кучланишли электр подстанциялари ва юқори вольтли электр узатиш линиялари қуриш ва таъмирлаш, электр тармоғи қурилиши учун металл конструкциялар, таъмир-бетон устунлар, маҳсулотлар ва йиғма темир-бетон ишлаб чиқариш бўйича ихтисослашган қурилиш-монтаж ташкилоти ҳисобланади. Унинг таркибига қуйидаги структурали бирликлар киради: 7 та механизацияланган колонна, қуввати йилига 4000 тонна металл конструкция-



2.2-расм. Корхона ривожланишининг динамик модели айрим кўрсаткичлари ўртасида ўзаро алоқалар схемаси.¹

¹ Муаллиф тадқиқотлари натижалари асосида тузилган.

лар ишлаб чиқаришга тенг бўлган Наманган «Электркурилмалари» ёрдамчи-ишлаб чиқариш корхонаси, ўрнатилган қуввати йилига 38,2 минг куб.м йиғма темир-бетон ишлаб чиқаришга тенг бўлган Қувасой темир-бетон маҳсулотлари ёрдамчи-ишлаб чиқариш корхонаси, ишлаб чиқариш-технологикбутлаш бошқармаси (УПТК) ва чизикли-тирковчи арматура ва метизлар ишлаб чиқариш бўйича «ТАИЗ» шўъба корхонаси. Ҳозирги кунда умумий ходимлар сони 860 кишини ташкил қилади.

Ташкилотнинг бозор ҳолати барқарорлиги ва унинг маҳсулотлари рақобатбардошлигини дастлабки босқичда бухгалтерия ва молия ҳисоботи бўйича ҳисоблаб чиқиладиган қуйидаги кўрсаткичлар тавсифлайди: соф тушум, ялпи фойда, сотилган маҳсулот таннархи, давр харажатлари, асосий фаолиятдан олинган бошқа даромадлар, молиявий фаолиятдан даромадлар, солиқлар тўлашгача бўлган фойда ва соф фойда.

2.3 - ж а д в а л

«Электрқишлоққурилиш» АЖнинг 2013–2018 йилларда молиявий натижалари.¹ млн. сўм

№	Кўрсаткич	Йиллар						Ўсиш суръати 2018 й. 2013 й.га нисбатан
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	
1.	Маҳсулотларни (товар, иш ва хизматлар) сотишдан соф тушум	72 360,8	79 700,6	64 221,2	52 818,9	56 603,2	80733,3	1,1
2.	Сотилган маҳсулотларнинг таннархи	55 035,3	58 531,3	44 692,9	38 586,9	39 559,6	57924,9	1,05
3.	Маҳсулотларни сотишнинг ялпи фойдаси	17 325,6	21 169,2	19 528,4	14 232,1	17 043,6	22808,3	1,3
4.	Давр харажатлари	10 432,2	16 489,7	13 132,5	12 375,9	16 922,1	18729,3	1,8
5.	Асосий фаолиятнинг бошқа даромадлари	1 384,5	780,6	766,2	2 230,9	3 046,3	2 389,7	1,7
6.	Молиявий фаолиятнинг даромадлари	40,7	1 718,3	2 197,2	183,5	3,6	993,6	24,8
7.	Баланс фойдаси (солиққа тортишга қадар фойда)	8 256,7	7 015,3	9 023,1	4 031,9	3 030,3	7364,6	0,89
8.	Соф фойда	6 720,8	5 658,1	7 508,3	3 589,4	2 566,9	6192,5	0,92

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.

«Электрқишлоққурилиш» АЖ молиявий ҳолатини унинг фаолияти молиявий кўрсаткичларини тавсифлаш асосида баҳолаймиз. Маҳсулот сотишдан (ишларни бажариш, хизматлар кўрсатишдан) соф тушум – қўшилган қиймат солиғи, акцизлар, қайтарилган товарлар ва нарх бўйича чегирмаларни чиқариб ташлаган ҳолдаги сотишдан олинган ялпи тушумдир. Ушбу кўрсаткич 2018 йилда 80733,3 млн сўмни ташкил қилди (2.3-жадвал). Базавий давр (2013 й.) билан таққослаганда маҳсулотларни (товар, иш ва хизматлар) сотишдан соф тушум 11 %га кўпайган. Таъкидлаш жоизки, тўрт йил (2014–2017 йй.) давомида бу кўрсаткич йилига ўртача 20% пасайиш тенденциясига эга бўлган. У, айниқса, 2015 йил ўтган йилга нисбатан сезиларли – 15479,3 млн сўмга пасайди. Ўтган йилга нисбатан ўсиш суръати 1,4 бараварни ташкил қилди.

Тушумнинг ўсиш суръати корхона маҳсулотига тўлов лаёқатига эга бўлган талаб динамикаси, демак, унинг рақобатбардошлиги умумий баҳосини беришга имкон яратади. Кўрсаткич бозор сифими ўсишининг номинал суръатидан юқори бўлиши лозим, бу ташкилотнинг бозор улуши ўсишига олиб келади ва унинг маҳсулоти рақобатбардошлигидан далолат беради.

Таҳлил қилиш лозим бўлган кейинги кўрсаткич – сотилган маҳсулотларнинг таннархидир. Таъкидлаш жоизки, маҳсулот ишлаб чиқариш ва сотиш харажатлари таннарх шаклини олади. Маҳсулот таннархи корхона молиявий-хўжалик фаолияти самарадорлигининг энг муҳим кўрсаткичи ҳисобланади. Корхона фаолиятининг молиявий натижалари, фойда миқдори, шунингдек, инвестицион, ижтимоий ва бошқа дастурларни амалга ошириш имкониятлари унинг даражасига боғлиқ бўлади.

Бошқа барча шартлар бир хил бўлганда, маҳсулот таннархи канчалик паст бўлса, корхона маҳсулоти шунчалик рақобатбардош бўлади. Сотилган маҳсулотларнинг таннархи бу – ушбу ҳисобот даврида харидорга юқлаб жўнатилган (сотилган) маҳсулотни тайёрлашга корхонада сарфланган харажатларнинг пулдаги ифодаланиши. Демак, сотилган маҳсулот таннархи – тайёрланган (ишлаб чиқарилган) маҳсулот таннархининг бир қисмидир.

Маълумки, маҳсулот таннархи бир қатор функцияларни бажаради: биринчидан, маҳсулот чиқариш ва сотиш харажатлари даражасини ҳисобга олиш ва назорат қилиш учун асос бўлиб хизмат қилади;

иккинчидан, корхоналар маҳсулотларининг улгуржи нархларини шакллантириш ва шу асосда фойда ва рентабелликни аниқлаш учун асос ҳисобланади; учинчидан, корхонанинг ҳар қандай бошқарув ва инвестиция қарорларини иктисодий асослаб беришнинг ажралмас элементини ифодалайди; тўртинчидан, ресурслардан фойдаланиш самарадорлиги, янги техника ва технологиялар жорий қилишнинг ҳамда ишлаб чиқаришни ташкил қилиш ва бошқариш тизимини такомиллаштиришнинг натижаларини акс эттиради.¹

«Электрқишлоққурилиш» АЖда сотилган маҳсулот таннархи 2013 йил билан таққослаганда 2018 йилда 5%га ўсди ва 57924,9 млн сўмни ташкил қилди. Кўрсаткич суръати 2015 йилгача ҳар йили ўртача пасайиб борган: 2013 йилга нисбатан 2014 йилда. – 6%га сезиларсиз ўсиш, 2014 йилга нисбатан 2015 йилда – 24% пасайиш, 2015 йилга нисбатан 2016 йилда – 14% пасайиш, 2017 йилга келиб эса кўрсаткич атиги 3% ўсди (2.4-жадвал).

Таннархни иктисодий таҳлил қилиш ҳар бир корхона фаолиятида, унинг қандай товарлар сотиши ёки хизматлар кўрсатишидан қатъий назар, муҳим аҳамият касб этади. Мехнатни тўғри режалаштириш ва ташкил қилиш унга боғлиқ бўлади. Таннарх ошганда

2.4 - ж а д в а л

«Электрқишлоққурилиш» АЖнинг молиявий кўрсаткичлари динамикаси суръатлари,² марта

№	Кўрсаткич	Й и л л а р				
		2014	2015	2016	2017	2018
1.	Маҳсулотларни (товар, иш ва хизматлар) сотишдан соф тушум	1,10	0,81	0,82	1,07	1,43
2.	Сотилган маҳсулотларнинг таннархи	1,06	0,76	0,86	1,03	1,46
3.	Маҳсулотларни сотишнинг ялпи фойдаси	1,22	0,92	0,73	1,20	1,34
4.	Давр харажатлари	1,58	0,80	0,94	1,37	1,11
5.	Асосий фаолиятнинг бошқа даромадлари	0,56	0,98	2,91	1,37	0,78
6.	Молиявий фаолият даромадлари	42,23	1,28	0,08	0,02	274,39
7.	Баланс фойдаси (солиққа тортишга қадар фойда)	0,85	1,29	0,45	0,75	2,43
8.	Соф фойда	0,84	1,33	0,48	0,72	2,41

¹ В.Б. Сироткин. Финансовый менеджмент компаний: Учебное пособие. – Спб.: СПбГУАП, 2001. 226-б.

² «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.



уларга харажатлар режалаштирилган даражада ошиб кетган муаммоли соҳаларни аниқлаш зарур. Маҳсулот таннархини пасайтириш маҳсулот сотишдан олинадиган ялпи фойдани ошириш йўлларида бири ҳисобланади. Айнан фойда корхонани янада ривожлантириш, янги технологиялар жорий қилиш, янги технологик ускуналар ўрнатиш ҳамда моддий ва меҳнат ресурсларидан самарали фойдаланишга имкон беради.

Олинган фойдани ишлаб чиқаришни ривожлантиришга қўшимча равишда тўғри киритиш маълум вақт оралиғида ўзини коплайди. Асосийси ишлаб чиқариш жараёнини оқилона ва иқтисодий нуқтаи назардан фойдали ташкил қила олишдир. Ишлаб чиқаришни ташкил қилишдан олинадиган фойдани аниқлаш учун ялпи фойда, соф фойда, сотишдан олинган фойда, бошқа фаолиятдан олинган фойда ва бошқа кўрсаткичлар мавжуд.

Ялпи фойда бу – корхона фаолиятининг энг асосий кўрсаткичлардан биридир. У асосий фаолиятдан олинган даромад даражасини белгилаб беради. Бу товарларни, мулкни, жумладан, асосий фондларни сотишдан олинган даромад, бу фаолият натижасида амалга оширилган барча харажатлар чиқариб ташланган ҳолда сотиш билан боғлиқ бўлмаган барча операциялардан олинган умумий даромадлар йиғиндисидир.

Бу кўрсаткич корхонанинг бутун фаолияти натижаларини тўлиқ даражада аниқлаб беради. Яқунда зарар ва фойда келтирадиган хўжалик операцияларини аниқлаш мумкин бўлади. Бу иқтисодий таҳлил ва ривожланишнинг оптимал йўллари аниқлаш учун имконият яратади.

Ялпи фойда – барча ажратмалар ва чиқариб ташлашлардан олдин олинган умумий фойдадир. Яъни, уни даромадларнинг барча жорий харажатлардан ортиқлик кўрсаткичи сифатида тавсифлаш мумкин. Ялпи фойда таркибига асосий капитал амортизацияси ва мулкдан олинган даромадлар киради.

2.3-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, 2013 йилда «Электрқишлоққурилиш» АЖ маҳсулот сотишдан ялпи фойда 17 325,6 млн. сўмни ташкил қилди. Таҳлил қилинаётган даврда (2013–2018 йй.) бу кўрсаткич ўсган.

Таъкидлаш жоизки, корхонанинг ишлаб чиқариш-хўжалик фаолияти моддий ва меҳнат ресурсларига, асосий воситалар ва айланма

воситаларни оддий ва кенгайтирилган такрор ишлаб чиқаришга, маҳсулот ишлаб чиқариш ва сотишга, меҳнат жамоасини ижтимоий қўллаб-қувватлаш ва ҳ.к.га харажатлар талаб қилади. Демак, даромад ишлаб топар экан, корхона маълум бир харажатлар ҳам сарфлайди. Харажатлар бу – иқтисодий фойданинг ҳисобот даври давомида активлар қиймати камайиши ёки чиқиб кетиши ёхуд мажбуриятлар ортиши шаклида намоён бўладиган, капитални қатнашчилар ўртасида тақсимлаш билан боғлиқ бўлмаган капиталнинг камайишига олиб келадиган тарзда камайишидир.¹

2.3-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, 2014 йил якунлари бўйича «Электрқишлоққурилиш» АЖда давр харажатлари ортган ҳолда 16,5 млрд. сўмни ташкил қилган ёки ўтган йилга нисбатан 1,58 баравар ўсган. 2015–2016 йилларда ушбу кўрсаткич пасайган бўлса, 2017–2018 йилларда эса кескин ўсди, бу эса таҳлил қилинаётган давр бошига (2013 йил) нисбатан 1,8 бараварни ташкил қилди (2.4-жадвал).

Корхонанинг ҳисоб сиёсатида белгилаб қўйилган асосий фаолият турлари бўйича даромадлардан ташқари, операцион, сотиш билан боғлиқ бўлмаган ва фавқулодда даромадлар вужудга келиши мумкин.

Бу қаторга қуйидагилар киради: асосий воситалар ва корхонанинг бошқа мулки чиқиб кетишидан олдинги даромадлар; даъво муддати ўтиб кетган кредиторлик ва дебиторлик қарзлари чиқариб ташлангандан кейинги даромадлар; илгари чиқариб ташланган харажатлар ёки зарарни қоплаш кўринишидаги даромадлар; мулкни ижарага беришдан олинadиган даромадлар; рента даромади; ёрдамчи хизматлар даромадлари; қарздор томонидан тан олинган жарима, пеня, неустойка ва хўжалик шартномалари шартларини бузганлик учун бошқа санкциялар турлари, шунингдек, етказилган зарарни қоплаш бўйича даромадлар; товар-моддий бойликларни қайта баҳолашдан даромадлар; беғараз молиявий ёрдам ва бошқа операцион даромадлар.

2.3-жадвалда келтирилган маълумотлар, асосий фаолиятдан олинган бошқа даромадлар динамикаси бир хил эмаслигини кўр-

¹ Н.Ф. Чеботарев. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебник. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К0», 2009. 256-б.



сатади: 2015 йилгача кўрсаткичнинг пасайиш тенденцияси кузатилган, кейинги икки йил (2016–2017 йй.) давомида 766,2 млн. сўмдан (2015 й.) 30146,3 минг. сўмгача (2017 й.) ўсиш рўй берган бўлса, охириги 2018 йилда 2017 йилга нисбатан яна пасайиш юзага келган.

Корхона қийматини аниқлашдаги кейинги кўрсаткич – молиявий фаолиятдан олинадиган даромаддир. Бу ташқи молиялаштириш манбалари билан боғлиқ пул оқимлари натижаларидир (кўшимча акциядорлик ёки пай капитали жалб қилиш, акция, облигация ёки бошқа қарз қарор қабул қилиши чиқариш, турли шаклларда кредит жалб қилиш, шунингдек, асосий қарз бўйича мажбуриятларни ҳамда дивиденд ва фоиз тўловларини тўлаш йўли билан жалб қилинган капиталга хизмат кўрсатиш).

Бозор иқтисодиётида бўш молиявий ресурслардан оқилонга фойдаланиш, бу корхонага кўшимча фойда берадиган маблағларни инвестиция қилишнинг самарали йўналишларини топиш корхона молиявий фаолиятининг муҳим йўналиши ҳисобланади.¹ Корхоналар акция, облигация ва бошқа қимматли қоғозлар харид қилиш ва сотиш; мақсадли пул қўйилмалари; валюта операциялари; пай бадаллари, бошқа корхоналар фаолиятида қисман иштирок этиш; заёмлар тақдим этиш; лизинг операциялари каби молиявий фаолият турларидан даромад олиши мумкин.

Молиявий фаолият жараёнида ўз капитали ҳам, жалб қилинган капитал ҳам корхона учун у ёки бу даражада фойдали шартларда олиниши мумкин, бу эса мос равишда, асосий инвестицион фаолият натижаларида акс этади.² Шу сабабли, молиявий фаолиятдан даромад деганда бозор шартларидан фойдалироқ шартларда ташқи манбалардан капитал жалб қилишдан олинадиган билвосита самара тушунилади. Бундан ташқари, молиявий фаолият жараёнида молиявий левераж самарасидан фойдаланиш, ҳисобрақами ёки валюта сўмларидаги пул маблағлари ўртача қолдиғи бўйича депозит

¹ В.Р.Банк, С.В.Банк, А.В.Тараскина. Финансовый анализ: учеб.пособие. – М.: ТК «Велби», Изд-во «Перспект», 2005. 283–291-б.

² И.А.Бланк. Инвестиционный менеджмент. Учебный курс. – Киев: 2001; М.Ю.Горохов, В.В.Малев. Бизнес-планирование и инвестиционный анализ. – М.: «Филинь». 1998, 208-б.

фоизи олишни таъминлаш йўли билан киритилган ўз капиталига тўғридан-тўғри даромад ҳам олиниши мумкин.

Молиявий-инвестиция фаолиятини амалга оширишда факат ортикча молиявий ресурслар инвестиция қилиниши лозим. Бунда корхонада қутилмаган вазиятлар учун нақд пул бўлиши керак. 2.3-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, 2016–2017 йилларда «Электркишлоққурилиш» АЖ молиявий фаолиятдан даромад пасайиш тенденциясига эга бўлган.

Таҳлил қилиш жуда муҳим бўлган яна бир муҳим кўрсаткич бу – баланс фойдаси. У баъзида «солик тўлангунгача олинган фойда» деб ҳам аталадиган солиққа тортишгача бўлган фойда массасини ифодалайди. Баланс фойдаси асосий фаолиятдан фойда (зиён) ҳисобига, шунингдек, бошқа операцион ва сотиш билан боғлиқ бўлмаган даромадлар (харажатлар) ҳисобига шаклланади. Баланс фойдаси маҳсулот сотишдан молиявий натижаларини, бошқа сотишдан олинган даромадни (товар-моддий бойликлар сотишдан, ёрдамчи хўжаликлар маҳсулотларини сотишдан, асосий фондлар ва номоддий активлар сотишдан фойда), сотиш билан боғлиқ бўлмаган операциялардан фойда ёки зиённи (асосий фаолиятдан бошқа даромадларни) ўз ичига олади.

Юқорида келтирилган 2.3-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, бу кўрсаткич маълум тенденцияга эга эмас, чунки беш йил давомида баланс фойдаси ўсган ёки пасайган, хусусан, 2013 йилда 8256,7 млн сўмдан 2017 йилда 3030,3 млн.сўмгача пасайган. 2015 йилда эса, бу кўрсаткич ўсишни намоёниш этган.

«Электркишлоққурилиш» АЖ молиявий фаолиятида таҳлил қилинадиган яна бир кўрсаткич – соф фойда ҳисобланади. Соф фойда кўрсаткичи корхона барча солиқ тўловлари, иш ҳақи тўловлари, шунингдек, мажбурий характерга эга бўлган бошқа тўловларни тўлагандан сўнг қолган маблағлар миқдорини кўрсатади.

Корхона соф фойдаси ўзининг хўжалик максадларига ишла-тилади. Соф фойда бу – акциядорлик жамиятларида дивиденд тўловларининг, масъулияти чекланган жамиятларда эса уларнинг улушларига мувофиқ пропорционал равишда таксимлашнинг ягона манбаси ҳисобланади.

2.3-жадвалда келтирилган маълумотларга кўра, «Электркишлоққурилиш» АЖ соф фойдаси маълум бир ўсиш тенденциясига

эга эмас. 2015 йил ушбу кўрсаткич 5658,1 млн.сўмдан 7508,3 млн. сўмгача ёки 1,3 баравар ўсди. Бироқ, 2016 йил якунлари бўйича соф фойданинг 55%га кескин пасайиши қайд этилди, бу ҳолат яна уч йил давомида қузатилди. Бу вақт мобайнида кўрсаткич 7508,3 млн. сўмдан (2015 й.) 6192,5 млн.сўмгача (2018 й.) ёки 18% пасайди.

Тушунарлики, соф фойданинг ўсиши компания айти пайтда самарали ишлаётганини англатади. Аксинча, бу кўрсаткичнинг пасайиши молиявий инқироз ва банкротликка йўл қўймаслик учун тезкор чоралар қўриш кераклигини англатади.

«Электркишлоққурилиш» АЖда 2020–2022 йиллар даврида иктисодий ва молиявий фаолият кўрсаткичлари прогнози

Корхона қийматини аниқлашда кўрсаткичлар прогнозига алоҳида аҳамият берилади. Биз «Электркишлоққурилиш» АЖ корхонаси фаолияти молиявий натижаларини 2020–2022 йиллар учун прогнозини Excel дастури ёрдамида аниқлаймиз. Хусусан, базавий 2008–2019 йиллар учун олинган кўрсаткичлар прогноз қилиниши лозим. 2.5-жадвал ва 2.5–2.10 расмларда прогноз кўрсаткичлари келтирилган.

Прогнозга кўра, «Электркишлоққурилиш» АЖ маҳсулот (товарлар, ишлар ва хизматлар) сотишдан соф тушум 2018 йил билан таққослаганда 2022 йилга келиб 1,76 баравар ўсади ва 99 650,2 млн. сўмни ташкил қилади (2.5-жадвал).

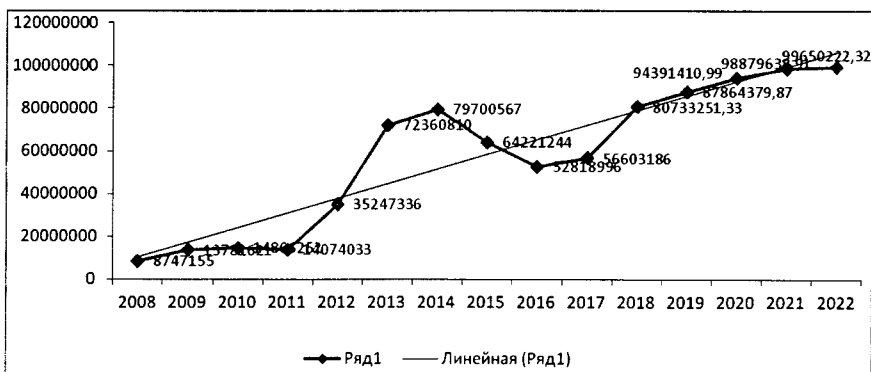
Хусусан, қилинган прогнозга мувофиқ ва базавий даврга нисбатан ҳисоблаб чиқилган маҳсулот (товарлар, ишлар ва хизматлар) сотишдан соф тушум куйидаги тартибда ўсиб боради (2.5-расм).

Ушбу кўрсаткич ташкилот раҳбариятининг доимий назорати остида бўлиши керак, унинг ортиши корхонанинг стратегик ва операцион максадларини амалга ошириш самарадорлиги ҳақида ҳулоса чиқаришга имкон беради.

Тушумнинг барқарор ўсиш суръати кўриб чиқилаётган хўжалик юритувчи субъектнинг инвестицион муҳитига таъсир этади. Маҳсулот таннархининг пасайиши тушумни оширишнинг асосий йўллари билан бири ҳисобланади. Ушбу чора ресурслар ва ишлаб чиқариш қувватларидан оқилона фойдаланиш, кадрларни опти-маллаштириш ва ҳ.к.ни кўзда тутати.

«Электрқишлоққурилиш» АЖнинг молиявий кўрсаткичлар прогнози (мутлақ кўрсаткичларда),¹ млн. сўм.

№	Кўрсаткич	2018 й.	2019 й. амалда	Йиллар кўрсаткичлар прогнози			
				2020	2021	2022	2022 й. 2018 й.га нисбатан, марта
1.	Маҳсулотларни (товар, иш ва хизматлар) сотишдан соф тушум	56603,2	87864,4	94391,4	98879,6	99650,2	1,76
2.	Сотилган маҳсулотларнинг таннархи	39559,6	57714,7	55923,9	53253,2	51384,3	1,3
3.	Маҳсулотларни сотишнинг ялпи фойдаси	17043,6	22981,7	22366,9	21210,3	20245,3	1,19
4.	Давр харажатлари	16922,1	18928,7	18479,3	17542,6	16765,1	0,99
5.	Асосий фаолиятнинг бошқа даромадлари	3046,3	2429,4	2407,9	2301,7	2180,4	0,72
6.	Молиявий фаолиятнинг даромадлари	3,6	1002,8	967,6	911,2	868,8	239,93
7.	Баланс фойдаси (солиққа тортишга қадар фойда)	3030,3	7309,4	7050,7	6671,7	6458,6	2,13
8.	Соф фойда	2566,9	6164,1	5950,4	5624,8	5429,5	2,12

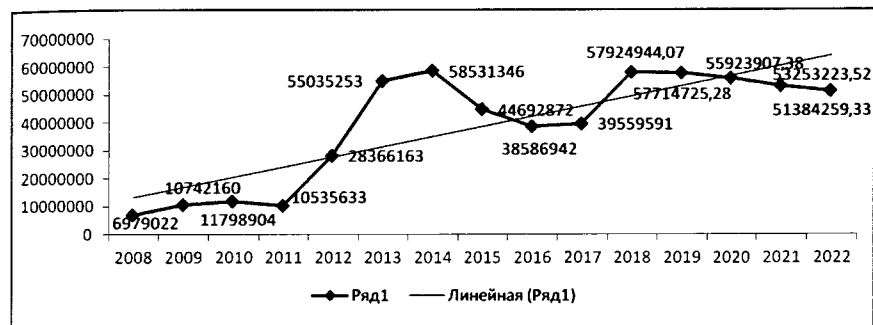


2.5-расм. «Электрқишлоққурилиш» АЖ маҳсулот (товарлар, иш ва хизматлар) сотишдан соф тушумнинг ўсиш прогноз кўрсаткичлари.¹

1 ва 2-бўлимнинг давр (2008–2019-йй) маълумотлари асосида ҳисоблаб чиқилган

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.

² «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.



2.6-расм. «Электрқишлоққурилиш» АЖ маҳсулот (товарлар, иш ва хизматлар) сотишдан таннархнинг пасайиши ва ўсиш прогноз кўрсаткичлари.¹

Сотилган маҳсулотлар таннархи 39 559,6 млн.сўмдан (2018 й.) 2022 йилга келиб 51 384,3 млн.сўмгача ёки 1,3 баравар ўсади (2.5-жадвал, 2.6-расм).

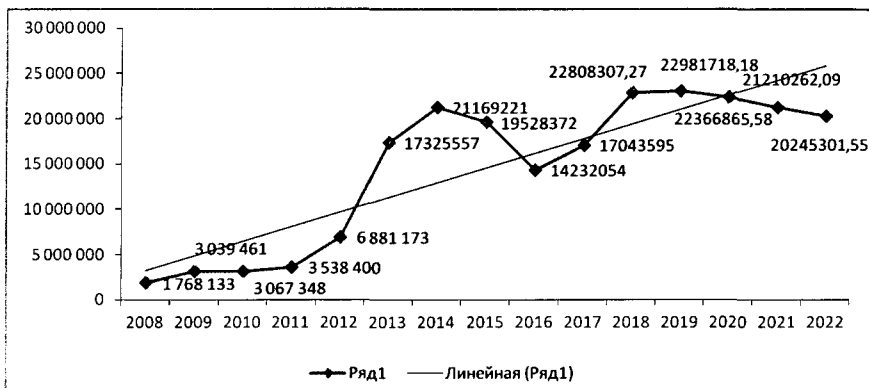
Ушбу кўрсаткичнинг тренд чизиғи ўсиб борадиган, бироқ прогнозга мувофиқ динамика бекарор. Шунингдек, асосий кўрсаткичлардан бири ҳисобланган маҳсулот сотишдан ялпи фойданинг ўсиши прогноз қилинган. Хусусан, ушбу кўрсаткич 2018 йил билан таққослаганда 2022 йилга келиб қарийб 1,2 баравар ўсиши ва 20 245,3 млн.сўмни ташкил қилиши прогноз қилинади (2.5-жадвал).

Маҳсулот сотишдан ялпи фойда, амалга оширилган прогнозга асосан базавий давр маълумотлари негизида ҳисоблаб чиқилган ялпи фойда қуйидаги тартибда ошиб боради (2.7-расм).

2.6 ва 2.7-расмлардаги маълумотларидан кўринадики, улар ўхшаш тенденцияга эга. Ваҳоланки, тесқари боғлиқлик кузатилиши лозим – таннархнинг пасайиши ялпи фойданинг ўсишига олиб келади. Демак, ялпи фойда ҳажмига ишлаб чиқариш ва сотиш ҳажмининг ўсиш омили ҳам таъсир этади.

Прогноз қилинган кўрсаткичлардан яна бири – давр харажатлари, баланс фойдаси (солиққа тортишга қадар фойда) ва соф фойдадир. 2.5-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, 2022 йилга келиб давр харажатлари 2018 йил билан таққослаганда амалда ўзгармайди ва 16 765,1 млн.сўмни ташкил

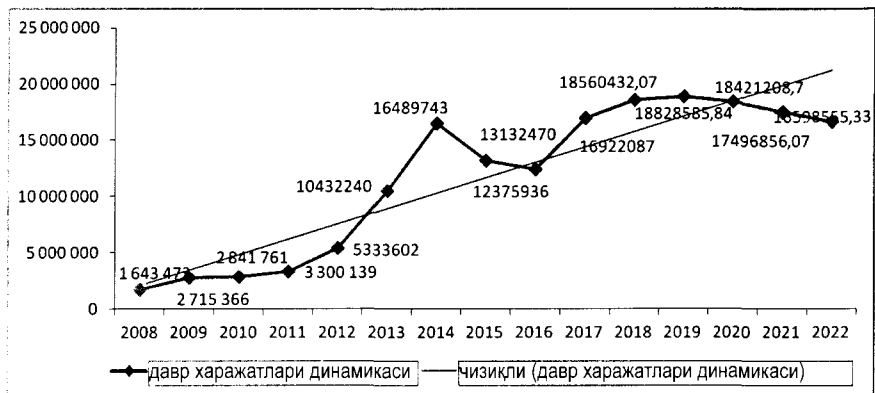
¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.



2.7-расм. «Электрқишлоққурилиш» АЖ ялли фойда динамикасининг прогноз кўрсаткичлари.¹

килади (2.8-расм). Компания балансида акс эттирилган фойда, бу кўплаб бошқарув қарорлари: инвестициялар амалга ошириш; захира фондлари шакллантириш; айланма капитални тўлдириш учун асосдир. Бу маблағлардан дивиденд тўловлари ҳам амалга оширилади.

«Электрқишлоққурилиш» АЖ баланс фойдаси ва соф фойданинг ўсиш прогнозлари 2.9 ва 2.10-расмларда келтирилган.



2.8-расм. «Электрқишлоққурилиш» АЖ давр харажатларининг прогноз кўрсаткичлари.²

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

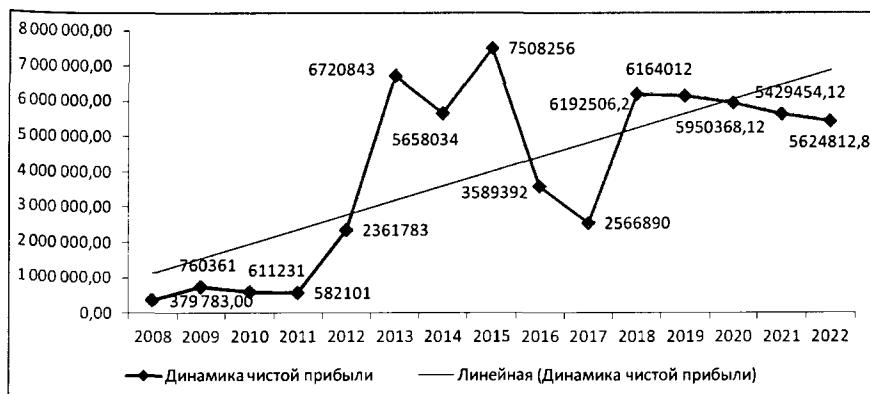
² «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.



2.9-расм. «Электрқишлоққурилиш» АЖ баланс фойдасининг прогноз кўрсаткичлари.¹

Корхонанинг баланс фойдаси ва соф фойдаси деярли бир хил суръатда – 2018 йилга нисбатан 2022 йилга келиб 213% ўсади. Қилинган ҳисоб-китобларга мувофиқ 2022 йилга келиб корхона фаолияти самарадорлик энг муҳим кўрсаткичи сифатида бўлғуси соф фойда сифатида 5 429,5 млн. сўмни ташкил қилиши лозим.

Соф фойда миқдори корхона фаолияти самарадорлигини акс эттиради. Агар у ўсадиган бўлса, бу корхона белгиланган давр



2.10-расм. «Электрқишлоққурилиш» АЖ соф фойдасининг прогноз кўрсаткичлари.¹

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

² «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

мобайнида самарали ишлаётган эканлигини англатади. Аксинча, бу кўрсаткичнинг пасайиши ёки унинг манфий қийматга эга бўлиши ташкилотда банкрот эҳтимолининг олдини олиш учун зудлик билан ҳал қилиш лозим бўлган муаммолар вужудга келганини кўрсатади.

Худди шу тарзда, ўсиб бораётган маржинал фойда бу – ишлаб чиқаришни кенгайтириш учун сабаб, пасайиб борадиган фойда эса – кейинги кенгайтириш йўқотишларга олиб келишининг аломатидир.

2.3. ПУЛ ОҚИМЛАРИНИ БОШҚАРИШ ШАРОИТЛАРИДА ОПТИМАЛ КАПИТАЛ СТРУКТУРАСИНИ ШАКЛЛАНТИРИШ ВА АГРЕГАЦИЯЛАНГАН БАЛАНСНИ КОМПЛЕКСЛИ МОДЕЛЛАШТИРИШ

Корхонанинг молиявий ҳолати маблағлар ва уларни шакллантириш манбаларини жойлаштириш ва улардан фойдаланиш билан тавсифланади. молиявий ҳолат динамикасини комплексли баҳолаш учун баланс моддаларини ликвидлик ва мажбуриятлар шошилишчилик белгиси бўйича (агрегацияланган баланс) алоҳида махсус гуруҳларга ажратиш лозим. Агрегацияланган баланс асосида корхона мулки структурасини таҳлил қилиш амалга оширилади. Бевосита таҳлилий балансдан корхона молиявий ҳолатининг бир қатор энг муҳим тавсифлар олиш мумкин. Ушбу кўрсаткичлар динамик таҳлили уларнинг мутлак кўпайиш ва ўсиш суръатини аниқлашга имкон беради, бу эса корхона қиймати ортишига таъсир ва молиявий ҳолатни тавсифлаш учун муҳим.

Баланс структурасининг ретроспектив кўрсаткичлари корхонанинг молиявий ҳолати индикаторлари сифатида

Корхона баланси бу – унинг муайян вақт маҳалидаги молиявий ҳолати аксидир. Молиявий оқимларнинг ҳаракат натижалари капитал структурасида, мақсадли фондлар ва активлар ўлчамида, ҳисобланган амортизацияда қайд қилинади. Баланс молиявий аҳборотлардан фойдаланувчилар учун энг катта қизиқиш уйғотади, чунки айнан у корхонанинг ташқи ва қарз молиялаштириш ман-



баларига боғлиқлигини, таъминотчилар ва харидорлар билан муносабатлар ҳолатини, инвестицион фаолият йўналишлари ва уни молиялаштириш манбаларини кўрсатади.¹

Баланс активи (пассиви) якуний суммаси «баланс валютаси» ёки «баланс рақами» деб аталади. 2.11-расмда корхона активлари ва пассивлари структураси келтирилган.

Баланс активи корхона тасарруфида бўлган капитални жойлаштириш ҳақида маълумотлардан иборат бўлади. Баланс активи моддаларини гуруҳлашнинг асосий белгиси уларнинг ликвидлик даражаси ҳисобланади. Ушбу белги бўйича барча активлар узоқ муддатли (асосий капитал) ва жорий (айланма) активларга бўлинади. Корхона маблағларини жойлаштириш катта аҳамиятга эга.

Корxonанинг ишлаб чиқариш фаолият ва молия фаолияти, шундай экан, молиявий ҳолати кўп жиҳатдан асосий ва айланма воситаларга қандай маблағлар киритилгани, уларнинг қанчаси ишлаб чиқариш соҳаси ва муомала соҳасида, пул шаклида ва моддий шаклда эканлигига боғлиқ.

2.6-жадвалда «Электрқишлоққурилиш» АЖ баланс структурасининг активлар ва пассивлардан иборат бўлган ретроспектив кўрсаткичлари келтирилган. Корxonанинг барча актив-



2.11-расм. Корхона активлари ва пассивлари структураси.²

¹ В.Р.Банк, С.В.Банк, А.В.Тараскина. Финансовый анализ: учеб.пособие. – М.: ТК «Велби», Изд-во «Проспект», 2005. 283–291-б.

² Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

лари ва пассивлари таҳлил қилинаётган давр мобайнида (2013–2018 йй.) 27 003,2 млн. сўмдан 49 444,8 млн. сўмгача ёки 1,8 баравар ўсган.

Корхона активлари таркибига узоқ муддатли активлар ва жорий активлар киради. Узоқ муддатли активлар 2013 йилдан 2018 йилгача ўсиш тенденциясига эга бўлган. 2013 йил билан таққослаганда 2018 йил уларнинг миқдори 3,2 бараварга ўсган.

2.6-жадвал маълумотларининг кўрсатишича, таҳлил қилинаётган даврда жорий активлар ҳам ўсиш тенденциясига эга бўлган. 2013 йилдан 2018 йилгача уларнинг миқдори 1,6 баравар ўсган ва 2018 йил яқунлари бўйича 37129,9 млн. сўмни ташкил қилган.

Жами активлар структурасида 2018 йилда узоқ муддатли активлар улуши 24,9% ва жорий активлар улуши 75,1%ни ташкил қилди. Бу ерда шунини таъкидлаш жоизки, беш йил давомида (2013–2018 йй.) активлар структураси ўзгарди, бироқ доимий тенденцияга эга бўлди – жорий активлар узоқ муддатли активлардан устун бўлди. Масалан, агар 2013 йил корхонанинг узоқ муддали активлар улуши 14,2%ни, жорий активлар эса 85,8%ни ташкил қилган бўлса, 2018 йил охирига келиб уларнинг улуши қуйидаги тарзда ўзгарди – 24,9% ва 75,1% (2.6-жадвал).

2.6 - ж а д в а л

«Электрқишлоққурилиш» АЖ баланси тузилишининг ретроспектив кўрсаткичлари,¹ млн. сўм

Номи	2013 й.		2014 й.		2015 й.		2016 й.		2017 й.		2018 й.	
	Сумма	Яқунга нис. %	Сумма	Яқунга нис. %	Сумма	Яқунга нис. %	Сумма	Яқунга нис. %	Сумма	Яқунга нис. %	Сумма	Яқунга нис. %
Активлар	27003,2	100	33419,4	100	38452,9	100	39550,9	100	45152,4	100	49444,9	100,0
Узоқ муддатли активлар	3834,1	14,2	6719,3	20,1	9674,7	25,2	8644,9	21,9	10328,8	22,9	12314,9	24,9
Жорий активлар	23169,1	85,8	26700,1	79,9	28778,1	74,8	30906,1	78,1	34823,6	77,1	37129,9	75,1
Пассивлар	27003,2	100	33419,4	100	38452,9	100	39550,9	100	45152,4	100	49444,8	100,0
Ўз маблағлар манбалари	15191,1	56,2	20948,3	62	28253,9	73,5	31332,9	79,2	33373,3	73,9	39844,6	80,6
Мажбуриятлар	11812,1	43,8	12471,1	37	10198,9	26,5	8218,1	20,8	11779,1	26,1	9600,2	19,4

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилди.



