

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**  
**ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ**  
**DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**  
**АСОСИДАГИ БИР МАРТАЛИК ИЛМИЙ КЕНГАШ**  

---

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ**

**ЭШОВ МАНСУР ПУЛАТОВИЧ**

**КОРХОНАНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШ**  
**МЕТОДОЛОГИЯСИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

**08.00.13 - Менежмент**  
**08.00.07 - Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси**  
**АВТОРЕФЕРАТИ**

**Тошкент – 2020**

**Фан доктори (DSc) диссертацияси автореферати мундарижаси**

**Оглавление автореферата докторской (DSc) диссертации**

**Contents of the Doctoral (DSc) Dissertation Abstract**

**Эшов Мансур Пулатович**

Корхонанинг фундаментал қийматини бошқариш  
методологиясини такомиллаштириш..... 3

**Эшов Мансур Пулатович**

Совершенствование методологии управления  
фундаментальной стоимостью предприятия ..... 31

**Eshov Mansur Pulatovich**

Improving the methodology for managing the  
fundamental value of an enterprise ..... 59

**Эълон қилинган ишлар рўйхати**

Список опубликованных работ  
List of published works ..... 63

**ТОШКЕНТ МОЛИЯ ИНСТИТУТИ**  
**ҲУЗУРИДАГИ ИЛМИЙ ДАРАЖАЛАР БЕРУВЧИ**  
**DSc.03/30.12.2019.I.17.01 РАҚАМЛИ ИЛМИЙ КЕНГАШ**  
**АСОСИДАГИ БИР МАРТАЛИК ИЛМИЙ КЕНГАШ**  

---

**ТОШКЕНТ ДАВЛАТ ИҚТИСОДИЁТ УНИВЕРСИТЕТИ**

**ЭШОВ МАНСУР ПУЛАТОВИЧ**

**КОРХОНАНИНГ ФУНДАМЕНТАЛ ҚИЙМАТИНИ БОШҚАРИШ**  
**МЕТОДОЛОГИЯСИНИ ТАКОМИЛЛАШТИРИШ**

**08.00.13 - Менежмент**  
**08.00.07 - Молия, пул муомаласи ва кредит**

**Иқтисодиёт фанлари доктори (DSc) диссертацияси**  
**АВТОРЕФЕРАТИ**

**Тошкент – 2020**

**Фан доктори (DSc) диссертацияси мавзуси Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясида B2017.1.DSc/Iqt37 рақам билан рўйхатга олинган.**

Диссертация Тошкент давлат иқтисодиёт университетида бажарилган.

Диссертация автореферати уч тилда (ўзбек, рус, инглиз (резюме)) Илмий кенгаш веб-саҳифасида ([www.tfi.uz](http://www.tfi.uz)) ва «Ziynet» ахборот-таълим портали ([www.ziynet.uz](http://www.ziynet.uz)) манзилларида жойлаштирилган.

**Расмий оппонентлар:**

**Абдурахмонов Қаландар Ходжаевич**  
иқтисодиёт фанлари доктори, академик

**Жумаев Нодир Хосиятович**  
иқтисодиёт фанлари доктори, профессор

**Суёнов Дилмурод Холмуродович**  
иқтисодиёт фанлари доктори, доцент

**Етакчи ташкилот:**

**Ўзбекистон Республикаси Банк-молия академияси**

Диссертация ҳимояси Тошкент молия институти ҳузуридаги илмий даражалар берувчи DSc.03/30.12.2019.I.17.01 рақамли Илмий кенгаш асосидаги бир марталик Илмий кенгашнинг 2020 йил «\_\_» «\_\_\_\_\_» соат \_\_\_\_\_ даги мажлисида бўлиб ўтади. Манзил: 100000, Тошкент шаҳри, Амир Темур шоҳ кўчаси, 60А-уй. Тел.: (99871) 234-53-34, факс: (99871)234-46-26, e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

Диссертация билан Тошкент молия институтининг Ахборот-ресурс марказида танишиш мумкин (\_\_\_\_рақами билан рўйхатга олинган). Манзил: 1000000, Тошкент шаҳри, Амир Темур шоҳ кўчаси, 60А-уй. Тел.: (99871)234-46-26.

Диссертация автореферати 2020 йил «\_\_» \_\_\_\_\_ куни тарқатилди.

(2020 йил «\_\_» \_\_\_\_\_ даги \_\_\_\_\_ рақамли реестр баённомаси).