«Электрқишлоққурилиш» АЖ баланс структурасида пассивлар ўзининг маблағлари манбалари ва мажбуриятларни ўз ичига олади. Таҳлил қилинаётган даврда (2013–2018 йй.) корхона ўзининг маблағлар манбалари ўсиш тенденциясига эга бўлган. Хусусан, ушбу давр мобайнида ўз маблағлар манбалари йиғиндиси 15 191,1 млн. сўмдан (2013 й.) 39 844,6 млн. сўмгача (2018 й.) ёки 2,2 баравар ўсди (2.6-жадвал). Мажбуриятлар, ўз маблағлари манбаларидан фарқли равишда, пассивлар структурасида камайди, лекин сезиларсиз: 11 812,1 млн. сўмдан (2013 й.) 9 600,2 млн. сўмгача (2018 й.).

2018 йил пассивларда энг катта улушни ўз маблағлари манбалари ташкил қилди – 80,6%, мажбуриятлар эса 19,41%га тенг бўлди (2.6-жадвал).

«Электрқишлоққурилиш» АЖ баланс структураси кўрсаткичларининг 2020–2022 йилларга прогнози

Баланс структураси кўрсаткичлари прогнози «Электрқишлоққурилиш» АЖ қийматини аниқлаш доирасида амалга оширилган. Биз 2020-2022 йилларда прогнозларни 2013–2019 йиллар даврида олинган кўрсаткичлар бўйича таҳлил қилинаётган корхона фаолияти натижалари асосида аниқлаймиз. Бу – барча (узок муддатли ва жорий) активлар ва пассивлар (ўзининг маблағлар манбалари ва мажбуриятлар). Таҳлил ва прогноз манбаларини таккослаш учун базавий йил 2018 йил ҳисобланади (2.7-жадвал).

Умуман олганда, прогнозга қўра, барча активлар ва пассивлар 2020 йилдан 2022 йилгача 51847,9 млн. сўмдан 64 888,9 млн. сўмгача ёки 1,3 баравар ўсади. Агар бу кўрсаткичларни базавий йил (2018 й.) билан таккослайдиган бўлсак, бунда сумма 1,43 баравар ўсади (2.7-жадвал). Актив ўсганда мажбурий тартибда пассив ҳам худди шу миқдорга ўсади, яъни корхонанинг қарз мажбурияти ортади. Бу тамойил пассивларга нисбатан ҳам қўлланади.

Масалан, банк билан кредит ҳақида янги шартнома тузилган ҳолатда активлар автоматик равишда ўсади, чунки корхонага янги молия келиб тушади. Шу билан бирга, корхонада пассив – банк олдида қарздорлик пайдо бўлади. Корхона бу кредитни тўлайдиган пайтда активлар камайиши рўй беради, чунки корхона

«Электрқишлоққурилиш» АЖ баланс структураси
кўрсаткичларининг 2020–2022 йилларга прогнози,¹ млн.сўм.

Кўрсаткич номи	2018 й. (прогно- ни таҳлил қилиш учун базавий йил)		2019 й.		2020 й.		2021 й.		2022 й.	
	Сумма	Яқунга нисб. %	Сумма	Яқунга нисб. %	Сумма	Яқунга нисб. %	Сумма	Яқунга нисб. %	Сумма	Яқунга нисб. %
Активлар	49444,8	100,0	51847,9	100,0	56652,3	100,0	60913,2	100,0	64888,9	100,0
I. Узоқ муддат- ли активлар	12314,9	24,9	12271,5	23,7	13602,4	24,0	15393,1	25,3	16175,6	24,9
II. Жорий активлар	37129,9	75,1	39576,4	76,3	43049,9	76,0	45520,1	74,7	48713,4	75,1
Пассивлар	49444,8	100,0	51847,9	100,0	56652,3	100,0	60913,2	100,0	64888,9	100,0
I. Ўз маблағлар манбалари	39844,6	80,6	42601,1	82,2	46085,6	81,3	50884,5	83,5	54140,7	83,4
II. Мажбурият- лар	9600,2	19,4	9246,9	17,8	10566,7	18,7	10028,6	16,5	10748,3	16,6

ҳисобрақамидаги пул маблағлари камаяди ва шу билан бирга пассив ҳам камаяди, чунки банк олдидаги қарздорлик йўқолади.

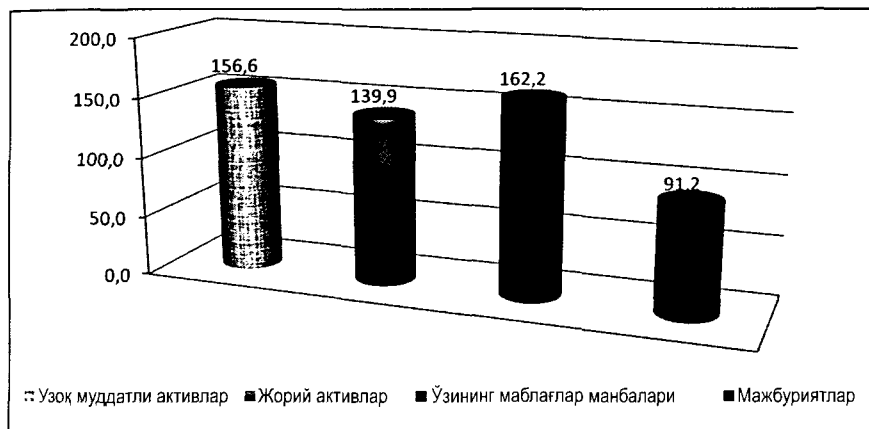
Корхона пассиви ва активи тенглиги айнан шу тамойилдан келиб чиқади. Активларнинг ҳар қандай ўзгариши пассивларнинг худди шу миқдорда ўзгаришига олиб келади ва аксинча. Бундан келиб чиқадики, корхона активлари ва пассивлари мутлақо тенг бўлади, элементлардан бири ўзгарганда у билан бирга иккинчиси ҳам ўзгаради.¹

Прогноз қилинаётган даврда активлар структураси 2018 йил билан таққослаганда ўсиш суръатининг сезиларли ўзгариши кузатилмади. 2022 йил прогнозга кўра 2018 йил билан таққослаганда узоқ муддатли активларнинг ўсиш суръати 156,6%ни, жорий активлар эса 139,9% ни ташкил қилади (2.12-расм).

Хусусан, 2018 йил билан таққослаганда 2022 йил яқунлари бўйича ўз маблағлари манбалари каби пассив турининг ўсиш суръати прогнозга мувофиқ 162,2%ни ташкил қилади (2.12-расм).

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.

¹ В.Б.Сироткин. Финансовый менеджмент компаний: Учебное пособие / СПбГУАП. – Спб.: 2001. 226-б.



2.12-расм. 2018 йил билан таққослаганда 2022 йил «Электрқишлоққурилиш» АЖ баланс структураси кўрсаткичларининг ўсиш суръати прогнози (фоизда).¹

Мутлак кўрсаткичларда ўз маблағлар манбалари прогноз қилинаётган 2020–2022 йиллар даврида 42601,1 млн.сўмдан 54140,7 млн. сўмгача ўсади.

Бирок, «Электрқишлоққурилиш» АЖ баланс структурасида яна бир пассив кўрсаткичи мавжуд, бу – мажбуриятлар. Прогнозга кўра, 2022 йил ўсиш суръати 2018 йилга сезиларсиз, яъни 11,9% да бўлади.

Корхона агрегацияланган балансида активлар ва пассивлар структураси оптималлиги

Агрегациялаш деганда умумлаштирилган жамланма (умумий) кўрсаткичлар – агрегатлар олиш учун маълум бир белги бўйича кўрсаткичларни бирлаштириш ва йириклаштириш тушунилади.² Бундай баланснинг оддий баланسدан асосий фарқи шундаки, моддаларни гурухлаш иқтисодий мазмуни бўйича амалга оширилади. Агрегацияланган баланс бу – тўлик манзара, оддий баланс эса – деталлар тўпламидир.

Агрегацияланган баланс коэффициентларни ҳисоб-китоб қилиш учун имконият беради, бунда бир хил операцияларни қайта ва қайта

¹ Прогноз натижалари бўйича тузилган.

² Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки. – М.: «Дело», 2003.



такрорлашга тўғри келмайди. Натижада, таҳлилни анча тезроқ бажариш мумкин бўлади, бундай баланс эса кўплаб кўрсаткичларни, чунончи: барқарорлик, айланиш тезлиги, ликвидликни тезкор ҳисоблаб чиқишга имкон беради. Агрегацияланган балансни ўқиш осонроқ, бундан ташқари, бундай шаклда у ҳисобот бўйича халқаро стандартларга максимал даражада яқин бўлади. Лекин, кўрсаткичларни бирлаштириш қанчалик аҳамиятли бўлса, бу маълумотлар шунчалик паст сифатда ва чуқур таҳлил қилишга имкон беради.

Корхонанинг молиявий ҳолатини қисқа муддатли ва узоқ муддатли истиқбол нуқтаи назаридан баҳолаш мумкин. Биринчи ҳолатда молиявий ҳолатни баҳолаш мезонлари – корхона ликвидлиги ва тўлов лаёқати, яъни қисқа муддатли мажбуриятлар бўйича ҳисоб-китобларни ўз вақтида ва тўлиқ ҳажмда амалга ошириш қобилиятидир. Баланс ликвидлигини таҳлил қилиш вазифаси ташкилотнинг кредит лаёқатини, яъни унинг барча мажбуриятлари бўйича ўз вақтида ва тўлиқ ҳисоб-китоб қилиш қобилиятини баҳолаш зарурати туфайли вужудга келади.

Баланс ликвидлиги ташкилот мажбуриятларини унинг пулга айлантириш муддати мажбуриятларни тўлаш муддатига мос келадиган активлари билан қоплаш даражаси сифатида аниқланади. Баланс ликвидлигидан пулга айлантириш учун зарур бўлган вақт кўрсаткичи сифатида белгиланадиган активлар ликвидлигини фарқлай олиш лозим. Ушбу активлар турини пулга айлантириш учун қанчалик кам вақт талаб қилинса, уларнинг ликвидлик даражаси шунчалик баланд бўлади.

Тўлашга қодирлик корхонада зудлик билан қайтариш талаб қилинган кредиторлик қарзлари бўйича ҳисоб-китоблар учун етарли бўлган пул маблағлари ва уларнинг эквиваленти мавжудлигини англатади. Шундай қилиб, тўловга қодирликнинг асосий белгилари қуйидагилар ҳисобланади:

- а) ҳисобрақамида етарли миқдорда пул маблағлари борлиги;
- б) муддати ўтказиб юборилган кредиторлик қарзлари йўқлиги.

Кўришиб турибдики, ликвидлик ва тўлашга қодирлик бир-бирига айнан мос келмайди. Хусусан, ликвидлик коэффициентлари молиявий ҳолатни қониқарли сифатида тавсифлаши мумкин. Бирок, агар жорий активларда ноликвид ва муддати ўтказиб юборилган



дебиторлик қарзларининг салмоғи катта бўлса, моҳиятан бундай баҳо хато бўлиши мумкин.

Таҳлиллик амалга ошириш учун баланс активи ва пасиви куйидагилар даражаси бўйича гуруҳланади: (1) ликвидликнинг пасивлиги (актив); (2) тўлаш (кайтариш) шохлинич эканлиги (пассив). 2.12-расмда активлар ва пасивларни ликвидлик даражаси бўйича гуруҳлаш кўрсатилган.

Ликвидлик даражасидан, яъни пул маблағларига айлантириш даражасидан келиб чикиб, «Электрқишлоққурилиш» АЖ активлари куйидаги гуруҳлар бўйича бўлинади ва таҳлил қилинади.

Энг ликвидли активлар (A_1) – зудлик билан жорий ҳисобкитобларни бажариш учун фойдаланиш мумкин бўлган пул маблағларининг барча моддалари бўйича суммалар. Бу гуруҳ, шунингдек, қисқа муддатли молиявий қўйилмаларни (қимматли қоғозларни) ҳам ўз ичига олади. Улар қаторига корхонанинг пул маблағлари моддалари ва қисқа муддатли молиявий қўйилмалари киради.

Тез сотиладиган активлар (A_2) – уларни нақд пулга айлантириш учун маълум вақт керак бўладиган активлар. Бу улар бўйича тўловлар ҳисобот санасидан бошлаб 12 ой давомида кутилаётган дебиторлик қарзларидир. Таҳлил қилинаётган давр оралиғида барча активлар турларидан тез сотиладиган активлар салмоғи энг юқори фоизни ташкил қилади (41 фоиздан қарийб 61 фоизгача).

Секин сотиладиган активлар (A_3) – ликвидлиги энг паст активлар. Захиралар, қўшилган қиймат солиғи, дебиторлик қарзлари (улар бўйича тўловлар ҳисобот санасидан бошлаб 12 ой давомида кутилади) ва бошқа айланма активларни ўз ичига олади. Активларнинг ушбу тури барча активлар структурасида ўртача ўрин эгаллайди. Секин сотиладиган активлар ҳам беш йил давомида ўсиш тенденциясига эга бўлган.

Қийин сотиладиган активлар (A_4) – жуда узок вақт фойдаланиладиган активлар. Бу айланмадан ташқари активлардир.

Умуман олганда, «Электрқишлоққурилиш» АЖда 2018 йил якунлари бўйича активлар баланси 49 444,8 млн. сўмни ташкил қилади. Бу суммадан 42%и – секин сотиладиган активлар; 35,5% – тез сотиладиган активлар; 21,6% – қийин сотиладиган активлар; 0,83% – энг ликвидли активлар.

Таҳлил қилинадиган навбатдаги гуруҳ бу – баланс пасивлари бўлиб, уларни тўлаш шошиличилиги бўйича гуруҳланади.

Энг тезкор мажбуриятлар (Π_1). Улар каторига кредиторлик қарзлари киради. 2.8-жадвал маълумотларининг кўрсатишича, пасивларнинг ушбу тури барча пасивлар структурасида энг аҳамиятли ҳисобланади.

Қисқа муддатли пасивлар (Π_2). Бу қарз маблағлари, корхонанинг кредиторлик қарзлари ва бошқа пасивлар, жумладан, бюджет олдидаги, ходимлар билан ҳисоб-китоблар бўйича мажбуриятлар.

Ўрта муддатли ва узоқ муддатли пасивлар (Π_3). Бу узоқ муддатли кредитлар ва қарз маблағлари, шунингдек, даромад тўловлари бўйича қатнашчиларга қарздорлик, бўлғуси давр харажатлари ва кутилаётган харажатлар захиралари.

Доимий пасивлар (Π_4) – ўз капитали. Агар ташкилот зиён кўрган бўлса, бу чиқариб ташланади. Таҳлил қилинаётган акциядорлик жамиятининг доимий пасивлари жиддий кўрсаткичга эга. Шунинг ҳам таъкидлаш жоизки, корхонанинг жами пасивлар структурасида доимий пасивлар улуши катта қисмни ташкил қилади.

Корхона балансидаги пасивлар ҳам таҳлил қилинаётган даврда катта миқдорни ташкил қилади. «Электрқишлоққурилиш» АЖда 2018 йил пасивлар 2014 йил билан таққослаганда 18 149,3 млн. сўмга ўсган. Жами активлар суммаси ($A_1 + A_2 + A_3 + A_4$) жами пасивлар суммасига тенг ($\Pi_1 + \Pi_2 + \Pi_3 + \Pi_4$).

$$\left. \begin{array}{l} 2014 \text{ й.} \\ 2015 \text{ й.} \\ 2016 \text{ й.} \\ 2017 \text{ й.} \\ 2018 \text{ й.} \end{array} \right\} \sum (A_1 + A_2 + A_3 + A_4) = \sum (\Pi_1 + \Pi_2 + \Pi_3 + \Pi_4); \quad (2.1)$$

Баланс ликвидлигини аниқлаш учун актив ва пасив бўйича келтирилган гуруҳлар яқунларини таққослаш лозим. Агар қуйидаги нисбат ўринга эга бўлса, баланс мутлак ликвидли ҳисобланади:

$$A_1 > \Pi_1; A_2 > \Pi_2; A_3 > \Pi_3; A_4 < \Pi_4 \quad (2.2)$$

2.8-жадвалда агрегацияланган баланс структурасини баҳолаш келтирилган. Дастлабки икки тенгсизлик ликвидлик қоидасига риоя

«Электрқишлоққурилиш» АЖ агрегацияланган
баланс структураси,¹ млн. сўм

Агрегат	Баланс моддаси	2014 й.		2015 й.		2016 й.		2017 й.		2018 й.	
		Сумма, минг сўм	Сал-моғи, %	Сумма, минг сўм	Сал-моғи, %	Сумма, минг сўм	Сал-моғи, %	Сумма, минг сўм	Сал-моғи, %	Сумма, минг сўм	Сал-моғи, %
1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
Активлар											
A ₁	Энг ликвидли активлар	784,9	2,91	915,9	2,74	278,1	0,72	602,8	1,52	374,5	0,83
A ₂	Тез сотиладиган активлар	13 544,4	50,16	16712,9	50,01	18564,9	48,28	21890,9	55,35	16031,2	35,50
A ₃	Секин сотиладиган активлар	8 839,7	32,74	9676,5	28,95	10534,4	27,40	8912,3	22,53	18973,2	42,02
A ₃	Қийин сотиладиган активлар	3 834,1	14,20	6 114,1	18,29	9 075,5	23,60	8 144,9	20,59	9 773,5	21,65
	Баланс	27 003,	100	33 419,4	100	38 452,9	100	39 550,9	100	45 152,4	100
Пассивлар											
П ₁	Энг шошилич мажбуриятлар	11 697,7	43,32	11 212,1	33,55	9 216,2	23,97	7 792,4	19,7	11 108,6	24,60
П ₂	Қисқа муддатли пассивлар	114,4	0,42	389,4	1,17	100,0	0,26	0	0	0	0
П ₃	Ўрта муддатли ва узоқ муддатли пассивлар	0	0,00	869,6	2,60	882,7	2,30	425,7	1,07	670,5	1,49
П ₄	Доимий пассивлар	15 191,1	56,26	20 948,3	62,68	28 253,9	73,48	31 332,9	79,2	33 373,3	73,91
	Баланс	27 003,2	100	33 419,4	100	38 452,9	100	39 550,9	100	45 152,4	100

қилиш – активларнинг мажбуриятлардан катта бўлиши зарурлигини англатади. Бу:

$$A_1 < P_1; A_2 > P_2; A_3 > P_3. \quad (2.3)$$

Учинчи тенгсизлик шуни талаб киладики, ўз капитали ва бошқа доимий пассивлар турлари миқдори қийин сотиладиган активлар қийматига тенг ёки ҳатто катта бўлиши лозим. Бу эса айланмадан ташқари активлар тўлалигича ва қисман (камида 10%) айланма

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

активларга эҳтиёж ташкилотнинг ўз маблағлари ҳисобига шакллантирилиши лозимлигини англатади: $A_4 < П_4$. Агар ушбу тизимдаги дастлабки уч тенгсизлик бажариладиган бўлса, бу тўртинчи тенгсизликнинг ҳам бажарилишига олиб келади, шу сабабли актив ва пассив бўйича дастлабки уч гуруҳ яқунларини таққослаш муҳим аҳамият касб этади.

2.9 - ж а д в а л

«Электрқишлоққурилиш» АЖ агрегацияланган
баланс структураси.¹

2014 й.	2015 й.	2016 й.	2017 й.	2018 й.
$A_1 < П_1$	$A_1 < П_1$	$A_1 < П_1$	$A_1 < П_1$	$A_1 < П_1$
$A_2 > П_2$	$A_2 > П_2$	$A_2 > П_2$	$A_2 > П_2$	$A_2 > П_2$
$A_3 > П_3$	$A_3 > П_3$	$A_3 > П_3$	$A_3 > П_3$	$A_3 > П_3$
$A_4 < П_4$	$A_4 < П_4$	$A_4 < П_4$	$A_4 < П_4$	$A_4 < П_4$

Тизимдаги битта ёки бир нечта тенгсизлик оптимал вариантда қайд қилингандан қарама-қарши белгига ўзгартирган ҳолатда баланс ликвидлиги у ёки бу даражада мутлақ ликвидликдан фарқ қилади. Бунда активларнинг бир гуруҳи бўйича маблағлар етишмаслиги қиймат баҳосида иккинчи гуруҳ бўйича ортиқчалик билан қопланади, реал вазиятда эса ликвидлиги пастроқ активлар ликвидлиги юқори активларнинг ўрнини боса олмайди. Бирок, ҳисоб-китоб ва таҳлил қилинаётган корхонада, агрегацияланган баланс кўрсаткичлари кўрсатишича, бундай ҳолат кузатилмайди (2.10-жадвал).

2.10-жадвалда келтирилган маълумотлар агрегацияланган баланс активлари ва пассивлари қандай ўзгаргани ва бу пировардида корхонанинг тўлов қобилятида ақс этганини кўрсатади. Хусусан, биринчи гуруҳда энг ликвидли активлар (A_1) ва энг шошилич мажбуриятлар ($П_1$) гуруҳида тўлов ортиқчилиги беш йил (2014–2018 йй.) давомида кузатилган. Табиий равишда, агар шошилич мажбуриятлар кўрсаткичи ўсадиган бўлса, тўлов етишмаслиги ҳам ўсади. Ҳисобот йили (2018 йил) яқунлари бўйича базавий йил (2014 йил) билан таққослаганда кўрсаткич деярли ўзгармаган.

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.

«Электрқишлоққурилиш» АЖ тўлов қобилиятини баҳолаш,¹
минг сўм

Агрегат	Баланс моддаси	2014 й.	2015 й.	2016 й.	2017 й.	2018 й.
		Сумма	Сумма	Сумма	Сумма	Сумма
A ₁	Энг ликвидли активлар	784 908	915 896	278 013	602 767	374 523
P ₁	Энг тезкор мажбуриятлар	11 697 653	11 212 020	9 216 231	7 792 350	11 108 565
	Тўлов ортиқчалиги (+) ёки етишмаслиги (-)	-10 912 745	-10 296 124	-8 938 218	-7 189 583	-10 734 042
A ₂	Тез сотиладиган активлар	13 544 444	16712907	18564939	21890962	16031211
P ₂	Қисқа муддатли пассивлар	114 376	389 424	100 000	0	0
	Тўлов ортиқчалиги (+) ёки етишмаслиги (-)	13 430 068	16 323 483	18 464 939	21 890 962	16 031 211
A ₃	Секин сотиладиган активлар	8 839 685	9676509	10534376	8912344	18973186
P ₃	Ўрта муддатли ва узок муддатли пассивлар	0	869 623	882 714	425 667	670 545
	Тўлов ортиқчалиги (+) ёки етишмаслиги (-)	8 839 685	8 806 886	9 651 662	8 486 677	18 302 641
A ₄	Қийин сотиладиган активлар	3 834 135	6 114 065	9 075 536	8 144 874	9 773 523
P ₄	Доимий пассивлар	15 191 143	20 948 310	28 253 919	31 332 930	33 373 333
	Тўлов ортиқчалиги (+) ёки етишмаслиги (-)	-11 357 008	-14 834 245	-19 178 383	-23 188 056	-23 599 810

**2.4. МОЛИЯВИЙ ФАОЛИЯТНИНГ КОРХОНА
ПУЛ ОҚИМИ ЎСИШИГА (ПАСАЙИШИГА)
ТАЪСИРИНИ БАҲОЛАШ**

Пул оқимлари ҳажмига ва уларнинг вақт бўйича шаклланиш характериغا таъсир этадиган омилларни ҳисобга олиш уларни бошқариш самарали жараёнини амалга ошириш учун муҳим шарт-шароит бўлиб хизмат қилади. Корхона эгалари ва менежерларининг молиявий менталитети, активларни молиялаштириш ва бошқа молиявий операцияларни амалга оширишнинг консерватив, мўтадил ёки агрессив тамойилларини танлаш корхонанинг пул оқимлари турлари структурасини (турли манбалардан пул

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.



маблағлари жалб қилиш ҳажми, қайтариладиган пул оқимлари йўналишлари), алоҳида активлар турларининг суғурта захиралари ҳажми (ва уларни шакллантириш билан боғлиқ пул оқимлари), молиявий инвестициялар даромадлили даражасини (олинган фоизлар ва дивидендлар бўйича пул оқими ҳажми) белгилаб беради.

Корхона ликвидлиги, тўлов лаёқати ва молиявий барқарорлиги таҳлили ва прогнози

Бозор шароитларида баланс ликвидлигини таҳлил қилишга эҳтиёж молиявий чекловларнинг кучайиши ва корхонанинг кредит лаёқатини баҳолаш зарурати туфайли юзага келади. Баланс ликвидлиги корхона мажбуриятларини унинг пул шаклига айлантириш муддати мажбуриятларни тўлаш муддатига мос келадиган активлари билан қоплаш даражаси сифатида тавсифланади. Активлар ликвидлиги – активларни пул маблағларига айлантириш вақти бўйича баланс ликвидлигига тескари бўлган кўрсаткич. Ушбу актив тури пул шаклига эга бўлиши учун қанчалик кам вақт талаб қилинса, унинг ликвидлик даражаси шунчалик юкори бўлади.

Захиралар шакллантириш маблағлари манбалари етарлилик (ортиқчалик ёки етишмаслик) кўрсаткичи ликвидликнинг умумлаштирувчи кўрсаткичи ҳисобланади. Мутлак кўрсаткичлар ёрдамида ташкилий-иктисодий шартлар қилишнинг маъно – захираларни қоплаш учун қайси маблағлар манбалари ва қандай ҳажмда фойдаланилишини текширишдир.

Баланс ликвидлигини таҳлил қилиш уларнинг ликвидлик даражаси бўйича гуруҳланган ва ликвидликнинг пасайиб бориши тартибида жойлаштирилган актив бўйича маблағларни уларни тўлаш муддати бўйича гуруҳланган ва муддатнинг ўсиб бориш тартибида жойлаштирилган пасив бўйича мажбуриятлар билан таққослашдан иборат. Ликвидлик даражасига, яъни пул маблағларига айлантириш тезлигидан келиб чикиб, корхона активлари қуйидаги гуруҳларга бўлинади: 1) энг ликвидли активлар – корхонанинг пул маблағлари ва қисқа муддатли молиявий қўйилмалари (кимматли қоғозлар); жорий ҳисоб-китобларни бажариш учун зудлик билан фойдаланилиши мумкин бўлган пул маблағлари моддалари бўйича суммалар; 2) тез сотиладиган активлар – дебиторлик қарзлари ва бошқа активлар.



Корхонанинг жорий активлари унинг қисқа муддатли мажбуриятларидан ортик бўлса, юу ҳолда корхона ликвидли ҳисобланади. Корхона кўпроқ ёки камроқ даражада ликвидли бўлиши мумкин. Айланма капитали асосан ўзининг пул маблағлари ва қисқа муддатли дебиторлик қарзларидан иборат бўлган корхона одатда айланма капитали асосан захиралардан иборат бўлган корхонадан кўра ликвидли ҳисобланади. Ликвидлик реал даражасини текшириш учун баланс ликвидлигини таҳлил қилиш керак.

Ликвидлик коэффицентлари нафақат корхона раҳбарияти учун, балки ташки таҳлил субъектлари учун ҳам қизиқиш уйғотади: мутлақ ликвидлик коэффиценти – хом ашё ва материаллар етказиб берувчилар учун; қоплаш коэффиценти – инвесторлар учун; тез ликвидлик коэффиценти – банклар учун.

Ликвидли маблағлар ва мажбуриятларни таққослаш қуйидаги кўрсаткичларни ҳисоблаб чиқишга имкон беради.

1. Мутлақ ликвидлик коэффиценти ($K_{мл}$). Мутлақ ликвидлик коэффиценти ташкилот қисқа муддатли мажбуриятларнинг қайси қисмини яқин вақт ичида пул маблағлари билан тўлаши мумкинлигини кўрсатади. Бу коэффицент хом ашё ва материаллар етказиб берувчилар учун кизикарлидир. Меъёрий қиймати: $K_{мл} > 0,2$.

2.12-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, таҳлил қилинаётган даврда мутлақ ликвидлик кўрсаткичи турли қийматларга эга. Лекин, уларнинг барчаси меъёр даражасидан паст бўлиб, турли йилларда 0,03 дан 0,08 гачани ташкил қилган, бу эса корхонанинг тўлов лаёқати жуда паст эканлигини кўрсатади.

2. Тезкор ликвидлик коэффиценти (оралиқ қоплаш коэффиценти ($K_{тл}$)) – захираларни чиқариб ташлаган ҳолда жорий активлар билан қайси қисмни тўлаш мумкинлигини кўрсатади.

У корхона танг аҳволга тушиб қолиб, захираларни сотиш имкони бўлмаганда корхонанинг қисқа муддатли мажбуриятларни тўлаш имкониятини баҳолашга ёрдам беради. Бу кўрсаткич қиймати 0,8 дан 1,0 гача бўлган доирада тавсия қилинади. 2.12-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, «Электрқишлоққурилиш» АЖ бутун таҳлил қилинаётган даврда ушбу коэффицент меъёрдан юқори бўлган. Коэффицент дебиторлик қарзларининг ўринсиз ўсиши тўғрисида жуда юқори. Аксинча, тезкор ликвидлик коэффицентининг пасайиши ва унинг меъёр даражасидан тушиб кетиши

якин келажакда янги тушумлар ҳисобига ўз мажбуриятларини тўлаш имконияти пасайишини кўрсатиши мумкин. Бизнинг ҳолатда бу кузатилмайди.

3. Жорий ликвидлик коэффиценти ($K_{жл}$) – компаниянинг фақат айланма активлар ҳисобига жорий (киска муддатли) мажбуриятларни тўлаш қобилиятини кўрсатади. Коэффициент киймати канчалик юқори бўлса, корхонанинг тўлов лаёқати ҳам шунчалик яхши бўлади.

2.11 - жадвал

«Электрқишлоққурилиш» АЖ ликвидлик коэффицентлари.¹

№	Коэффициент	Меъёр	2013 й.	2014 й.	2015 й.	2016 й.	2017 й.	2018 й.
1.	Мутлақ ликвидлик, $K_{мл}$	0,2÷0,7	0,07	0,08	0,03	0,08	0,03	0,007
2.	Тезкор ликвидлик, $K_{тп}$	0,8÷1,0	1,21	1,52	2,02	2,89	1,48	3,16
3.	Жорий ликвидлик, $K_{жл}$	2÷3	1,96	2,35	3,15	4,03	3,18	5,55
4.	Дебиторлик ва кредиторлик қарзлари нисбати	1,0 дан кам	1,16	1,43	1,90	2,72	1,41	2,97
5.	Ўз айланма маблағлари билан таъминланганлик коэффиценти, $K_{ам}$	0,2 дан кўп	0,49	0,53	0,65	0,73	0,66	0,95
6.	Соф айланма капитал, $САК$	Млн. сўм	11 357,1	14 229,1	18 579,2	22 688,1	23 044,5	23 757,4
7.	Ўз айланма маблағлари маневрчанлик коэффиценти, $K_{уам}$	0,2÷0,5	0,75	0,68	0,66	0,72	0,69	0,64

Иктисодиёт тармоғидан келиб чикиб, коэффициент кийматининг 1,5÷2,5 бўлиши нормал ҳолат ҳисобланади. 2.9-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, «Электрқишлоққурилиш» АЖ фақат 2014 йил меъёр даражасидаги жорий ликвидлик коэффицентига эга бўлган. 1 дан кичик бўлган кийматлар йўқ, бу эса шундан далолат берадики, корхона жорий ҳисоблар бўйича тўловларни барқарор амалга оширишга қодир эмаслиги билан боғлиқ юқори молиявий рисклар йўқ. 3 дан катта киймат (2015–2018 йй.) капитал структураси нораціонал эканлигидан далолат беради.

4. Дебиторлик ва кредиторлик қарзлари нисбати. Дебиторлик ва кредиторлик қарзлари нисбати коэффиценти кредиторлик

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.



қарзларининг 1 сўмига қанча дебиторлик қарзлари тўғри келишини кўрсатади. Тавсия қилинган минимал қиймат – 1 дан кам.

Дебиторлик қарзларининг ўсиш суръати кредиторлик қарзлари ўсиш суръати билан таққосланадиган даражада бўлиши керак. 2.12-жадвал маълумотларининг кўрсатишича, «Электрқишлоққурилиш» АЖ дебиторлик ва кредиторлик қарзлари нисбати 1 дан катта (1,16 дан 2,97 гача). Дебиторлик қарзларининг кредиторлик қарзларидан ортиқ эканлиги шуни англатадики, маблағларни хўжалик айланмасидан чиқариш келгусида ҳам корхонанинг жорий ишлаб чиқариш-хўжалик фаолиятини таъминлаш учун қимматбаҳо банк кредитлари ва заёмларни жалб қилиш заруратига олиб келиши мумкин. Кредиторлик қарзларининг дебиторлик қарзларидан сезиларли даражада ортиқ бўлиши ҳам корхонанинг молиявий барқарорлигига таҳдид солади.

5. Ўз айланма маблағлари билан таъминланганлик коэффициентини (Кам). У корхонада молиявий барқарорлик учун зарур бўлган ўз айланма маблағлари етарлилигини тавсифлайди. Ўз айланма капитали йўқлиги шундан далолат берадики, корхонанинг барча айланма маблағлари ва эҳтимол, айланмадан ташқари активларнинг бир қисми (ўз айланма маблағлари манфий қийматга эга бўлганда) қарз манбалари ҳисобига шаклланган бўлади.

Ушбу коэффициентнинг меърий даражаси 0,2 дан юқори бўлиши лозим. 2.12-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, 2013–2018 йилларда ўз айланма маблағлари билан таъминланганлик коэффициентини 0,49 дан 0,95 гача ўсган. Таъкидлаш жоизки, таҳлил қилинаётган даврда, чунончи, 2018 йилда ушбу кўрсаткич максимал қийматга етган – 0,95.

6. Соф айланма капитал (САК). Соф айланма капитал (соф айланма маблағлар) деганда айланма (қиска муддатли, жорий) активлар ва қиска муддатли пассивлар (қиска муддатли қарз капитали) ўртасидаги фарк тушунилади. Соф айланма капитал (соф айланма маблағлар) оптимал суммаси ҳар бир муайян корхонанинг эҳтиёжларига мувофиқ аниқланади ва унинг фаолияти қўламини ва хусусиятларига, дебиторлик қарзлари ва моддий-ишлаб чиқариш захираларининг айланиш тезлигига, кредитлар тақдим этиш ва жалб қилиш шартларига, тармоқ ўзига хосликлари ва бозор конъюнктурасига боғлиқ бўлади.

Ташкилот соф айланма капитали (САК) миқдори қуйидагича топилади:

$$САК = \text{Жорий активлар} - \text{Жорий пассивлар}$$

ёки:

$$САК = \text{Инвестиция қилинган капитал} - \text{Доимий активлар}$$

Таҳлил қилинаётган давр моайнида (2.12-жадвал) соф айланма капиталнинг барқарор ўсиши кузатилади. Ушбу натижа мусбат (ижобий) ҳисобланади. Корхонанинг молиявий ҳолатига соф айланма капитал (соф айланма маблағлар) ортикчалиги ҳам, етишмаслиги ҳам салбий таъсир кўрсатади. Соф айланма капитал (соф айланма маблағлар) оптимал эҳтиёждан ортик эканлиги ресурслардан самарасиз фойдаланилишидан далолат беради. Соф айланма капитал (соф айланма маблағлар) етишмаслиги эса корхонанинг қисқа муддатли мажбуриятларни ўз вақтида тўлашга қодир эмаслиги ва уни банкротга олиб келиши мумкинлигидан далолат беради.

7. Ўз айланма маблағлар маневрчанлик коэффиценти ($K_{\text{ўамм}}$). Ушбу коэффицент корхонанинг ўз айланма капитали даражасини қўллаб-қувватлаш ва айланма маблағларни зарур ҳолларда ўзининг манбалари ҳисобига тўлдириш қобилиятини кўрсатади.

Ушбу коэффицент капитал тузилиши ва тармоқ ўзига хосликларига боғлиқ бўлиб, 0,2–0,5 доирасида тавсия этилади, лекин унинг ҳажми ва ўзгариш тенденциялари бўйича универсал тавсиялар бўлиши мумкин эмас.

2.12-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, 2013–2018 йилда ўз айланма маблағлари маневрчанлик коэффиценти 0,75 дан 0,64 гача ораликда ўзгариб турган, бу эса меъерий қийматдан катта. Бу корхона маблағларининг ўз манбалари ҳаракатчан эканлигини англатади.

2020–2022 йилларда «Электрқишлоққурилиш» АЖДА ликвидлик коэффицентлари прогнози

Корхона қийматини аниқлашда барча прогноз қилинаётган кўрсаткичларни тўғри ҳисоблаб чиқиш муҳим аҳамият касб этади. Бизнинг ҳолатда прогноз 2022 йилгача бўлган даврда амалга оширилади. 2.13-жадвал ва 2.13-расмда прогноз қилинган ликвидлик коэффицентлари таҳлили базавий йилда (2018 й.) олинган коэффицентлар билан таққослаган ҳолда келтирилган.



2020 йилдан 2022 йилгача бўлган даврда мутлақ ликвидлик коэффициенти прогнозга кўра 0,019 дан 0,007 гача пасайиш тенденциясига эга. Бироқ, нима бўлганда ҳам, бу ҳисобот кўрсаткичлари эмас, прогноз кўрсаткичлари. Шу сабабли, прогноз воситасида олинган ва нормативларга мос келмайдиган кўрсаткичларга жиддий эътибор қаратмаймиз. Бундан ташқари, ҳисобот даврида (2013–2018 йй.) бу кўрсаткич меъёрдан паст қийматга эга бўлган.

Прогноз қилинаётган даврда тезкор ликвидлик коэффициенти барқарор равишда ўсган ҳолда белгиланган меъёр даражасида бўлган. 2022 йил бу коэффициент меъёр 0,7 дан кўп бўлган ҳолда 3,16 ни ташкил қилади ва базавий йил (2018 й.) билан таққослаганда 0,87 га ўсади (2.12-жадвал).

Жорий ликвидлик коэффициентининг прогнозига мувофиқ меъёрий даражадан катта (2.12-жадвал).

Корхона қийматини аниқлашда фойдаланиладиган асосий кўрсаткичлардан яна бири дебиторлик ва кредиторлик қарзлари нисбати ҳисобланади. Бу олинган кўрсаткич амалда бутун прогноз қилинаётган даврда унинг учун мавжуд бўлган меъёрдан (1,0 дан кам) ортиқ қийматга эга. Умуман, 2018–2022 йилларда дебиторлик ва кредиторлик қарзлари нисбати кўрсаткичи сезиларсиз 2,16 дан 2,97 гача ўсган.

Ўз айланма маблағлари билан таъминланганлик коэффициенти амалиётда мавжуд бўлган нормативларга мос келадиган кам сонли коэффициентлардан бири ҳисобланади. Бу ерда 2020 йилдан 2022 йилгача бўлган прогноз қилинадиган давр давомида коэффициент 0,2 дан кўпни ташкил қилган, базавий йилда (2018 й.) эса 0,73 га тенг бўлган. Хусусан, 2020 йилдан 2022 йилгача бўлган даврда ўз айланма воситалари билан таъминланганлик коэффициенти прогнозларга кўра, 0,87 дан 0,95 гача, яъни 0,08 га ўсади (2.12-жадвал).

Прогноз қилинган навбатдаги кўрсаткич – ўз айланма маблағлари маневрчанлик коэффициенти ва соф айланма капиталдир. 2.13-жадвал ва 2.13-расмда келтирилган маълумотларнинг кўрсатишича, прогноз қилинадиган ўз айланма маблағлари маневрчанлик коэффициенти нормативдан ортиқ қийматга эга. Прогнозга кўра, 2022 йилнинг охирига келиб бу кўрсаткичлар сезиларсиз пасаяди. Хусусан, 2020 йил 0,66 қийматга эга бўлса, 2022 йилга келиб эса унинг 0,64 гача пасайиши кутилмоқда.

«Электрқишлоққурилиш» АЖ ликвидлик коэффициентлари прогнози.¹

№	Кoeffициент	2018 й. (таҳлил учун базавий йил)	2019 й.	Йиллар бўйича коэффициентлар прогнози		
				2020 й.	2021 й.	2022 й.
1.	Мутлақ ликвидлик, $K_{мл}$	0,04	0,031	0,019	0,013	0,007
2.	Тезкор ликвидлик, $K_{тл}$	2,29	2,53	2,84	3,00	3,16
3.	Жорий ликвидлик, $K_{жл}$	3,86	4,32	4,94	5,25	5,55
4.	Дебиторлик ва кредиторлик қарзлари нисбати	2,16	2,38	2,68	2,82	2,97
5.	Ўз айланма маблағлари билан таъминланганлик коэффициенти, $K_{ам}$	0,73	0,79	0,87	0,91	0,95
6.	Соф айланма капитал $САК$	17 101,1	19 973,1	18 579,2	23 400,9	23 757,4
7.	Ўз айланма маблағлари маневрчанлик коэффициенти	0,68	0,67	0,66	0,65	0,64

Соф айланма капитал прогноз қилинадиган миқдори билан умуман бошқача вазият кузатилади. У 2019 йил 19 973,1 млн. сўмни ташкил қилган бўлса, 2022 йил 23 757,4 млн. сўмга тенг бўлиши кутилмоқда. Бу кўрсаткич деярли ўзгармайди (2.12-жадвал).

«Электрқишлоққурилиш» АЖ молиявий барқарорлик коэффициентлари таҳлили

Молиявий барқарорлик – корхона даромадларининг харажатларидан барқарор ортик эканлигидан, корхонанинг пул маблағларини эркин маневрлаш ва улардан самарали фойдаланиш, маҳсулот ишлаб чиқариш ва сотиш узлуксиз жараёндан далолат берадиган тавсифномадир. Молиявий барқарорлик ишлаб чиқариш-хўжалик фаолияти жараёнида шаклланади ва корхона умумий барқарорлигининг асосий таркибий қисми ҳисобланади.

Таҳлил қилинаётган 2013 йилдан 2018 йилгача бўлган даврда «Электрқишлоққурилиш» АЖ молиявий барқарорлик коэффициентлари қандай ўзгарганини кўриб чиқамиз.

Қарз ва ўз маблағлари нисбати корхонанинг қарз маблағларига боғланиб қолганлигини кўрсатади.

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.



Таҳлил даврида ушбу коэффициент 1 дан кичик бўлган норматив қийматдан ортиқ бўлган қийматга эга бўлган. Масалан, 2013 йил унинг қиймати 0,78 га тенг бўлган. Лекин, 2018 йил охирига келиб, корхона учун қарз маблағлари ва ўзининг маблағлари нисбати ижобий томонга ўзгарган ва 0,11 ни ташкил қилган (2.13-жадвал).

Таъкидлаш жоизки, коэффициент қиймати 1 га қанчалик яқин ёки ундан катта бўлса, корхона қарз маблағларига шунчалик кўпроқ боғланган бўлади. Йўл қўйиш мумкин бўлган даража кўпинча ҳар бир корхонанинг иш шароитлари билан, биринчи навбатда, айланма воситаларнинг айланиш тезлиги билан белгиланади. Шу сабабли қўшимча равишда таҳлил қилинаётган даврда дебиторлик қарзлари ва моддий айланма воситаларнинг айланиш тезлигини аниқлаш зарур.

Агар дебиторлик қарзлари айланма воситалардан тезроқ айланадиган бўлса, бу корхонага пул маблағлари келиб тушиши анча юқори эканлигини, яқунда эса – ўз маблағлари ортишини англатади. Моддий айланма воситалар айланиш тезлиги юқори ва дебиторлик қарзлари айланиш тезлиги янада юқори бўлганда ўзининг маблағлари ва қарз маблағлари нисбати коэффициенти 1 дан анча катта бўлиши мумкин.

Таҳлил қилинаётган (2013–2018 йиллар) даврда корхонада *жалб қилинган капитални марказлаштириш коэффициенти* асосан пасайган ва умумий қабул қилинган меъёрларга кўпроқ даражада мос келган. Хусусан, 2013 йилда ушбу кўрсаткич 0,44ни ташкил қилган бўлса, 2018 йилда 0,18 ф.п.га пасайган ҳолда 0,26ни ташкил этган (2.13-жадвал).

Корхона қийматини аниқлаш доирасида таҳлил қилинган навбатдаги кўрсаткич бу – *жалб қилинган узоқ муддатли қарз маблағлари коэффициенти* бўлиб, у узоқ муддатли кредитлар ва қарз маблағларининг ўз маблағлари манбалари ва узоқ муддатли кредитлар ва заёмлар йиғиндисига нисбати сифатида аниқланади.

Ушбу коэффициент ҳисобот санасида айланмадан ташқари активлар шакллантириш манбаларининг қайси қисми ўз капиталига, қайси қисми эса узоқ муддатли қарз маблағларига тўғри келишини кўрсатади. Бу кўрсаткич қийматининг жуда юқори бўлиши жалб қилинган капиталга боғлиқлик даражасининг кучли эканлигидан, кредитлардан фойдаланганлик учун фоизлар кўринишида

«Электрқишлоққурилиш» АЖ молиявий барқарорлик
коэффициентлари.¹

№ пп	Кoeffициент	Меъёр	Й и л л а р						2013 йил билан тақдослаганда 2018 йил кўрсат- кич ўзгариши
			2013	2014	2015	2016	2017	2018	
1.	Қарз ва ўз маблағлари нисбати	≤1,0	0,78	0,60	0,36	0,26	0,35	0,11	-0,67
2.	Жалб қилинган капитални марказлаштириш	0,3+1,0	0,44	0,37	0,27	0,21	0,26	0,15	-0,29
3.	Узоқ муддатли қарз маблағлари жалб қилиш	≤0,45	0,00	0,04	0,03	0,01	0,02	0,02	0,02
4.	Ўз айланма маблағлари маневрчанлиги	≤0,5	0,75	0,68	0,66	0,72	0,69	0,68	-0,07
5.	Асосий воситаларнинг мулкдаги реал қиймати	≥0,3	0,44	0,43	0,48	0,38	0,52	0,48	0,04
6.	Мустақиллик	≥0,5	0,56	0,63	0,73	0,79	0,74	0,85	0,29
7.	Ўз маблағлари билан таъминланганлик	≥0,2	0,49	0,53	0,65	0,73	0,66	0,77	0,28
8.	Узоқ муддатли кўйилмалар таркиби	-	0	0,13	0,09	0,05	0,06	0,08	0,05
9.	Жалб қилинган капитал структураси	-	0	0,025	0,022	0,011	0,015	0,02	0,005
10.	Ўз капитали ва қисқа муддатли қарз маблағлари нисбати Ксс (жорий молиявий мустақиллик)	≥1,0	1,29	1,81	3,03	4,02	3,00	4,32	3,03

истикболда катта миқдорда пул маблағлари тўлаш заруратидан далолат беради.

Жалб қилинган узоқ муддатли қарз маблағлари кўрсаткичи меъёри 0,45 дан камни ташкил қилади.

Маневрчанлик коэффиценти ўз маблағлари манбаларининг қайси қисми ҳаракатчан шаклда ва ўз маблағлари барча манбалари билан айланмадан ташқари активлар қиймати йиғиндиси ҳамда ўз маблағлари барча манбалари ва узоқ муддатли кредитлар ва заёмлар йиғиндиси ўртасидаги нисбатга тенг эканлигини тавсифлайди. Тавсия этиладиган қиймат 0,5 ва ундан юқори. Маневрчанлик

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.



коэффициенти корхонанинг фаолият характериға боғлиқ: фонд сифими катта бўлган ишлаб чиқаришларда унинг нормал даражаси материал сифими катта бўлган ишлаб чиқаришдаги даражадан паст бўлиши лозим.

2.13-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, 2013 йил билан таққослаганда 2018 йил «Электрқишлоққурилиш» АЖ ўз айланма маблағларининг маневрчанлик коэффициенти 0,75 дан 0,68 гача пасайган.

2020–2022 йиллар даврида «Электрқишлоққурилиш» АЖ молиявий барқарорлик коэффициентлари прогнози

Корхона қийматини ҳисоб-китоб қилиш учун унинг молиявий барқарорлик коэффициентларини прогноз қилиш зарур. Молиявий барқарорлик корхонанинг фаолият кўрсатиш ва ривожланиш, ички ва ташқи муҳитдан қатъий назар ўз активлари ва пассивларини сақлаш қобилиятини англатади. Доимий тўлов лаёқатини, инвестицион жалб этувчанликни ва бизнес эгалари учун йўл қўйиш мумкин бўлган риск даражасини кафолатлаш молиявий барқарорликнинг яхши прогноз кўрсаткичлари ҳисобланади.

2.14-жадвалда келтирилган маълумотлар прогноз даврида (2020–2022 йй.) корхонанинг нормативларга мос келадиган кўрсаткичларга эга бўлишини кўрсатади.

Корхона қийматини аниқлашда фойдаланиладиган асосий кўрсаткичлардан ўз айланма маблағлари билан таъминланганлик коэффициенти амалиётда мавжуд бўлган меъёрларга мос келадиган кам сонли коэффициентлардан бири ҳисобланади. Таҳлилларга кўра, 2020 йилдан 2022 йилгача бўлган прогноз қилинадиган давр давомида коэффициент 0,2 дан юқори қийматни ташкил қилган. Хусусан, прогноз даврида ўз айланма маблағлари билан таъминланганлик коэффициенти 0,88 дан 0,99 гача, яъни 0,11 га ўсади (2.14-жадвал).

2.14-жадвалда келтирилган маълумотларнинг кўрсатишича, прогноз қилинадиган ўз айланма маблағларининг маневрчанлик коэффициенти меъёрий талабдан ортиқ қийматга эга. Прогнозга кўра, 2022 йилнинг охирига келиб ушбу кўрсаткичлар сезиларсиз пасайди. Хусусан, прогноз қилинадиган маневрчанлик коэффи-

«Электрқишлоққурилиш» АЖ молиявий барқарорлик
коэффициентлари прогнози.¹

№ п/п	К о э ф ф и ц и е н т	2018 й. (таҳлил учун база- вий йил)	2019 йил	Йиллар бўйича коэффи- циентлар прогнози		
				2020 й.	2021 й.	2022 й.
1.	Қарз ва ўз маблағлари нисбати	0,11	-0,01	-0,13	-0,25	-0,37
2.	Жалб қилинган капитални марказлаштириш	0,15	0,102	0,05	-0,002	-0,054
3.	Узоқ муддатли қарз маблағлари жалб қилиш	0,02	0,024	0,025	0,026	0,027
4.	Ўз айланма маблағлари маневрчанлиги	0,68	0,668	0,66	0,652	0,644
5.	Асосий воситаларнинг мулкдаги реал қиймати	0,48	0,494	0,505	0,516	0,527
6.	Мустақиллик	0,85	0,898	0,95	1,002	1,054
7.	Ўз айланма маблағлари билан таъмин- ланганлик	0,77	0,828	0,882	0,936	0,99
8.	Узоқ муддатли қўйилмалар структурачи	0,08	0,082	0,086	0,09	0,094
9.	Жалб қилинган капитал таркиби	0,02	0,021	0,0226	0,0242	0,0258
10.	Ўз капитали ва қисқа муддатли қарз маблағлари нисбати <i>Ксс</i> (жорий молиявий мустақиллик)	4,32	4,882	5,445	6,008	6,571

циенти 2020 йил 0,66 қийматга эга, 2022 йилга келиб эса унинг 0,64 гача пасайиши кутилмоқда.

Қарз ва ўз маблағлари нисбати коэффициентининг прогнозига кўра, 2020 йилдан бошлаб ушбу кўрсаткичнинг кескин пасайиш тенденцияси кузатилган ҳолда меъёрий талаб (тах 1,0) бажарилади.

ИККИНЧИ БОБ БЎЙИЧА ХУЛОСАЛАР

1. Республика энергетика тармоғининг ҳолатини ва унинг таркибига кирадиган корхоналар капиталлашув даражасини баҳолаш куйидаги хулосаларга келиш имконини беради.

Энергетика, хусусан, электр энергетика тармоғи, фақат фойда олишга йўналтирилган бўлиши мумкин эмас, чунки у базавий инфратузилма тармоғи ҳисобланади. Бу тармоқ инвесторларнинг киритган маблағларини энг тез ва қафолатланган қайтаришни таъ-

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари бўйича ҳисоблаб чиқилган.

минлаши, шунингдек, ижтимоий эҳтиёжларни қондириши ва миллий иқтисодиёт рақобатбардошлигини қўллаб-қувватлаши лозим. Шу сабабга кўра, электр энергетикаси корхоналари ўз тарифларини максимал қилиш имкониятига эга эмаслар ва нархга оид тартибга солувчилар талабларини ҳисобга олишга мажбурлар. Бу эса капитал қўйилмалар қайтарилишини секинлаштиради, шу сабабли тармоқ бошқа соҳалар тармоқлари билан таққослаганда инвестициялар учун у қадар жалб этувчан саналмайди.

2. Барча энергетика лойиҳалари учун ошқора ёки яширин ижтимоий юк хосдир: электр энергиясини узоқ ҳудудларга етказиб бериш шарт, бунинг оқибатида энергия етказиб бериш ушбу ҳолатда нерентабелсиз бўлади ва субсидиялаш зарурати юзага келади. Зиён кўриб ишлайдиган корхоналар ва фаолият йўналишлари мавжудлиги «Ўзбекэнерго» АЖ шаффофлигини пасайтиради, бу эса бозор томонидан салбий қабул қилинади ва унинг капиталлашуви пасайишига олиб келади.

3. Тармоқда инвестиция лойиҳаларини амалга оширишнинг молиявий, ташкилий ва техник мураккаблиги (фойдаланиладиган асбоб-ускуналар қийматининг юқорилиги, ишларни бажариш узоқ муддатлилиги ва ҳ.к. билан боғлиқ) катта ҳажмда капитал жалб қилишни талаб қилади. Унинг ҳажми кўпчилик инвесторлар учун уни имконсиз қилиб қўяди. Шундай қилиб, энергетика соҳасида инвестиция лойиҳаларини бажариши мумкин бўлган иқтисодий фаолият субъекти фақат «Ўзбекэнерго» АЖ энергетика монополияси тимсолида давлат ҳисобланади. Хусусий инвесторлар жалб қилиш фақат давлат-хусусий шериклик дастурлари бўйича амалга оширилиши мумкин.

4. Тармоқда юзага келган «харажатлар плюс» тамойили бўйича нарх шакллантириш услубияти фаолиятни оптималлаштириш ва таннархни пасайтиришни рағбатлантирмайди, чунки харажатларда ҳар қандай тежамкорлик келгуси даврда тарифларнинг мос равишда пасайишига (ёки узоқ муддат инфляция ортидан ўсмайди), демак, компания тушумининг пасайишига олиб келади. Бунинг устига, инвесторларга маблағларни қайтаришни секинлаштиради. Электр энергияси тарифлари мунтазам равишда қайта кўриб чиқилади, бу эса тушумни прогноз қилиш, инвестиция қилинган маблағлар қайтарилишини режалаштириш ва

«Ўзбекэнерго» АЖ бўлинмалари бўлган корхоналар қийматини бошқаришни кийинлаштиради.

5. «Электрқишлоққурилиш» АЖ корхоналари фаолиятининг дастлабки босқичида баҳолаш унинг қиймат яратиш имкониятларига таъсир этадиган асосий тавсифларни аниқлашга имкон беради. Корхона қийматини оширишнинг асосий комплексли усуллари сифатида юқори иқтисодий ва молиявий фаолият натижаларини таъминлаш белгилаб олинди.

6. Молиявий ҳолат динамикасини умумий баҳолаш учун баланс моддалари мажбуриятлар муддатлилиги ва ликвидлик белгиси бўйича алоҳида махсус гуруҳларга ажратиб олинди. Агрегацияланган баланс асосида корхона мулки структураси таҳлил қилинди. Бевосита таҳлилий балансдан корхона молиявий ҳолатининг қатор муҳим тавсифлари олинди. Бу кўрсаткичларнинг динамик таҳлили уларнинг ўсиш суръати ва мутлак кўпайишини аниқлашга имкон берди, бу эса корхона молиявий ҳолатини тавсифлаш ва унинг қийматини оширишга таъсир этиш учун муҳимдир.

7. Мақсадли кўрсаткич – ўз капитали рентабеллиги аниқланди, уни куйидаги кўрсаткичлар – қиймат драйверлари (Value Drivers) воситасида тақдим этиш мумкин: айланма ҳажмига доимий харажатларни қоплаш; доимий харажатларнинг давр мобайнида айланма ҳажмига даражаси; йил давомида капитал айланувчанлик коэффиценти; йил давомида қарз капитали бўйича фоиз ставкаси; ўз капитали улуши; қарз капитали улуши. Ушбу кўрсаткичлар муҳимлиги шундан ҳам иборатки, улар ўз маблағлари рентабеллиги боғлиқ бўладиган муайян бошқарув қарорларини акс эттиради.

8. Корхона қийматини оширишда молиявий барқарорлик муҳим ўрин тутди. Шу сабабли, корхона молиявий барқарорлигини тавсифловчи кўрсаткичлар, хусусан, ликвидлилиқ, тўлов қобилияти ва рентабеллик билан боғлиқ кўрсаткичларни таҳлил қилиш ҳамда меъёрий талабларига кўра уларни бажарилиши бўйича амалий тавсиялар ишлаб чиқиш корхона қийматини оширишнинг энг асосий омилларидан биридир.

3 - Б О Б.

КОРХОНА ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТИНИ САМАРАЛИ БОШҚАРИШ ВА ОШИРИШ ОМИЛЛАРИ

3.1. КОРХОНА ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТИНИ САМАРАЛИ БОШҚАРИШГА ТАЪСИР ЭТУВЧИ ОМИЛЛАР

Сўнгги юз йил давомида кийматни бошқариш концепцияси тобора оммавийлашиб бормокда. Бунинг сабабларини очиб берган Питер Друкернинг фикрига кўра, бизнес капитал кийматидан ортик бўлган фойда келтирмагунга қадар у зарар кўриб ишлайдиган бўлади. Шу билан бирга, бизнес гўёки ҳақиқатда фойда олгандай солиқлар тўлайди. Аслида эса, корхона иктисодиётга ундан ресурслар кўринишида олган миқдордан анча кам қайтаради, яъни капитал жалб қилиш билан боғлиқ харажатларни ҳисобга олмасдан компания киймат ярата олмайди.¹

Корхона кийматини баҳолаш ва бошқариш масалалари билан шунингдек, Т.Коупленд, Э.Джонс, Н.Скотт, Д.Бишоп каби муаллифлар ҳам шуғулланган.² Уларнинг ушбу йўналиш ривожига кўшган ҳиссасининг аҳамияти, энг аввало, шу билан асосланадики, ушбу муаллифлар фақат назарий ишланмаларни амалга оширибгина қолмасдан, бошқарув мақсадларида компаниялар кийматини баҳолаш соҳасида катта амалий тажрибага ҳам эга бўлган.³

¹ *Druker P.F.* The information executive truly need. – Garvard business review.- 1995.- Jan.- Feb.- p.54-62.

² *Т.Коупленд, Т.Коллер, Д.Муррин.* Стоимость компаний. Оценка & управление. Пер. с англ. – М.: «Олимп-Бизнес», 2008. 576-б.; *Ф.Ч.Эванс, Д.М.Бишоп.* Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. Пер. с англ. 2-е изд. – М.: «Альпина Паблишерз», 2009. 336-б.

³ *Т.В.Теплова.* Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. – М.: «Вершина», 2007. 272-б.

Тизимлаштириш учун «корхона қийматини бошқариш» тушунчасининг турли муаллифлар томонидан берилган таърифини кўриб чиқамиз:

- ▶ директорлар кенгаши даражасида стратегик даражадан тортиб қуйи даражадаги менежерлар кундалик тезкор қарорларига қадар бўлган барча даражаларда қарорлар қабул қилиш учун мўлжал бўлиб хизмат қилиши лозим бўлган компаниянгиз қийматини узлуксиз максималлаштириш жараёни;¹
- ▶ мулкнинг жорий қийматини ўзгартиришга йўналтирилган бошқарув қарорлари ва чора-гадбирлар мажмуи;²
- ▶ барча стратегик ва тезкор қарорлар корхона қийматини – унинг мутлақо барча ютуқларини баҳолайдиган энг комплехсли кўрсаткични максималлаштиришга йўналтирилган бошқарув усули;³
- ▶ унинг қийматини белгилаб берадиган омилларни мақсадли йўналтирилган тарзда ўзгартиришдан иборат;⁴
- ▶ корхонанинг жами инвестицион ва (айниқса) ўз капиталини баҳолашни максималлаштирадиган корхона бизнес-режаси вариантларини танлаш;⁵
- ▶ компаниянинг ҳар бир элементи фаолияти қиймат кўрсаткичлари асосида, анъанавий менежмент функциялари – режалаштириш, мотивация ва назорат орқали компания қийматини максималлаштиришга аниқ йўналтирилган бошқарув тизими;⁶

¹ *О.В.Брезицька.* Сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства // Економіка, фінанси, право. 2010. № 1. 3–8-б.

² *Ю.В.Козырь.* Оценка и управление стоимостью имущества промышленного предприятия // Аудит и финансовый анализ. 2004. №1. 25–34-б.

³ *О.В.Буз.* Управление финансами предприятия посредством разработки финансовой политики. <https://1fin.ru/?id=137&ht=635&w=%CA%E0%EF%E8%F2%E0%EB%7C%EF%F0%E5%E4%EF%F0%E8%FF%F2%E8>

⁴ *С.А.Сироткин, Н.Р.Кельчевская.* Финансовый менеджмент на предприятии (Учебник 2-е издание). 2011. [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://knigi.news/finansovyiy-menedjment/103-upravlenie-stoimostyu-32404.html>

⁵ *С.В.Валдайцев.* Оценка бизнеса: учеб. – М.: ТК «Велби», Изд-во «Проспект», 2008. 576 с. 344-б.

⁶ *В.И.Городний.* Стратегия формирования и развития крупной корпоративной компании. – М.: «Дело», 2005. 304 с. 36-б.



- ▶ ўз эгалари қўлида бўлган активлар бозор қийматини ва улардан фойдаланиш самарадорлигини ошириш, шунингдек, ушбу активлар ҳозир ва/ёки келажакда ҳосил киладиган пул оқимларини максималлаштириш;¹
- ▶ оддий методология эмас, балки компания фаолияти фалсафаси; натижаларни баҳолаш ва режалаштиришнинг тўлақонли тизими, умумий ҳаракатларни асосий қиймат омилларига мужассам этиш ҳисобига ташкилотнинг барча даражаларида стратегик ва тезкор қарорларни сифат жиҳатидан яхшилашга қаратилган интеграция қилувчи жараён;²
- ▶ умумий ҳаракатларни асосий қиймат омилларига мужассам этиш ҳисобига ташкилотнинг барча даражаларида стратегик ва тезкор қарорларни сифат жиҳатидан яхшилашга қаратилган жараён.³

Россиялик олимлар В.Г.Когденко ва М.В.Мельникнинг фикрига кўра, компания қийматини бошқариш бу – қиймати яратиш нуктаи назаридан самарали бўлган компаниянинг бозор, операцион, молиявий ва инвестицион фаолиятини бошқаришга йўналтирилган, қарорлар ишлаб чиқиш ва амалга ошириш билан боғлиқ амалий фаолият соҳаси ва фандир. Компания нуктаи назаридан ушбу муаллифлар қийматга йўналтирилган менежментга қуйидагича таъриф беради – бир томондан, акциядорлар учун компания қийматини оширишга, бошқа томондан эса, истеъмолчилар учун қиймат яратишга қаратилган компанияни бошқаришга комплекс ёндашув.⁴

Узоқ муддатли истикболда яратиладиган қиймат қийматни оширадиган ёки пасайтирадиган омиллар сифатида корхона фаолиятининг бошқа кўрсаткичларини тўплайдиган ягона яқуний

¹ *О.О.Хіміон*. Теоретичні і методичні засади оцінки й управління вартістю компанії // Актуальні проблеми економіки. 2010. №5. 150–158-б.

² *Н.А.Жеребцова*. Управление ростом стоимости предприятия на основе разработки и реализации ассортиментной политики: автореф. дис. на соискание научн. степени канд. экон. наук. – Самара: 2006. 3-б.

³ *І.Королькова*. Щодо управління вартістю підприємства на основі збалансованої системи показників / І. Королькова, О. Королькова // «Економіст». 2010. №9. 49–51-б.

⁴ *В.Г.Когденко*. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент: учебник / В.Г. Когденко, М.В. Мельник. – М.: «ЮНИТИ-ДАНА», 2014. 447-б.

кўрсаткичга айланади, шунингдек, қабул қилинадиган бошқарув қарорлари оптималлигининг энг яхши мезони ҳисобланади. Жорий ва яқин келажақда қутилаётган фойдани максималлаштириш концепциясидан фаркли равишда, корхона қийматини бошқариш асосий эътиборни инновацион монополияга эришишни таъминлайдиган ва компания учун барқарор катта пул оқимларини йўлга қўйишга имкон берадиган инновацион лойиҳаларни амалга оширишга қаратади.¹

Биринчи бобда қайд этилганидек, қиймат омиллари компаниянинг қайси тармоққа мансублигидан келиб чикиб, жиддий фарк қилиши мумкин.

3.1-жадвал маълумотларига кўра, бозор қиймати кўпроқ даражада ташки омиллар ва харидорлар гуруҳи (ташки инвесторлар) сўровлари билан белгиланади.

Унинг фойдалилиги – ҳамма учун очик бўлган ахборотни объектив таҳлил қилиш, шунингдек, ҳуқуқларга эга бўлиш қийматини ҳисобга олишдан иборат. Инвестицион қийматга келадиган бўлсак, у ёпик ахборот, ички омиллар ва муайян инвесторнинг яширин мақсадлари билан белгиланади.

Компаниянинг ички (фундаментал) қиймати (intrinsic value: адолатли, ҳақиқий, оқилона қиймат) – мулкдор ва инвестор учун

3.1 - ж а д в а л

Инвестицион қиймат ва бозор қийматининг қиёсий таҳлили.¹

Мезон	Қиймат тури	
	Бозор қиймати	Инвестицион қиймат
Субъект	Исталган инвестор	Муайян ишбилармонлик имкониятлари ва хабардорликка эга бўлган муайян инвестор
Объективлик даражаси	Энг объектив баҳолаш	Энг реалистик субъектив баҳолаш
Фойдаланиладиган ахборот	Ҳамма учун очик	Муайян инвестор учун очик
Қўлланиши	Потенциал харидор (сотувчи) учун таклиф қилинаётган бизнес нарҳини аниқлаш	Бизнесга инвестиция киритиш мақсадга мувофиқлигини аниқлаш

¹ В.В.Царев. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: учеб. пособие. – М.: «ЮНИТИ-ДАНА», 2007. 575-б.

² Тадқиқот натижалари асосида муаллиф томонидан тузилган.



асосий кўрсаткичлардан бири. Талаб ва таклиф нисбатини акс эттирадиган бозор қийматидан фаркли равишда, ички қиймат бизнеснинг реал иктисодий салоҳиятини ифодалайди.

У.Шарп, Г.Александр ва Д.Бейли кимматли қоғозларни инвестициялаш объекти сифатида кўриб чиқишда «инвестицион қиймат» ва «ички қиймат» тушунчаларидан синоним сифатида фойдаланган. Уларнинг фикрига кўра, инвестицион қиймат кимматли қоғознинг адолатли қиймати сифатида кўриб чиқилиши мумкин бўлган, яъни хабардор таҳлилчилар томонидан ҳисоблаб чиқилган, келажакда у бўйича даромадлар, унга талаб ва нарх даражасининг истикболдаги баҳосини ҳисобга олган ҳолда айти пайтдаги қимматли қоғоз қийматини ифодалайди.¹

М.А.Федотованинг «Бизнес қанча туради?» номли асарида активнинг келажакдаги бозор нархи прогнозига асосланган активнинг ички имкониятларини таҳлилчи томонидан баҳолашни ифодалаган фундаментал қиймат таърифи келтирилади.²

Д.Л.Волковнинг ёндашувига кўра, ташкилот активи, мажбурияти ёки капиталининг фундаментал³ қиймати деганда ушбу элементни прогноз қилинган тушумлар ва (ёки) у билан боғлиқ тўловлар асосида баҳолаш тушунилади.

Л.Д.Ревуцкийнинг фикрига кўра, ҳар қандай корхона қиймати унинг қиймати асосий тизим ҳосил қилувчи кўрсаткичи ва ушбу қиймат драйверларидан иборат.⁴ Корхонанинг тизим ҳосил қилувчи кўрсаткичи, ҳисоблайди муаллиф, унинг комплексли ишлаб чиқариш-техника (ва ташкилий-технология) базаси қиймати ҳисобланади, ушбу қийматнинг драйверлари бўлиб эса қуйидагилар хизмат қилиши мумкин:

¹ У.Ф.Шарп, Г.Д.Александр, Д.В.Бэйли. Инвестиции. Пер. с англ. А.Н. Буренина, А.А. Васина. – М.: НИЦ «Инфра-М», 2014. XII, 1028-б.

² М.А.Федотова. Сколько стоит бизнес? – М.: «Перспектива», 1996. 120-б.

³ Д.Л.Волков. Модели оценки фундаментальной стоимости собственного капитала компании: проблема совместимости. //Вестник Санкт-Петербургского университета. Сер. 8. Вып. 3 (№24). 4–5-б; Д.Л.Волков. Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. 2-е изд. – СПб: Высшая школа менеджмента, 2008. 24–25-б.

⁴ Л.Д.Ревуцкий. Фундаментальная ценность, фундаментальная стоимость и справедливая стоимость предприятия: понятия, показатели и методы их определения // Аудит и финансовый анализ. 2012. № 4.

- молиявий мажбуриятлар;
- профилсиз активлар қиймати;
- ер участкаси қиймати ёки уни муддатсиз ёки вақтинчалик ижарага бериш ҳуқуқи қиймати;
- корхона олди-сотди пайтида (санасида) инфратузилма қиймати, агарда у мавжуд бўлса.

Корхонанинг асосий, таянч ва бош қиймат ҳосил қилувчи кўрсаткичи деб Л.Д.Ревуцкий фундаментал қийматни айтади, уни мос келувчи умумий ва алмашилиладиган иқтисодий бойликлар эса – бундай товарнинг фундаментал умумий ва фундаментал алмашилиш иқтисодий бойликлари деб.

Шундай қилиб, корхонанинг фундаментал қийматини муаллиф унинг пул ифодасидаги йиллик умумий иқтисодий салоҳияти кўрсаткичи сифатида таърифлайди. Корхонанинг умумий иқтисодий салоҳияти, хусусан, у ишлаб чиқарган қўшилган қиймат потенциал йиллик ҳажмини тавсифлайди.

Компанияни баҳолашда кўпинча «*адолатли қиймат*» тушунчаси фойдаланилади. 39-сон МХХС стандартларига мувофиқ, *адолатли қиймат* – баҳолаш санасида бозор катнашчилари ўртасида оддий битим давомида активни сотишда олиниши ёки мажбуриятни беришда тўланиши лозим бўлган нарх.¹ Кўпинча адолатли қиймат сифатида қимматли қоғозлар уюшган бозоридаги акциялар бозор (котировка) нархидан фойдаланилади.

Бироқ адолатли қиймат ўлчами сифатида жорий бозор котировкасида фойдаланишга тўсқинлик қилиши мумкин бўлган омиллар мавжуд (масалан, акциялар бозорда котировка қилинмайди). Шу сабабли компанияни баҳолаш учун бозор котировкасига асосланмаган бир нечта усулдан фойдаланилади. Бу ҳақида биз кейинроқ, ишнинг навбатдаги бўлимларида гаплашамиз.

Юқорида баён қилинган қиймат турлари нормал фаолият юритадиган корхона учун базавий қийматларга киради. Баҳолаш мақсадлари ва вазифаларидан келиб чиқиб, бошқа, кўрсатилган қиймат турларидан фарқ қиладиган қийматларни ҳисоб-китоб қилиш зарурати вужудга келиши мумкин (соликка тортиш, суғурта, утилизация ва б.). Махсус қиймат турларининг ҳар бири муайян норматив

¹ МСФО (IAS) 39 «Финансовые инструменты: признание и оценка» / Определения, связанные с признанием и оценкой.



қоидалар ёки фойдаланувчининг талаблари билан белгиладиган маълум бир тузатиш киритишлар асосида ўзгартирилган бозор қиймати, инвестиция қиймати ёки ички қийматни ифодалайди.

Тугатиш қиймати фаолият юритаётган корхона қийматининг тескарисини ифодалайди. Тугатиш қиймати, ёки мажбурий сотув қиймати – уни, оқилона асосларга кўра, бозор қийматини таърифлашда кўрсатилган маркетинг учун жавоб берадиган вақт доираларига жавоб бериш учун жуда қисқалик қиладиган муддат ичида мулкни сотишдан олиш мумкин бўлган суммадир. Мулкнинг тугатиш қийматини баҳолаш мажбурлайдиган сабаблар борлиги сабабли қисқа муддат ичида мулкни сотиш заруратига дисконтлашни, шунингдек, кўрсатилган мулкка қараш ва уни қўриқлаш билан боғлиқ қўшимча харажатларни ҳисобга олган ҳолда мулкнинг бозор қийматига асосланиши мумкин.

Шундай қилиб, корхона қийматини баҳолашни амалга оширишда корхона фаолиятининг турли жиҳатларини ҳисобга олиш мақсадга мувофиқ, бу манфаатдор томонларни зарур ахборот билан максимал даражада қондиришга имкон беради.

Фундаментал қийматдан фойдаланиш унинг фундаментал омилларини бошқариш мақсадида корхона қийматини аниқлашда муҳимлик ва бирламчиликнинг тан олинишини акс эттиради. Шундай қилиб, ушбу қийматдан фойдаланадиган бошқарув тизимини ташкил қилиш лозим – FVBM (Fundamental Value Based Management). Бунда фундаментал қиймат тушунчасига ички бизнес-жараёнлар хусусиятлари, ассортимент сиёсати, стейкхолдерлар билан алоқалар ва ҳ.к. каби кенгрок доирадаги омиллар киритилади.

3.2. КОРХОНА ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТНИ БОШҚАРИШ КОНЦЕПЦИЯСИ ВА МОНИТОРИНГНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ ЙЎЛЛАРИ

Корхона қийматини бошқариш инновацион лойиҳаларни амалга ошириш учун бозорларда (меҳнат бозори, капитал бозори, фонд бозори ва ҳ.к.) фаолиятни кучайтиришни ва инвестицияларнинг корхона қийматига амалдаги таъсири устидан пухта мониторинг ташкил қилишни ўз ичига олиши лозим.

Иккинчи вазифани ҳал қилиш учун энг умумий кўринишда товарлар ва хизматлар ишлаб чиқариш харажатларини пасайти-

риш, фойдалиликни ошириш йўлларини излаб топиш ва шу асосда тўланадиган дивидендлар ҳажмининг ўсишини таъминлаш бўйича корхона фаолиятини кучайтириш зарур. Бунда товарлар ва хизматлар ишлаб чиқариш харажатларини пасайтириш деганда кенг доирадаги йўналишлар, жумладан, доимий харажатлар улушини қисқартириш, захираларни қисқартириш ва фойдаланилмай ётган ортиқча активларни сотиб юбориш, пул маблағлари қолдиқларини минималлаштириш ва х.к. тушунилади. Бунда кўриб чиқилаётган вазифани ҳал қилиш учун менежмент корхонанинг ташки қатнашчилар (таъминотчилар, истеъмолчилар, бозор структуралари ва х.к.) билан ўзаро алоқаларини такомиллаштиришга ҳам, корхона ва унинг таркибий бўлинмалари ички хўжалик чора-тадбирларини амалга оширишга ҳам йўналтирилган бўлиши лозим. Шундай қилиб, корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш муайян корхонанинг жорий ва истикболдаги вазифалари билан боғлиқликда ташки ва ички тадбирларни амалга оширишни камраб оладиган комплексли тизимли характерга эга бўлиши лозим.

Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш бўйича корхонанинг юқорида келтириб ўтилган чора-тадбирларининг асосий жиҳатларига қисқача тўхталиб ўтамыз. Корхонанинг уни бошқариш концепциясини амалга оширишда турли бозорлар билан ўзаро алоқаларини ажратиш корхонанинг инвестициялар жалб қилиш учун – инвестиция капитали, ссуда капитали ва қарз капитали бозорида, ортиқча активларни сотиб юбориш ва етишмаётган активларни сотиш учун – кўчмас мулк бозори, ҳаракатдаги мулк бозори ва ер-мулк комплекслари бозорида иштирок этиш зарурати билан асосланади.

Корхона акцияларининг котировка қилиниши унинг қийматини қайд қиладиган муҳим кўрсаткич ҳисобланади. Бундан корхона ташки фаолиятининг муҳим кўрсаткичи унинг фонд бозорида иштирок этиши бўлиши лозим.

Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш учун улар учун корхона ёки унинг таркибий қисмлари қийматини баҳолаш ўта муҳим, бозор иқтисодиётига хос бўлган, янги йўналишга эга бўладиган баҳолаш структуралари билан ўзаро алоқаларига алоҳида аҳамият қаратилади. Бу шарт республикада

баҳолаш фаолиятини янада такомиллаштириш заруратини тақозо этади.¹

Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишда шунингдек, молиявий масалалар бўйича ҳамкорлар билан ўзаро алоқалар масалалари ҳам муҳим бўлиб, бу қийматни баҳолашда корхонанинг молиявий ҳолати катта аҳамиятга эгаллиги билан боғлиқ. Шу сабабли, ушбу концепцияни амалга ошириш давомида ҳамкорлар билан кредиторлик ва дебиторлик қарзларини қисқартириш, ўз капитали ва қарз капиталини молиялаштиришнинг энг арзон усулларини танлаш ва бошқа молиявий масалалар бўйича ўзаро алоқаларга алоҳида эътибор қаратиш лозим.

Корхона қийматини бошқариш механизмларини шакллантириш ушбу бошқарувнинг замонавий усуллари ва ёндашувларини яхши биладиган ва улардан самарали фойдалана оладиган махсус менежер кадрлар тайёрлашни ривожлантириш билан чамбарчас боғлиқ. Шу муносабат билан объектив равишда, бозор иқтисодиётини шакллантириш шароитларида, корхона қийматини бошқарувчи махсус кадрлар тайёрлашга зарурат юзага келади. Бу мутахассисларни алоҳида малакавий тоифага ажратиш биринчи навбатда, улар эга бўлиши лозим бўлган ўзига хос билимлар ҳажми, ушбу билимларни қўллаш механизмлари ва соҳаси билан асосланади. Бундай мутахассислар тарбиялаш фақат олий таълим тизимида ўринга эга бўлиши ва фақат шу асосдагина уларни бошқариш масалаларини ҳал қилишда корхоналарга кадрлар кўмаги кўрсатилиши мумкин.

Корхона қийматини бошқариш бўйича унинг ички фаолияти асосий йўналишларини кўриб чиқишда, биринчи навбатда, унинг инновацион фаолиятини ажратиш лозим. Бу масаланинг муҳимлиги куйидаги сабаблар билан белгиланади: бу лойиҳаларни амалга ошириш учун фойдаланиладиган инвестициялар ҳажми, қоидага кўра, катта эканлиги; лойиҳаларни амалга ошириш муддати нисбатан қисқа давом этиши; лойиҳани амалга ошириш билан ҳам, янги турдаги ишлар ва хизматларни сотиш билан ҳам боғлиқ бўлган рисклар даражасининг юқорилиги.