**Б. Ташмуродова**

Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш асосидаги бир марталик Илмий кенгаш раиси, и.ф.д., профессор

**С. Мехмонов**

Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш асосидаги бир марталик Илмий кенгаш илмий котиби, и.ф.д., профессор

**И. Қузиев**

Илмий даражалар берувчи Илмий кенгаш асосидаги бир марталик Илмий кенгаш қошидаги бир марталик Илмий семинар раиси, и.ф.д., профессор

## КИРИШ (фан доктори (DSc) диссертацияси аннотацияси)

**Диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати.** Жаҳон амалиётида кейинги йилларда корхоналар бошқарувида 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 корхоналар бозор қийматини бошқаришдан, унинг фундаментал қийматини баҳолаш ва бошқариш тизимига ўтиш кузатилмоқда. Хусусан, «дунё ЯИМнинг қарийб 85 фоизини ташкил этувчи АҚШда 20,5 трлн.АҚШ доллари (23,9 фоиз), Хитойда 13,6 трлн.АҚШ доллари (15,9 фоиз), Японияда 4,9 трлн.АҚШ доллари (5,8 фоиз) Германияда 3,9 трлн.АҚШ доллари (4,7 фоиз), Буюк Британияда 2,8 трлн.АҚШ доллари (3,3 фоиз), Францияда 2,8 трлн.АҚШ доллари (3,2 фоиз)»<sup>1</sup> қийматни бошқариш концепцияси учун жорий қилинмоқда. Ушбу концепция негизда корхона ресурсларидан самарали фойдаланиш ва унинг энг юқори молиявий натижаларини таъминлаш ғояси ётади.

Дунёда корхонанинг активларини баҳолаш бўйича Жаҳон банкининг Иқтисодий ривожланиш институти<sup>2</sup>, Халқаро тикланиш ва тараққиёт банкининг<sup>3</sup>, 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. Мазкур тадқиқотларда корхоналар қийматининг ўсишини таъминлаш уларнинг инновацион ривожланишига инвестициялар жалб этишнинг ички (фундаментал) омилларига эътибор қаратишда самарали йўл эканлиги исботланган. Ушбу ғояларни ўз фаолиятига татбиқ этган «Apple» компаниясининг 2018 йилдаги бозор қиймати 961,3 млрд.АҚШ долларини, Microsoft компаниясининг бозор қиймати 946,5 млрд.АҚШ долларни, Amazon.com компаниясининг бозор қиймати 946,5 млрд.АҚШ долларини ташкил этди<sup>4</sup>. Шунингдек, амалга оширилган тадқиқотларда қўшилиш йўли билан қайта ташкил этиш жараёнида корхона қийматини баҳолаш, инвестицион-инновацион лойиҳаларнинг корхона қийматидаги улушини баҳолашни таҳлил қилиш усуллари, корхона қийматини стратегик бошқаришнинг концептуал жиҳатлари, стейкхолдерлар билан ўзаро ҳамкорлик асосида қўшилиш ва эгаллаб олиш жараёнида фирма қийматини бошқариш, акциядорлик корхоналари қийматини бошқариш, корхона қийматини бошқаришнинг

<sup>1</sup> [www.m.statisticstimes.com](http://www.m.statisticstimes.com).

<sup>2</sup> [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

<sup>3</sup> [www.worldbankgroup.org](http://www.worldbankgroup.org).

<sup>4</sup> [www.statistista.com](http://www.statistista.com).

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 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 ёндашувларига 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.

Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2017 йил 7 февралдаги ПФ-4947-сон «Ўзбекистон Республикасини янада ривожлантириш бўйича Ҳаракатлар стратегияси тўғрисида»ги, 2019 йил 1 февралдаги ПФ-5646-сон «Ўзбекистон Республикаси ёқилғи-энергетика тармоғини бошқариш тизимини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги фармонлари, 2019 йил 27 мартдаги ПҚ-4249-сон «Ўзбекистон Республикасида электр энергетика тармоғини янада ривожлантириш ва ислоҳ қилиш стратегияси тўғрисида»ги, 2019 йил 1 июлдаги ПҚ-4381-сон «Баҳолаш фаолиятини янада такомиллаштириш ҳамда паст рентабелли ва фаолият юритмаётган давлат иштирокидаги корхоналарни сотиш механизмларини соддалаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, 2019 йил 9 июлдаги ПҚ-4388-сон «Аҳоли ва иқтисодиётни энергия ресурслари билан барқарор таъминлаш, нефть-газ тармоғини молиявий соғломлаштириш ва унинг бошқарув тизимини такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги, 2019 йил 30 майдаги ПҚ-4348-сон «Электротехника саноатини янада ривожлантириш учун қулай шарт-шароитлар яратиш ва тармоқнинг инвестициявий ҳамда экспорт

салоҳиятини ошириш бўйича кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида»ги қарорлари ва бошқа меъёрий-ҳуқуқий ҳужжатларда белгиланган вазифаларни амалга оширишда мазкур диссертация тадқиқоти муайян даражада хизмат қилади.

**Тадқиқотнинг республика фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларига мослиги.** Мазкур тадқиқот республика фан ва технологиялари ривожланишининг I. «Демократик ва ҳуқуқий жамиятни маънавий-ахлоқий ва маданий ривожлантириш, инновацион иқтисодиётни шакллантириш» устувор йўналишига мувофиқ бажарилган.

**Диссертация мавзуси бўйича хорижий илмий тадқиқотлар шарҳи**<sup>5</sup>. Корхонанинг фундаментал қийматини баҳолаш ва бошқариш методологияси билан боғлиқ илмий изланишлар жаҳоннинг етакчи илмий марказлари ва олий таълим муассасаларида, жумладан, American Institute for Economic Research, International bank of reconstruction and development, World Finance, World Acceptance Corporation, McKinsey&Co, HOLT Value Associates, University of Harvard, Columbia University (АҚШ), International Valuation Standards Council, L.E.K. Consulting, Oxford University (Буюк Британия), International Bank for Economic Cooperation, The European Group of Valuers' Associations, Strategic Management Society (Европа), Россиянинг Илмий тадқиқот молия институти (НИФИ), Москва давлат университети Молия факультети, Санкт-Петербург иқтисодиёт университети, Олий иқтисодиёт мактабларида олиб борилган.

Корхонанинг фундаментал қийматини баҳолаш ва бошқариш методологияси бўйича амалга оширилган тадқиқотлар натижасида қатор, шу жумладан, қуйидаги илмий натижалар олинган: корхона активларини баҳолаш методологияси ишлаб чиқилган (American Institute for Economic Research-АҚШ); корхона қийматини бошқариш концепциясини унинг ўсишига таъсирини баҳолаш усули ишлаб чиқилган (McKinsey&Co, L.E.K. Consulting, HOLT Value Associates-АҚШ); кўчмас мулкнинг молиявий ҳисоб-китоби тамойиллари ишлаб чиқилган (World Finance-АҚШ); фундаментал қийматнинг молиявий ҳисоботларда акс эттиришнинг концептуал асослари ишлаб чиқилган (Oxford University-Буюк Британия, Олий иқтисодиёт мактаби – Россия); корхона қийматини аниқлашда баҳолашнинг даромадли ва харажатли ёндашувлари ишлаб чиқилган (International Valuation Standards Council-Буюк Британия); корхоналарда инвестицион-инновацион лойиҳаларнинг корхона қийматидаги улушини баҳолаш учун Economic Value Added усули татбиқ этилган (University of Harvard-АҚШ).

Халқаро даражада корхона фундаментал қийматини бошқариш методологик асосларини такомиллаштириш бўйича, хусусан, қуйидаги устувор йўналишларда илмий тадқиқотлар олиб борилмоқда: умумжаҳон корпорацияси кичик кредитларни молиялаштириш фаолияти билан шуғулланиш билан

---

<sup>5</sup>Диссертация мавзуси бўйича хорижий илмий тадқиқотлар шарҳи [www.aier.org](http://www.aier.org); [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org); [www.worldbankgroup.org](http://www.worldbankgroup.org); [www.mgu.ru](http://www.mgu.ru); [www.nifi.ru](http://www.nifi.ru); [www.ey.com](http://www.ey.com); [www.value.lu](http://www.value.lu); [www.iprcn.com](http://www.iprcn.com); [www.mse.msu.ru](http://www.mse.msu.ru); [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com); [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com); [www.referenceforbusiness.com](http://www.referenceforbusiness.com); [www.loansbyworld.com](http://www.loansbyworld.com); [www.harvard.edu](http://www.harvard.edu); [www.home.kpmg.com](http://www.home.kpmg.com); [www.ox.ac.uk](http://www.ox.ac.uk); [www.strategicmanagement.net](http://www.strategicmanagement.net); [www.ras.ru](http://www.ras.ru); [www.isma-edu.eu](http://www.isma-edu.eu) ва бошқа манбалар асосида тайёрланган.

биргаликда, истеъмолчилар томонидан гаровга қўйилган активларнинг ҳақиқий ва бозор қийматини аниқлаш услубиётини ишлаб чиқиш; кредит молия ташкилотлари қийматини бошқаришнинг бойликлар занжири яратишга йўналтирилган бошқарув концепциясини амалга ошириш механизмини такомиллаштириш; акциядорлик корхоналари қийматини стратегик бошқаришнинг концептуал жиҳатлари: акциядорлар билан ўзаро ҳамкорлик асосида интеграллашув жараёнида фирма қийматини бошқариш тамойилларини ўрганиш; акциядорлик корхоналари қийматини бошқариш ҳамда корпоратив бошқарувнинг ташкилий-иқтисодий моделларини тадқиқ этиш.

**Муаммонинг ўрганилганлик даражаси.** Корхоналар қийматини бошқариш, инвестицияларни жалб қилиш йўли билан уни босқичма-босқич ошириш, корхоналарни инновацион ривожлантириш ва активларини баҳолашнинг методологик асослари хорижий муаллифларнинг илмий асарларида кенг тадқиқ этилган. Қиймат назарияси масалалари билан А.Маршалл, Ж.Милль, Д.Рикардо, А.Смит ва бошқа кўпгина классик иқтисодий назария мактаби вакиллари шуғулланганлар<sup>6</sup>. Макроиқтисодий муносабатларнинг турли жиҳатлари, корхоналарнинг яратилиши сабаблари ва фаолияти С.Л. Брю, К.Р. Макконелл, Р.Г. Коуз, В.Д. Нордхаус, С.П. Роббина, П.А. Самуэльсон, А. Стрикленд, А. Томпсон ва бошқа иқтисодчилар ишларида баён қилинган<sup>7</sup>.