¹ Б.Ходиев, Б.Беркинов, А.Кравченко. Оценка бизнеса. – Т.: «Iqtisod-moliya», 2007.

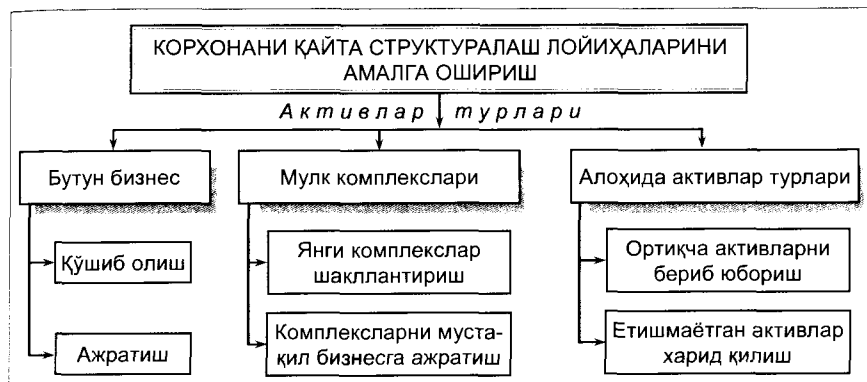
Шу муносабат билан объектив равишда инновацион лойиҳаларни танлаш ва уларнинг корхона қийматига қўшган ҳиссасини баҳолашни методологик ва технологик такомиллаштириш зарурати вужудга келади. Бу масалаларга муҳим аҳамият қаратиб, улар ишнинг кейинги бобларида батафсилроқ кўриб чиқилади. Бу ерда эса таъкидлаб ўтамизки, бошқарув қарорлари билан инвестиция лойиҳаларининг корхона бозор қийматига қўшадиган ҳиссасини тезлатишга фаол таъсир этиш мумкин. Инвестиция лойиҳасини амалга ошираётган корхона қийматининг ўзгариши мулккий синергетика билан чамбарчас боғлиқ.

Корхона қийматини бошқариш бўйича чора-тадбирлар тизимида корхонани қайта таркиблаш лойиҳаларига алоҳида ўрин ажрати-либ, улар ишлаб чиқариш таркибини ташкилий-хўжалик нуқтаи назаридан такомиллаштириш, унинг самарадорлигини ошириш, ишлаб чиқариш ва ноишлаб чиқариш харажатларини пасайтириш ва бошқалар бўйича оқилона йўналишларни қамраб олиши мумкин.¹ Корхона қийматини оширишнинг энг муҳим йўналиши сифатида ишлаб чиқариш таркибини ташкилий-хўжалик нуқтаи назаридан такомиллаштириш улардан олинадиган самарани ошириш ва бунинг оқибатида, уларнинг қийматини ошириш мақсадида моддий ва номоддий активларни қайта тақсимлашнинг турли усуллари билан чамбарчас боғлиқ. Умумлаштирилган кўринишда корхона қийматини оширишга йўналтирилган корхонани қайта таркиблаш лойиҳаларини амалга ошириш барча турдаги активларни қайта тақсимлаш мумкин бўлган кенг доирани кўзда тутаяди (3.1-расм).

Корхона қийматини бошқариш мақсадида уни қайта таркиб-лашнинг келтирилган схемасидан иккита муҳим натижа келиб чиқади:

- 1) қайта таркиблаш жараёнида бутун бизнес ҳам, унинг мулк комплекслари ва алоҳида кўчмас мулк ва ҳаракатли мулк ҳам қайта тақсимлашга дуч келиши мумкин;
- 2) бизнес ва унинг таркибий қисмларини қайта тақсимлашнинг барча хилма-хилликлари уларнинг олди-сотдисини, активларнинг бир қисмини шўъба корхоналар устав капиталига беришни, ак-

¹ А.Ю.Харитонов, А.В.Пластинин. Оценка эффективности управления предприятием на основе его стоимости // Экономические и социальные проблемы развития европейского севера. – Архангельск: Изд-во АГТУ, 2007. 195–200-б.



3.1-расм. Корхонани қайта структуралашда қайта тақсимланадиган активларнинг асосий турлари.¹

тивларни ижарага олиш ва беришни ҳамда бошқа йўналишларни камраб олади, яъни мақсадли вазифаларнинг хилма-хиллик даражасининг кенглиги билан ажралиб туради.

Бундан келиб чиқадики, корхонани қайта таркиблашда унинг қиймати бизнес ёки унинг таркибий қисмлари бўйича бошқарув қарорлари характери билан, шунингдек, моддий ва номоддий активларни қайта тақсимлаш характери билан шаклланади. Корхона тизимлигини бошқариш механизми сифатида корхонани қайта структуралаш лойиҳаларини амалга ошириш объектив равишда ички хўжалик ҳисоб-китобини ривожлантириш, ҳисоб ва ҳисобот бухгалтерия ва ички идора тизимларини такомиллаштириш заруратини кўзда тутди. Бу иш шакллариининг барча хилма-хилликларида бухгалтерия ҳисоби ва ҳисоботини такомиллаштириш уларни халқаро стандартларга ўтказиш умумий дастурини амалга ошириш доирасида бажарилиши лозим.² Ички хўжалик ҳисоби ва ҳисоботларини ривожлантиришга келадиган бўлсак, бу ерда ҳар бир корхонанинг ўзига хос хусусиятларидан қатъий назар, учта асосий йўналишни ажратиб кўрсатиш зарур (3.2-расм).

Корхонада ички хўжалик ҳисоби ва ҳисоботини такомиллаштиришнинг келтирилган асосий йўналишларини турли даражада амалга ошириш қуйидагиларга имкон беради:

¹ Тадқиқот натижалари асосида ишлаб чиқилган.

² Б.Ходиев, Р.Алимов, Б.Беркинов, А.Кравченко. Оценка недвижимости. – Т.: «Фан», 2005.

- ▶ бизнес даражасида, шунингдек, мулк комплекслари ҳамда моддий ва номоддий активларнинг алоҳида гуруҳлари кеси-мида корхонани қайта структуралаш лойиҳаларини ишлаб чиқиш ва амалга оширишга тизимли ёндашувни таъмин-лаш;
- ▶ бизнес ва унинг алоҳида таркибий қисмларини баҳолаш ишларини амалга ошириш учун қўшимча ахборот-таҳлилий ахборотлар олишни таъминлаш;
- ▶ бизнес ва унинг алоҳида таркибий қисмлари қийматининг ўзгаришини жорий мониторинг қилишни таъминлаш;
- ▶ моддий ва номоддий активлардан фойдаланиш самарадор-лигини ошириш ва, оқибатда, уларнинг қийматини ошириш мақсадида уларни қайта тақсимлаш бўйича қабул қилинадиган бошқарув қарорлари асосланганлигини ошириш.

Бунда шуни ҳисобга олиш керакки, муайян корхоналар ишлаб чиқариш-молия фаолиятининг ўзига хос шартлари корхонада ички хўжалик ҳисоби ва ҳисоботини ривожлантиришнинг мос келувчи хусусиятларини асослаб бериши мумкин.¹

Корхонада ички хўжалик ҳисоби ва ҳисоботини такомиллаш-тириш хўжаликлараро ҳисобнинг (товарлар ва хизматлар ишлаб чиқариш ва сотиш жараёнида корxonанинг бошқа хўжалик юри-



3.2-расм. Корхонани қайта структуралашда қайта тақсимланадиган активларнинг асосий турлари.²

¹ О.Тихонов. Концепция дохода (особенность оценки бизнеса на основе его доходности) // Рынок ценных бумаг. 1998. № 4. 117–118б, № 5. 40–43-б.

² Тадқиқот натижалари асосида ишлаб чиқилган.



тувчи субъектлар билан ўзаро алоқалари) ривожланиши билан чамбарчас боғлиқликда бўлиши ва уйғунлашиши лозим. Бундай ўзаро боғлиқлик корхонани бошқаришда корхона қийматини шакллантирадиган ички ва ташқи омилларни ҳисобга оладиган чора-тадбирлар тизимини ишлаб чиқишга имкон беради.

Бунда корхона менежментида ташқи омилларни ҳисобга олишни такомиллаштириш асосан корхона ҳамкорлари ва унинг рақиблари, шунингдек, турли бозорлар (кўчмас мулк бозори, фонд бозори, капитал бозори, товарлар ва хизматлар бозори ва ҳ.к.) ва бозор структураларининг ахборот-таҳлилий материалларига таяниши лозим. Умуман олганда, юқорида кўрсатилган ички ва ташқи ахборотлар муайян корхоналарни хўжалик юритишнинг бозор механизмларидан кенг фойдаланиш йўли билан уларни мустахкамлаш бўйича самарали чоралар танлаш ва амалга оширишга йўналтириши кўзда тутилган.¹

Корхона тизимлилигини ошириш бўйича чора-тадбирларни амалга оширишда унинг қийматини ошириш усули сифатида бизнес рискларини пасайтириш бўйича бошқарувга алоҳида ўрин ажратилиши лозим. Бунда опцион ва фьючерслардан фаол фойдаланиш, статистик ва диагностик хеджирлаш ва инвестицион истеъмолчиларни хеджирлашни кенг амалга ошириш лозим. Таъкидлаб ўтаминимизки, йирик капитал қўйилмалар киритиш ва ишлаб чиқариш муддати узок бўлишини талаб қиладиган лойиҳаларни амалга ошириш беқарор иқтисодиёт ва инфляция суръати юқори бўлган шароитларда уларни пасайтириш корхона қийматини бошқаришнинг ажралмас таркибий қисми ҳисобланган рисклар билан чамбарчас боғлиқ бўлади. Бунда ташкилотнинг ички ва ташқи томонларининг қалин ўзаро алоқаларини таъминлаш ҳамда ишлаб чиқариш-хўжалик фаолиятини амалга ошириш заруратига алоҳида эътибор қаратиш зарур. Акс ҳолда қутилган натижаларни таъминлашнинг имкони бўлмайди.

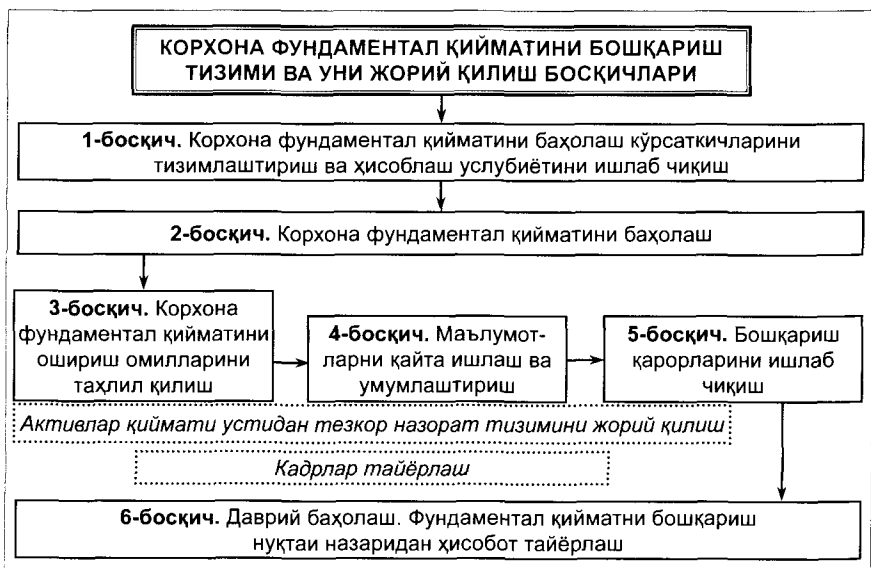
Юқорида айтиб ўтилганидек, компанияда манфаатдор шахслар, жумладан, акциядорлар фаровонлигининг ўсиши компания қийматининг ўсиши билан белгиланади. Бу доирада биз камида

¹ А.Ю.Харитонов, А.В.Пластинин. Оценка эффективности управления предприятием на основе его стоимости // Экономические и социальные проблемы развития европейского севера. – Архангельск: Изд-во АГТУ, 2007. 195–200-б.

3 йил давом этадиган, анча узоқ муддатли жараён саналган қийматни бошқариш тизими жорий қилишни таклиф қиламиз. Корхона қийматини бошқаришнинг 3.3-расмда акс эттирилган ушбу тизимий беш босқичдан иборат бўлиши мумкин.

Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш унинг қиймати ўзгаришини жорий мониторинг қилишни ташкил қилиш ва амалга оширишни, бу ўзгаришларнинг объектив сабабларини аниқлашни талаб қилади. Корхона қийматини бошқариш концепциясига мувофиқ мониторинг ўтказиш уч йўналишда амалга оширилиши лозим (3.3-расм).

Бунда дастлабки икки йўналиш мунтазам таҳлилни: амалга ошириладиган лойиҳалар бўйича харид қилинган ёки ўз қўллари билан яратилган активларнинг қолдиқ баланс қиймати ва бозор қийматини таҳлил қилишни; кўриб чиқилаётган усуллар пул оқимлари бўйича бизнес-режалар, ички рентабеллик меъёри ва у бўйича аниқлаштириладиган даромадни ҳисобга олган ҳолда доимо қайта ҳисоблаб чиқиладиган таҳлилларни кўзда тутати.



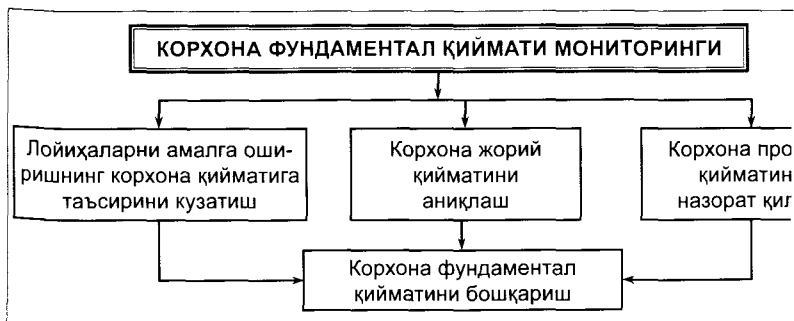
3.3-расм. Корхона қийматини бошқариш тизими босқичлари.¹

¹ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Таққослашнинг нокулай натижалари мос келувчи лойиҳа бизнес-режаларини шошилишча қайта кўриб чиқиш зарур асослаб беради.

Учинчи йўналиш чоп этиладиган баланс ҳисоботлари бўлган ҳисоблаб чиқиш имкони бўлмаган муайян муддатдаги мол қўрсаткичлар ўзгаришини кузатишга асосланади. Бунда қўрсаткичнинг прогноз қилинган жорий бозор қийматида иккита қўрсаткич ажратиб кўрсатилиши лозим: илгари кузатилган фойда ва пул мадларига асосланган қиймат; инновацион лойиҳаларни баҳолаш натижасида кўзга ташланаётган фойда ва пул даромадлари ҳисоб қилинган корхонанинг ўсадиган қиймати. (3.4-расм)

Корхонанинг жорий баҳолаш қийматини мониторинг қилиш корхонани бошқаришнинг энг муҳим таркибий қисми ҳисобланади. Бундай деб тасдиқлашга имкон берадиган асосий мотивлар қуйидагилар ҳисобланади: инновацион лойиҳалар қўрсаткич қийматини пасайтира бошлаганда уларни бошқариш бўйича қабул қилинган қарорлар қабул қилиш имконияти; корхонани янги тобора кўриб ва хизматлар ишлаб чиқаришга ўтказиш ва тузатишлар қилиш бўйича бошқарув қарорлари қабул қилиш имконияти; қўрсаткичнинг бозор қийматини максималлаштириш учун молиявий мундарижда фойдаланиладиган қўрсаткичлар турлари бўйича нақд рақамларини маълум қилиш бўйича бошқарув қарорлари қабул қилиш имконияти.¹



3.4-расм. Корхона фундаментал қийматини бошқаришда мониторинг йўналишлари.²

¹ Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Под ред. Н.А.Абдуллаева, М.: Изд-во «ЭКМОС», 1999.

² Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

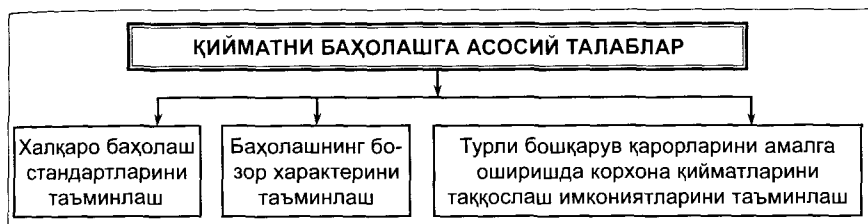
Бунда корхона қийматини мониторинг қилишнинг иккита асосий тури – бу лойиҳаларнинг бизнес-режаларига ўз вақтида тузатиш киритиш мақсадида бу лойиҳаларни бошқариш воситаси сифатида инвестиция лойиҳалари амалга оширилиши туфайли корхона қийматининг ўзгаришини мониторинг қилиш ҳамда корхонада бошқарувнинг таркибий қисми сифатида корxonанинг умумий қийматини кузатишни бирлаштириш объектив зарурати вужудга келади.

Бозор иқтисодиётига ўтиш даври шароитларида иқтисодий тоифа сифатида корхона қийматини бошқаришни шакллантиришда таъминланиши лозим бўлган объектив кетма-кетликни ва қийматни бошқариш методологиясини такомиллаштириш зарурати қайд этиш зарур. Корхона қийматини бошқариш концепцияси зарур бошланғич механизмлар ва шартларни шакллантирган ва ривожлантирган ҳолда босқичма-босқич амалга оширилиши лозим. Бу аста-секинлик билан корхона қийматини бошқаришни, корxonани бошқаришнинг таркибий ва ажралмас қисмига айлантиришга имкон беради.

3.3. КОРХОНА ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШ МЕТОДОЛОГИЯСINI ТАКОМИЛЛАШТИРИШНИНГ АСОСИЙ ЙЎНАЛИШЛАРИ

Корхона қийматини бошқариш концепциясини жорий қилиш ва муваффақиятли ривожлантириш корxonалар ва уларнинг бошқарув жараёнига жалб қилинадиган таркибий қисмларини қийматга оид баҳолаш усуллари ва ёндашувларини такомиллаштириш ва ривожлантириш билан узвий ва чамбарчас боғлиқдир.

Қийматни бошқариш мақсадида унинг тизимли баҳосини аниқлаш муҳимлиги баҳолаш фаолиятининг асосий қоидаларини диққат билан ўрганиш ва асослаб бериш заруратини тақозо этади. Асосий қоидалар корхона қийматини бошқаришнинг моҳиятидан, муайян корxonаларга маблағ киритадиган жисмоний шахслар ва хўжалик юритувчи субъектлар манфаатларидан, юзага келган баҳолаш ишлари халқаро амалиёти умумий тамойилларига мувофиқлик зарурати ва ҳ.к.дан келиб чиқади.



3.5-расм. Корхона қийматини бошқаришда қийматни баҳолашга асосий талаблар.²

Умумлаштирилган кўринишда ундан корхона қийматини бошқаришда фойдаланиш учун қиймат баҳосини аниқлашнинг асосий талабларини белгилайдиган асосий шартлар 3.5-расмда акс эттирилган.

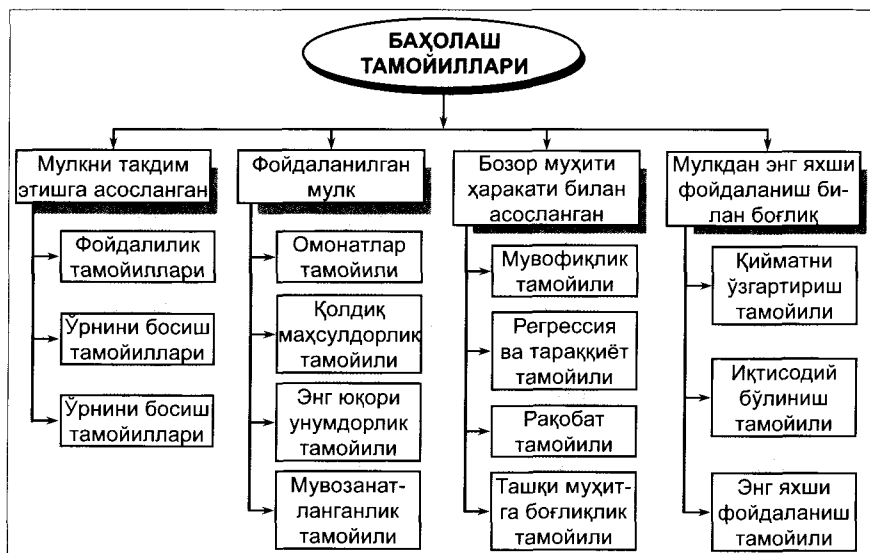
Халқаро баҳолаш стандартларига мувофиқ корхона ва унинг таркибий қисмларини қийматга оид баҳолашни таъминлаш баҳолаш фаолиятига қўйиладиган умумий талаблар билан белгиланади. Бундан корхона қийматини бошқариш мақсадида баҳолаш қабул қилинган ушбу халқаро қоидалардан жиддий фарқ қилмаслиги лозим. Боз устига, бу зарурат корхона қийматини бошқариш жараёнига жалб қилинадиган қатнашчилар сонининг кўплиги билан ҳам асосланади. Улар учун бу иш усуллари ва ёндашувлар умумийлигини таъминлаш муҳим аҳамият касб этади.² Бу умумийлик хўжалик юритишнинг бозор шароитларига мослаштирилган харажатлар ёндашуви, даромадлар ёндашуви ва қиёсий ёндашув ҳисобига таъминланиши лозим.

Корхона қийматини бошқариш концепциясини ишлаб чиқиш ва айниқса, амалга ошириш жараёнига кўп сонли ва хилма-хил хўжалик юритувчи субъектлар жалб қилиниб, улар янги корхоналарни қайта тақсимлаш ва мавжуд корхоналар самарадорлигини оширишда мулк эгасининг мулк ҳақида, бозор муҳити ҳақида, мулкни эксплуатация қилиш ҳақида тасаввурлари билан боғлиқ умумий баҳолаш тамойилларига риоя қилиши лозим. Умумлаштирилган кўринишда бу тамойиллар 1.10-расмда келтирилган.

Ушбу тамойиллар ҳаммага маълум, умумлаштирилган кўринишда универсал, моддий ва номоддий активларнинг барча тур-

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.

² С.В.Валдайцев. Оценка бизнеса. Управление стоимостью предприятия: Учеб. пособие. – М.: «ЮНИТИ», 2002. 37-б.



3.6-расм. Корхонани баҳолаш асосий тамойиллари ва унинг таркибий қисмлари.¹

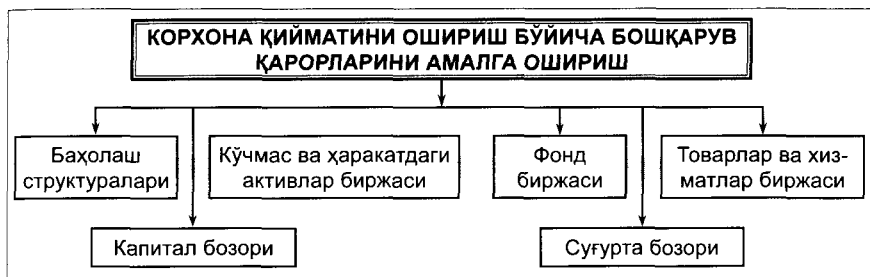
лари бўйича қўлланиши мумкин ҳисобланади. Уларнинг мазмуни корхона ва унинг таркибий қисмларидан келиб чиқиб, ўзгариши мумкин. (3.6-расм)

Корхона қийматини бошқаришда кутиш тамойили, рақобат тамойили, қийматнинг ўзгариш тамойили, ўсиб борадиган ёки камайдиган самара тамойили, мулккий ҳуқуқларни иқтисодий тақсимлаш ва бирлаштириш тамойили, мулкдан энг яхши фойдаланиш тамойили ва бошқалар биринчи галдаги аҳамиятга эга. Бу тамойилларнинг асосий аҳамияти шундан иборатки, улар корхона ва унинг таркибий қисмлари қийматини оширишнинг асосий йўналишларини кўзда тутуди, демак, улардан корхонани қийматга оид баҳолаш орқали унинг қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишда фойдаланиш зарур.²

Корхона қийматини бошқариш масалаларини амалга ошириш турли бозорлар ва уларнинг инфратузилмалари ёрдамида бажарилади. Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.

² И.А.Егерева. Стоймость бизнеса: Искусство управления: Учеб. пособие. – М.: «Дело», 2003. 480-б.



3.7-расм. Корхона қийматини ошириш бўйича бошқарув қарорларини амалга оширишда иштирок этадиган бозор структуралари.²

жараёнида корхона кенг доирадаги хўжалик юритувчи субъектлар ва давлат структуралари, чунончи: баҳолаш структуралари, кўчмас мулк ва ҳаракатдаги мулк бозори, фонд бозори, капитал бозори, товар ва хизматлар бозори ва ҳ.к. билан ўзаро алоқа қилади. Корхона қийматини бошқаришга жалб қилинадиган бозор таркиблари умумлаштирилган кўринишда 3.3-расмда кўрсатилган.

Қийматга оид баҳолаш сифати ва унинг ишончилиги қабул қилинадиган бошқарув қарорлари характериға таъсир этишиға кодир.² Бу таъсирни кўрсатадиган хилма-хил баҳолаш вариантлари 3.7-расмда акс эттирилган иккита асосий ҳолатға бориб тақалади.

Корхона ёки унинг таркибий қисмлари қийматига оид баҳосини етарли даражада аниқ олиш учун баҳолаш ишларини бажаришнинг барча босқичларида якуний берилган аниқликка мос келадиган аниқликни таъминлаш муҳим аҳамият касб этади. Хусусан, корхона қийматини даромад ёндашуви ёрдамида ва $\pm \Delta_k$ бузиб кўрсатилган қийматдан фойдаланиш асосида аниқлашда дисконтланган пул оқимлари усулини қўллашда хатолик якуний ҳисобда $\pm 2\Delta_k$ гача, капиталлаштириш усулидан фойдаланишда эса мос равишда $\pm 4\Delta_k$ гача ўсади.³

Худди шундай ҳолат харажатлар ёндашувидан фойдаланишда ҳам кузатилади. Бунда салбий оқибатлар атқивнинг тўлик

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.

² С.Мордашов. Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг, №15. 2001.

³ «Кўчмас мулк ва инвестициялар агентлиги» ЁАЖ нинг тадқиқот натижаларига кўра.



3.8-расм. Корхона қийматини баҳолашнинг ишончлилиги ва унинг бошқарув қарорларига таъсири.¹

қайта тиклаш қийматини ҳам, унинг жисмоний ўзгаришини ҳам аниқлашдаги ноаниқликлар оқибатида вужудга келади. Шундай қилиб, тескари тартибга риоя қилган ҳолда, қийматни ҳисоб-китоб қилиш талаб қилинган якуний аниқлиги белгиланган ҳолларда бу ҳисоб-китоблар учун бошланғич ахборот-таҳлил ахборотлари йўл қўйиш мумкин бўлган ишончлилигини аниқлаш мумкин. Масалан, корхона ёки унинг таркибий қисмларини қийматга оид баҳолашда $\pm 5\%$ атрофида аниқликни таъминлаш учун, камида $\pm 1,25-2,5\%$ даражада кўрсаткичлар ҳисоб-китоб қилиш учун бошланғич маълумотлар аниқлигига эришиш лозим. Бундай ишонччилик даражасига фақат қуйидаги шартларда эришиш мумкин:

1) кўчмас мулк бозори, машиналар бозори, аста-секинлик бозори, товарлар ва хизматлар бозори, шунингдек, фонд бозори, капитал бозори ва ҳ.к. ривожланиш даражаси нисбатан юқори;

2) баҳолаш ишларининг замонавий ахборот-таҳлил базаси шакллантирилган;

3) товарлар, ишлар ва хизматлар ишлаб чиқариш структурасига нисбатан корхоналар ички хўжалик ҳисоби ва ҳисоботлари ривожланган.

Юқорида баён қилинганлардан объектив равишда келиб чиқадиги, қийматни ошириш мақсадида корхонани бошқаришда фойдаланиш учун корхона ва унинг таркибий қисмларини қийматга оид баҳолаш бозорларнинг ривожланганлик даражаси етарлича юқори бўлганда корхонани бошқариш усули сифатида намоён бўлиши мумкин. (3.8-расм)

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.



Баҳолаш фаолиятини такомиллаштириш тизимли ёндашувни талаб қилади ва кенг доирадаги муаммоларни камраб олади. Республикада баҳолаш фаолиятини кучайтириш бўйича чора-тадбирларни амалга ошириш ҳамда корхоналар ва уларнинг таркибий қисмларини бошқаришда уларнинг ролини ошириш учун зарур бўлган комплексни батафсил кўриб чиқиш вазифаларини қўймасдан уларнинг асосийларини 2-иловада келтириб ўтамыз.

Бошқарувда фойдаланиладиган корхоналар ва уларнинг таркибий қисмларини қиймат асосида баҳолаш вужудга келиш, шаклланиш ва кенг ривожланиш босқичларидан ўтади. Иқтисодиётнинг ривожланиш шароитларида корхонани қиймат асосида баҳолаш иккиёқлама характерга эга: бошқарув воситаси сифатида ва бошқарув предмети сифатида. Бу икки функция бирданига ва бир вақтнинг ўзида вужудга келмайди. Мулкчиликнинг кўп укладли шакллари шаклланиши, бозорлар ва хўжалик юритишнинг бозор механизмлари ривожланиши ва иқтисодиётни ислоҳ қилишнинг бошланғич босқичида моддий ва номоддий активлар ажратиш, қўшиб олиш ва бошқалар тасарруфига ўтказишда ишлаб чиқаришни бошқариш воситаси сифатида қийматида баҳолаш зарурати юзага келади. Бунда у бозор элементлари билан ҳисоб-китоб-норматив характерга эга бўлади. Бирок келгусида, корхона мулкдорларининг манфаатларидан келиб чиқиб, унинг қийматини тизимли равишда ошириб бориш зарурати вужудга келади. Натижада корхона ва унинг таркибий қисмларини бошқариш концепцияси амалга оширилади. Корхонани қиймат асосида баҳолаш бошқарув предмети функциясига эга бўлади. Баҳолаш энди уни ҳисоб-китоб қилиш сезиларли даражада бозор ахборотига асосланадиган бозор характерига эга бўлади.¹

Шу билан бир вақтда таъкидлаш жоизки, баҳолаш ишларини ўтказиш хусусиятлари қиймат асосида баҳолаш функциялари билан белгиланади. Хусусан, бошқарув воситаси сифатида қиймат асосида баҳолаш функцияси қиймат асосида баҳолашни борича аниқлашни кўзда тутаяди. Бошқарув предмети сифатида қиймат асосида баҳолаш функцияси қабул қилинадиган бошқарув қарорлари ва

¹ Управление ростом: идеи и технологии. Сб. статей / Сост. А.Дынин, С.Литовченко. – М.: «Альпина Паблишер», 2002.

қиймат омилларида келиб чиқиб қиймат ўзгаришини ўрганишни кўзда тутди.

Бундан иккинчи ҳолатда вариантли қиймат асосида баҳолашни таққослаш зарурати келиб чиқади (масалан, амалдаги корхона жорий қийматини, унинг қандайлиги ва корхонанинг келажакдаги қиймати, жорий қийматини таққослаш, инвестицион қайта ташкил қилиш лойиҳалари вариантлари бўйича корхона қийматини таққослаш ва ҳ.к.). Бунда иккинчи ҳолатда корхона ва унинг таркибий қисмлари қийматини мониторинг қилиш мақсадга мувофиқлиги келиб чиқади.

Таҳлилий жараёнларда корхона қийматини бошқариш қўллаш молиявий таҳлил воситаларини тўлдириб туради ва бошқарув қарорларини самаралироқ қабул қилишга хизмат қилади. Фаолиятни жорий бошқаришда фойдаланиладиган молиявий таҳлил стандарт воситаларига қўшимча равишда, стратегик қарорлар қабул қилиш учун баҳолаш технологияларини қўлаш зарур.

Шу сабабли корхона қийматини бошқариш концепцияси иктисодиёт бўйича мутахассислар томонидан бизнесни ривожлантириш учун базавий концепция сифатида қабул қилинган. Ушбу концепцияга кўра, компания фаолияти муваффақиятларини баҳолашда самарасиз бухгалтерия мезонларидан воз кечиш ҳамда акциядорлар ва инвесторлар учун энг тушунарли ва оддий саналган мезон – қўшилган қийматни асос сифатида қабул қилиш мақсадга мувофиқ.

Агар Y – корхона акциядори (инвестори, пайчиси) йиллик (ойлик, чораклик) умумий даромади сифатида белгиланадиган бўлса, у корхонанинг жорий фойдаси (фойда солиғи ва қарзга хизмат кўрсатиш бўйича харажатларни чиқариб ташлаган ҳолда) ва корхона акциядорига тегишли бўлган улушнинг бозор қиймати ўртасидаги: мос келувчи давр бошида ($U_{дб}$), ва давр охирида ($U_{до}$) бўлган улуш ўртасидаги фарқдан тўланадиган (Div) дивидендлардан иборат бўлади:

$$Y = Div + (U_{до} - U_{дб}) \quad (3.1)$$

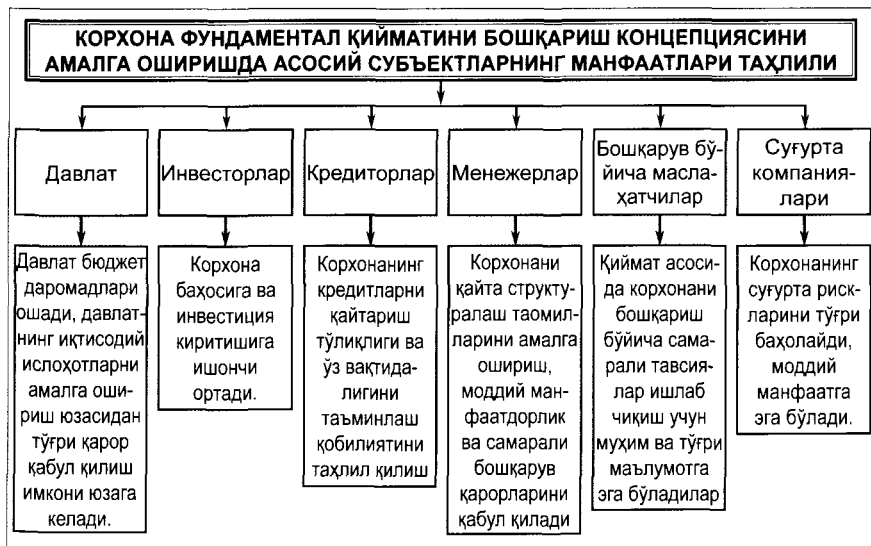
Корхонага киритилган капиталдан даромад бошқа стандартлари мавжуд эмас. Ҳар ҳолда, корхоналарни назорат қилмайдиган ва корхонани назорат қиладиган акциядор ёки пайчи корхонани фойда келтирадиган маҳсулотни бозор нархларидан арзон нархларда



шу инвестор томонидан махсус ташкил қилинган, худди шундай махсулотни қиммат бозор нархлари бўйича сотадиган корхонага сотишга мажбур қиладиган бир пайтда корхонадан пул оқимларини унга етиб боргунга қадар олиб қўядиган даромад олишнинг ностандарт усулларини қўллай олмайдиган инвесторлар учун.

Қийматни бошқариш концепциясида анъанавий молиявий кўрсаткичлардан воз кечишни осон изоҳлаш мумкин: молиявий ҳисобот корхонанинг молиявий ҳолати ва унинг молиявий натижаларини доим ҳам объектив равишда акс эттирмайди. Боз устига, доимий мураккаблашиб борадиган бухгалтерия ҳисоби методологияси раҳбариятга корхона молиявий натижалари ҳақида маълумотларни жиддий равишда бузиб кўрсатишга имкон беради.

Корхона қийматини баҳолашда тўлиқ ахборот зарур. Қийматда корхона фаолиятининг узоқ муддатли истикболлари ҳисобга олинishi лозим, чунки унинг қийматини бошқариш концепциясининг асосини келажакда корхонага даромад келтирадиган пул оқимларини прогноз қилиш ташкил қилади. Бошқа кўрсаткичлардан фарқли равишда, қиймат узоқ муддатли кўрсаткич ҳисобланмайди.



3.9-расм. Корхона қийматини баҳолашнинг ишончлилиги ва унинг бошқарув қарорларига таъсири.¹

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.

Биринчи ўринга қисқа муддатли кўрсаткичларни (акцияга олинадиган фойда, ўз капитали рентабеллиги) кўйиш корхонанинг «сикиб сувини чиқариш» амалиётига ва келажакда унинг молиявий ночорлигига олиб келиши мумкин.

Корхона кийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш бўйича субъектларнинг асосий мотивлари умумлаштирилган кўринишда 1.13-расмда акс эттирилган.

Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишдан бу корхона билан унинг ишлаб чиқариш-хўжалик фаолиятида чамбарчас боғлиқ бўлган кенг доирадаги хўжалик юритувчи субъектлар манфаатдор.

Юқорида келтирилган расмдан келиб чиқадики, корхона кийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш амалда ҳар қандай корхона фаолиятини такомиллаштиришнинг муҳим йўналиши сифатида намоён бўлади ва бунинг оқибатида, корхонани бошқариш бутун тизимини такомиллаштиришнинг таркибий қисмларидан бирига айланиши лозим (3.9-расм).

Корхона кийматини бошқариш концепцияси биринчи навбатда, муайян корхона инвесторлари ва мулкдорларининг (жумладан, улуш асосидаги) манфаатларини максимал даражада ҳисобга олишга асосланади. Бунда барча инвесторлар хилма-хиллиги уларнинг



3.10-расм. Инвесторлар асосий гуруҳлари ва уларнинг устунлик қиладиган манфаатлари.¹

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.

устувор манфаатлари хусусиятлари бўйича учта асосий гуруҳга бирлаштирилиши мумкин (3.10-расм).

Корхона қийматининг келажакдаги ўсиши йирик инвесторларни корхонани ривожлантиришга киритиладиган капитал қўйилмаларни оширишга рағбатлантиради.

Ўртача инвесторлар ушбу корхона акциядорлари ёки мулк пайчилари сифатида ўз вақеини мустақкамлашга интилади.

Корхона қийматининг келажакда ўсиши унинг акциялари қийматига ижобий таъсир кўрсатади, бундан эса ушбу вазиятда спекулятив капитал олиш учун қўшимча имкониятлар вужудга келадиган қисқа муддатли инвесторлар манфаатдор бўлади.

Корхона қийматини бошқариш концепцияси кўзда тутадик, унинг менежерлари жорий ёки яқин истиқболга ишончли режалаштирилган корхона фойдасини оширишдан кўра кўпроқ анча катта, эҳтимол, узоқ келажакда аниқ прогноз қилинмайдиган, бироқ ушбу корхонанинг бозор қийматини кескин ошириб юборишга қодир бўлган даромад олиш учун асос яратадиган бошқарув қарорлари ва ҳаракатларига йўналтирилади.¹ Бунда келажакда корхона қиймати ўсишидан курслар ўртасидаги фарқдан олинмайдиган даромад корхона ўз акцияларини фонд бозорида жойлаштирган ва унинг акциялари бозор қиймати прогнозлари тасдиқланганидан кейингина ўринга эга бўлиши мумкин. Бу ҳолат уларга ўзининг муваффақият билан бошланган лойиҳаларини кенгайтириш учун молиялаштиришни жалб қилиш мақсадида янги чиқарилган акцияларни фонд бозорида (биржа бозори бўлиши шарт эмас) жойлаштиришга тўғри келадиган корхоналарнинг муайян лойиҳалари учун таъсис этилган кўплаб ёш корхоналар ҳаётийлик даври учун хосдир.