Корхоналар қийматини баҳолаш ва бошқариш масалалари бўйича асосий назарий ишланмалар: Ф.Блэк, Дж.Бреннан, Т.Гордон, Г.Десмонд, А.Дамодаран, Р.Каплан, Р.Келли, Т.Коллер, Т.Коупленд, М.Миллер, Ф.Модильяни, Ш.Пратт, С.Сандер, Д.Фридман, К.Шиппер ва бошқа муаллифларнинг ишларида баён қилинган<sup>8</sup>. Г.Александр, Д.Бэйли, Л.Гитман, М.Джонк, Д.Линтнер, Х.Марковиц, С.Росс, У.Шарплар акциялар

---

<sup>6</sup> Маршалл А. Принципы экономической науки. Т. 1. и 2. - М.: Издательство РОО, 1996; Милль Дж. Основы политической экономии. Пер. с англ. - Т. 1-3. - М.: Прогресс, 1980; Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. Том 1. Пер. с англ. - М.: Госполитиздат, 1955.; Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. - М.: Эксмо, 2007. - Серия: Антология экономической мысли. - 960 с.

<sup>7</sup> Макконелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика. В 2-х т.: Пер. с англ. - М.: Республика. - 1992. - Т. 1. - 400 с.; Коуз Р.Г. Природа фирмы: истоки; Природа фирмы: истолкование; Природа фирмы: влияние; Нобелевская лекция «Институциональная структура производства»: в сб.: Природа фирмы. / О.И. Уильямсо, под об. ред. С.Дж. Уинте; пер. с англ.; ред. пер. В.Г. Гребенников. - М.: Дело, 2001; Качалов Р.М. Управление хозяйственным риском производственных систем // Экономика и математические методы. - 1997. - Т.33. - Вып. 4. - С. 25-38.; Самуэльсон П.А., Нордхаус В.Д. Экономика: Пер. с англ. - М.: БИНОМ, Лаборатория Базовых Знаний, 1997. - 800 с.; Роббинз С.П. Менеджмент. - 8-е изд. - Киев: Вильямс, 2007.; Тамбовцев В.Л. Формальное и неформальное в управлении экономикой. - М.: Наука, 1990.; Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент. Концепции и ситуации: Учеб. для вузов: Пер. с 9-го англ. изд. - М.: ИНФРА-М, 2000.

<sup>8</sup> 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.; Бреннан Дж., Бьюкенен Дж. Причина правил. Конституционная политическая экономия = The Reason of Rules. - СПб.: Экономическая школа, 2005. - 272 с.; Гордон Т. Общественные блага, распределение и поиск ренты = Public Goods, Redistribution and Rent Seeking. - М.: Изд-во Института Гайдара, 2011. - 224 с.; Десмонд Г.М. Руководство по оценке бизнеса. - М.: РОО Академия оценки, 1996. - С. 152-181.; Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. Пер. с англ. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. - 1342 с.; Каплан Р., Нортон Дж. Организация, ориентированная на стратегию. Пер. с англ. -М.: Олимп-Бизнес, 2004. - 416 с.;

қийматини белгилаш ва молиявий активлар учун нархлаш моделларини ривожлантиришга катта ҳисса қўшганлар<sup>9</sup>.

МДХ мамлакатлари иқтисодчи олимларидан: В.Л.Тамбовцев, Р.М.Качалов, Т.В.Теплова, Ю.В.Козырь, С.В.Валдайцев ва Т.В.Краминлар томонидан корхоналар қийматини баҳолаш ва бошқариш муаммолари бўйича бир қатор тадқиқотлар ўтказилган, жумладан, иқтисодий фойда концепциясига асосланган; кредит молия ташкилотлари қийматини бошқаришнинг бойликлар занжирини яратишга йўналтирилган бошқарув концепциясини амалга ошириш механизмини ишлаб чиқиш; қўшилиш йўли билан қайта ташкил этиш жараёнида корхона қийматини баҳолаш; инвестицион-инновацион лойиҳаларнинг корхона қийматидаги улушини баҳолаш учун Economic Value Added усулини таҳлил қилиш; стейкхолдерлар билан ўзаро ҳамкорлик асосида қўшилиш ва эгаллаб олиш жараёнида фирма қийматини бошқариш; акциядорлик корхоналар қийматини бошқариш, корхона қийматини бошқаришнинг ташкилий-иқтисодий усуллари ҳамда моделларини ишлаб чиқиш ва бошқалар.

Корхона қийматини баҳолаш ва бошқариш масалалари мамлакатимиз олимлари: Д.Акназаров, Б.Беркинов, Ш.Зайнутдинов, Б.Ходиев, Н.Жумаев, А.Бурханов, Н.Каримов, А.Кравченко, Ж.Сагдуллаев ва бошқаларнинг ишларида ўз аксини топган.<sup>10</sup> Кўрсатиб ўтилган муаллифларнинг ишлари, шубҳасиз, корхонанинг қийматини бошқариш назариясига катта ҳисса қўшади. Аммо корхонани бошқариш муаммосининг мураккаблиги ва кўп қирралилиги туфайли мазкур тадқиқотларда унинг барча жиҳатлари етарли даражада тадқиқ қилинмаган. Корхоналар қийматини баҳолаш хорижий мамлакатлар тажрибасини Ўзбекистон шароитига мослаштириш, корхоналар қийматини бошқариш методологиясини мамлакатимиз корхоналарига мослаб ишлаб чиқиш мақсадида бошқарувнинг умумий қабул қилинган усуллари қўллашни илмий асослаш зарурияти мавжуд.

**Диссертация мавзусининг диссертация бажарилаётган олий таълим муассасасининг илмий-тадқиқот ишлари режалари билан боғлиқлиги.** Мазкур илмий иш Тошкент давлат иқтисодиёт университетининг илмий тадқиқот ишлари режасига мувофиқ Ф-1-68 «Трансакциялар ва трансакция харажатларини бошқаришнинг илмий-методологик асосларини ишлаб чиқиш» мавзусидаги (2012-2016 йй.) фундаментал ва ИТД-2-20 «Корхона қийматини бошқариш методологиясини такомиллаштириш ва уни рейтинг

<sup>9</sup> Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. Пер. с англ. - М.: Дело, 1999. - 1008 с.; 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.

<sup>10</sup> Акназаров Д. Пути и средства активизации потенциала управления. - Т.: Шарк, 2002. - 191 с.; Беркинов Б.Б. Корпоративные структуры (основы создания и управления). - Т.: Изд. Нац. биб-ки Узбекистана им.А.Навои, 2005, -с.132., Зайнутдинов Ш.Н., Муракаев И.У., Шермухамедов А.Т., Сагдуллаев Д.Т., Кучаров А.С. Менеджмент асослари. Ўқув қўлланма. Т.: Молия, 2001. - 208 б.; Сагдуллаев Д.Т., Зайнутдинов Ш.Н. Оценка эффективности управления экономикой. Монография. -Т.: изд-во ТГЭУ, 2003.; Сагдуллаев Д.Т. Некоторые проблемы повышения эффективности систем управления //Аспирант и соискатель. -Москва, 2001. -№3. -С.75- 76; Ходиев Б., Беркинов Б., Кравченко А. Оценка бизнеса. -Т.: IQTISOD-MOLIYA, 2007.; Жумаев Н.Х. Жаҳон молиявий-иқтисодий инкирози: моҳияти, сабаб-оқибатлари ва Ўзбекистонга таъсири. -Тошкент, 2009.; Бурханов А.У. Корхоналар молиявий барқарорлиги: назария ва амалиёт. Монография. -Тошкент: Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи, 2019. -160б.

баҳолашнинг миллий тизимини ишлаб чиқиш» мавзусидаги (2012-2014 йй.) амалий лойиҳалар доирасида бажарилган.

**Тадқиқотнинг мақсади** корхонанинг фундаментал қийматини бошқариш методологиясини такомиллаштириш бўйича таклиф ва тавсиялар ишлаб чиқишдан иборат.

**Тадқиқотнинг вазифалари** қуйидагилардан иборат:

корхона қийматини баҳолаш ва бошқаришнинг илмий-назарий асосларини тадқиқ қилиш ва умумлаштириш;

корхона қийматини бошқаришнинг концептуал ҳолатларини тадқиқ қилиш ва уни амалга ошириш механизмларини белгилаш;

корхона қийматини бошқаришнинг методологик жиҳатини бойитиш;

корхона қийматини шакллантирувчи омиллар, драйверларни аниқлашга қаратилган ёндашувларни таҳлил қилиш, уларни бир тизимга келтириш;

қийматнинг ўсиши ёки камайиши хусусиятларини тавсифловчи кўрсаткичлар тизимини шакллантириш ва уларни баҳолашга услубий ёндашувларни ишлаб чиқиш;

корхонани бошқариш учун корхона ва унинг активлари қийматини баҳолаш предметини очиб бериш;

бошқарувнинг асосий моделларини асослаш ва корхона қийматини оширишнинг инвестицион (инновацион) лойиҳалар улушини жадаллаштиришга таъсирини асослаш;

корхонада инновацион лойиҳалар амалга оширилиши шароитида унинг қиймати ўсишининг мониторинги методологиясини тадқиқ қилиш;

саноат корхоналарининг ликвидлилик коэффиценти, тўлов қобилияти, молиявий барқарорлик ва рентабеллик даражасини таҳлил қилиш асосида уларнинг молиявий ҳолатини комплекс баҳолаш;

корхонани комплекс баҳолаш асосида унинг ўрта муддатли истиқболдаги прогноз кўрсаткичларини ишлаб чиқиш;

саноат корхоналарининг фаолият кўрсаткичларини таҳлил қилиш, уларнинг прогнозини ишлаб чиқиш ва корхона пул оқимларининг ўсиши (пасайиши)га таъсирини баҳолаш; пул оқимларини дисконтлаштириш усули асосида корхонанинг фундаментал қийматини баҳолаш.

**Тадқиқотнинг объекти** сифатида «Ўзбекэнерго» АЖ таркибидаги корхоналарнинг фундаментал қийматини бошқариш жараёни олинган.

**Тадқиқотнинг предмети** бўлиб, корхона қийматини бошқариш жараёнида юзага келадиган молиявий-иқтисодий муносабатлар ҳисобланади.