Жаҳон фонд бозори тадқиқотлари шуни кўрсатадики, акциялар бозор қиймати даражасига турли омиллар таъсири нуктаи назаридан замонавий иктисодиёт икки секторга – «анъанавий» ва «янги» иктисодиётга бўлинади. Кўриб чиқилаётган нуктаи назардан «анъанавий иктисодиёт» бу – корхоналар ушбу тармоқларига тегишли бўлган акциялар бозор қийматига ишлаб топилган, ау-

¹ Ю.В.Козырь. Стоимость компаний. Оценка и управленческие решения. – М.: «Альфа-Пресс», 2009. 376-б.

дитдан ўтган ва чоп этилган молиявий ҳисоботларда кўрсатилган фойда ҳал қилувчи таъсир кўрсатадиган тармоқлардир.¹ Юқорида айтилган фикр, хусусан, Нью-йорк фонд биржасида (NYSE) савдо қилинадиган турли мамлакатлар компанияларининг акциялари учун ўринлидир.

«Янги», қоидага кўра, юқори технологияли иқтисодиётда (ахборот технологиялари, компьютерлар ва ҳ.к. тармоқларда) корхоналар акциялари бозор қийматига ҳал қилувчи таъсирни (кўп омилли корреляция таҳлили натижалари бўйича – 70% ва ундан юқори) мос келувчи корхоналар келажакда жиддий фойда (аниқроғи, пул оқимлари) олиши реал истиқболларининг тасдиқланиши кўрсатади. Масалан, NASDAQ юқори технологияли компаниялар акциялари билан электрон савдо қилинадиган ихтисослашган АҚШ фонд биржасида шундай вазият шаклланади.

Тармоқларни анъанавий ва янги иқтисодиёт тармоқларига ажратиш мезони бўлиб мос келувчи тармоқларда иккита асосий омилнинг қайси бири корхона акцияларининг бозор қийматига таъсир этиши ҳисобланади – намоён бўлаётган фойда ўзгариши тренди асосида баҳоланиши мумкин бўлган қутилаётган фойда билан эълон қилинган ва аудитдан ўтган фақат яқин келажак бўйича олинган фойда (а), ёки фонд бозори қатнашчилари томонидан ҳозирча аниқ баҳоланиши мумкин бўлмаган муваффақиятли лойиҳалардан каттароқ муддатда қутиладиган келажакдаги анча юқори фойда (пул оқимлари) (б).

Агар фонд бозори қатнашчилари корхона қийматини ошириш бўйича чора-тадбирлар қанчалик муваффақият (аввал техник) билан амалга оширилишини энг бошидан билганида эди, фонд бозорининг ўзи бу чора-тадбирларнинг амалга оширилиши ва илғорлик даражасига қараб корхона акциялари бозор қийматининг ўзгариши билан жавоб берган бўларди. Корхона қийматини ошириш бўйича бошқарув қарорлари фонд бозорининг хулқ-атворида, яъни бевосита корхона акциялари қийматининг бозорда қутилаётган ўсиши ёки пасайишидан келиб чиқиб, мунтазам тузатишлар киритиш мумкин бўлган бўларди. Масалан, у ёки бу шаклда лойиҳа ҳақида

¹ З. Мерсер, Т. Хармс. Интегрированная теория оценки бизнеса / Под науч. ред. В.М. Рутгайзера / Пер. с англ. – М.: «Маросейка», 2008. 288-б.



чоп этилган ахборотга фонд бозори реакцияси сифатида намоён бўладиган корхона акциялари қийматининг пасайишида мос келувчи қимматбаҳо лойиҳадан чиқиш ҳақида ўз вақтида қарор қабул қилиш мумкин бўларди. Аксинча, агар фонд бозори лойиҳа ва уни амалга ошириш давомида олинган рақобатли устунликлар (туғалланган ИТТКИ натижалари, ишлаб чиқаришни қайта таъмирлаш ёки қурилишида эҳтимолий рақобатчилардан ўзиб кетиш, сотув тармоғини тайёрлаш ва бошқа кўринишларда) ҳақида тарқалган ахборотга ижобий жавоб берган ҳолатда лойиҳани кенгайтириш ҳақида олдиндан қарор қабул қилиниши мумкин бўларди. Фонд бозори бунда у ёки бу лойиҳанинг тижорат нуқтаи назаридан истиқболли эканлиги ҳақида нуфузли жамоавий эксперт сифатида фойдаланилган бўларди.¹

Корхона фундаментал қийматини ошириш бўйича менежмент вазифалари қуйидагилардан иборат бўлиши лозим: 1) очиқ корхоналар учун – акциялар қийматининг ўсиши натижасида корхона бу чора-тадбирлар шу даражада илгари сурилиб, чоп этиш уларга зиён етказмайдиган ҳолатда корхона унинг қиймати ўсганлиги ҳақида маълумотларни чоп этишни лозим деб топгандан сўнг олиниши лозим бўлган келажакдаги курслар билан боғлиқ даромад билан корхона ёки унинг улуши эгаларини таъминлаш; 2) ёпиқ корхоналар учун – худди шу нарса, фақат фарқ шундаки, менежмент режаларига бу акциялар эгалари, агарда улар буни истайдиган бўлса, корхонадаги улуш асосида иштирокини катта транзакция харажатларисиз сотиб юбориш мумкин бўладиган акциялар талаб қилинган минимал ликвидлик даражаси кўрсатилагн вақтга келиб таъминланиши киритилиши лозим.

Бирламчи баҳолаш амалга оширилган ва асосий ғоя – компания қийматини ошириш эълон қилингандан кейин межерлар олдида қуйидаги вазифа пайдо бўлади: қийматга таъсир этувчи омиллар йиғиндиси ҳақида, ҳар бир муайян омилнинг таъсир даражаси ҳақида тасаввурга эга бўлиш, компания қийматига энг катта таъсир кўрсатадиган ташкилий фаолият соҳаси ёки қиймат асосий

¹ С.Мордашов. Рычаги управления стоимостью компании. – Рынок ценных бумаг, №15 2001 г. [Электронный ресурс] / Режим доступа: <http://www.rcb.ru/archive/articlesrcb.asp?aid=2028>

омилларини аниқлаш. Аниқланган омиллар ёрдамида менежмент компаниянинг кўнгилдаги қийматини шакллантиради ва уни бошқаради.

Ички қийматни ҳисоб-китоб қилишда таҳлилчи реалист бўлишга, акцияларга талаб ва таклиф билан боғлиқ ҳаққоний бозор вазиятини ошириб ёки пасайтириб кўрсатмасликка интилади. У компания қийматига таъсир этиши мумкин бўлган куйидаги омилларни ҳисобга олиши лозим:

- ▶ **фирманинг активлари қиймати** (value of firm's assets). Фирмага уларни сотиб олиш, сотишдан олинган тушумни эса акциядорлар ўртасида тақсимлаш мумкин бўлган турли мулклар тегишли бўлади. Давом этаётган бизнес нуқтаи назаридан баҳолашда бу кўрсаткич одатда ҳисобга олинмайди, фақат агар фирмада асосий ишлаб чиқаришни давом эттириш учун керак бўлмаган активлар топилиб қолмаса. Лекин, бу ҳолатда ҳам ортикча мулк сотиб юборилади, фирма эса шундан кейингина баҳоланади. Ваҳоланки, ортикча активларни баҳолаш амалга ошириладиган лойиҳанинг чекланган муддатида сотиб юборишнинг доим ҳам урдасидан чиқилмайди. Охириги ҳолатда активларнинг бу қисми баҳолашга киритилади;
- ▶ **келажакдаги эҳтимолий фоизлар ва дивидендлар** (likely future interest and dividends). Агар фирма илгари олинган кредит бўйича фоиз тўлайдиган ёки дивиденд тўловларини эълон қилиб қўйган бўлса, бу акциялар қийматига таъсир этмайди;
- ▶ **келажакдаги эҳтимолий даромадлар** (likely future earnings). Бу баҳолашнинг асоси, энг кучли таъсир этадиган омилдир;
- ▶ **келажакдаги эҳтимолий ўсиш ставкаси** (likely future growth rate). Агар фирма келажакда тез ва барқарор ўсишга эга бўлса, унинг акциялари ўса бошлайди.

Реал амалиётда корхона ва унинг улушлари қийматига кенг доирадаги омиллар таъсир кўрсатади. Бунда шуни аниқ тушуниш керакки, ҳар қандай корхона бозор шароитларида инвесторлар капитали учун бошқа корхоналар билан доимий рақобатда бўлади ва агар корхона инвестор учун мақбул келадиган капитал



қиймати ўсишини таъминлай олмаса, бу ресурздан, ўз иш фаолиятини давом эттириши мумкин бўлмаган ишлаб чиқариш омилидан махрум бўлади. Қийматни бошқариш концепцияси капиталнинг бир корхона, тармоқ, мамлакатдан бошқасига оқиб ўтиш сабабларини тушунтиришга имкон беради. Капитал – ўзини ўстирадиган тоифа, шу сабабли унинг қиймати доимий ўсиб бориши лозим. Агар капитал қиймати ўсмайдиган бўлса, унинг мулкдорлари бу қиймат яратиладиган янги қўлланиш соҳаси ҳақида қарор қабул қилади.¹

Қийматни бошқариш тизимини йўлга қўйиш базавий даражадан бошланади ва муайян корхонада юзага келган бошқарув технологик ва молиявий тизимларини қамраб олади. Қийматни бошқариш самарадорлигига корхонанинг барча интилишлари ва усуллари битта умумий мақсадга – бошқарув қарорлари қабул қилиш жараёнини асосий қиймат омилларига таяниб ташкил қилган ҳолда қийматни максималлаштиришга қаратилган бошқарув жараёнини тўғри ташкил қилишда эришилади. Қийматни бошқариш жараёнини яратиш ва жорий қилиш асосий қиймат омилларини аниқлашга, уларга таъсир этиш мумкин бўлган ва уларга нисбатан корхона қиймати сезувчанлиги максимал бўлган омилларни танлаб олишга асосланади.

Корхона қиймати омили бу – корхона натижавийлиги унга боғлиқ бўлган (масалан, ишлаб чиқариш самарадорлиги ёки эҳтиёжларни кондириш) ва якуний ҳисобда, корхона қийматига таъсир этадиган ўзгарувчи кўрсаткичдир.²

Қиймат омиллари бажариши лозим бўлган вазифалар асосий омилларни ажратиш ва қиймат ўзгаришининг уларга боғлиқлигини аниқлашдан иборат. Айнан шу сабабдан қиймат омиллари муҳим аҳамиятга эга ва уларга алоҳида эътибор қаратилади. Қиймат омиллари корхона даромадлигини ҳам, инвесторнинг харажатлари ва эҳтимолий рискларни ҳам ҳисобга олишга имкон беради. Бунда омилларнинг бир-бирига боғлиқлигини ва улардан

¹ Б.Ходиев, Б.Беркинов, А.Кравченко. Оценка бизнеса. – Т.: «Iqtisod- moliya», 2007.

² Т.Коупленд, Т.Коллер, Дж.Муррин. Стоимость компаний: оценка и управление: Пер. с англ. – М.: Изд-во ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 576-б., 115-б

хар бирининг қийматга таъсир этиш даражасини аниқлаш зарур. Бошқарув мақсадида корхоналарни қийматга оид баҳолашда қуйидаги бозор омиллари йиғиндисини: вақт омили; риск омили; бозор конъюнктураси; рақобат даражаси ва модели; баҳоланаётган корхона ва унинг таркибий қисмлари иқтисодий хусусиятлари; бозор ислохотларининг бориши; корхонани ривожлантиришининг макро ва микроиқтисодий муҳитини ҳисобга олиш зарур.

Вақт энг муҳим омил сифатида барча бозор жараёнларига, корхона қиймати ва нархига, бошқарув қарорлари қабул қилишга таъсир этади. Самарасиз сарфланган вақт пул йўқотишни англатади. Бундай қутилиб қолишнинг ягона йўли – капитални ишлашга мажбур қилишдир. Бундан корхона қийматини бошқариш унинг қийматини ошириш бўйича муайян вазифаларга эришиш учун минимал муддатдан фойдаланиши лозимлиги келиб чиқади. Корхона қиймати нафақат бошқарув омиллари, балки бошқа кўп сонли, жумладан, ташки омиллари таъсири остида вақт бўйича ўзгаради. Бундан ташқари, қийматни бошқариш мақсадларида корхона ва унинг таркибий қисмларини қиймат асосида баҳолаш рисклар, талаб ва унинг тўлов лаёқатига эгаллиги, корхонада назорат даражаси, ҳозирги ва келажакдаги бизнес чекловлари каби омилларни ҳам ҳисобга олиши лозим.

Корхона қийматини баҳолашга бағишланган адабиётларда қийматни шакллантиришга таъсир этадиган кўп сонли ва хилма-хил тасниф омиллари мавжуд. Мазкур тадқиқот давомида барча омиллар йиғиндисини тизимлаштиришга ҳаракат қилиб кўрилди. 1.15-расмда қиймат омилларини аниқлаш учун базавий ёндашувлар акс эттирилган.

Кўриб турганимиздек, қиймат омиллари қийматни аниқлаш (баҳолаш), компания фаолиятини таҳлил қилиш, корхона қийматини бошқариш асосида шаклланиши мумкин.

Дастлабки икки ёндашув объектни компания фаолиятига аралашмаслик, яъни қиймат омилларига пассив муносабат ва баҳолаш объектининг фаолият кўрсаткичлари ўзгармаслиги нуқтаи назаридан ўрганишни кўзда тутаяди.

Қийматни бошқариш асосидаги концепция баҳоланаётган объект фаолиятига унинг янги мулкдорлари аралашуви имкониятини

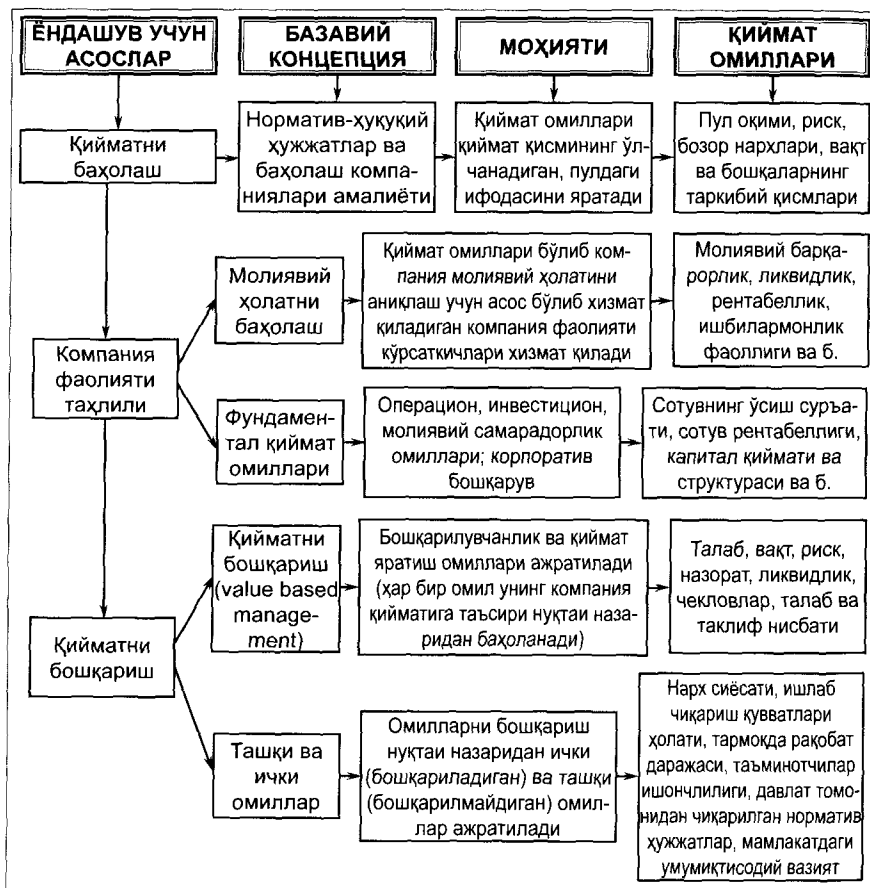
кўзда тутати, бунда қиймат омилларига фаол таъсир кўратиш, мос равишда, компания қийматини фаол бошқариш назарда тутилади.¹

Шунингдек, қиймат омилларини икки гуруҳга ажратиш мумкин: 1) ташқи омиллар тизими (кўпинча корхона менежменти томонидан таъсирга учрамайди). Кўплаб ташқи омилларга (масалан, конунчилик чекловлари, солиқ конунчилигининг ўзгариши, инфляция rischi ва ҳ.к.) таъсир этиш мумкин эмаслиги менежерлар уларни олдиндан кўра олиши ва салбий оқибатларни минималлаштириши ёки фойдани максималлаштириши мумкин эмаслигини англамайди. Менежментнинг вазифаси ўз корхонаси қийматини ташқи омиллар ўзгариб туришидан имкон қадар кўпроқ даражада «химоя қилиш»дан иборат; 2) корхона ва унинг алоҳида бирликлари фаолият кўрсаткичларини ифодалайдиган ички қиймат омиллари тизими. Кўрсаткичлар ҳар бошқарув даражаси учун деталлаштирилади, бунда ҳар бир бўлинма у таъсир этиши мумкин бўлган қиймат омиллари учун жавоб беради. Қийматни илгари сурадиган омиллар бу – дисконтланган пул оқимлари моделида корхона фаолиятининг у ёки бу томонларини тавсифлайдиган алоҳида ўзгарувчи кўрсаткичлардир (3.11-расм).

У ёки бу ўзгарувчи кўрсаткични миқдорий ўзгартиришда пул оқими ва мос равишда, қийматнинг ўзгариши рўй беради. Дастлабки етти омил бевосита пул оқимлари кўрсаткичига, саккизинчи ва тўққизинчи омил эса – дисконт ставкасига бевосита таъсир этади. У ёки бу омилларга таъсир этиш корхонани ривожлантиришнинг муайян операцион, инвестицион ва молиявий стратегияларига амалга оширилади. Бунда иккита ёндашув қўлланади: «**харажатлар бўйича етакчилик**» ва «**дифференциация**».

Биринчи ёндашув, энг аввало, харажатларни жиддий назорат қилиш ва шу тариқа ишлаб чиқариш самарадорлигини максимал даражада оширишдан иборат; иккинчи ёндашув – корхонанинг саъй-ҳаракатларини жиддий рақобатчи аналоглар бўлмаган маҳсулот ишлаб чиқариш ва сотишга мужассам этишдан. Корхонани

¹ Д.Х.Суюнов. Корпоратив бошқарув механизми: муаммо ва ечимлар. Монография. – Т.: «Академия», 2007. 319-б.



3.11-расм. Компания қиймати омилларини ажратишга ёндашувлар.¹

ривожлантириш асосий стратегиялари ва уларни амалга ошириш усуллари 3.12-расмда келтирилган.

Учала даражадаги стратегияларнинг у ёки бу вариантини изчиллик билан амалга ошириш пул оқими ва оқибатда, корхона қиймати максимал ўсишини таъминлашга имкон беради.

Реал бошқарув амалиётида корхонанинг бозор қиймати ва ундаги улушга қоидага кўра, инновациялар яратиш ва ўзлаштириш билан боғлиқ бўлган муайян инвестицион лойиҳалар таъсир эти-

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.



3.12-расм. Қийматни ҳаракатлантирадиган омиллар.¹

ши мумкин.² Янги маҳсулот (товар, хизмат) турлари, шунингдек, технологик жараёнлар ва асбоб-ускуна ишлаб чиқиш ва жорий қилиш бўйича бундай инвестиция лойиҳалари одатда *инновацион лойиҳалар* деб аталади.

Айнан улар бозорга янги товарлар ва хизматлар чиқариш, илгари чиқарилган маҳсулот сифатини ошириш, корхонанинг операцион харажатлари ва маҳсулот таннархини пасайтириш натижасида корхонага қўшимча фойда ва пул маблағлари келтиришга кодир бўлади. Лекин уларнинг ўзи, етарли даражада кимматбаҳо бўлгани холда, маркетинг хатолари ва илмий-техник хатолар туфайли корхонага улкан зиён етказиши мумкин, айниқса, қанчалик кўп тубдан янги товарлар, хизматлар ва жараёнлар яратилса ва ўзлаштирилса, шунчалик кўп зиён етиши мумкин.

Муваффақиятли инновацион маҳсулотлар, агар патентлар билан химоя қилинадиган ихтироларга ўз навбатида, ёки «камоғини олиш» нарх сиёсатини юритиш, ёки бу вақт давомида мижозлар жалб қилиш (муҳим номоддий актив) ва сўнгра жалб қилинган мижозларга такрорий сотувларни максималлаштиришнинг уддасидан чиқа олса, капитал сифими катта, лекин инноватор-корхонага катта миқдорда фойда келтиришга кодир бўлади.

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.

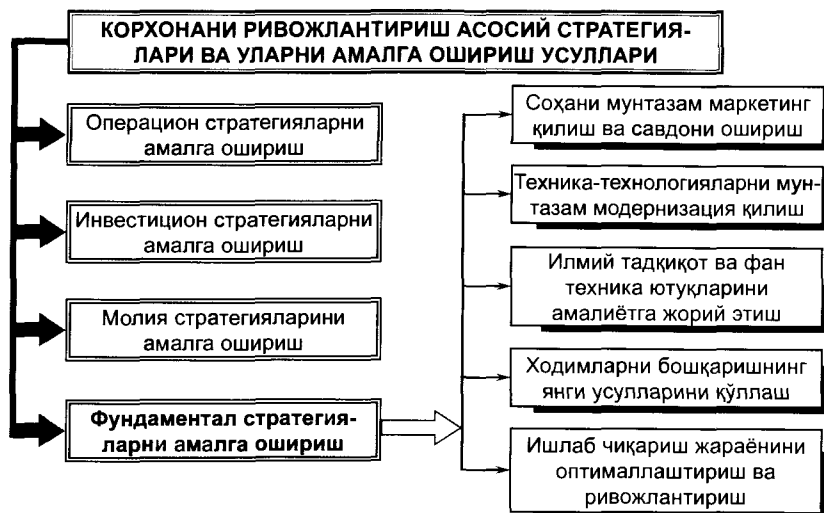
² М.Б.Хамидулин. Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: «Молия», 2008, 204-б.

Корхона фундаментал қийматини бошқариш ушбу фаолият йўналишининг институционал, илмий-методологик таъминотини ривожлантириш, баҳолаш фаолиятини ва бошқарув соҳасида кадрлар тайёрлаш ва қайта тайёрлашни такомиллаштириш зарурати билан чамбарчас боғлиқ.

Бизнесни баҳолаш усулларининг ҳозирги ривожланиши, корхона фундаментал қийматини бошқариш концепциясини менежментда қўллаш манфаатлардан келиб чиқадиган талабларга мослашиб олиши лозим. Бунинг учун албатта бошқарув соҳасида кадрлар тайёрлаш ва қайта тайёрлашни такомиллаштириш муҳим аҳамият касб этади.

Корхонани ривожлантириш асосий стратегиялари ва уларни операцион, инвестицион, молия ва фундаментал стратегияларини амалга оширишдан иборат. Учала даражадаги стратегияларнинг у ёки бу вариантини изчиллик билан амалга ошириш пул оқими ва оқибатда, корхона фундаментал қиймати максимал ўсишини таъминлашга имкон беради (3.13-расм).

Юқорида айтиб ўтилганларни ҳисобга олган ҳолда, муваффақиятли инновацион лойиҳалар корхонанинг бозор қийматини нафақат кескин, балки узок муддатга (келгусида янада ўсиш истиқ-



3.13-расм. Корхонани ривожлантириш асосий стратегиялари ва уларни амалга ошириш усуллари.¹

¹ Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

боли билан) оширишга қодир бўлади. Бу корхонадан чиқадиган ўрта муддатли инвесторларга корхонадаги ўз улуши учун харидор топишни енгиллаштиради, чунки бу улушнинг янги эгалари учун киритиладиган маблағларни йўқотиш rischi бу ҳолатда минимал бўлади.¹

Инновацион лойиҳаларнинг корхона бозор қийматига таъсири борасида дунёда кузатиладиган энг муҳим қонуният сифатида шу ҳам намоён бўладики, фонд бозори катнашчилари учун кўринадиган инновацион лойиҳалардаги муваффақият корхона (унинг акциялари) қийматини ҳали янгиликни тижоратлаштириш натижасида кутилагн фойдани аниқ ҳисоб-китоб қилмасдан туриб ҳам жиддий равишда оширади.

Фақат «технологик фора» олганлик, янги маҳсулот яратиш ва уни бозорга олиб чиқишда рақобатчилардан ўзиб кетиш ёки иктисодий жиҳатдан самарали, ресурслар тежайдиган, ресурслар алмаштирадиган ёхуд янада самарали технологияни амалий қўллашнинг ишончли моддий далилларини келтириш зарур. Бундай далиллар сифатида қуйидагилар хизмат қилиши мумкин:

- ▶ тижорат нуктаи назаридан истиқболли сифатида умумэйтироф этилган синов намунасини, янги маҳсулотни ёки самарали янги технология таъсирини универсал ва ихтисослашган кўргазмаларда намоёиш этиш;
- ▶ янгиликнинг илк муваффақиятли сотувлари;
- ▶ бу ролда одатда тан олинган савдо маркасига эга маркетинг-консалтинг фирмалари ёки сертификат марказлари иштирок этадиган мустақил техник ва тижорат экспертларининг ижобий хулосалари;
- ▶ маҳсулот уларга синов тариқасида фойдаланиш учун (эхтимол, бепул) тақдим этилган нуфузли истеъмолчиларнинг ижобий баҳолари ва ҳ.к.

Молиявий жиҳатдан энг қизиқарлиси шундаки, йирик инновацион лойиҳалар амалга оширила бошлаган пайтдан кўрсатилган моддий далиллар олгунга қадар қоидага кўра 3–5 йил талаб қилинади, шундай экан, инноватор-корхона қиймати инновацион лойиҳанинг ушбу босқичида муваффақиятга эришилганда айнан

¹ Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие / Под ред. Е.П.Губина. – М.: «Юрист», 2004.

кўплаб инвесторлар корхонадан чиқишни, яъни корхонадаги ўз улушини сотиб юборишни мўлжаллаган вақтга келиб жиддий равишда кўтарилиши мумкин.

Корхонанинг жорий ва айниқса, кутилаётган ўзгарган харажатлари ва фойда даражасига жиддий таъсир этишга кодир бўлган лойиҳаларнинг бошқа бир тури сифатида корхонани масалан, чиқарилаётган профилли маҳсулотга нисбатан вертикал ва горизонтал интеграция даражасини ошириш ёки унинг инвестицион жалб этувчанлиги, кредит лаёқати, ишбилармонлик ҳамкори сифатидаги ишончлилиқ даражасини ошириш мақсадида қайта ташкил қилиш (кенгроқ маънода – қайта структуралаш) бўйича лойиҳалар намоён бўлади.¹

Бундай лойиҳалар мазмуни бўлиб одатда: харид қилинадиган ресурслар етказиб берувчилар («пастга» вертикал интеграция – downward vertical integration) ҳамда сотув ва дилерлик тармоқлари эгалари бўлган корхоналар («юқорига» вертикал интеграция – upward vertical integration) билан бирлаштириш, бу таъминотчилар корхонанинг асосий маҳсулоти янгиланган ҳолларда мос равишда ўз маҳсулотларини янгиллаши лозим бўлган, корхонанинг истеъмолдаги асосий маҳсулотини тўлдириб турадиган комплементар маҳсулотлар етказиб берувчилар билан бирлаштириш (фирманинг горизонтал интеграцияси); харид қилинадиган ресурслар таъминотчилари, комплементар маҳсулот ишлаб чиқарувчилар ва сотувчиларни қўшиб олиш; фойда келтирадиган бизнесни ривожлантириш ёки янги иш бошлаш учун капитал жалб қиладиган шўъба компаниялар ажратиш; бўлиш ва бирлаштириш бўйича чора-тадбирлар хизмат қилади.

Баъзида **аллокацион** (*аллокация* – ресурсларни жойлаштириш, қайта жойлаштириш сўздан) инновациялар ёки қайта ташкил қилинган лойиҳалар деб аталадиган бу лойиҳалар, ташкилий ва юридик жиҳатдан мураккаблиги туфайли, тескари самарага олиб келиши мумкин. Ўзбекистоннинг кўплаб корхоналари учун лойиҳаларни амалга ошириш, уларни қайта структуралаш, корхоналар қийматини ошириш усуллари сифатида мулк комплексларини тиклаш ва шакллантириш ҳозирги пайтда жуда муҳим амалий

¹ Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие / Под ред. Е.П.Губина. – М.: «Юрист», 2004.



аҳамият касб этади. Корхоналарнинг улар қийматини оширишга қаратилган акциядорлик капитали, активлар, кредиторлик ва дебиторлик қарзларини қайта структуралаш масалалари ҳам бундан кам аҳамиятга эга эмас.¹

Корхоналар қийматини бошқариш бўйича менежерлар фаолиятининг барча хилма-хил йўналишларини кўп жихатдан бири-бирини инкор қиладиган иккита менежмент турига бирлаштириш мумкин:

- жорий фойдани максималлаштиришга ва яқин истикболда аниқ ҳисоблаб чиқиладиган фойдага йўналтирилган бошқарув;
- анча катта, лекин узок келажакда аниқ ҳисоблаб чиқилмайдиган (уларни ишончли режалаштириб бўлмайди) фойда учун шарт-шароитлар яратишга йўналтирилган менежмент.

Албатта, бу ерда корхонанинг муайян ҳисоб тизимига боғланиб қолмаган ва пул маблағлари ҳаракатини акс эттирмайдиган, инвестициялар билан, амортизация ажратмаларидан фойдаланиш ёки фойдаланмаслик билан боғлиқ фойда ҳақида эмас, эришиладиган ва прогноз қилиш мумкин бўлган пул оқимлари (cash flows) ҳақида гапириш тўғрирок бўларди. Юқорида келтирилган менежмент турлари ҳар хил йўналишда бўлгани ҳолда амалий фаолиятда улар оптимал равишда уйғунлашув зарур. Бошқарув бу турларидан бирини писанд қилмаслик ёки корхонанинг ривожланиш истикболларини асосли ҳисобга олмасдан фаолият ташкил қилишга ёки корхона фаолиятини амалдаги ҳолатдан узилган ҳолда ташкил қилишга олиб келиши мумкин. Бунда барча ҳолатларда унинг мувозанатланган ва динамик фаолият кўрсатиши таъминланмайди. Шу муносабат билан корхоналар менежменти доимий такомиллашадиган интеграцияланган туридан фойдаланиш объектив зарурати вужудга келади.

Корхона фундаментал қийматини бошқариш қуйидагиларни такомиллаштиришни ўз ичига олиши лозим:

- ▶ корхонанинг қийматга оид баҳосини шакллантирадиган омилларни ҳисобга олиш ва таҳлил қилиш усуллари;
- ▶ корхонанинг ишлаб чиқариш самарадорлигини ошириш захираларини излаб топиш ва улардан фойдаланиш бўйича фаолияти;

¹ Н.И.Неделькина. Рыночная стоимость: критерий эффективности предприятия. Экономическая газета «Биржа», №103 от 4 сентября 2012 г.

- ▶ корхонани қайта структуралаш лойиҳалари ва самарали инновацион лойиҳаларни ишлаб чиқиш ва амалга ошириш бўйича фаолият;
- ▶ корхона қийматини жорий мониторингини ташкил қилиш ва амалга ошириш ҳамда корхона фундаментал қийматининг ўсиши тезлашувига бошқарув таъсирини кучайтириш.

Ўзбекистонда иқтисодийнинг реал секторига инвестициялар қўшимча жалб қилиш ва фойдаланиш самарадорлигини ошириш, республика фонд бозорининг ривожланишини фаоллаштириш ва жамиятнинг кенг қатламлари ишбилармонлик фаоллигини оширишнинг энг муҳим омили сифатида корхоналар қийматини бошқариш етарли даражада ривож топмаган. Корхона қийматини бошқариш назарияси ва амалиётида қатор масалалар ҳал этилмасдан қолиб кетмоқда.



3.14-расм. Корхона фундаментал қийматини бошқариш методологиясини такомиллаштириш йўналишлари.¹

¹ Тадқиқот натижалари асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

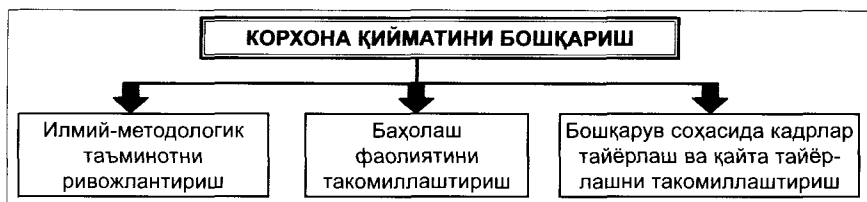
Республикада корхоналар қийматини бошқаришнинг ривожланиши кенг доирадаги масалалар ва муаммоларни тизимли ҳал қилишни қатъий талаб қилади.¹ Компания қийматини бошқариш методологияси ундан амалиётда самарали фойдаланишга имкон берадиган муайян алгоритмлар билан таъминлашга эҳтиёж сезади. Бу ишларнинг асосий йўналишлари умумлаштирилган кўринишда 3.14-расмда келтирилган.

Бунда шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, ушбу йўналишларни корхона ишлаб чиқариш-хўжалик фаолияти натижаларининг сифат жиҳатидан янги ички хўжалик ҳисоб ва таҳлил тизимини шакллантириш ва жорий қилишсиз, амалга ошириш кўзда тутилган инвестицион лойиҳалар ва корхонани қайта структуралаш лойиҳаларини диққат билан ва асосланган тарзда баҳолаш, тизимли мониторинг ишлаб чиқиш ва бажаришсиз амалга ошириб бўлмайди. Корхона менежерлари кўриш майдони доирасида бўлиши лозим бўлган масалалар доираси жиддий кенгаймоқда.

Хусусан, корхона қийматини бошқариш бўйича масалаларни ҳал қилиш мақсадида менежерлар мунтазам равишда амалга оширилаётган лойиҳалар (ҳар бири алоҳида) ва қайси вақт фурсатига нисбатан корхона ва унинг акциялари амалдаги бозор қийматига таъсир кўрсатишини баҳолашга мурожаат қилишлари лозим. Айнан шу баҳолар, фонд бозори котировкалари ўрнига мос келувчи инновацион ва қайта ташкил қилиш лойиҳаларини ривожлантириш ёки тўхтатиш бўйича бошқарув қарорларини белгилаб бериши лозим бўлади.

Албатта, бунда лойиҳаларнинг корхона жорий баҳолаш ва келажакдаги бозор қийматлари ўзгаришига таъсирини доимий мониторинг қилиш учун етарли даражада оддий ва фойдаланиш учун арзон бўлган усулларни қўллаш оқилона бўларди. Кўрсатилган қийматлар муайян рақамларига асослироқ баҳони эса юзага келадиган бозор шароитларидан келиб чиқиб амалга ошириш мақсадга мувофиқ. Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш ушбу фаолият йўналишининг институционал ва илмий-методологик таъминотини ривожлантириш ва такомиллаштириш зарурати билан

¹ Б.Ходиев, Б.Беркинов, А.Кравченко. Оценка бизнеса. – Т.: «Iqtisod-moliya», 2007.



3.15-расм. Корхона қийматини бошқаришнинг институционал ва илмий-методологик таъминоти асосий йўналишлари.¹

чамбарчас боғлиқ (3.15-расм). Бизнесни баҳолаш усулларининг ҳозирги ривожланиши айнан шу йўналишдан бормоқдаки, корхона қийматини бошқариш концепциясини менежментда қўллаш манфаатлардан келиб чиқадиган кўрсатилган талабларга мослашиб олиш лозим.

Корхоналар қийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш имкониятлари фақат Ўзбекистон иқтисодий тизимини ислоҳ қилиш, кўп укладли иқтисодиёт шакллантириш ва хўжалик юри-тишнинг бозор механизмларини ривожлантириш шароитларида юзага келди.² Бу имкониятларни амалга ошириш кенг доирадаги хўжалик юритувчи субъект ва бошқарув органларидан тадқиқотчилик фаолиятини талаб қилади.

УЧИНЧИ БОБ БЎЙИЧА ХУЛОСАЛАР

1. Корхонанинг бозор қиймати кўпроқ даражада ташки омиллар ва харидорлар гуруҳи (ташки инвесторлар) сўровлари билан белгиланади. Унинг самарадорлиги барча учун очик бўлган ахборотни объектив таҳлил қилиш ва қийматга оид меъёрий-ҳуқуқий базани такомиллашганлигига боғлиқ. Инвестицион қиймат эса, ёпик маълумот, ички омиллар ва муайян инвесторнинг яширин мақсадлари билан белгиланади.

2. Корхона қийматини баҳолашни амалга оширишда корхона фаолиятининг турли жиҳатларини ҳисобга олиш мақсадга мувофиқ, бу манфаатдор томонларни зарур ахборот билан максимал даражада кондиритишга имкон беради.

¹ Муаллиф изланишлари натижасида тузилган.

² Б.Б.Беркинов. Корпоративные структуры (основы создания и управления). – Т.: Изд. Нац. биб-ки Узбекистана им.А.Навои, 2005, 132-б.



3. Корхона фундаментал қийматидан самарали фойдаланадиган бошқарув тизимини ташкил қилиш лозим. Бунда фундаментал қиймат тушунчасига ички бизнес-жараёнлар хусусиятлари, диверсификация сиёсати, стейкхолдерлар билан алоқалар ва бошқалар каби кенгроқ доирадаги омиллар киритилади.

4. Корхона фундаментал қийматини самарали бошқаришда инновацион лойиҳаларни амалга ошириш учун бозорларда (меҳнат бозори, капитал бозори, фонд бозори ва ҳ.к.) фаолиятни кучайтиришни ва инвестицияларнинг корхона қийматига амалдаги таъсири устидан доимий мониторинг ташкил қилишни ўз ичига олиши лозим. Иккинчи вазифани бажариш учун энг умумий кўринишда товарлар ва хизматлар ишлаб чиқариш харажатларини пасайтириш, фойдалиликни ошириш йўллариини излаб топиш ва шу асосда тўланадиган дивидендлар ҳажмининг ўсишини таъминлаш бўйича корхона фаолиятини кучайтириш зарур.

5. Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишда молиявий масалалар бўйича ҳамкорлар билан кредиторлик ва дебиторлик қарзларини қисқартириш, ўз капитали ва қарз капиталини молиялаштиришнинг энг арзон усулларини танлаш ва бошқа молиявий масалалар бўйича ўзаро алоқаларга алоҳида эътибор қаратиш лозим.

6. Корхона фундаментал қийматини оширишнинг энг муҳим йўналиши сифатида ишлаб чиқариш таркибини ташкилий-хўжалик нуқтаи назаридан такомиллаштириш, улардан олинадиган самарани ошириш, моддий ва номоддий активларни қайта тақсимлашнинг турли усуллари билан чамбарчас боғлиқ.

7. Компанияда манфаатдор шахслар, жумладан, акциядорлар фаровонлигининг ўсиши компания қийматининг ўсиши билан белгиланади. Бу доирада биз камида 3 йил давом этадиган, анча узоқ муддатли жараён саналган қийматни бошқариш тизими жорий қилиш мақсадга мувофиқ. Жумладан, корхона фундаментал қийматини баҳолаш кўрсаткичларини тизимлаштириш ва ҳисоблаш услубиётини ишлаб чиқиш, корхона фундаментал қийматини баҳолаш, фундаментал қийматини ошириш омилларини таҳлил қилиш, маълумотларни қайта ишлаш ва умумлаштириш, бошқариш қарорларини ишлаб чиқиш ва даврий баҳолаш ҳамда фундаментал қийматни бошқариш нуқтаи назаридан ҳисобот тайёрлаш.