**Тадқиқотнинг усуллари.** Диссертацияда тизимли ёндашув, иқтисодий-статистик, таққослаш, омилли ва таркибий таҳлил, статистик гуруҳлаш, илмий абстракциялаш, таҳлил ва синтез, индуктив ва дедуктив усуллардан фойдаланилган.

**Тадқиқотнинг илмий янгилиги** қуйидагилардан иборат:

фундаментал қийматни аниқлаш, ошириш ва самарали бошқариш ҳамда молиявий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва қийматни максималлаштиришни таъминловчи корхона фундаментал қийматини бошқаришнинг концептуал усули такомиллаштирилган;

корхоналар бозор қийматини анъанавий молиявий ва бошқарув ёндашувлари билан тўлдиришга асосланган фундаментал қийматни тавсифловчи кўрсаткичлар тизимини шакллантириш асосида баҳолаш усули таклиф этилган;

фундаментал қийматни уч йўналишда мониторинг қилиш орқали корхонанинг бозор қийматини максималлаштиришга қаратилган бошқариш тизими ҳамда уни жорий қилиш босқичи асосланган;

рентабеллик кўрсаткичларининг корхона фундаментал қийматига таъсирини аниқлаш асосида корхоналар фаолиятини самарали бошқариш ва истиқболда ривожлантиришнинг устувор йўналиши белгиланган;

корхона қийматини бошқаришга таъсир этувчи омиллар қийматни ҳаракатлантириш, ўстириш, барқарорлик ва рақобатбардошликни таъминлаш асосида уни асосий стратегияларини белгиловчи таснифи ишлаб чиқилган.

**Тадқиқотнинг амалий натижалари** қуйидагилардан иборат:

фундаментал қийматни бошқаришнинг назарий ва методологик жиҳатлари такомиллаштирилган ва тизимли ёндашув асосида корхонани бошқаришда қўлланиладиган воситаларнинг муаллиф томонидан ишлаб чиқилган таърифлари ва тавсифлари асосланган;

саноат корхонаси қийматига унинг молиявий фаолияти натижалари (тушум, ялпи фойда, маҳсулот таннархи, харажатлар, фаолиятдан олинган даромадлар, солиқлар тўлашгача бўлган фойда ва соф фойда)нинг таъсир йўналиши асослаб берилган;

турли услубий ёндашувларни ўрганиш ва умумлаштириш асосида корхоналар бозор қийматини бошқаришнинг концептуал қоидалари асослаб берилган;

корхоналар қийматини самарали бошқаришнинг акциядорлар ва корпоратив муносабатларнинг бошқа манфаатдор томонлар манфаатлари мувозанатини ҳисобга оладиган механизми ишлаб чиқилган;

молиявий барқарорликнинг корхона фундаментал қийматининг ошишига таъсири асосланган.

**Тадқиқот натижаларининг ишончлилиги.** Тадқиқотда қўлланилган ёндашув ва усулларнинг мақсадга мувофиқлиги, маълумотларнинг расмий манбалардан, жумладан, Ўзбекистон Республикаси Давлат статистика қўмитаси, Ўзбекистон Республикаси Иқтисодиёт ва саноат вазирлиги, Ўзбекистон Республикаси Молия вазирлиги ва «Ўзбекэнерго» АЖнинг статистик маълумотларидан олинганлиги ҳамда тегишли хулоса ва таклифларнинг мутасадди ташкилотлар томонидан амалиётга жорий қилингани билан белгиланади.

**Тадқиқот натижаларининг илмий ва амалий аҳамияти.** Тадқиқот натижаларининг илмий аҳамияти олинган илмий хулоса ва ишлаб чиқилган тавсиялардан республикамизда фаолият юритаётган корхоналар, жумладан, акциядорлик жамиятлари фундаментал қийматини баҳолаш ва бошқаришни ташкил этиш ҳамда такомиллаштиришга эришишни таъминлаши билан изоҳланади.

Тадқиқотнинг амалий аҳамияти ишлаб чиқилган амалий таклифлар ва тавсияларнинг жорий этилиши корхоналарнинг жорий ҳолатини баҳолаш, бошқарувчи таъсирларнинг концептуал йўналишларини белгилаш, корхонанинг ташкилий тузилишини қайта ташкил этиш тадбирларини амалга ошириш ва давлат мулкани сотишнинг бошланғич нархини белгилаш имконини яратиши билан изоҳланади.