8. Корхона фундаментал қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишда қийматни ўзгаришини жорий мониторинг қилишни ташкил қилиш ва амалга ошириш ҳамда ушбу ўзгаришларнинг объектив сабабларини аниқлашни талаб қилади. Корхона фундаментал қийматини бошқариш концепциясига мувофиқ мониторинг ўтказиш уч йўналишда амалга оширилиши лозим. Дастлабки икки йўналиш мунтазам таҳлилни, яъни амалга оширилаётган лойиҳалар бўйича харид қилинган ёки активларнинг қолдиқ баланс қиймати ва бозор қийматини таҳлил қилишни; пул оқимлари бўйича бизнес-режалар, рентабеллик меъёри ва у бўйича аниқлаштирилаётган даромадни ҳисобга олган ҳолда доимий қайта ҳисоблаб чиқилаётган таҳлилларни кўзда тутди. Учинчи йўналиш баланс ҳисоботлари бўйича ҳисоблаб чиқиш имкони бўлмаган муайян муддатдаги молиявий кўрсаткичлар ўзгаришини кузатишга асосланади.

9. Корхона фундаментал қийматини баҳолаш учун тўлиқ ахборот зарур. Қийматда корхона фаолиятининг узоқ муддатли истиқболлари ҳисобга олиниши лозим, чунки унинг қийматини бошқариш концепциясининг асосини истиқболда корхонага даромад келтирадиган пул оқимларини прогноз қилиш ташкил қилади. Бошқа кўрсаткичлардан фарқли равишда, қиймат узоқ муддатли кўрсаткич ҳисобланмайди. Биринчи ўринга қисқа муддатли кўрсаткичларни (акцияга олинадиган фойда, ўз капитали рентабеллиги) қўйиш ва келажакда унинг молиявий ночорлигига олиб келиши мумкин.

10. Корхона фундаментал қийматининг келажакда ўсиши унинг акциялари қийматига ижобий таъсир кўрсатади, бундан эса ушбу вазиятда спекулятив капитал олиш учун қўшимча имкониятлар вужудга келадиган қисқа муддатли инвесторлар манфаатдор бўлади. Келажакда корхона фундаментал қиймати ўсишидан курслар ўртасидаги фарқдан олинадиган даромад корхона ўз акцияларини фонд бозорида жойлаштириш ва унинг акциялари бозор қиймати прогнозлари тасдиқланганидан кейингина ўринга эга бўлиши мумкин.

11. Корхона фундаментал қийматини ошириш бўйича менежмент биринчидан, акциялар қийматининг ўсиши натижасида корхона чора-тадбирлари даромад билан корхона ёки унинг улуши эгаларини фаровонлигини таъминлаш; иккинчидан, транзакцион



харажатларсиз сотиб юбориш мумкин бўладиган акциялар талаб қилинган минимал ликвидлик даражаси кўрсатилган вақтга келиб таъминланиши каби вазифаларни бажариши лозим.

12. Фундаментал қийматни бошқариш жараёнини яратиш ва жорий қилиш асосий қиймат омилларини аниқлашга, уларга таъсир этиш мумкин бўлган ва уларга нисбатан корхона қиймати сезувчанлиги максимал бўлган омилларни танлаб олишга асосланади.

13. Корхона фундаментал қийматини бошқариш қуйидагиларни такомиллаштиришни ўз ичига олиши лозим: корxonанинг қийматга оид баҳосини шакллантирадиган омилларни ҳисобга олиш ва таҳлил қилиш усуллари; корxonанинг ишлаб чиқариш самарадорлигини ошириш захираларини излаб топиш ва улардан фойдаланиш бўйича фаолияти; корxonани қайта структуралаш лойиҳалари ва самарали инновацион лойиҳаларни ишлаб чиқиш ва амалга ошириш бўйича фаолият; корхона қийматини жорий мониторингини ташкил қилиш ва амалга ошириш ҳамда корхона фундаментал қийматининг ўсиши тезлашувига бошқарув таъсирини кучайтириш.

14. Таҳлиллар натижасида аниқландики, корхона фундаментал қийматини бошқариш қуйидагиларни такомиллаштиришни ўз ичига олиши лозим экан:

- корxonаларнинг қиймат баҳосини шакллантирадиган омилларни таҳлил қилиш ва ҳисобга олиш усуллари;
- ишлаб чиқариш самарадорлигини ошириш захираларини аниқлаш ва фойдаланиш бўйича корxonалар фаолияти;
- самарали инновацион лойиҳалар ва корxonаларни қайта структуралаш лойиҳаларини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш бўйича фаолият;
- корхона қиймати жорий мониторингини ташкил қилиш ва амалга ошириш ҳамда корxonалар фундаментал қиймати ўсишининг тезлашувига бошқарув таъсирини кучайтириш.



**КОРХОНА ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТИНИ
БОШҚАРИШНИНГ САМАРАЛИ
ИНСТРУМЕНТИ СИФАТИДА ПУЛ
ОҚИМЛАРИНИ ПРОГНОЗЛАШ**

**4.1. РЕНТАБЕЛЛИК КЎРСАТКИЧЛАРИ ВА
УЛАРНИНГ КОРХОНА ПУЛ ОҚИМИГА
ТАЪСИРИНИ БАҲОЛАШ**

Маълумки, хўжалик юритишнинг якуний натижалари – фойда – рентабеллик кўрсаткичларини бирламчи қиймат омилларидан кўра тўлароқ тавсифлайди, чунки нақд ва фойдаланилган ресурслар билан самара нисбатини кўрсатади.

Рентабеллик баҳолашнинг натижавий кўрсаткичи бўлиб, у корхонада мавжуд ресурслардан фойдаланиш самарадорлигини тавсифлайди, бизнес юритиш самарадорлигини ва фаолият ҳажмининг ўсишини (пасайишини) акс эттиради.

Ушбу кўрсаткич корхона унинг тасарруфида бўлган иқтисодий, табиий, пул ва меҳнат ресурсларидан қанчалик самарали фойдаланишини кўрсатади. У маҳсулот ишлаб чиқариш ва уни сотиш харажатларини коплаш учун тайёр маҳсулот сотишдан қанча тушум олиш кераклигини кўрсатади. Барча ишлаб чиқариш харажатларидан кейин фойда қолган тақдирда корхона рентабелли ҳисобланади.

Корхона рентабеллик даражасини кўтарилиши унинг барча тармоқлари ва корхоналари сотилган маҳсулот ҳажмини оширишга, ишлаб чиқариш учун сарфланаётган харажатларни камайтиришга, ишлаб чиқарилган маҳсулот сифатини оширишга қаратилган тадбирларни амалга ошириш заруриятига олиб келади.

Фойдани максималлаштириш рентабелликни оширишни билдиради ва бунга қуйидаги йўллар билан эришиш мумкин:

- ▶ ишлаб чиқаришни реструктуризациялаш ёки диверсификациялаш;



- ▶ ресурсларни тежаб – тергаб ишлатиш;
- ▶ капитал таркибини такомиллаштириш;
- ▶ меҳнат мотивациясини кучайтириш.

Рентабеллик кўрсаткичлари сифатида қуйидаги коэффициентлардан фойдаланиш мумкин:

- Сотиш рентабеллиги (*ROS*),
- Активлар рентабеллиги (*ROA*),
- Ўз капитали рентабеллиги (*ROE*),
- Харажатлар рентабеллиги (*ROCS*),
- Айланмадан ташқари активлар рентабеллиги (*RFA*),
- Айланма активлар рентабеллиги (*RCA*),
- Инвестициялар рентабеллиги (*ROI*).

Ушбу кўрсаткичлар орқали тадқиқот объекти ҳисобланган «*Электрқийшлоққурилиш*» АЖнинг рентабеллигини 2013–2018 йилларда таҳлил қилдик ва 2019–2022 йилларда прогноз кўрсаткичларини ишлаб чиқдик.

1. Сотиш рентабеллиги (*Return On Sales, Net Profit Margin, ROS*) ишлаб топилган ҳар бир сўмда фойда улушини кўрсатади ва қуйидагича топилади:

$$ROS = (\text{соф фойда} : \text{барча сотишлардаги тушум}) * 100\%,$$

Сотиш рентабеллиги кўрсаткичи корхона асосий маҳсулот сотувини тавсифлайди ҳамда сотувларда таннарх улушини баҳолашга имкон беради.

Сотиш рентабеллиги корхона нарх сиёсати ва унинг харажатларни назорат қилиш қобиляти индикатори ҳисобланади.

Кўрсаткич манфий бўлмаслиги ва айна дамдаги инфляция даражасига мос келиши лозим.

Кўрсаткич норматив қийматга эга эмас. Бошқа кўплаб кўрсаткичлар каби, худди шу сегментда ишлаётган рақобатчилар билан қийматни таққослаш зарур. Кўрсаткич қиймати 1 дан катта бўлиши мақсадга мувофиқ. Қиймат юқорилиги бозор ҳолатининг кучли эканлиги, корхона товари ёки хизмати қиммати юқори эканлиги ва яхши бошқарувдан далолат беради.

Агар сотиш рентабеллигини ўтган даврлар билан таққослаганда доимий пасаядиган бўлса, бу маҳсулотга (товар, хизматга) талабнинг пасайиши ёки рақобатчилар фаоллигининг ўсиш эҳтимолидан

дарак беради. Рентабелликни икки хил йўл билан ошириш мумкин: маҳсулот нарҳини ошириш (агар юзага келган бозор шароитларида бунинг имкони бўлса) ёки таннархи пасайтириш йўли билан. Маҳсулот таннарҳини арзонроқ хом ашё ва материаллар ҳисобига ва ишлаб чиқариш харажатларини оптималлаштириш асосида пасайтириш мумкин.

4.1 - жадвал

«Электрқишлоққурилиш» АЖнинг рентабеллик даражаси кўрсаткичлари,¹ фоизда

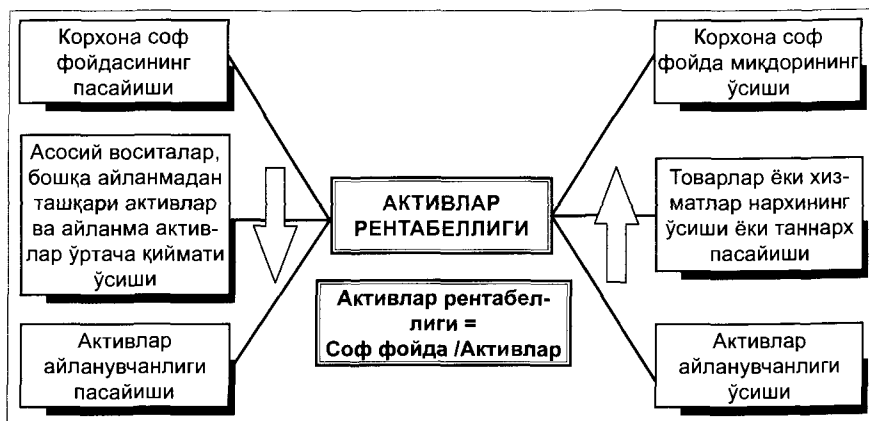
Кўрсаткичлар	Йиллар					
	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Сотиш рентабеллиги	11,4	8,8	14,1	7,6	5,4	12,1
Активлар рентабеллиги	22,5	15,0	16,4	6,9	4,7	21,8
Ўз капитали рентабеллиги	54,4	24,6	23,3	8,9	6,2	45,9
Харажатлар рентабеллиги	15,0	12,0	20,2	10,4	7,7	16,3
Айланмадан ташқари активлар рентабеллиги	215,3	104,4	93,3	46,6	29,3	183,7
Айланма активлар рентабеллиги	35,6	26,3	31,4	13,0	8,7	36,4
Инвестициялар рентабеллиги	54,4	32,2	31,0	12,7	8,9	49,9

4.1-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, «Электрқишлоққурилиш» АЖнинг ҳисобот даврида сотиш рентабеллиги коэффиценти турлича бўлган. Хусусан, 2017 йилда 5,4%ни ташкил қилган. 2016 йил билан таққослаганда сотиш рентабеллиги даражаси 2,2% пунктга пасайган (4.1-жадвал). Бу эса шундан далолат берадики, кўриб чиқилаётган ташкилот катта инвестициялар талаб қиладиган янги ва истикболли маҳсулот технологияларига ўтишни амалга оширади, шу сабабли рентабеллик кўрсаткичлари вақтинчалик пасайиши мумкин. Бироқ агар стратегия тўғри танланган бўлса, сарфланган харажатлар келгусида қопланади ва бу ҳолатда ҳисобот даврида рентабелликнинг пасайиши корхона фаолияти самарадорлиги пастлигини англамайди.

2. Активлар рентабеллиги (*Return on Assets, ROA*) корхона фаолияти самарадорлигини белгилаб берадиган молиявий кўрсаткич ҳисобланади ва қуйидагича топилади:

$$ROA = (\text{соф фойда} : \text{активлар}) * 100\%$$

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.



4.1-расм. Активлар рентабеллиги ва рентабеллик ўсиши ёки пасайишига олиб келадиган омиллар.¹

Бу кўрсаткични ҳисоб-китоб қилиш кўпинча ўхшаш тармоқлар корхоналарини таққослаш учун қўлланади.

Активлар структурасини оптималлаштириш уларнинг ҳажмини қисқартириш ва рентабелликни оширишга имкон беради, бунда ҳосил қилинадиган фойда ҳажми ортади ёки аввалги даражада қолаверади. Активлар рентабеллиги мутлақ барча ички ва ташқи омиллар таъсири остида шаклланишини ҳисобга олиб, кўрсаткични ошириш захиралари корхона фаолиятининг барча соҳаларида бўлиши мумкин. Умумий яқунда, харажатларни пасайтириш ва даромадларни ошириш йўналишида ишлаш зарур.

«Электрқишлоққурилиш» АЖда активлар рентабеллиги даражаси 2016 ва 2017 йилларда ўтган йилга нисбатан кескин пасайган, яъни 2016 йилда 6,9% ни ташкил қилган ҳолда 2015 йилга нисбатан 9,5 фоизли пунктга пасайган, 2017 йилда эса 2016 йилга нисбатан 2,2 фоизли пунктга пасайган ҳолда 4,7 фоизни ташкил қилган (4.1-жадвал). Таъкидлаш жоизки, активлар рентабеллиги корхона ишлаётган тармоққа кучли боғлиқ бўлади. Капитал сиғими катта бўлган тармоқлар (масалан, бизнинг ҳолатда – электр энергетикаси) учун бу кўрсаткич паст бўлади.

3. Ўз капитали рентабеллиги (*Return on equity, ROE*) – корхонанинг ўз капитали билан таққослаганда соф фойда кўрсаткичи ҳисобланади ва қуйидагича топилади:

¹ Муаллиф томонидан тузилган.

$$ROE = (\text{Соф фойда} : \text{хусусий капитал}) * 100\%$$

Бу ҳар қандай инвестор, бизнес эгаси учун самаранинг энг муҳим молиявий кўрсаткичи бўлиб, капиталдан қанчалик самарали фойдаланилганини кўрсатади. Ўхшаш кўрсаткич – активлар рентабеллигидан фарқли равишда, ушбу кўрсаткич ташкилотнинг жами капитали (ёки активи) эмас, балки корхона мулкдорларига тегишли бўлган қисмидан фойдаланиш самарадорлигини тавсифлайди.

Ўз капитали рентабеллиги қанчалик юқори бўлса, ижобий ҳолат ҳисобланади.

Амалиёт шуни кўрсатадики, фақат ўз капитали рентабеллик кўрсаткичидан келиб чиқиб, корхоналарни таққослаш ва бошқариш мумкин эмас, чунки ROE компаниянинг ўтмишдаги натижаларини кўрсатади, лекин унинг рискларини эмас.

4.1-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, «Электрқишлоққурилиш» АЖда ўз капитали рентабеллик даражаси 2013 йил 54,4% ни ташкил қилган бўлса, 2018 йилда 2013 йилга nisбатан камайган ҳолда 45,9% ни ташкил қилган.

4. Харажатлар рентабеллиги (*Return on Cost of Sales – ROCS*) – маҳсулот ишлаб чиқариш ва сотишга сарфланган ҳар бир сўмдан корхона қанча фойда олишини кўрсатади ва қуйидагича топилади:

$$ROCS = (\text{Соф фойда} : \text{Сотилган товарлар тўлиқ таннархи}) * 100\%$$

Ушбу кўрсаткични умумий корхона бўйича ҳам, унинг алоҳида бўлинмалари ёки маҳсулот турлари бўйича ҳам ҳисоблаб чиқилиши мумкин. Таъкидлаш жоизки, ушбу рентабеллик кўрсаткичи норматив чекловларга эга эмас. Бу ҳар бир ташкилотнинг ўзига хослиги билан боғлиқ.

Кўрсаткичга қуйидаги омиллар таъсир қилиши мумкин: сотиладиган товарлар ва ёки хизматлар структураси (рентабелли маҳсулот ҳажмининг ўсиши рентабелликнинг ўсишига хизмат қилади); таннархнинг ортиши (самарадорликка тесқари пропорционал таъсир этади); нархлар ўсиши (бу туфайли даромадлилик даражаси ортиши рўй беради).

4.1-жадвал маълумотларининг кўрсатишича, «Электрқишлоққурилиш» АЖда 2013 йилда харажатлар рентабеллиги даражаси



15,0%ни ташкил қилган бўлса, 2016 ва 2017 йилларда кескин пасайган ҳолда мос равишда 10,4 ва 7,7%га тенг бўлган.

2015 ва 2018 йилларда ўтган йилга нисбатан харажатлар рентабеллиги ижобий бўлган. Бундай ҳолатда ташкилот ишлаб чиқаришга киритилган маблағлар ҳажми тобора кўпроқ фойда олишга хизмат қилаётганлигини кўрсатади. Корхона фаолияти муваффақиятли ҳисобланади.

Қолган барча таҳлил қилинаётган йилларда активлар рентабеллиги ва харажатлар рентабеллиги корхонада пасайган. Ўрганилаётган иккита кўрсаткичнинг синхрон равишда пасайиши шундан далолат берадики, корхонада инкироз аломатлари кузатила бошлаган ва ҳозирда бу ҳолатдан чиқиш бўйича шошилинич чоралар ишлаб чиқиш талаб этилади. Шунингдек, корхона фойдаси ва харажатларига алоҳида эътибор қаратиш зарур.

5. Айланма активлар рентабеллиги (*Return on Current Assets* – *RCA*) – корхонанинг фойдаланилаётган айланма воситаларга нисбатан етарли ҳажмда фойдани таъминлаш борасидаги имкониятларини кўрсатади ва куйидаги формула билан ҳисоблаб чиқилади:

$$RCA = (\text{соф фойда} : \text{жорий активлар}) * 100\%$$

Ушбу коэффициент қиймати қанчалик юқори бўлса, айланма воситалар шунчалик самарали фойдаланилади. Агар ҳисоб-китоб натижалари бўйича ушбу рентабеллик кўрсаткичи 0 дан катта бўлса, хулоса қилиш мумкинки, активлардан етарли даражада самарали фойдаланилмоқда ва корхона фойда олмақда. Мос равишда, у қанчалик юқори бўлса, корхона асосий воситаларидан фойдаланиш самарадорлиги ҳам шунчалик баланд бўлади. Манфий кўрсаткич – компаниянинг самарасиз молия ва иктисодий сиёсатидан ҳамда ишлаб чиқаришнинг нотўғри ташкил қилинганилигидан далолат беради.

Айланма активлар рентабеллиги 2013–2015 ва 2018 йилларда юқори эканлиги кўриниб турибди (4.1-жадвал). 2016–2017 йилларда кўрсаткич пасайиш тенденциясига эга бўлди. Бироқ, корхона ва фаолият кўрсатаётган тармоқ хусусиятларини ҳам ҳисобга олиш зарур, чунки саноатнинг турли йўналишларида капитал қўйилмалар ва ишлаб чиқариш циклининг айланиш узунлиги фарқ қилади.

6. Айланмадан ташқари активлар рентабеллиги (*Rate of Fixed Assets, RFA*) корхонанинг асосий воситаларга нисбатан етарли ҳажмда фойда олишни таъминлаш қобилиятини кўрсатади ва куйидагича топилади:

$$RFA = (\text{соф фойда} : \text{узоқ муддатли активлар}) * 100\%$$

Ушбу коэффициентнинг юқори эканлиги асосий воситалардан самарали фойдаланиш ва асосий капиталга янги инвестицияларнинг ўзини қоплаш муддат кичик эканлигидан далолат беради.

4.1-жадвал маълумотлари шуни кўрсатадики, таҳлил қилинаётган корхонанинг айланмадан ташқари активлар рентабеллиги сезиларли қийматга эга. 2013 йил ушбу кўрсаткич 215,3%ни ташкил қилган, лекин 2014–2017 йилларда кўрсаткич кескин пасайиш тенденциясига эга бўлган ҳолда 2017 йилга келиб 29,3%га, яъни 186% пунктгача тушиб кетган. Асосий воситалар ва номоддий активлар қийматида корхонада қўлланадиган амортизация ҳисоблаш усуллари жиддий таъсир кўрсатади.

7. Инвестициялар рентабеллиги (*Return On Investment, ROI*) – инвестиция қўйилмалари даромадлигини тавсифлайдиган кўрсаткич бўлиб, у куйидагича топилади:

$$ROI = \frac{\text{фойда} + (\text{сотув нархи} - \text{харид нархи})}{\text{харид нархи}} \cdot 100\%$$

бу ерда: *фойда* – активга эгалик қилиш вақтида олинган даромадлар; *харид нархи* – актив у бўйича харид қилинган нарх; *сотув нархи* – эгалик қилиш муддати тугагач, актив у бўйича сотилган (ёки сотилиши мумкин бўлган) нарх.

У бошланғич инвестициялардан қандай фойда олинганини кўрсатади, яъни олинган фойда ва бошланғич қўйилмалар миқдори ўртасидаги нисбатдир. ROI коэффициенти ва унинг даражаси компания муваффақиятли фаолиятининг асосий кўрсаткичлари ҳисобланмайди, чунки айрим тезкор оқимлар (масалан, қарз капитали молиявий қўйилмалари ва ҳ.к.) билан боғлиқ вазиятларни акс эттирмайди, лекин шунга қарамай, асосий тезкор айланма самарадорлиги етарли даражада яққол акс эттирилган. ROI қиймат 100%дан катта бўлганда лойиҳа фойдалилигини ёки қиймат 100%дан кичик бўлганда корхонанинг зарар кўришини фоиз нисбатида акс эттиради.



4.1-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, инвестиция рентабеллик даражаси «Электрқишлоққурилиш» АЖда 2013 йил 54,4%ни ташкил қилди. Бирок, 2014–2017 йилларда ушбу кўрсаткичда камайиш тенденцияси ҳосил бўлган.

Юқоридаги таҳлиллардан хулоса қилиш мумкинки, барча рентабеллик кўрсаткичларида 2014, 2016 ва 2017 йилларда ўтган йилга нисбатан пасайиш кузатилган. Бу ҳолат корхонада мутлак молиявий кўрсаткичларнинг пасайишида рўй берган. Демак, таҳлил қилинаётган йилларда корхонада мавжуд ҳажмдаги ресурслардан фойдаланган ҳолда оладиган фойда билан такқослаганда кўпроқ фойда келтиришга қодир.

2020–2022 йилларда «Электрқишлоққурилиш» АЖ рентабеллик даражаси кўрсаткичлари прогнози. Корхона қийматини аниқлашда асосий коэффицентлар прогнозига алоҳида эътибор қаратилади. Шу сабабли, юқорида таҳлил қилинган рентабеллик кўрсаткичларини 2020–2022 йилларда ўзгаришларини прогноз қиламиз.

2020 йил прогнозига кўра, сотиш рентабеллиги даражаси кўрсаткичи 16,1%ни ташкил қилади. Лекин, 2022 йилга келиб, ушбу кўрсаткич 10,1%ни ташкил қилади. Яъни, 2019 йилга нисбатан кўрсаткичнинг манфий томонга оғиши (–) 2,8%ни ташкил қилади (4.2-жадвал).

4.2-жадвал

«Электрқишлоққурилиш» АЖнинг 2020–2022 йилларда рентабеллик даражаси прогнози, (%)

Кўрсаткичлар	Й и л л а р			
	2019 (ҳақиқатда)	2020	2021	2022
Сотишлар рентабеллиги	12,9	16,1	10,5	10,1
Ўз капитали рентабеллиги	36,6	44,7	45,5	53,1
Айланмадан ташқари активлар рентабеллиги	149,0	177,8	186,1	208,2
Инвестициялар рентабеллиги	45,0	51,3	47,2	54,4
Активларнинг рентабеллиги	21,1	24,1	19,9	22,3
Харажатларнинг рентабеллиги	17,7	22,4	13,6	13,3
Айланма активларнинг рентабеллиги	37,3	42,7	31,9	35,2

2020 йилдан 2022 йилгача бўлган даврда активлар рентабеллиги кўрсаткичи сезиларсиз, 24,1% дан 22,3% гача ёки (–)1,8% пасаяди. Бирок, активлар рентабеллиги кўрсаткичининг прогноз қийматлари прогноз қилинаётган йиллар давомида барқарор

тенденцияси кузатилмайди. Прогноз қилинадиган кўрсаткичларнинг сакрашсимон пасайиши ва кўтарилиши ўринга эга бўлади.

Ўз капитали рентабеллиги 2020 йилдан 2022 йилгача бўлган даврда барқарор ўсиш тенденциясига эга.

Статистика маълумотларига кўра, АҚШ ва Буюк Британия корхоналарида ўз капитали рентабеллиги ўртача тахминан 10–12%ни ташкил қилади. Ривожланаётган мамлакатлар, жумладан, Ўзбекистон учун ушбу кўрсаткич бу қийматлардан юқори бўлиши керак ва биз буни кузатмоқдамиз.

Хулоса қилиб шуни айтиб ўтиш мумкинки, рентабеллик кўрсаткичларини бошқариш учун улар қайси омиллар таъсири остида ўзгаришини тушуниш лозим.

1. Сотиш рентабеллигининг ўсиши – эҳтимолий сабаблар – сотилаётган товарлар структурасининг ўзгариши ёки сотиш ҳажмининг ўсиши.

2. Харажатларнинг пасайиш суръати сотувдан олинадиган тушумнинг пасайиш суръатидан юқори – эҳтимолий сабаблар – молиялаштириш (товар, хизматлар) нархининг ўсиши ёки сотув ассортимент структурасининг ўзгариши.

3. Сотувдан олинадиган тушум харажатлар пасайганда ортади – эҳтимолий сабаблар – нархнинг ўсиши, харажатлар структураси ёки сотилаётган товарлар ассортиментининг ўзгариши.

4. Харажатлар ўсиши сотувдан олинадиган тушумнинг ўсиш суръатидан юқори – сабаблар – инфляция, нархларнинг пасайиши, сотилаётган товарлар ассортиментининг ўзгариши, харажатлар ортиши.

5. Харажатлар ўсади, тушум эса пасаяди – сабаблар – нархлар пасайиши, харажатлар структурасининг ўзгариши.

Корхона зарар кўрмасдан ишлаши учун бутун товарлар структураси бўйича рентабеллик даражаси устидан мониторинг амалга ошириш ҳамда ички ва ташқи омилларнинг фойдага таъсирини таҳлил қилиш зарур. Активларнинг иктисодий рентабеллиги – корхона асосий фаолияти самарадорлигининг энг муҳим кўрсаткичидир.

Танланган кўрсаткичларни баҳолаб, айтиш мумкинки, ўз капитали рентабеллигининг пасайиши икки омилни – маржа (сотиш рентабеллиги) пасайиши ва активлар айланувчанлиги пасайишини белгилаб берди, оқибатда бозор фаоллиги ва операцион



фаолликнинг пасайиши молиявий фаоллик ортиши билан қисман копланиши рўй берди.

Прогноз ҳисоб-китоблари қўйилган мақсадларга эришилишини назорат қилиш ва корxonанинг келажакдаги иқтисодий ҳолати ўзгаришини баҳолаш учун энг муҳим иқтисодий ва молиявий кўрсаткичлар қийматини аниқлаш зарур.

Компаниянинг асосий мақсади – қийматни максималлаштириш эканлиги сабабли асосий кўрсаткичлар қаторида уларнинг қийматлари компания қийматини пасайтирадиган ёки аксинча, яратадиган кўрсаткичларни аниқлаш имконини берадиган рентабеллик кўрсаткичлари, бизнес қийматининг бирламчи омилларини қайд этиш мумкин.

Корхона зиён кўрмасдан ишлаши учун бутун товарлар структураси бўйича рентабеллик даражаси устидан мониторинг амалга ошириш ҳамда ички ва ташқи омилларнинг фойдага таъсирини таҳлил қилиш зарур. Активларнинг иқтисодий рентабеллиги – корхона асосий фаолияти самарадорлигининг энг муҳим кўрсаткичидир.

Олинган кўрсаткичларни баҳолаб, айтиш мумкинки, ўз капитали рентабеллигининг пасайиши икки омилни – маржа (сотув рентабеллиги) пасайиши ва активлар айланувчанлиги пасайишини белгилаб берди, оқибатда бозор фаоллиги ва операцион фаолликнинг пасайиши молиявий фаоллик ортиши билан қисман копланиши рўй берди.

Прогноз ҳисоб-китоблари қўйилган мақсадларга эришилишини назорат қилиш ва корxonанинг келажакдаги иқтисодий ҳолати ўзгаришини баҳолаш учун энг муҳим иқтисодий ва молиявий кўрсаткичлар қийматини аниқлаш учун зарур. Компаниянинг асосий мақсади – қийматни максималлаштириш эканлиги сабабли асосий кўрсаткичлар қаторида уларнинг қийматлари компания қийматини пасайтирадиган ёки аксинча, яратадиган кўрсаткичларни аниқлаш имконини берадиган рентабеллик кўрсаткичлари, бизнес қийматининг бирламчи омилларини қайд этиш мумкин.

EXCEL электрон жадвалларида ишлаб чиқилган иқтисодий ва молиявий модель асосий бошланғич маълумотлар ўзгаришида амалга ошириладиган ҳамда компаниянинг ички ва ташқи муҳити ўзгаришига прогноз кўрсаткичлари сезувчанлигини кўрсатиши мумкин бўлган сценарийли ҳисоб-китобларни бажаришга имкон беради.

4.2. КОРХОНАНИНГ ЎЗ КАПИТАЛИ УЧУН ПУЛ ОҚИМИНИ АНИҚЛАШ МОДЕЛИ

Бозор томонидан эътироф этилган ва компаниянинг бир қисмини ёки тўлалигича сотиш орқали нақд пулга айлантириш мумкин бўлган қийматни яратиш, шунингдек, бизнеснинг қийматини максимал даражада ошириш учун стратегик бошқарув тизимини яратиш корхона молиявий бошқарувининг асосий вазифасига айланади. Айнан шу сабабли бугунги кунда корхона қийматини бошқариш концепциясида бизнес қийматини баҳолаш ва унинг ёрдамида олдинги ҳисоб-китоб босқичларида асослаб берилган қарорлар оқибатларини баҳолаш муҳим аҳамият касб этади. Чексиз бозор ҳаракатида бўладиган компаниялар объектив баҳоланиши лозим. Бизнеснинг реал бозор қийматини билган ҳолда унинг ривожланиш истиқболлари ҳақида хулоса чиқариш мумкин.

Баҳолаш объектлари қийматини даромадлар ёндашуви билан баҳолаш қуйидагиларни қўллаган ҳолда амалга оширилади: пул оқимларини дисконтлаш усули ва тўғридан-тўғри капиталлаштириш усули.

Дисконтлаш ташкилотнинг молиявий ҳолатини аниқ тасаввур қилишга имкон берадиган энг муҳим механизм ҳисобланади. Дисконтлашнинг маъноси шундаки, келажакдаги молиявий оқимларнинг жорий қиймати уларнинг номинал қийматидан жиддий фарқ қилиши мумкин. Пул қиймати назариясига кўра, турли вақт даврларида тўланадиган битта сумма иккита сабабга кўра турли қийматга эга бўлади: олмаслик rischi ва муқобил инвестициялаш имконияти туфайли.

Пул оқимларини дисконтлаш усули (ПОД усули) пул оқимлари барқарор бўлмаган ҳамда прогноздан олдинги ва прогноздан кейинги даврларда (давр охирида) ундан кутиладиган пул оқимлари жорий қийматлари йиғиндисини чиқариш йўли билан объект қийматини аниқлашга асосланадиган корхоналарни баҳолаш учун қўлланади.¹

¹ Ўзбекистон Республикаси Мулкни баҳолаш миллий стандарти асосида ишлаб чиқилган. «Хусусийлаштириш мақсадида мулк қийматини баҳолаш» 8-сон МБМС дан фойдаланиш бўйича услубий кўрсатма. Ўзбекистон Республикаси Мулкни баҳолаш миллий стандарти (8-сон МБМС) «Хусусийлаштириш мақсадида мулк қийматини баҳолаш»ни тасдиқлаш ҳақида Ўзбекистон Республикаси давлат Мул-

Асосий фаолиятдан пул оқимлари бу пул оқимлари рискени акс эттирадиган ставка бўйича дисконтланади, бу сифатда ўртача ўлчанган капитал қиймати қабул қилинади.

Корхонани (акциялар пакети, улуш, пай) ПОД усули билан баҳолаш асосий алгоритми қуйидагича:

1) Пул оқими моделини танлаш. Бизнесни баҳолашда пул оқими иккита моделдан бири қўлланади: а) ўз капитали учун пул оқими; б) жами инвестиция қилинган капитал учун пул оқими (қарзсиз пул оқими ёки, инглизча, FCFF – free cash flow to firm). Агар компания мунтазам равишда ва сезиларли миқдорда узок муддатли қарз маблағларини жалб қиладиган бўлса, пул оқимини ҳисоб-жами инвестиция қилинган капитал учун китоб қилиш мақсадга мувофиқ. Агар компания асосан ўзининг капитали ҳисобига ишлайдиган бўлса, пул оқими ҳам ўз капитали учун ҳисоблаб чиқилади.

2) Прогноз даври узунлигини асослаб бериш. Прогноз даври узунлиги компания пул оқимини прогноз қилишнинг етарли даражада аниқлик ва деталлаштириш имконияти билан белгиланади. Тахмин қилинадики, башорат даври яқунлангач, компания қуйидаги аломатлар билан тавсифланадиган барқарор ҳолатга эришади:¹ компания илгари инвестиция қилинган ва янги капитал доимий рентабеллигини қўллаб-қувватлайди ва домий ўсиш суръати билан ўсади.

3) Ялпи даромад, харажатлар ва инвестициялар ретроспектив таҳлили ва прогнози. Компаниянинг ялпи тушуми ва харажатларини прогноз қилишда иккита усул – йириклаштирилган ва деталли ёндашувдан фойдаланиш мумкин. Йириклаштирилган ёндашув ўтган йиллар учун ўсиш суръатини ҳисобга олган ҳолда тушумни прогноз қилишга асосланади. Харажатлар прогноз қийматларини ҳисоблаб чиқишда ушбу ёндашув ўзгарувчан харажатлар тушумнинг ўсишига мутаносиб равишда ортиб боришини кўзда тутати. Деталли ёндашув катта миқдордаги ахборотни ўр-

қини бошқариш давлат қўмитасининг 06.10.2009 йил № 01/19-18/20- сон қарорига (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2009 йил 28 октябрда 2025-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган) илова.

¹ Т.Коупленд, Т.Коллер, Дж.Муррин. Стоимость компаний – оценка и управление. 3-е изд., перераб. и доп.: Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2005. 569-б.

ганишга асосланади. Хусусан, ялпи тушумни ҳисоб-китоб қилиш учун ўтган йиллар учун сотилган маҳсулот ҳажми, маҳсулотнинг жорий ва прогноз нархлари ҳақида молиявий хавфсизликлар ҳамда мутахассисларнинг иқтисодий шароитлар ўзгариши борасидаги прогнозлари зарур. Харажатларни ҳисоб-китоб қилиш учун ушбу ёндашув харажатлар элементлари бўйича маҳсулот таннархини белгилаб беради.

4) Ҳар бир давр учун пул оқими ҳажмини ҳисоб-китоб қилиш. Пул оқимини ҳисоб-китоб қилишнинг иккита усули мавжуд. Биринчи усул бу – билвосита усул бўлиб, компания фаолияти йўналишлар бўйича пул маблағлари ҳаракатини таҳлил қилиш йўли билан амалга оширилади. Мазкур усул пул маблағлари ҳаракати бюджетни тузиш ва пул оқимини кейинги ҳисоблаб чиқишга асосланади. Иккинчи усул – бевосита усул, у харажатлар ва кирим моддалари бўйича пул маблағлари ҳаракатини таҳлил қилишга йўналтирилади, яъни компания бухгалтерия балансини кўриб чиқиш ва унинг асосида пул оқимини кейинги ҳисоблаб чиқишга асосланади.

5) Дисконт ставкасини аниқлаш. Дисконт ставкасини ҳисоб-китоб қилиш куйидаги омилларни ҳисобга олади: жалб қилинадиган капитал турли манбалари мавжудлиги, пул қийматининг вақт бўйича ўзгариши ва юзага келиши мумкин бўлган рисклар. Пул оқимининг қайси модели танлаб олинганлигидан келиб чиқиб, компания дисконт ставкасини белгилайди: ўз капитали пул оқими учун бу – кумулятив ставка модели ёки капитал активларни баҳолаш модели (CAPM), инвестиция қилинган капитал пул оқими учун бу – ўртача ўлчанган капитал қиймати модели (WACC).

6) Прогноздан кейинги даврда қиймат миқдорини ҳисоб-китоб қилиш (реверсия). Прогноздан кейинги давр бу – компания ҳаёт даврининг пул оқимлари ўсишининг барқарор суръати кутиладиган қолган қисми. Прогноздан кейинги даврда компания қийматини ҳисоб-китоб қилиш учун реверсия қиймати ҳисоблаб чиқилади. Реверсия – прогноз қилиш даври охирида корхонани қайта сотишдан олиш мумкин бўлган даромад. Компаниянинг келажақдаги ривожланиш истиқболлари қандай бўлишидан келиб чиқиб, реверсияни ҳисоб-китоб қилишнинг бир неча хил усуллари мавжуд: тугатиш қиймати бўйича ҳисоб-китоб қилиш усули,



соф активлар қиймати бўйича ҳисоб-китоб қилиш усули, тахмин қилинаётган сотиш усули ва Гордон модели.

7) Риверсия ва келажакдаги пул оқимлари жорий қийматлари йиғиндисини чиқариш ва якуний тузатишлар киритиши. Прогноз даври бошидаги қарз капиталини чиқариб ташлаган ҳолда прогноз даври ва прогноздан кейинги даврда қийматлар суммасини ҳисоб-китоб қилиш кўзда тутилади.

Ҳисоб-китоблар куйидаги формула бўйича амалга оширилади:

$$PV = \frac{CF_1}{1+DR} + \frac{CF_2}{(1+DR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+DR)^n} + \frac{FV}{(1+DR)^n} \quad (4.12)$$

PV – жорий қиймат;

CF – N -давр пул оқими;

FV – реверсия, прогноздан кейинги даврда корхонанинг қолдик қиймати;

DR – дисконтлаш ставкаси;

n – прогноз даврининг охириги йили.

Прогноз даврининг узунлигини аниқлаш корхонани ривожлантириш режаси, қиймат кўрсаткичлари динамикаси (тушум, таннарх, фойда, нарх ва б.), талабнинг ўзгариш тенденциялари, ишлаб чиқариш ва сотув ҳажмини ҳисобга олган ҳолда амалга оширилади.

Прогноз даврининг энг катта муддати ҳам белгиланиши мумкин. Агар корхона фаолиятини тўхтатиш учун объектив сабаблар бўлмаса, у аниқ бўлмаган тарзда узоқ фаолият кўрсатиши мумкин деб тахмин қилинади. Корхонанинг кейинги мавжудлик муддати икки қисмга бўлинади: пул оқимлари динамикаси прогноз қилинадиган прогноз даври ва пул оқими ўсишининг узоқ муддатли суръатлари ҳисобга олинadиган прогноздан кейинги давр.

Бошқарув мақсадларида корхона қийматини аниқлаш билан боғлиқ кўрсаткичлар ҳисоб-китоби. «Электрқишлоққурилиш» АЖ қийматини аниқлаш мақсадида бу жараённинг бошланғич босқичида прогноз қилинаётган 2020–2022 йиллар даври учун ўз капитали пул оқимини аниқлаб оламиз. Ҳисоб-китоблар учун бошланғич йил деб 2018 йил учун пул оқимлари, фойда ва зарар ҳақида ҳисобот, баланс кўрсаткичлари ва улар асосида ҳисоблаб чиқилган прогноз маълумотлари (2.2 ва 2.4-жадваллар) олинади.

«Электрқишлоққурилиш» АЖ ўз капитали учун
пул оқими прогнози,¹ минг сўм.

Кўрсаткичлар	2018 й.	2019 й.	Прогноз қилинадиган давр		
			2020 й.	2021 й.	2022 й.
Маҳсулот (товарлар, иш ва хизматлар) сотишдан соф тушум	80733251	87864379	94391410	98879638	99650222
Маҳсулот таннархи	57924944	57714725	55923907	53253223	51384259
Давр харажатлари	18729311	18928740	18479297	17542593	16765090
Ўзининг айланма воситалари	27529754	30713153	33896552	37079951	40263350
Асосий фаолиятдан олинadиган бошқа даромadлар	2389700	2429369	2407984	2301674	2180357
Молиявий фаолиятдан олинadиган даромadлар (курслар ўртасидаги фарк)	993583	1002837	967574	911150	868804
Молиявий фаолият бўйича харажатлар	0	0	0	0	0
Ижарага беришдан олинadиган даромadлар	0	0	0	0	0
Ялли фойда	22808307	22981718	22366865	21210262	20245301
Солиқ тўлашгача бўлган фойда (баланс фойдаси)	7364621	7309402	7050719	6671653	6458606
Солиқлар	1172115	1145390	1100351	1046841	1029152
Ҳисобот даврида соф фойда	6192506	6164012	5950368	5624812	5429454
+/-					
+ Амортизация	12406963	14116118	15825273	17534428	19243583
– Капитал қўйилмалар	8525	18664	45852	73041	100229
+ Активларни сотиш	0	0	0	0	0
– Айланма воситалар ўсиши	4485257	3183399	3183399	3183399	3183399
+ Ўзининг айланма воситалари ортиқчаллиги	0	0	0	0	0
– Ўзининг айланма воситалари етишмаслиги	790813,8	822899	854983,2	887068,4	919153,6
Имтиёзли акциялар бўйича дивидендлар	0	0	0	0	0
+ Узоқ муддатли қарздорликнинг ўсиши	838850	928563	1018277	1107990	1197704
– Узоқ муддатли қарздорликнинг камайиши	0	0	0	0	0
= Ўз капитали учун пул оқими	14153723,2	17183731	18709683,8	20123721,6	21667959,4

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.



4.3-жадвалда бу ҳисоб-китоб кўрсаткичлари келтирилган. Ушбу кўрсаткичлар таҳлили ишнинг иккинчи бобида келтирилган.

Прогноз қилинаётган йил учун соф фойда қуйидаги тартибда аниқланади: даромад солиғи тўлашгача бўлган фойдадан даромад (фойда) солиғи ва бошқа солиқлар айириб ташланади. Шундай қилиб, соф фойда прогнозини ҳисоб-китоб қилиш кўрсатадики, унинг қиймати 2022 йилга келиб 5 429 454 минг сўмни ташкил қилади.

Корхонанинг ўз капитали учун пул оқимини ҳисоб-китоб қилиш 2020 йилдан 2022 йилгача бўлган давр учун амалга оширилади (4.3-жадвал).

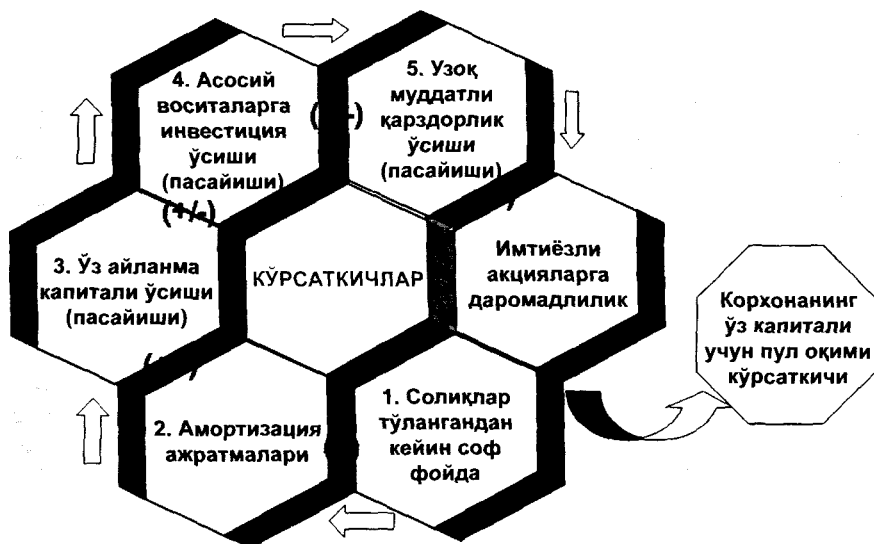
Ўз капиталига пул оқими корхонанинг ўз капитали билан ҳосил қилинади. Бунда ўз капитали амалдаги миқдори корхона бухгалтерия баланси пассивининг I бўлимида келтирилади – «Ўз маблағлари манбалари». Шу сабабли ўз капиталига пул оқимини дисконтлаш ўз капитали нуқтаи назаридан бизнес қийматини баҳолашга имкон беради.

Корхонанинг амалдаги пул оқимлари ҳар йили «Пул маблағлари ҳаракати ҳақида ҳисобот»да акс этади. Бирок, бизнесни баҳолаш учун прогноз даврининг ҳар бир йили бўйича келажақда кутилаётган пул оқимларини ҳисоблаб чиқиш зарур. Бунинг учун баҳоланаётган компаниянинг операцион, инвестицион ва молиявий фаолияти бўйича пул оқимларини прогноз қилишга асосланган «Нақд пул оқимлари ҳисоботи» нинг мантиғига асосан бевосита усул ишлатилиши мумкин.

Нақд пул оқимларини ҳисоблашнинг бевосита усули асосан таҳлил қилиш учун ишлатилади, бизнесни баҳолашда билвосита усул қўлланилади.

Билвосита усул фаолият йўналишлари бўйича пул маблағлари ҳаракатини таҳлил қилишга имкон беради. У мавжуд маблағларни инвестиция қилиш ва даромаддан фойдаланишни аниқ кўрсатиб беради. Ўз капитали учун пул оқимини аниқлаш модели 4.11-расмда келтирилган.

Билвосита усул билан ҳисоблаб чиқиладиган ўз капиталига пул оқими = давр (йил) учун соф фойда + давр учун ҳисобланган амортизация ажратмалари + давр учун узоқ муддатли қарздорлик ортиши – давр учун ўзининг айланма капитали ўсиши + ортиқча



4.2-расм. Корхонанинг ўз капитали пул оқимини аниқлаш модели.¹

айланма воситалар – давр учун капитал қўйилмалар – давр учун узоқ муддатли қарздорликнинг пасайиши.

4.4-жадвал маълумотларининг кўрсатишича, прогноз қилинаётган даврда соф пул оқимининг ўсиши кузатилган. Бу соф фойданинг ўсиши ва айланма воситалар кўпайиши ҳисобига рўй беради. Прогнозга кўра, 2019 йил пул оқими 17183731 минг сўмни ташкил қилган бўлса, прогнозга кўра, 2022 йилга бориб 21 667 959гача, яъни 4484228 минг сўм ўсади. Қиймат прогноз йилларида пул оқими кўрсаткичлари таркибий қисмлари қандай ўзгаришига боғлиқ. Шунинг учун, агар прогноз даврида (йил давомида) улар сезиларли даражада ўзгармаса, прогноз давридаги соф пул оқимидаги ўзгариш сезиларли даражада таъсир қилмайди.

¹ Ўзбекистон Республикаси Мулкни баҳолаш миллий стандарти асосида ишлаб чиқилган. «Хусусийлаштириш мақсадида мулк қийматини баҳолаш» 8-сон МБМС дан фойдаланиш бўйича услубий кўрсатма. Ўзбекистон Республикаси Мулкни баҳолаш миллий стандарти (8-сон МБМС) «Хусусийлаштириш мақсадида мулк қийматини баҳолаш»ни тасдиқлаш ҳақида Ўзбекистон Республикаси давлат Мулкни бошқариш давлат қўмитасининг 06.10.2009 йил № 01/19-18/20- сон қарорига (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2009 йил 28 октябрда 2025-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган) илова.

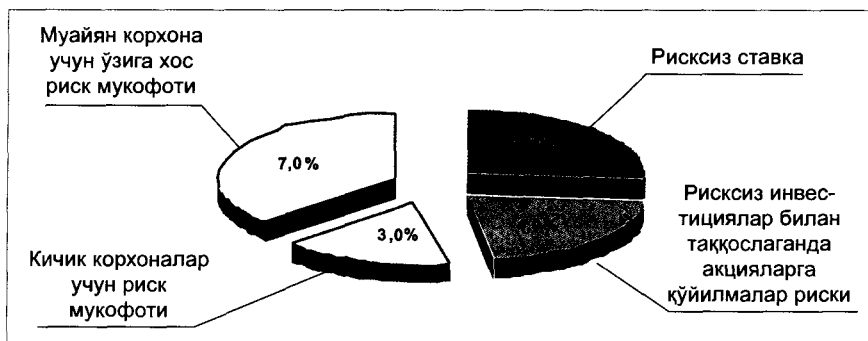


4.3. КОРХОНАНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТИНИ ПУЛ ОҚИМЛАРИНИ ДИСКОНТЛАШ УСУЛИ ОРҚАЛИ БОШҚАРИШ

Дисконтлаш ставкасини кумулятив тузилиш усули бўйича аниқлаш. Дисконтлаш ставкасини кумулятив тузилиш усули – баҳолаш фаолиятининг ривожланиши жорий босқичида энг оммавий ҳисоб-китоб усули ҳисобланади. Кумулятив тузилиш усулининг моҳияти – кўпинча экспертлар йўли билан аниқланадиган рисклар йиғиндисини чиқаришдан иборат. Баҳолашнинг ишончлилиги – баҳолаш фаолиятидаги энг муҳим тушунча бўлиб, бу ҳолда у бошланғич маълумотларнинг ишончлилигига эмас, балки эксперт-баҳоловчининг профессионаллиги ва мустақиллигига боғлиқ. Кўпгина ҳолларда, дисконтлаш ставкасининг кумулятив тузилиш усули мижознинг иш билан таъминланаётганда баҳолаш натижаларига маълум талаблар бажарилишини талаб қилган пайтларда қўлланади, чунки бу усул билан ҳисоблаб чиқилган дисконтлаш ставкаси рисксиз ставканинг соф қийматидан (масалан, 7%) барча омиллар бўйича максимал риск даражасига қадар (юқорида кўрсатилган рисксиз ставка бўйича – 42%) бўлган доирада турли вариантларда бўлиши мумкин. Бу мижознинг истагига кўра, даромадли ёндашув доирасида олинган қиймати бир неча марта ўзгартиришга имкон беради.

Дисконтлаш жараёнидаги асосий фурсат муайян дисконт меъёрини белгилаш ҳисобланади. Иқтисодий нуқтаи назардан, дисконт ставкаси (дисконтлаш ставкаси) – ташкилотда ушбу маблағлари бўлганида олиниши мумкин бўлган даромадлилик даражаси ҳисобланади. Дисконт меъёри ёрдамида инвестор келажакда кўзда тутилган миқдорга пулни олиш ҳуқуқини қўлга киритиш учун бугунги кунда тўлаши керак бўлган миқдорни аниқлаш мумкин. Дисконт меъёри пулни эртароқ олишда (ёки кечроқ сарфлашда) пул нисбий қийматининг ўсиш суръатини акс эттирадиган ўзига хос иқтисодий норматив ролини ўйнайди.

Амалда барча вазиятларга нисбатан қўллаш мумкин бўлган асосий дисконтлаш коидалари қуйидагича: агар пулнинг вақт қиймати жиддий бўлмаса, дисконтлаш одатда амалга оширилмайди. Дисконтлашда ҳосил бўладиган фоиз қисми бир текисда эмас, балки самарали фоиз ставкаси бўйича ҳисобланади.



4.3-расм. «Электрқишлоққурилиш» АЖ учун риск мукофотлари турлари буйича ва рисксиз ставка буйича дисконт ставкаси.¹

Риск учун мукофотлар ва уларнинг фоиздаги нисбатини аниқлаймиз (4.3-расм). Шундай қилиб, рисксиз фоиз ставкаси 5%, рисксиз инвестициялар билан таққослаганда акцияга қўйилмалар учун риск мукофот 4%, кичик кўрсаткичлар учун риск мукофоти 3% деб танлаб олинган. Шунингдек, риск мукофотининг максимал улуши маълум бир корхонага хос бўлган риск учун белгиланади, бу эса 7% ни ташкил этди.

Юқорида келтирилган кўрсаткичлар ва уларнинг фоизлари йиғиндисини чиқариб, дисконт ставкасини 19% даражада белгилаймиз. Кутилаётган даромад ставкаси қуйидаги формула буйича баҳоланади:

$$r_c = R_f + RP_m + RP_s + R_{pu} \quad (4.14)$$

бу ерда R_f – рисксиз қимматли қоғоз учун даромад ставкаси; RP_m – акциялар rischi бозор мукофоти; RP_s – кичик компаниялар rischi бозор мукофоти; R_{pu} – муайян компания учун тизимли бўлмаган риск мукофоти.

Шунингдек, тизимли ва тизимсиз характерли рисклар учун фоиз ставкасини белгилаш зарур. Тизимли риск корхонанинг уларга таъсир эта олмайдиган ёки уларнинг олдини олишга қодир бўлмаган ташқи рискларини тавсифлайди.

Тизимли рисклар инфляция, иқтисодий пасайиш ёки кўтарилиш, фоиз ставкаларининг ошиши каби умумий характерли воқеалар таъсири остида пайдо бўлади. Бу ходисалар ҳар қандай фирма фао-

¹ Муаллиф томонидан «Электрқишлоққурилиш» АЖ учун тузилган.

лиятининг ҳолатига таъсир қилади ва шундай экан, инвестиция портфелини диверсификация қилиш (турли эмитентларнинг молиявий активлари тўшлами) орқали бартараф этилиши мумкин эмас. Шу муносабат билан, тизимли риск, шунингдек, «бозор rischi» ёки «диверсификация қилинмайдиган риск» деб аталади.

Тўққизта рисклар кузатувлари аниқланиб (4.4-жадвал), шундан утчаси динамик рисклар тоифаси сифатида аниқланган ва тизимли рисклар қаторига киритилган. Улар қуйидагилардан иборат: фоиздаги нисбати 4%ни ташкил қилган умумий иқтисодий вазиятнинг ёмонлашуви, рақобатбардош объектлар сонининг кўпайиши ва миллий ва маҳаллий конунчиликдаги ўзгаришлар, ҳар бир позицияда 6%дан.

Тизимсиз риск муайян фирманинг фаолияти, молиявий ҳолати билан боғлиқ бўлиб, унинг тижорат ва молиявий рисклари ҳам бегона эмас. Тизимсиз рискларнинг 6 та кузатуви аниқланди (4.5-жадвал). Уларнинг иккитаси статик риск тоифаси ҳисобланади. Бу табиий ва антропоген фавқулодда вазиятлар rischi (5%) ҳамда бинолар ва иншоотларнинг тез эскириш rischi (3%).

Тизимсиз рисклар тизимидаги кейинги рисклар тўрт хил турдан иборат бўлган динамик тоифа сифатида таърифланади (4.5-жадвал).

Бу қуйидаги рисклар: фоиздаги улуши 5% деб белгиланган таъминот бўйича тўловлар кечикиши; 4%га тенг бўлган самарасиз менежмент; 5%га тенг бўлган молиявий текширувлар; 3%га тенг бўлган ижара шартномаларини нотўғри расмийлаштириш.

Кузатувлар сони бўйича рискларнинг фоиздаги улуши йиғиндисини чиқариб, ўлчанган якуни аниқлаймиз. Шундай қилиб, биз 0,41 кўрсаткичга эга бўламиз. Кейин, ўлчанган якун кўрсаткичини кузатувлар сони йиғиндисини чиқаришдан олинган миқдорга кўпайтириб, объектга қўйилма киритиш rischiга тузатишни белгилаб оламиз. 4,6 фоиз кўрсаткичга эга бўламиз (4.4-жадвал).

Бошқарув мақсадларида корхона қийматини аниқлаш жараёнида ҳисоблаш зарур бўлган яна бир рисклар гуруҳи ҳам мавжуд. Аслини олганда, рискларнинг деярли барча турлари ва уларнинг фоиздаги таркиби аллақачон аниқланган. Учта таркибий қисм: кўчмас мулк, сегмент ва объектда риск учун устама аниқланади, холос (4.13-расм). Аниқланишича, рисксиз ставка 5%га тенг; лик-

«Электрқишлоққурилиш» АЖда тизимли ва тизимсиз
рисклар фоиздаги мазмунини аниқлаш.¹

№	Риск тури ва номи	Риск тоифаси	1 %	2 %	3 %	4 %	5 %	6 %	7 %	8 %	9 %	10 %
Тизимли риск												
1.	Умумий иқтисодий вазият ёмонлашуви	Динамик				1						
2.	Рақобатчи объектлар сони ортиши	Динамик						1				
3.	Миллий ёки маҳаллий қонунчилик ўзгариши	Динамик						1				
Тизимсиз риск												
4.	Таббий ва антропоген фавқулодда вазиятлар	Статик					1					
5.	Бино ва иншоотларнинг тез эскириши	Статик			1							
6.	Таъминот бўйича тўловларда кечикиш	Динамик					1					
7.	Самарасиз менежмент	Динамик				1						
8.	Молиявий йўқотишлар	Динамик					1					
9.	Ижара шартномасини нотўғри расмийлаштириш	Динамик			1							
	Кузатувлар СОНИ	9			2	2	3	2				
	Ўлчанган якун						0,41					
	СУММА						9,0					
	Объектга қўйилма rischi бўйича тузатиш киритиш, %						4,6%					

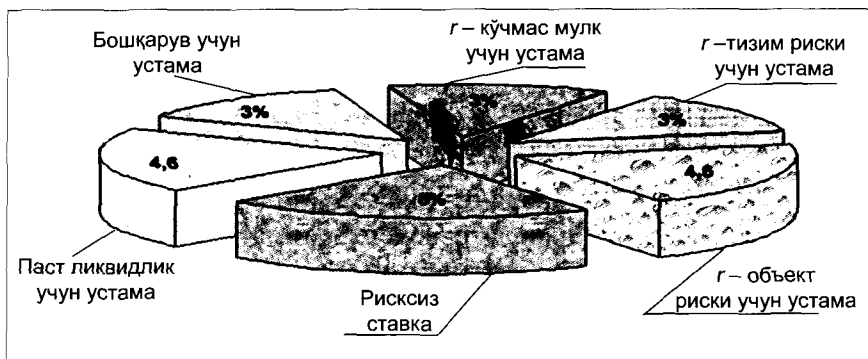
видликнинг пастлиги учун устама 4,6%; инвестицион бошқарув rischi учун устама 3%; биргаликда 10,6%ни ташкил қилган *r* кўчмас мулкка инвестициялар, *r* сегмент rischi, *r* объект rischi учун устама аниқланди (4.4-расм). Оқибатда 23,1%ни ташкил қиладиган Y_n га эга бўламиз.

«Электрқишлоққурилиш» АЖ ўз капитали учун пул оқими ҳисоблаб чиқилгани ва дисконт ставкаси аниқланганидан сўнг, прогноз қилинаётган 2019–2022 йилларга дисконт кўпайтирувчини ҳисоблаб чиқамиз. Дисконтлаш коэффициенти (дисконт кўпайтирувчи) куйидаги формула бўйича аниқланади:

$$KD = \frac{1}{(1+r)^t} \quad (4.15)$$

бу ерда: *r* – дисконт ставкаси; *t* – ҳисоб-китоб даври, йил.

¹ Муаллиф томонидан «Электрқишлоққурилиш» АЖ учун тузилган.



4.4-расм. «Электрқишлоққурилиш» АЖ учун асосий риск турларининг фоиздаги улушини танлаш.¹

«Электрқишлоққурилиш» АЖ қийматини аниқлаш жараёнида ҳисоблаб чиқиладиган навбатдаги кўрсаткич бу – **корхонанинг жорий қиймати** бўлиб, у ўз капитали учун пул қоими қийматини белгиланган прогноз даври учун олинган дисконт кўпайтирувчига кўпайтириш йўли билан аниқланади (4.5-жадвал). Хусусан, 2020 йил жорий қиймат – 11102326,4 минг сўмни; 2021 йил – 10035700,0 минг сўмни; 2022 йил – 9078875,0 минг сўмни ташкил қилади. Умуман олганда, 2019–2022 йиллар даврида корхонанинг жорий қиймати 24% ёки 2 814 498,6 минг сўмга пасаяди (4.5-жадвал).

«Электрқишлоққурилиш» АЖ фундаментал қийматини аниқлаш йўлида кейинги жараён 2020–2022 йиллар прогноз даври учун

4.5 - ж а д в а л

«Электрқишлоққурилиш» АЖ нинг жорий қийматини ҳисоблаш,² минг сўм.

Кўрсаткич	Прогноз қилинаётган давр			
	2019 й.	2020 й.	2021 й.	2022 й.
Ўз капитали учун пул қоими	17183731	18709684	20123722	21667959
Дисконт ставкаси	19%			
Дисконтли кўпайтувчи	0,7062	0,5934	0,4987	0,4190
Жорий қиймат	12135150,8	11102326,4	10035700,0	9078875,0

¹ Муаллиф томонидан «Электрқишлоққурилиш» АЖ учун тузилган.

² «Электрқишлоққурилиш» АЖ йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.

олинган жорий қийматни қўшиш йўли билан аниқланадиган корхона бутун жорий қийматини аниқлаш ҳисобланади.

Корхона реверсияси, жорий ва фундаментал қийматни ҳисоб-китоб қилиш

Реверсия – прогноз даври охирида капиталнинг қайтарилиши. Прогноздан кейинги даврда реверсия қийматини ҳисоб-китоб қилиш ўз капиталининг барча активлари структурасидан келиб чиқиб амалга оширилади. Корхона активлари (ўз капитали) асосан узоқ муддатли активлардан (асосий воситалар, капитал қўйилмалар, инвестициялар ва б.) иборат бўлган ҳолларда реверсия қиймати прогноздан кейинги давр санасида корхона соф активлари бозор қийматини дисконтлаш йўли билан ҳисоблаб чиқилади (4.6-жадвал).

Корхона активлари асосан жорий активлардан (пул маблағлари, тайёр маҳсулот, товарлар ва б.) иборат бўлган ҳолларда реверсия қиймати пул оқимининг узоқ муддатли ўсиш суръатларини ҳисобга оладиган капиталлашув ставкаси бўйича прогноздан кейинги биринчи йил пул оқимини капиталлаштириш йўли билан ҳисоблаб чиқилади.

Ҳисоб-китоблар Гордоннинг доимий ўсиш моделига мувофиқ қуйидаги формула бўйича амалга оширилади:

$$FV = CF_r : (DR - t) \quad (4.16)$$

бу ерда FV – прогноздан кейинги даврда кутилаётган қиймат (реверсия қиймати); CF_r – прогноздан кейинги (колдик) даврнинг биринчи йили учун пул оқими (охирги прогноз даври пул оқими $(1+t)$ га қўпайтирилади); DR – дисконтлаш ставкаси; t – прогноздан кейинги даврда пул оқими ўсишининг узоқ муддатли (шартли доимий) суръатлари.

Пул оқимларини дисконтлаш усули қўлланилганда, прогноздан кейинги даврда пул оқимларининг узоқ муддатли ўсиш суръатлари йиллик 2% га тенг бўлади.

Прогнозли даврда пул оқимларининг бугунги кундаги қийматини ҳисоблаш ва тузатишлар уларнинг кўрсаткичларини биржанинг жорий қийматининг тегишли коэффициенти (дисконтлаш омили) бўйича дисконтлаш йўли билан амалга оширилади. Пул оқимларини

Риверсия ва пул оқимлари жорий қийматини ҳисоб-китоб қилиш формулалари.¹

Кўрсаткич	1-прогноз йили	2-прогноз йили	1-прогноз йили	n-прогноз йили	Прогноздан кейинги давр
Пул оқими CF_i	CF_1	CF_2	CF_3	CF_n	CF_r
Прогноздан кейинги даврда кутилаётган қиймат (реверсия қиймати)	-	-	-	-	$FV=CF_r / (DR-t)$
Жорий қиймат коэффициенти DF	$DF_1=1 / (1+DR)^1$	$DF_2=1 / (1+DR)^2$	$DF_3=1 / (1+DR)^3$	$DF_n=1 / (1+DR)^n$	$DF_r=1 / (1+DR)^n$
Риверсия ва пул оқимлари жорий қиймати (PV_n)	$PV_1 = CF_1 * DF_1$	$PV_2 = CF_2 * DF_2$	$PV_3 = CF_3 * DF_3$	$PV_n = CF_n * DF_n$	$PV_r = FV * DF_n$

дисконтлаш усули қўлланилганда, компания прогноз даврида келадиган даврий пул оқимларининг жорий қийматларини ва келгусида прогноз даврда унинг жорий қийматини умумлаштириш зарур. Қайта кўриб чиқиш қиймати (охирги прогноз йил омили бўйича) дисконтланган бўлиши ва пул оқимларининг жорий қийматлари суммасига қўшилиши керак (4.7-жадвал).

«Электрқишлоққурилиш» АЖ риверсия ва пул оқимлари жорий қиймати ҳисоб-китоби,² минг сўм.

Кўрсаткич	Прогноз даври				Прогноздан кейинги давр
	2019 й.	2020 й.	2021 й.	2022 й.	
Ўз капитали учун пул оқими, CF_i	17183731	18709684	20123722	21667959	22101319
Прогноз даври охиридаги қиймат, FV	-	-	-	-	130007754
Жорий қиймат коэффициенти, DF	0,7062	0,5934	0,4987	0,4190	0,4190
Жорий қиймат	12135150,8	11102326,4	10035700,0	9078875,0	54473249

¹ Ўзбекистон Республикаси Мулкни баҳолаш миллий стандарти асосида ишлаб чиқилган. «Хусусийлаштириш мақсадида мулк қийматини баҳолаш» 8-сон МБМС дан фойдаланиш бўйича услубий кўрсатма. Ўзбекистон Республикаси Мулкни баҳолаш миллий стандарти (8-сон МБМС) «Хусусийлаштириш мақсадида мулк қийматини баҳолашни тасдиқлаш ҳақида Ўзбекистон Республикаси давлат Мулкни бошқариш давлат қўмитасининг 06.10.2009 йил № 01/19-18/20- сон қарорига (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2009 йил 28 октябрда 2025-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган) илова.

² «Электрқишлоққурилиш» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.

Шундай қилиб, прогноздан кейинги биринчи йил учун ўзининг капитали пул оқими ҳисоб-китоби қуйидагича бўлади:

$$CF_r = 21\,667\,959 * (1 + 0,02) = 22\,101\,319 \text{ минг сўм.}$$

Прогноздан кейинги биринчи йилда кутилаётган қиймат (реверсия қиймати): $22101319 / (0,19 - 0,02) = 130\,007\,754$ минг сўм.

Энди, жорий реверсия қийматини корхона риверсияси қийматини охирги прогноз даврида олинган дисконт кўпайтирувчи кўрсаткичига кўпайтириш йўли билан аниқлаймиз (2022 й.). Бошқача қилиб айтганда, реверсияни ҳисоб-китоб қилиш бирлик жорий қиймати (дисконтлар омили) мос келувчи коэффициенти бўйича кўрсаткичларни дисконтлаш йўли билан амалга оширилади.

«Электрқишлоққурилиш» АЖ учун риверсия жорий қиймати қуйидаги кўринишга эга бўлди:

$$PV_r = 130\,007\,754 * 0,4190 = 54\,473\,248 \text{ минг сўм}$$

Риверсия ва келажакдаги пул оқимларининг ҳозирги қиймати аниқлангандан сўнг, керак бўлганда охирги тузатишларни амалга оширилади. Уларнинг орасида иккитасини ажратиб кўрсатиш мумкин – фаолиятсиз активлар қийматининг ўзгариши ва айланма маблағлар қийматида тузатиш.

Шундай қилиб, пул оқимларини дисконтлаш усули билан қийматни ҳисоб-китоб қилишда ишлаб чиқариш ва фойда олишда иштирок этмайдиган корхона активлари қийматини (жумладан, консервациядаги) ҳисобга олиш зарур.

Дастлабки ўзгариш шу билан асосланадики, қийматни ҳисоб-китоб қилишда фақат биз ишлаб чиқариш билан шуғулланадиган, даромад келтирадиган, яъни пул оқими шаклланадиган корхонанинг активларини ҳисобга олгандик. Бироқ исталган корхонада ҳар қандай муайян вақтда ишлаб чиқаришга бевосита алоқадор бўлмаган активлар бўлиши мумкин. Агар шундай бўлса, унда уларнинг қиймати пул оқимига киритилмаган, аммо бу уларнинг ҳеч қандай қиймати йўқлигини билдирмайди. Ҳозирги кунда кўплаб маҳаллий корхоналар бундай фаолиятсиз активларга (асосан, кўчмас мулк, машина ва ускуналар) эга, чунки ишлаб чиқаришнинг пасайиши туфайли ишлаб чиқариш қувватларини утилизация қилиш даражаси жуда паст.



Кўплаб бундай активлар, масалан, сотувда амалга оширилиши мумкин бўлган маълум бир қийматга эга. Шунинг учун бундай активларнинг бозор қийматини аниқлаш ва уни пул оқимини дисконтлаш орқали олинган қийматга киритиш керак.

Иккинчи тузатиш киритиш – бу ўзининг айланма капитали амалдаги ҳажмини ҳисобга олишдир. Дисконтланган пул оқими моделига биз сотиш прогноз даражасига боғлаб қўйилган (одатда тармоқ меъёрлари бўйича аниқланади) ўзининг айланма капитал талаб қилинган ҳажмини киритамиз.

Корхона тасарруфида бўлган ўзининг айланма капитали амалдаги ҳажми талаб қилинган даража билан мос келмаслиги мумкин. Мос равишда, тузатиш киритиш талаб қилинади: ўзининг ортикча айланма капитали қўшилиши лозим, тақчиллик эса дастлабки қийматдан чиқарилади.

Тадқиқот доирасида корхонанинг битта акция қиймати кўрсаткичлари қандай ўзгаришини кўриб чиқамиз.

Биринчи вариант 2020–2022 йилларда акциялар сони, акциялар номинал қиймати ва табиийки, устав фонди ўзгармасдан қолган ҳолатларда корхона учун ҳисоблаб чиқилади ва прогноз қилинади. Бу ерда, «Электрқишлоққурилиш» АЖ устав фонди 2018 йил 814 485 минг сўмни ташкил қилган. Бунда битта акциянинг номинал қиймати 5000 сўмни ташкил қилган. Муомаладаги жами акциялар сони – 162 897 дона.

4.8-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, 2018 йилдан 2022 йилгача бўлган даврда битта акцияга тўғри келган корхона активлари қарийб 1,3 барвар: 303 534 сўмдан 398 344 сўмгача ўсган.

Таҳлил қилинган 2018 йилдан 2022 йилгача бўлган даврда битта акцияга тўғри келадиган ўзининг капитали қиймати худди шундай даврнинг аввалги кўрсаткичидан юқори ўсиш суръатларига эга. Шундай қилиб, олти йил мобайнида бу кўрсаткич деярли 1,4 марта, яъни 244 600 сўмдан 332 362 сўмгача ўсди (4.8-жадвал).

4.8-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, 2018 йилдан 2022 йилгача бўлган даврда битта акцияга тўғри келадиган соф фойда қиймати пасайиш тенденциясига эга – 38 014,9 сўмдан

2019–2022 йилларда акциялар сони, битта акциянинг номинал қиймати ва корхонанинг устав фонди миқдори ўзгармаганда «Электришлоққурилиш» АЖ битта акция қийматининг ўзгариш кўрсаткичлари.¹

Кўрсаткич	Ўзгармас кўрсаткичлар (1-вариант)											
	2018 й.	2019 й.		2020 й.		2021 й.		2022 й.		2021 й.га нисб., %	2022 й.га нисб., %	
		сўм	2019 й.га нисб., %	сўм	2020 й.га нисб., %	сўм	2020 й.га нисб., %	сўм	2021 й.га нисб., %			сўм
Акциялар сони, дона	162897	162897	162897	162897	162897	162897	162897	162897	162897	162897	162897	162897
Битта акцияга тўғри келадиган активлар	303534	318287	104,9	347780	109,3	114,6	373937	107,5	123,2	398344	106,5	131,2
Битта акцияга тўғри келадиган ўз капиталли қиймати	244600	261521	106,9	282912	108,2	115,7	312372	110,4	127,7	332362	106,4	135,9
Битта акцияга тўғри келадиган соф фойда қиймати	38014,9	37839,9	99,5	36528,4	96,5	96,1	34529,9	94,5	90,8	33330,6	96,5	87,7

¹ «Электришлоққурилиш» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида тузилган.

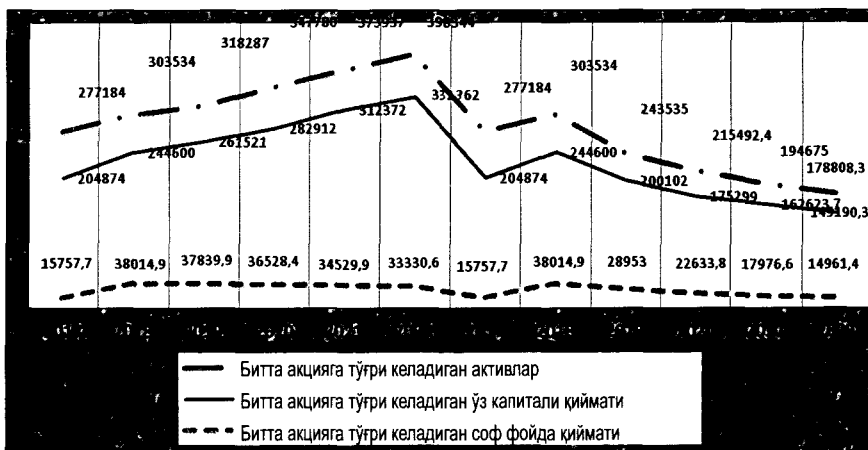


33330,6 сўмгача, пасайиш суръати 87,7. Бирок, агар 2022 йилни биринчи прогноз йили (2019 й) билан таққослайдиган бўлсак, бу ерда тескари вазиятни кузатамиз: 38014,9 сўмдан 33330,6 сўмгача, яъни 13%дан ортиқ пасайиш қайд этилган.

Иккинчи вариант «Электрқишлоққурилиш» АЖ учун 2018 йил давомида акциялар сони, акциялар номинал қиймати ва табиийки, устав фонди ўзгармас бўлган ҳолларда ҳисоблаб чиқилади. Корхона устав фондининг миқдори 814 485 минг сўмни ташкил қилади. Жами 162 897 дона акция чиқарилган. Бунда битта акциянинг номинал қиймати ҳисоб-китоб қилинган даврда ва прогноз даврида 5000 сўмни ташкил қилди. Бирок, 2019 йилдан бошлаб корхона акциялари сони 212 897 донагача ёки йилиги 50 минг донадан ўсиши прогноз қилинмоқда.

4.9-жадвалда келтирилган маълумотлар шуни кўрсатадики, 2017–2022 йилларда битта акцияга тўғри келадиган активлар қийматининг ўсиш суръати 64,5%,ни ташкил қилади, демак, 277 184 сўмдан 178 808,3 сўмгача пасайиш тенденцияси мавжуд.

Битта акцияга тўғри келадиган ўз капитали қиймати кўрсаткичи ҳам 2017–2022 йилларда 204 874 сўмдан (амалда) 149 190,3 сўмгача, яъни 72,8% пасаяди (4.9-жадвал ва 4.5-расм).



4.5-расм. 2017–2022 йилларда ўзгармас ва ўзгарадиган кўрсаткичларда (1- ва 2- вариантлар) корхона акциялари қиймати ўзгаришининг ҳозирги ҳолати ва прогнози.¹

¹ «Электрқишлоққурилиш» АЖ маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланди.

2019-2022 йилларда «Электрқийшлоққурилиш» АЖнинг умумий фойда маълумотлари ва
 «Электрқийшлоққурилиш» АЖ битта ёки бир қанча шайма-йимини утилади қўриққурилишлари

Кўрсаткич	Ўзгармас кўрсаткичлар				Ўзгармас кўрсаткичлар (1-вариант)									
	2018 й.		2019 й.		2020 й.		2021 й.		2022 й.		2021 й.		2022 й.	
	сўм	2018 й.га нисб., %	сўм	2019 й.га нисб., %	сўм	2019 й.га нисб., %	сўм	2020 й.га нисб., %	сўм	2020 й.га нисб., %	сўм	2021 й.га нисб., %	сўм	2021 й.га нисб., %
Акциялар сони, дон	162897		212897		262897		312897		362897		362897			
Битта акцияга тўри келадиган активлар	303534	80,2	243535	88,5	215492,4	77,7	194675,0	90,3	178808,3	91,8	178808,3	91,8	178808,3	64,5
Битта акцияга тўри келадиган ўз капиталли қиймати	244600	81,8	200102	87,6	175299,0	85,6	162623,7	92,8	149190,3	91,7	149190,3	91,7	149190,3	72,8
Битта акцияга тўри келадиган соф фойда қиймати	38014,9	76,2	28953	78,2	22633,8	143,6	17976,6	79,4	14961,4	83,2	14961,4	83,2	14961,4	94,9

¹ «Электрқийшлоққурилиш» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида тузилган.



Кўриб чиқилаётган даврда битта акцияга тўғри келадиган соф фойда қиймати мутлак кўрсаткичи ва ўсиш суръатлари 15757,7 сўмдан 14961,4 сўмгача пасаяди, бу қарийб 95%ни ташкил қилади.

Хулоса қилиб айтганда, корхонанинг активларининг жорий қийматига нисбатан ПОД усулидан фойдаланган ҳолда қўлга киритилган корхонанинг қиймати қанчалик юқори бўлса, компаниянинг «қўшилган қийматлари» қанчалик кўп бўлса, унинг инвестицион жалб этувчанлиги шунчалик юқори, бизнес ҳам шунчалик муваффақиятли бўлади.

Қиймат омилларнинг таъсир даражасини баҳолаш учун мослашувчанлик коэффициентлари ҳисоблаб чиқилади, бу қиймат омили бир фоизга ўзгарганда амалдаги корхона (бизнес) қийматининг неча фоизга ўзгаришини кўрсатади:

$$E = DV / DF \quad (4.17)$$

бу ерда DV – дисконтланган пул оқимлари усули бўйича ҳисоблаб чиқилган бизнес қийматининг ўзгариши, %; DF – қиймат омилининг ўзгариши, %.

Коэффициентлар

Эластиклик коэффициентини исталган қиймат омиллари бўйича ҳисоблаб чиқиш мумкин. Ҳисоб-китоб натижалари энг муҳим қиймат омилларини аниқлашга, шунингдек, ишлаб чиқилаётган молия сиёсатининг устуворликларини, яъни келажакда корхона қийматига энг кўп таъсир кўрсатадиган йўналишларни аниқлашга имкон беради.