**Тадқиқот натижаларининг жорий қилиниши.** Корхонанинг фундаментал қийматини бошқариш методологиясини такомиллаштириш бўйича олинган илмий натижалар асосида:

фундаментал қийматни аниқлаш, ошириш ва самарали бошқариш ҳамда молиявий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва қийматни максималлаштиришни таъминловчи корхона фундаментал қийматини бошқаришнинг концептуал усули такомиллаштирилган бўйича берилган таклифлар Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 1 февралдаги «Ўзбекистон Республикаси ёқилғи-энергетика тармоғини бошқариш тизимини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5646-сон фармонининг 2-бўлим еттинчи бандида ўз аксини топган («Электрқишлоққурилиш» АЖнинг 2019 йил 10 октябрдаги ЖО-01-21/2943-сон маълумотномаси). Мазкур таклиф корхоналар фаолияти самарадорлигини таъминлаш, бозор шароитида корхоналарнинг ривожланиш имкониятларини тавсифловчи фундаментал қийматни бошқаришга хизмат қилган;

корхоналар бозор қийматини анъанавий молиявий ва бошқарув ёндашувлари билан тўлдиришга асосланган фундаментал қийматни тавсифловчи кўрсаткичлар тизимини шакллантириш асосида ишлаб чиқилган баҳолаш усули «Электрқишлоққурилиш» АЖ амалиётига жорий этилган («Электрқишлоққурилиш» АЖнинг 2019 йил 10 октябрдаги ЖО-01-21/2943-сон маълумотномаси). Мазкур баҳолаш усули «Электрқишлоққурилиш» АЖ амалиётига жорий этилиши ҳисобига корхонанинг жорий қиймати 2019 йилда 12135150,8 минг сўмни ташкил этган бўлса, фундаментал қиймати 15775696,04 минг сўмни ташкил қилган;

фундаментал қийматни мониторинг қилиш орқали корхонанинг бозор қийматини максималлаштиришга қаратилган бошқариш тизими ҳамда уни жорий қилиш бошқичлари бўйича берилган таклиф Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 1 февралдаги «Ўзбекистон Республикаси ёқилғи-энергетика тармоғини бошқариш тизимини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5646-сон Фармонининг 1-бўлим олтинчи бандида ўз аксини топган («Электрқишлоққурилиш» АЖнинг 2019 йил 10 октябрдаги ЖО-01-21/2943-сон маълумотномаси). Натижада, корхонанинг молиявий ва бошқарув ёндашувларини тўлдиришга асосланган фундаментал қийматини бошқаришнинг янги тизими шаклланган;

рентабеллик кўрсаткичларининг корхона фундаментал қийматига таъсирини аниқлаш асосида Ўзбекистон корхоналар фаолиятини самарали бошқариш ва истиқболда ривожлантиришнинг устувор йўналиши бўйича берилган таклиф «Электрқишлоққурилиш» АЖ амалиётига жорий этилган («Электрқишлоққурилиш» АЖнинг 2019 йил 10 октябрдаги ЖО-01-21/2943-сон

маълумотномаси). Мазкур таклифни «Электрқишлоққурилиш» АЖ амалиётига жорий этилиши ҳисобига корхонанинг пул оқими 2018 йилда ўтган йилга нисбатан 54,6%га ошди ва 14 153 723 минг сўмни ташкил қилган. Пировардида, корхонанинг рентабеллик даражаси мос равишда 4,5%га ва активлар рентабеллиги – 17,7%га ошишига олиб келган;

корхона қийматини бошқаришга таъсир этувчи омиллар қийматни ҳаракатлантириш, ўстириш, барқарорлик ва рақобатбардошликни таъминлаш асосида уни асосий стратегияларини белгиловчи таснифи бўйича берилган таклиф Ўзбекистон Республикаси Президентининг 2019 йил 1 февралдаги «Ўзбекистон Республикаси ёқилғи-энергетика тармоғини бошқариш тизимини тубдан такомиллаштириш чора-тадбирлари тўғрисида»ги ПФ-5646-сон Фармонининг 2-бўлим бешинчи ва олтинчи бандларида инобатга олинган («Электрқишлоққурилиш» АЖнинг 2019 йил 10 октябрдаги ЖО-01-21/2943-сон маълумотномаси). Мазкур таклиф корхонанинг қиймати ва инвестиция лойиҳаларининг қийматга қўшган ҳиссасини баҳолаш тамойиллари ва усулларини биргаликда қўллашни назарда тутувчи синергетик самарага эришиш имконини берган.

**Тадқиқот натижаларининг апробацияси.** Диссертация тадқиқотининг асосий ғояси ва натижалари маърузалар шаклида 5 та халқаро, 7 та республика илмий-амалий конференцияларида баён этилган ва маъқулланган.

**Тадқиқот натижаларининг эълон қилинганлиги.** Диссертация мавзуси бўйича 28 та илмий иш, шу жумладан, 2 та илмий монография, Ўзбекистон Республикаси Олий аттестация комиссиясининг докторлик диссертациялари асосий натижаларини чоп этиш бўйича тавсия этилган илмий нашрларда 14 та мақола, жумладан, 10 таси республика ва 4 таси хорижий журналларда нашр этилган.

**Диссертациянинг тузилиши ва ҳажми.** Диссертация таркиби кириш, тўртта боб, хулоса, фойдаланилган адабиётлар рўйхати ва иловалардан иборат. Диссертациянинг ҳажми 214 бетни ташкил қилади.