«Электрқишлоққурилиш» АЖ корхонаси мисолида ишлаб чиқилган молиявий модель ПОД усули бўйича ҳисоблаб чиқилган корхона қийматига омиллар таъсирини тадқиқ этишга имкон беради. 4.10-жадвалда EXCEL ёрдамида омил қийматининг 1% ўзгаришида бизнес қийматининг ўзгаришини тавсифлайдиган ҳисоб-китоб натижалари кўрсатилган.

Қиймат омиллари орасида инвестиция қилинган капитал рентабеллиги (эластиклик қиймати – 3,4) ва унинг қиймати тесқари бўлган капитал ўртacha ўлчанган қиймати (эластиклик – 2,7) энг катта таъсирга эга; дебиторлик ва кредиторлик қарзлари нисбати, ўзининг маблағлари ва қарз маблағлари нисбати, узок муддатли қарз маблағларини жалб қилиш, харажатлар рентабеллиги камроқ таъсир кўрсатди.

Ўз капитали рентабеллигинг таъсири сезиларли даражада ўсди. Хусусан, ўз капитали қиймати 1% ўсганда бизнес қиймати 1,95% пасаяди.

Бундай эластиклик сабаби – инвестиция қилинган капитал структурасида ўз капитали улушининг катталиги.

4 10-жадвал

Айрим киймат омилларининг эластиклик ҳисоб-китоби натижалари.¹

О м и л	Эластиклик коэффициенти
Мутлақ ликвидлик (тўлов лаёқати)	1,65
Дебиторлик ва кредиторлик қарзлари нисбати	0,64
Ўзининг айланма воситалари билан таъминланганлик	1,25
Ўзининг айланма воситалари маневрчанлиги	0,95
Ўзининг маблағлари ва қарз маблағлари нисбати	0,76
Узоқ муддатли қарз маблағлари жалб қилиш	0,84
Мустақиллик	2,13
Ўзининг капитали ва қисқа муддатли қарз маблағлари нисбати (жорий молиявий мустақиллик)	0,85
Узоқ муддатли қўйилмалар структураси	0,14
Жалб қилинган капитал структураси	0,42
Сотув рентабеллиги	0,95
Активлар рентабеллиги	1,84
Ўзининг (акциядорлик) капитали рентабеллиги	1,95
Харажатлар рентабеллиги	0,95
Айланмадан ташқари активлар рентабеллиги	1,11
Айланма активлар рентабеллиги	0,95
Инвестиция қилинган капитал рентабеллиги	3,43

Шундай қилиб, корхона (бизнес) қийматини оширишга имкон берадиган молия сиёсати йўналишлари бу – сотув рентабеллигини ошириш ва маҳсулот (хизмат) ресурслар сиғимини пасайтириш мақсадида бозор ва операцион самарадорлигини оширишдир. Бундан ташқари, бу капитал структурасини оптималлаштириш ва унинг ўртача ўлчанган қийматини пасайтириш мақсадида қарз капитали жалб қилиш ва молиявий фаолликни оширишдир. Ва ниҳоят, бу инвестиция қилинган капиталнинг ўсиши мақсадида инвестицион фаолликни сўзсиз оширишдир.

¹ Муаллиф тадқиқотлари асосида тузилган.



ТУРТИНЧИ БОБ БУНИЧА ХУЛОСАЛАР

1. Бошқарув қарорлари самарадорлигини баҳолаш ҳамда бошқарувнинг корхона фаолияти молиявий натижаларига ва унинг қийматига таъсирини аниқлаш риск ва беқарорлик шароитларида биринчи навбатда, коэффициент усули ёрдамида амалга оширилиши мумкин. Хўжалик юритишнинг якуний натижалари рентабеллик кўрсаткичларини бирламчи қиймат омилларидан кўра тўларок тавсифлайди, улар нақд ва фойдаланилган ресурслар билан самара нисбатини кўрсатади (сотув рентабеллиги, активлар рентабеллиги, қарз капитали рентабеллиги, ўз капитали рентабеллиги, айланмадан ташқари ва айланма активлар рентабеллиги, инвестиция қилинаган капитал рентабеллиги). Сўнги коэффициент корхона қийматини бошқариш концепциясининг структура ҳосил қилувчи асоси ҳисобланади.

2. Прогноз ҳисоб-китоблари қўйилган мақсадларга эришилишини назорат қилиш ва корхонанинг келажакдаги иқтисодий ҳолати ўзгаришини баҳолаш мақсадида энг муҳим иқтисодий ва молиявий кўрсаткичлар қийматини аниқлаш учун зарур. Асосий кўрсаткичлар қаторида – уларнинг қийматлари компания қийматини пасайтирадиган ёки аксинча, яратадиган кўрсаткичларни аниқлаш имконини берадиган рентабеллик кўрсаткичлари, бизнес қийматининг бирламчи омилларини қайд этиш мумкин.

3. Корхона қийматини бошқариш концепциясида бизнес қийматини баҳолаш ва унинг ёрдамида олдинги ҳисоб-китоб босқичларида асослаб берилган қарорлар оқибатларини баҳолаш муҳим аҳамият касб этади. Бизнесни баҳолашга даромадли ёндашув баҳолаш объектидан фойдаланишдан қўйиб қўйилган даромадларни аниқлашга асосланган объект қийматини баҳолаш усуллари йиғиндисини ифода қилади. Даромадли усуллардан фойдаланиш амалий хусусиятларини баҳолашда дисконтланган пул оқимларидан фойдаланишга асосланган усулнинг афзаллиги аниқланди. У корхонанинг ички қийматини акс эттиради ва ушбу вазиятда баҳолаш бозор кучлари манипуляцияларидан эркин бўлади. Уларнинг асосида инвестиция салоҳияти ва стратегик йўналишларни ҳисобга олган ҳолда компания қийматини баҳолаш ётадиган пул оқимларини

дисконтлаш моделлари бозор хулқ-атвори билан бухгалтерия фойдасига асосланган моделлардан кўра яхшироқ мувофиқлашади.

4. Ўз капиталига пул оқими корхонанинг ўз капитални билан ҳосил қилинади. Бизнес қиймати кутиш тамойилидан келиб чиқиб аниқланади ва компаниянинг амалдаги ва прогноз қилинган пул оқимлари, пул оқимлари прогнози тузиладиган давр ва компаниянинг барча рискларини қоплашни таъминлайдиган инвестиция қилинган капиталга даромад ставкаси каби омилларни ҳисобга оладиган функцияси ҳисобланади.

5. Бизнесни баҳолаш учун прогноз даврининг ҳар бири бўйича келажакдаги пул оқимларини ҳисоб-китоб қилиш зарур. Бунинг учун баҳоланаётган корхонанинг операцион, инвестицион ва молиявий фаолияти бўйича пул оқимлари прогнозига асосланган бевосита усул фойдаланилиши мумкин. У аксарият ҳолларда фундаментал таҳлилда қўлланади, бизнесни баҳолашда кўпроқ билвосита усул фойдаланилади.

6. Тадқиқот ишида корхона фундаментал қийматига таъсир этадиган омилларни бошқаришнинг қуйидаги алгоритми таклиф этилди:

- ▶ бизнес қийматининг биринчи даражадаги омилларга: пул оқими, дисконтлаш ставкаси ва вақтга боғлиқлигини аниқлаш;
- ▶ энг катта мослашувчанлик ёки энг катта бошқарилувчанликка эга бўлган омилни танлаб олиш;
- ▶ бизнес қийматига таъсир этувчи омилларни уларнинг мослашувчанлик – бошқарилувчанлик – ўзгарувчанлик пасайиб бориши тартибида рангларга ажратиш.

7. Корхона фундаментал қийматини бошқариш компания қийматининг асосий омилларига нисбатан бошқарув қарорларини асослаб беришни кўзда тутиши аниқланди. Шу муносабат билан қиймат яратиш ёки йўқотишни таъминлайдиган омилларни аниқлаш ва ўлчаш масалалари долзарб бўлиб қолмоқда.

8. Рентабеллик, ўсиш суръати ва ўртача ўлчанган инвестиция қилинган капитал омилларини таҳлил қилишга йўналтирилган молиявий менежмент юзага келган таҳлилий воситаларини корхона (бизнес) қийматини аниқлашга баҳолаш ёндашувларини ривожлантириш билан тўлдириш зарур.

ХУЛОСА

1. Корхона қийматидан мулкдорлар (акциядорлар) даромадини кўпайтириш, кўшимча инвестицияларни жалб қилиш мақсадида корхонани бошқаришнинг мезонлари сифатида фойдаланиш мумкин. Менежментнинг қиймат концепцияси асосида стратегик ва оператив-тактик характердаги бошқарув қарорларини қабул қилишга тайёр эмаслиги ҳамда уни кўпайишига таъсир кўрсатувчи қийматни ва мезонларни яратилиши ва бошқарилиш инструментларидан хабардор эмаслиги, Ўзбекистонда корхоналарни самарали бошқарилишига салбий таъсир этувчи омиллардан биридир. Қийматни бошқариш усулларини биринчи ўзлаштирган компания кўшимча афзалликларга ва бошқа рақиб корхоналарга нисбатан муваффақиятли фаолият юритиш имкониятига эга бўлади.

2. Қийматни бошқариш концепцияси компанияни бошқаришнинг энг мукамал шаклидир, корхона фаолиятини бошқаришнинг барча соҳаларини камраб олишнинг ягона мақсади – қийматни кўпайтириш билан камраб олиш йўли билан барча томонларнинг манфаатларини мувофиқлаштиришга имкон беради. Республика корхоналарига қийматни бошқариш концепциясини тадбик этиш Ўзбекистон иқтисодиётида фонд бозорининг ривожланмаганлиги; мамлакатимиз корхоналари натижалари ҳақидаги ахборотларнинг чекланганлиги ва шаффоф эмаслиги; бу корхоналарнинг фаолият доираларининг алоҳида турлари, уларни баҳолашнинг анъанавий ёндашувлар доирасига жойлаша олмаётганлиги ва бошқаларда намоён бўлган хусусиятлар туфайли табақалаштирилган ёндашувни тақозо қилади.

3. «Корхона фундаментал қийматини бошқариш» моҳиятига нисбатан ёндашувларнинг таҳлили шуни кўрсатади:

1) корхона бошқарувининг барча (кузатув кенгашидан менежергача) босқичларида қийматни бошқаришни кўзда тутати;

2) қийматни камайтириш – бу стратегик ва оператив бошқарув қарорларининг узлуксиз ва қайта тикланадиган давридир;

3) қийматни шакллантирадиган кўрсаткичларни тушунмасдан корхона қийматини самарали бошқариш мумкин эмас.

Фикримизча, корхонанинг фундаментал қийматини бошқариш – корхонага ҳар томонлама баҳо берувчи барча кўрсаткичларни ва мавжуд активларни мунтазам ошириб бориш ҳисобига корхонанинг бозор қийматини максималлаштиришга хизмат қиладиган барча тадбирларни ўз ичига олган замонавий бошқарув тизими.

Тизимли ёндашув нуқтаи назаридан корхона фундаментал қийматини бошқариш концепциясини тадқиқ қилиш белгиланган тузилма ва иерархик усуллар, йўллар, технологиялар, ўзаро ва ташқи муҳит билан боғланган ёндашувларнинг тартибга солинган мажмуаси сифатида тавсифланган.

4. Тадқиқот ишида қийматга нисбатан бошқарув қарорларини қабул қилиш ва соф фойда, капитал рентабеллиги, акциядан фойда ва бошқалар каби анъанавий қўлланиладиган кўрсаткичлар билан солиштирганда корхона фаолиятининг самарадорлигини комплекс баҳолаш учун мезонлардан фойдаланишнинг афзалликлари асослаб берилган.

Қийматни бошқариш корхона ривожланишининг қисқа ва узок муддатли истиқболларини, шу жумладан, унинг балансини бошқаришни ҳисобга олишни тақазо этади. Бошқарувга қийматли ёндашув корхона акциядорларини нафақат тактик масалаларни ечиш, балки бозорни эгаллашдаги стратегик мақсадларини ишлаб чиқиш ва амалга оширишга қаратилган самарали бошқарув қарорларини қабул қилишга имкон беради.

5. Фундаментал қиймат – компаниянинг самарадорлигини баҳолаш ва ривожланиши истиқболларини ўз ичига олади ва компаниянинг иқтисодий муносабатларининг барча иштирокчилари молиявий ва иқтисодий манфаатларини қаноатлантириш учун қобилятини адекват акс эттиришга қодир агрегацияланган кўрсаткич ҳисобланади. «Фундаментал кўрсаткич» категорияси компаниянинг икки томонлама моҳиятини акс эттиради: иқтисодий муносабатларнинг субъекти (унинг асосий вазифаси иқтисодий бойликларни ишлаб чиқариш, сотиш, яъни янги қийматни яра-



тиш) ва хусусий имкониятларини аниқлаш ва амалга оширишга қаратилган бошқа иштирокчиларнинг инвестицион киритмаларининг объекти сифатида.

6. Корхонани унинг қиймати орқали бошқариш корхона қийматига таъсир кўрсатувчи ҳар қандай ўзгарувчи сифатидаги омилларни мақсадга қаратилган ўзгаришидан иборат бўлади. Қийматни бошқариш нуқтаи назаридан стратегик бошқарув қарорларини қабул қилишда омилларнинг бутун тизимини куриш муҳимдир, унга таъсир қилган ҳолда қийматни ўсишига эришиш мумкин.

8. Корхона фаолиятини бир бири билан яқиндан боғланган ўнлаб кўрсаткичлар ёрдамида таърифлаш мумкин. Ҳамма вақт ҳам битта кўрсаткични камайтириш ҳисобига бошқасини кўпайтириш имконияти мавжуд. Пул оқимлари компания фаолияти асосий кўрсаткичларини табиий тарзда мувофиқлаштириш ва уларга керак бўлган даражада эътибор қаратишга имкон беради. Қийматни бошқариш тизимида сотиш ҳажми ва уларнинг самарадорлиги, рентабеллиги, айланиш даражаси, фойда ва капитал харажатлар ўртасидаги оптимал вариантини топиш муаммоси бартараф қилинади.

9. Корхона қийматини бошқариш самарадорлик кўрсаткичларининг икки тури: моддий ва номоддий турлари мавжуд. Моддий кўрсаткичларда қўшилган қиймат ва қолдиқли пул оқими аҳамиятлироқ бўлади. Моддий кўрсаткичлар корхона қийматининг режалаштирилган ҳолатини ёки унинг ўтган давр учун ҳолатини ақс эттиради. Шунинг учун улар қийматнинг ҳозирги ҳолати ҳақида тасаввур бера олмайди, аммо режалаштирилган ёки ўтган ишларнинг жорий ҳолатини солиштиришга ёрдам бериши мумкин. Шунинг билан бир вақтда улар корхона қиймати билан алоқа тўғридан-тўғри ўрнатиш мумкин бўлмаган номоддий кўрсаткичларга қараганда аниқроқдир. Номоддий кўрсаткичлар, моддий кўрсаткичлардан фарқли равишда, ушбу даврдаги қийматни ошириш бўйича муҳим тадбирларни ҳисобга олишга имкон беради.

10. Корхона топ-менежменти ўз олдига қўйган моддий ва номоддий мақсадларга мувофиқ аниқланганки, номоддий кўрсаткичларнинг таркиби ҳар бир аниқ корхона учун алоҳида белги-

ланади, шунинг билан бир вақтда моддий кўрсаткичлар кўпинча бир турли кўрсаткичлардир ва ҳар қандай корхонанинг бозор шароитларидаги қийматни бошқаришнинг самарадорлигини акс эттиради. Корхонанинг асосий моддий мақсади бизнес қийматини бошқаришни мувофиқлаштиришдан иборат бўлади, унда куйидаги кўрсаткичлар мақсадларга эришишни муваффақиятлигининг молиявий индикаторлари бўлиб хизмат қилиши мумкин:

1) компаниянинг стратегик самарадорлигининг фаолият натижалари ва шунга кўра, компания қийматини ўсишини ўлчашга имкон берувчи қиймат кўрсаткичлари;

2) операцион фаолиятнинг самарадорлиги (компанияда сотишни кўпайтириш, харажатларни пасайтириш ёки унумдорликни ошириш бўйича асосий фаолиятининг натижалари);

3) инвестицион фаолиятнинг самарадорлиги (компания томонидан амалга ошириладиган инвестицион лойиҳанинг самарадолиги, бу ҳолатда инвестицион лойиҳалари деганда пул маблағларини инвестиция қилиш билан боғлиқ ҳар қандай лойиҳа тушунилади);

4) капитални ўстириш бўйича фаолият самарадорлиги (корхона молиялаштиришнинг янги манбаларини қидириб топиш, бошқа компанияларнинг акцияларини эркин харид қилиш ва айлама маблағларни бошқариш).

11. Корхонанинг пул оқимларини шаклланишига таъсир кўрсатувчи омиллар асосида унинг қийматини прогнози амалга оширилади. Тадқиқот ишида қийматни ҳисоблаш учун зарур кўрсаткичлар ва коэффициентларни прогнози пул оқимларини дисконтлаштириш усули билан ўтказилди. Прогноз қилинаётган маълумотларни кўрсатишича, корхона қийматини ҳисоблашда соф пул оқимини ўсиши кузатилди. Бу асосан соф фойдани ўсиши ва айланма маблағларни кўпайиши ҳисобига содир бўлади.

12. Тадқиқот давомида аниқландики, бошқарув мақсадида корхона қийматини ҳисоблашда пул оқимларини дисконтлаш жараёнида асосий жиҳат дисконтнинг аниқ меъёрини белгилашдан иборат бўлади. Дисконтнинг меъёри ёрдамида инвестор келажакда мўлжаллаган микдорни олиш ҳукуқи учун тўлайдиган суммани белгилаши мумкин.



13. Қийматни пул оқимлари орқали белгилаш корхонанинг ҳақиқий қийматини объектив белгилашга имкон берганлиги сабабли ва корхонани тизим сифатида бошқаришнинг самарадорлиги мезонлари сифатида фойдаланиладиган энг самарали агрегацияланган кўрсаткичларга киргани сабабли, пул оқимларини дисконтлашнинг формуласини ички ва ташқи омиллари бутун мажмуаси бизнес-бошқарувига таъсир қилиши ҳисобга олинади. Демак, математик аппарат ёрдамида дисконтлашнинг формуласини таҳлил қилиш қиймат омилини ўзгаришлари ва уларга адекват равишдаги корхона қийматини кўпайиши ўртасидаги боғлиқликни аниқлашга қодир.



ФОЙДАЛАНИЛГАН АДАБИЁТЛАР РЎЙХАТИ

1. Ўзбекистон Республикасининг Фуқаролик кодекси. – Т.: «Адолат», 2007.

2. Ўзбекистон Республикасининг «Баҳолаш фаолияти тўғрисида»ги Қонуни. Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами, 2009 й. 15-сон.

3. Ўзбекистон Республикаси Президенти томонидан 2001 йил 22 февралда ПФ-2812-сонли «Ўзбекистон Республикаси энергетикасида иқтисодий ислохотларни чуқурлаштириш тўғрисида» Фармони.

4. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сонли Фармони. Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида/Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами. – Тошкент, 2017. – № 6 (766).

5. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 1 февралдаги «Ўзбекистон Республикаси ёқилғи-энергетика тармоғини бошқариш тизимини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5646-сон фармони.

6. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 27 мартдаги «Ўзбекистон Республикасида электр энергетика тармоғини янада ривожлантириш ва ислох қилиш стратегияси тўғрисида»ги ПҚ-4249-сон қарори.

7. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 1 июлдаги «Баҳолаш фаолиятини янада такомиллаштириш ҳамда паст рентабелли ва фаолият юритмаётган давлат иштирокидаги корхоналарни сотиш механизмларини содалаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4381-сон қарори.

8. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 9 июлдаги «Аҳоли ва иқтисодиётни энергия ресурслари билан барқарор таъминлаш, нефть-газ тармоғини молиявий соғломлаштириш ва унинг бошқарув ти-

зимини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПҚ-4388-сон қарори.

9. Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 30 майдаги «Электротехника саноатини янада ривожлантириш учун қулай шарт-шароитлар яратиш ва тармокнинг инвестициявий ҳамда экспорт салоҳиятини ошириш бўйича қўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги ПҚ-4348-сон қарори.

10. Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамасининг 2001 йил 24 февралдаги 93-сон ««Ўзбекэнерго» давлат унитар компанияси фаолиятини ташкил этиш тўғрисида»ги Қарори.

11. Ўзбекистон Республикаси Мулкни баҳолаш миллий стандарти (8-сон МБМС) «Хусусийлаштириш мақсадида мулк қийматини баҳолаш»ни тасдиқлаш ҳақида Ўзбекистон Республикаси давлат Мулкни бошқариш давлат қўмитасининг 06.10.2009 йил № 01/19-18/20- сон қарорига (Ўзбекистон Республикаси Адлия вазирлиги томонидан 2009 йил 28 октябрда 2025-сон билан давлат рўйхатидан ўтказилган) илова.

12. *Мирзиёев Ш.М.* Миллий тараккиёт йўлимизни қатъият билан давом эттириб, янги босқичга кўтарамиз. – Т.: «Ўзбекистон», 2017.

13. *Мирзиёев Ш.М.* Танқидий таҳлил, қатъий тартиб-интизом ва шахсий жавобгарлик – ҳар бир раҳбар фаолиятининг кундалик қондаси бўлиши керак. – Т.: «Ўзбекистон», 2017.

14. *Антонов Ю.П., Янкевич К.Я. и др.* Применение экономической добавленной стоимости в оценке бизнеса. /Горный информационно-аналитический бюллетень (научно-технический журнал). 2009.

15. *Ариели Дэн.* Что измеряешь, то и получаешь // Harvard business review – Россия. 2010. Август.

16. *Акназаров Д.* Пути и средства активизации потенциала управления. – Т.: «Шарк», 2002.

17. *Антипов М.В.* Информационный вакуум – или путь к разработке системы управления стоимостью [Электронный ресурс] // Финансовый анализ. – 2011 //Режим доступа: <http://www.finanalisis.ru/litra/327/9706.html>

18. *Брезицька О.В.* Сучасні методичні підходи до оцінки вартості підприємства / О.В. Брезицька // Економіка, фінанси, право. 2010. №1.

19. *Буз О.В.* Управление финансами предприятия посредством разработки финансовой политики. <https://1fin.ru/?id=137&ht=635&w=%CA%>

E0%EF%E8% F2%E0%EB%7C%EF%F0% E5% E4%EF%F0%E8%F F%F2%E8

20. *Бурханов А.У.* Корхоналар молиявий барқарорлиги: назария ва амалиёт. Монография. – Т.: «Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи», 2019.

21. *Беркинов Б.Б.* Корпоративные структуры (основы создания и управления). – Т.: Изд. Нац. биб-ки Узбекистана им.А.Навои, 2005.

22. *Бланк И.А.* Инвестиционный менеджмент. Учебный курс. – Киев: 2001.

23. Большой бухгалтерский словарь: 10000 терминов. Под ред. А.Н. Азрилияна. Авторы и составители: М.Ю. Агафонова, А.Н. Азрилиян, О.М. Азрилиян, В.И. Бенедиктова, Е.Л. Каллистова, О.В. Мещерякова, О.В. Савинская. – Москва: Институт новой экономики, 1999.

24. Большой экономический словарь: 26500 терминов / Под ред. А.Н.Азрилияна. – 7-е изд., доп. – М.: Институт новой экономики, 2012.

25. *Бреннан Дж., Бьюкенен Дж.* Причина правил. Конституционная политическая экономия = The Reason of Rules. – СПб.: Экономическая школа, 2005.

26. *Банк В.Р., Банк С.В., Тараскина А.В.* Финансовый анализ: учеб. пособие. – М.: ТК «Велби», Изд-во «Проспект», 2005.

27. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса. Управление стоимостью предприятия: учеб. пособие. – М.: «Юнити», 2002.

28. *Валдайцев С.В.* Оценка бизнеса: учеб. – М.: ТК «Велби», Изд-во «Проспект», 2008.

29. *Волков Д.Л.* Теория ценностно-ориентированного менеджмента: финансовый и бухгалтерский аспекты. – 2-е изд. – СПб: Высшая школа менеджмента, 2008.

30. *Вашакмадзе Т.Т.* Управление стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения на основе взаимодействия со стейкхолдерами: Автореф дис. канд. экон. наук. – М.: РАНХиГС, 2013.

31. *Гершуан А., Горский М.* Технология сбалансированного управления / 2-е изд., перераб. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 2006.

32. *Гитман Л.Дж., Джонк М.Д.* Основы инвестирования. Пер. с англ. – М.: «Дело», 1999.

33. *Гордон Т.* Общественные блага, распределение и поиск ренты = Public Goods, Redistribution and Rent Seeking. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2011. – 224 с.

34. *Городний В.И.* Стратегия формирования и развития крупной корпоративной компании / В.И. Городний. – М.: «Дело», 2005.

35. *Горохов М.Ю., Малев В.В.* Бизнес-планирование и инвестиционный анализ. – М.: «Филинь». 1998.

36. *Григорьев В.В., Федотова М.А.* Оценка предприятия: теория и практика. – М.: «Инфа-М», 1997.

37. *Григорьев В.В., Островкин И.М.* Оценка предприятий. имущественный подход: учеб.-практ. пособие. – М.: «Дело», 1998.

38. *Дамодаран А.* Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. Пер. с англ. – М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.

39. *Егерева И.А.* Факторы управления стоимостью: выявление и анализ // Вопросы оценки. 2000. № 3.

40. *Жеребцова Н.А.* Управление ростом стоимости предприятия на основе разработки и реализации ассортиментной политики: автореф. дис. на соискание научн. степени канд. экон. наук. – Самара, 2006.

41. *Жумаев Н.Х.* Жаҳон молиявий-иктисодий инқирози: моҳияти, сабаб-оқибатлари ва Ўзбекистонга таъсири. –Т.: 2009.

42. *Захарченко Е.* Оценка стоимости предприятия в процессе реструктуризации путем слияния: Автореф... дис. канд. экон. наук. – Ростов-на-Дону: РИНХ, 2014.

43. *Качалов Р.М.* Управление хозяйственным риском производственных систем // Экономика и математические методы. 1997. Т.33. Вып. 4.

44. *Козырь Ю.В.* Оценка и управление стоимостью имущества промышленного предприятия / Ю.В. Козырь // Аудит и финансовый анализ. 2004. №1.

45. *Кононов А.И.* Система управления стоимостью предприятия. / Экономика транспортного комплексу. вып. 20, 2012.

46. *Королькова И.* Щодо управління вартістю підприємства на основі збалансованої системи показників / И. Королькова, О. Королькова // Економіст. 2010. №9.

47. *Коуз Р.Г.* Природа фирмы: истоки; Природа фирмы: истолкование; Природа фирмы: влияние; Нобелевская лекция «Институциональная структура производства»: в сб.: Природа фирмы. / О.И. Уильямса, под об. ред. С.Дж. Уинте; пер. с англ.; ред. пер. В.Г. Гребенников. – М.: Дело, 2001. – Серия «Современная институционально-эволюционная теория».

48. *Коупленд Т., Коллер Т., Муррин Д.* Стоимость компаний. Оценка & управление. – М.: «Олимп-Бизнес», 2008.

49. Крамин Т.В. Методология формирования системы управления стоимостью компании на основе и институционального подхода // Проблемы современной экономики. 2006. №3 (19).
50. Кудина М.В. Фундаментальная и рыночная стоимость компании. // Российское предпринимательство. 2010. №1(2).
51. Курктова Н.Ю. Разработка организационно-экономических методов и моделей управления стоимостью инновационного предприятия: Автореф... дис. канд. экон. наук. – М.: МГТУ, 2007.
52. Кэхилл Д., Снайдер Д. Подходы к определению рыночной цены частных компаний // Проблемы теории и практики управления. 1998. №5.
53. Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика. В 2-х т.: Пер. с англ. – М.: «Республика». 1992. Т. 1.
54. Маршалл А. Принципы экономической науки. Т. 1. и 2. – М.: Издание РОО, 1996.
55. Мерсер З., Хармс Т. Интегрированная теория оценки бизнеса / Под науч. ред. В.М. Рутгайзера / Пер. с англ. – М.: «Маросейка», 2008.
56. Милль Дж. Основы политической экономии. Пер. с англ. Т. 1-3. – М.: «Прогресс», 1980–1981.
57. Мордашов С. Рычаги управления стоимостью компании // Рынок ценных бумаг, №15. 2001.
58. Неделькина Н.И. Рыночная стоимость: критерий эффективности предприятия. Экономическая газета «Биржа», №103 от 4 сентября 2012 г.
59. Николаева О.Е., Алексеева О.В. Стратегический управленческий учет. – М.: Едиториал УРСС, 2003.
60. Оценка бизнеса: учебник для вузов / А.Г. Грязнова [и др.]; под ред. А.Г. Грязновой, М. А. Федотовой; Финансовая академия при Правительстве РФ; Институт профессиональной оценки. 2-е изд., перераб. и доп. – М.: Финансы и статистика, 2007.
61. Палкина Е.С. Методика управления стоимостью компании // Инициативы 21 века. 2010. №4–5.
62. Пенюгалова А.В., Аипов А.Н. Рынок российских коллективных инвестиций в условиях снижения темпов развития национальной экономики // Финансовая аналитика: проблемы и решения. 2014. № 24.
63. Петрущенко Ю.М. Управление стоимостью компании на основе выбора ее стратегических альтернатив: Автореф... дисс. канд. экон. наук. – Новосибирск: Сиб. акад. фин. и банковского дела, 2011.

64. *Птицын А.В.* Управление стоимостью акционизируемых предприятий: Автореф... дис. канд. экон. наук. – М.: МГУ, 2011.
65. *Ревуцкий Л.Д.* Фундаментальная ценность, фундаментальная стоимость и справедливая стоимость предприятия: понятия, показатели и методы их определения // *Аудит и финансовый анализ.* 2012. № 4.
66. *Рикардо Д.* Начала политической экономии и налогового обложения. Том 1. Пер. с англ. – М.: «Госполитиздат», 1955.
67. *Сагдуллаев Д.Т.* Некоторые проблемы повышения эффективности систем управления. // *Аспирант и соискатель.* – М.: 2001 г. №3.
68. *Сагдуллаев Д.Т., Зайнутдинов Ш.Н.* Оценка эффективности управления экономикой. Монография. – Т.: Изд-во ТГЭУ, 2003.
69. *Самуэльсон П.А., Нордхаус В.Д.* Экономика: Пер. с англ. – М.: «Бином», Лаборатория Базовых Знаний, 1997.
70. *Смит А.* Исследование о природе и причинах богатства народов. – М.: «Эксмо», 2007. – Серия: Антология экономической мысли.
71. *Суюнов Д.Х.* Корпоратив бонқарув механизми: муаммо ва ечимлар. Монография. – Т.: «Академия», 2007.
72. *Теплова Т.В.* Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий. / Т.В. Теплова – М.: «Вершина», 2007.
73. *Тихонов О.* Концепция дохода (особенность оценки бизнеса на основе его доходности) // *Рынок ценных бумаг.* 1998. № 4., № 5.
74. *Управление ростом: идеи и технологии.* Сб. статей / Сост. А. Дынин, С. Литовченко. – М.: «Альпина Паблишер», 2002.
75. *Фридман Д., Ордуэй Н.* Анализ и оценка приносящей доход недвижимости. – М.: «Дело», 1997.
76. *Хамидулин М.Б.* Развитие финансового механизма корпоративного управления. – Т.: «Молия», 2008.
77. *Харитонов А.Ю., Пластинин А.В.* Оценка эффективности управления предприятием на основе его стоимости // *Экономические и социальные проблемы развития европейского севера.* – Архангельск: Изд-во АГТУ, 2007.
78. *Хіміон О.О.* Теоретичні і методичні засади оцінки й управління вартістю компанії / О.О. Хіміон // *Актуальні проблеми економіки.* 2010. №5.
79. *Ходиев Б., Алимов Р., Беркинов Б., Кравченко А.* Оценка недвижимости. – Т.: «Фан», 2005.



80. Ходиев Б., Беркинов Б., Кравченко А. Оценка бизнеса. – Т.: Iqtisod-moliya», 2007.

81. Шарп У.Ф., Александер Г.Д., Бэйли Д.В. Инвестиции. Пер. с англ. А.Н. Буренина, А.А. Васина. – М.: НИЦ «ИНФРА-М», 2014.

82. Шатохин А. Метод оценки и управления стоимостью кредитно-финансовой организации, основанный на концепции экономической прибыли. / Вестник ХГАЭП. №11. 2005.

83. Шишкин А.А. Оценка эффективности процесса создания стоимости предприятий промышленности на основе динамического критерия / А.А. Шишкин / Вестник КГФЭИ. 2010. №4.

84. Christopher A.Hartwell and Anna P.Malinowska. Informal institutions and firm valuation // Emerging Markets Review. Volume 40, September 2019.

85. D.A.Alimov, N.K.Obrosova, A.A.Shananin. Methodology for Assessing the Value of an Enterprise in the Depressed Sector of Economy Based on Solving of the Bellman Equation // IFAC-Papers OnLine. Volume 51, Issue 32, 2018.

86. Druker P.F. The information executive truly need. – Garvard business review. 1995. Jan.– Feb.

87. Fischer Black, Myron Scholes, & Micheal Jensen, «The Capital-Asset Pricing Model: Some empirical tests», in Jensen, editor, Studies in the Theory of Capital Markets, 1972.

88. Izabela Jonek-Kowalska. How do turbulent sectoral conditions sector influence the value of coal mining enterprises? Perspectives from the Central-Eastern Europe coal mining industry // Resources Policy. Volume 55, March 2018.

89. J.MacDiarmid, T.Tholana, C.Musingwini. Analysis of key value drivers for major mining companies for the period 2006–2015 // Resources Policy. Volume 56, June 2018.

90. Jean-Laurent Viviani and CaroleMaurel. Performance of impact investing: A value creation approach // Research in International Business and Finance. Volume 47, January 2019. Elsevier.

91. Modigliani F., Miller M. The Cost of Capital Corporation Finance and the Theory of Investment // Journal of Business. 1958. Vol. 34.

92. Zvika Afik, Roi Haim, Yaron Laha. Advance notice labor conflicts and firm value – An event study analysis on Israeli companies // Finance Research Letters. Available online 8 December 2018.

93. Десмонд Г.М. Руководство по оценке бизнеса. – М.: РОО «Академия оценки», 1996.
94. Зайнутдинов Ш.Н., Муракаев И.У., Шермухамедов А.Т., Сагдуллаев Д.Т., Кучаров А.С. Менеджмент асослари. //Ўқув қўлланма. – Т.: «Молия», 2001.
95. Каплан Р., Нортон Дж. Организация, ориентированная на стратегию. Пер. с англ. – М.: «Олимп-Бизнес», 2004.
96. Когденко, В.Г. Управление стоимостью компании. Ценностно-ориентированный менеджмент: учебник / В.Г. Когденко, М.В. Мельник. – М.: «ЮНИТИ-ДАНА», 2014.
97. Козырь Ю.В. Стоимость компаний. Оценка и управленческие решения. – М.: «Альфа-Пресс», 2009.
98. Козырь Ю.В. Стоимость компании: оценка и управленческие решения. 2-е изд., доп. и перераб. – М.: «Альфа-Пресс». 2009.
99. Международные стандарты оценки. В 2-х т. – М.: РОО, 1995. Т. 1.; Т. 2.
100. Оценка стоимости предприятия (бизнеса) / Под ред. Абдулаева Н.А., Колайко Н.А. – М.: Изд-во «ЭКМОС», 1999.
101. Ревуцкий Л.Д. Потенциал и стоимость предприятия. – М.: «Перспектива», 1997.
102. Роббинз С.П. Менеджмент. 8-е изд. – Киев: «Вильямс», 2007.
103. Сироткин В.Б. Финансовый менеджмент компаний: Учебное пособие / СПбГУАП, СПб. 2001.
104. Тамбовцев В.Л. Формальное и неформальное в управлении экономикой. – М.: «Наука», 1990.
105. Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент. Концепции и ситуации: Учеб. для вузов: Пер. с 9-го англ. изд. – М.: «ИНФРА-М», 2000.
106. Традиционный подход к оценке финансовых результатов деятельности предприятия. Интернет-сайт: <http://www.cfin.ru/press/afa/2000-1/03-3.shtml>.
107. Управление и корпоративный контроль в акционерном обществе: Практическое пособие / Под ред. Е.П.Губина. – М.: «Юрист», 2004.
108. Федотова М.А. Сколько стоит бизнес?. – М.: «Перспектива», 1996.
109. Финансовый бизнес-план: Учеб. пособие / Под ред. действ. члена Акад. инвестиций РФ, д-ра экон. наук, проф. В.М. Попова. – М.: «Финансы и статистика», 2002.

110. Царев В.В. Оценка стоимости бизнеса. Теория и методология: учеб. пособие / В.В. Царев, А.А. Кантарович. – М.: «ЮНИТИ-ДАНА», 2007.

111. Чеботарев Н.Ф. Оценка стоимости предприятия (бизнеса): Учебник. – М.: Издательско-торговая корпорация «Дашков и К0», 2009.

112. Шарифходжаев М., Абдуллаев Б. Менеджмент. – Т.: «Мехнат», 2000.

113. Эванс Ф. Ч., Бишоп Д. М. Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. Пер. с англ. 2-е изд. – М.: «Альпина Паблишерз», 2009.

114. Экономико-математический словарь: Словарь современной экономической науки. – М.: «Дело», 2003.

115. Damodaran A. Damodaran on valuation: Security analysis for Investment and Corporate Finance. – New York: John Wiley & Sons, Inc., 1994.

116. Lintner J. Some new perspectives on tests of CAPM and other capital asset pricing models and issues of market efficiency, John Lintner Harvard Institute of Economic Research Discussion Paper, 1981.

117. «Ўзбекэнерго» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари.

118. www.stat.uz – Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика кўмитаси.

119. <http://www.uzbekenergo.uz/ru/about/organizations>.

120. www.m.statisticstomes.com.

121. www.worldbank.org.

122. www.worldbankgroup.org.

123. www.statistista.com.

124. www.aier.org.

125. www.worldbank.org.

126. www.worldbankgroup.org.

127. www.mgu.ru.

128. www.nifi.ru.

129. www.ey.com.

130. www.value.lu.

131. www.iprcn.com.

132. www.mse.msu.ru.

133. www.bloomberg.com.

134. www.mckinsey.com.



135. www.referenceforbusiness.com.

136. www.loansbyworld.com.

137. www.harvard.edu.

138. www.home.kpmg.com.

139. www.ox.ac.uk.

140. www.strategicmanagement.net.

141. www.ras.ru.

142. www.isma-edu.eu.



ЎЗБЕКИСТОН РЕСПУБЛИКАСИ
ОЛИЙ ВА ЎРТА МАХСУС ТАЪЛИМ ВАЗИРЛИГИ
ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ

МАНСУР ПЎЛАТОВИЧ ЭШОВ

**КОРХОНАНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ
ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШ:
НАЗАРИЯ ВА АМАЛИЁТ**

Тошкент – «Маънавият» – 2020

Мухаррир *С. Холбеков*

Мусаххих *Ҳ. Аҳмедова*

Мусаввир *С. Шуҳрат*

Компьютерда тайёрловчи *Ш. Соҳибов*

Лицензия АІ №189, 10.05.2011 йилда берилган.

Босишга 4.12.2020 йилда рухсат этилди. Бичими 60x90 $\frac{1}{16}$, Таймс гарнитураси.
Офсет босма усулида босилди. Шартли босма табағи 12,5. Нашр табағи 11,42.
300 нусха. Буюртма № 20-63. Нархи шартнома асосида.

«Маънавият» нашриётида чоп этилди. 100047. Тошкент,
Тараққиёт 2-берккўча, 2-уй. Шартнома № 25-20.