## ДИССЕРТАЦИЯНИНГ АСОСИЙ МАЗМУНИ

**Кириш** қисмида диссертация мавзусининг долзарблиги ва зарурати асосланган, тадқиқотнинг мақсади, вазифалари, объекти ҳамда предмети тавсифланган, Ўзбекистон Республикаси фан ва технологиялари ривожланишининг устувор йўналишларга мослиги кўрсатилган, тадқиқотнинг илмий янгилиги, амалий натижалари баён қилинган, уларнинг назарий ва амалий аҳамияти очиб берилган. Шунингдек, тадқиқот натижаларининг амалиётга татбиқ этилиши, нашр қилинган ишлар ва диссертациянинг таркибий тузилиши бўйича маълумотлар келтирилган.

Диссертациянинг «**Корхона фундаментал қийматини бошқаришнинг назарий ва илмий-услубий асослари**» деб номланган биринчи бобида тадқиқотнинг илмий-назарий, методологик ва амалий жиҳатлари тадқиқ этилган, корхонанинг бошқарув тизимини унинг қийматини кўпайтиришга

йўналтириш зарурлиги асослаб берилган. Корхона фундаментал қийматини бошқаришнинг тамойиллари ва вазифалари, молиявий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва қийматни максималлаштиришга қаратилган корхона фундаментал қийматини бошқариш юзасидан концептуал жиҳатдан такомиллашган таклифлар ишлаб чиқилган.

Корхонанинг бозор қийматини бошқариш концепцияси қўшимча ёлланган ишчилар сони, қўшимча айланма маблағ ёки ишлаб чиқаришга сарфланган қўшимча ресурслар миқдорини ошириш ҳисобига қийматни ошириш глобал молиявий-иқтисодий инқироз шароитларида ўзининг асоссиз эканлигини кўрсатди.

Корхонани бошқаришнинг энг янги концепциясини унинг фундаментал қийматини яратиш ва ўстиришга қаратилган бошқарув сифатида қараш лозим. Фундаментал қиймат бизнес юритишнинг оптимал ва комплексли ўлчови ҳисобланади.

Корхона фундаментал қийматини шакллантирадиган асосий омил унинг рақобатбардошлиги, ўсиш омиллари эса, молиявий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва жозибадорлик, шунингдек бозор қийматини оширишга хизмат қилувчи номоддий жиҳатлари ҳисобланади.

Корхона фундаментал қийматини бошқариш – корхона қийматини максималлаштириш жараёнига йўналтирилган фаолиятдир. Турли муаллифлар ёндашувларидан келиб чиқиб, бу борада қуйидаги хулосаларга келиш мумкин:

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

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.

Корхонанинг қиймати ва уни бошқариш юзасидан кўплаб хорижий ва маҳаллий иқтисодчи олимлар томонидан тадқиқотлар олиб борилган бўлиб, асосан, корхона қийматини баҳолашда моддий қиймати ҳисобга олинган. Корхонанинг моддий қийматини оширишга хизмат қилувчи номоддий қийматлари ҳам мавжудки, уларни ҳисобга олмасдан туриб, корхона қиймати ва уни бошқариш юзасидан аниқ ва тўғри қарорлар қабул қилиш имкони бўлмайди.

Тадқиқот натижалари шуни кўрсатдики, корхонанинг бозор қиймати, асосий ва ишлаб чиқариш фондлари, кўчмас мулк ва ҳаракатдаги мулк, пул маблағлари, товар-моддий бойликлар, қимматли қоғозлар, дебиторлик қарзлари каби моддий қийматга эга бўлган кўрсаткичлар йиғинидисини ўз ичига олади.

Корхоналарнинг умумий (фундаментал) қийматини ҳисоблаганда, фақат унга бир томонлама ёндашилиб, бозор қийматигина назарда тутилади. Аслида эса, бозор қийматидан ташқари, корхонанинг қийматига қўшимча қиймат яратувчи номоддий қиймат кўрсаткичларининг ҳам ҳисобга олиниши мақсадга мувофиқ.

Шу нуктаи назардан корхоналарнинг фундаментал қийматини баҳолаш ва бошқариш мамлакат иқтисодиётида микро ва макро даражада ислохотлар ўтказиш ва уларга оид қарорлар қабул қилишда муҳим восита эканлиги асосланган ҳамда мавзуга доир муаллифлик ёндашуви таклиф қилинган.

Фикримизча, **корxonанинг фундаментал қиймати** – корxonани ҳар томонлама баҳоловчи моддий ва номоддий қийматлари йиғиндиси бўлиб, корxonанинг бозор қиймати ва уни максималлаштиришга олиб келувчи, ташкил этилган самарали бошқарув натижаларини ўзида акс эттирувчи барча иқтисодий кўрсаткичлар ва бошқарув тадбирларининг комплекс ўлчови. Бошқача айтганда, бу – кутилаётган сотув нархи – муайян вазиятда бутун корхона учун харидор тўлашга, сотувчи эса – объект учун қабул қилишга тайёр бўлган суммадир.

**Корxonанинг фундаментал қийматини бошқариш** деганда, корxонага ҳар томонлама баҳо берувчи барча кўрсаткичларни ва мавжуд активларни мунтазам ошириб бориш ҳисобига корxonанинг бозор қийматини максималлаштиришга хизмат қиладиган барча иқтисодий ва бошқарув тадбирларини ўз ичига олган замонавий бошқарув тизими тушунилади.

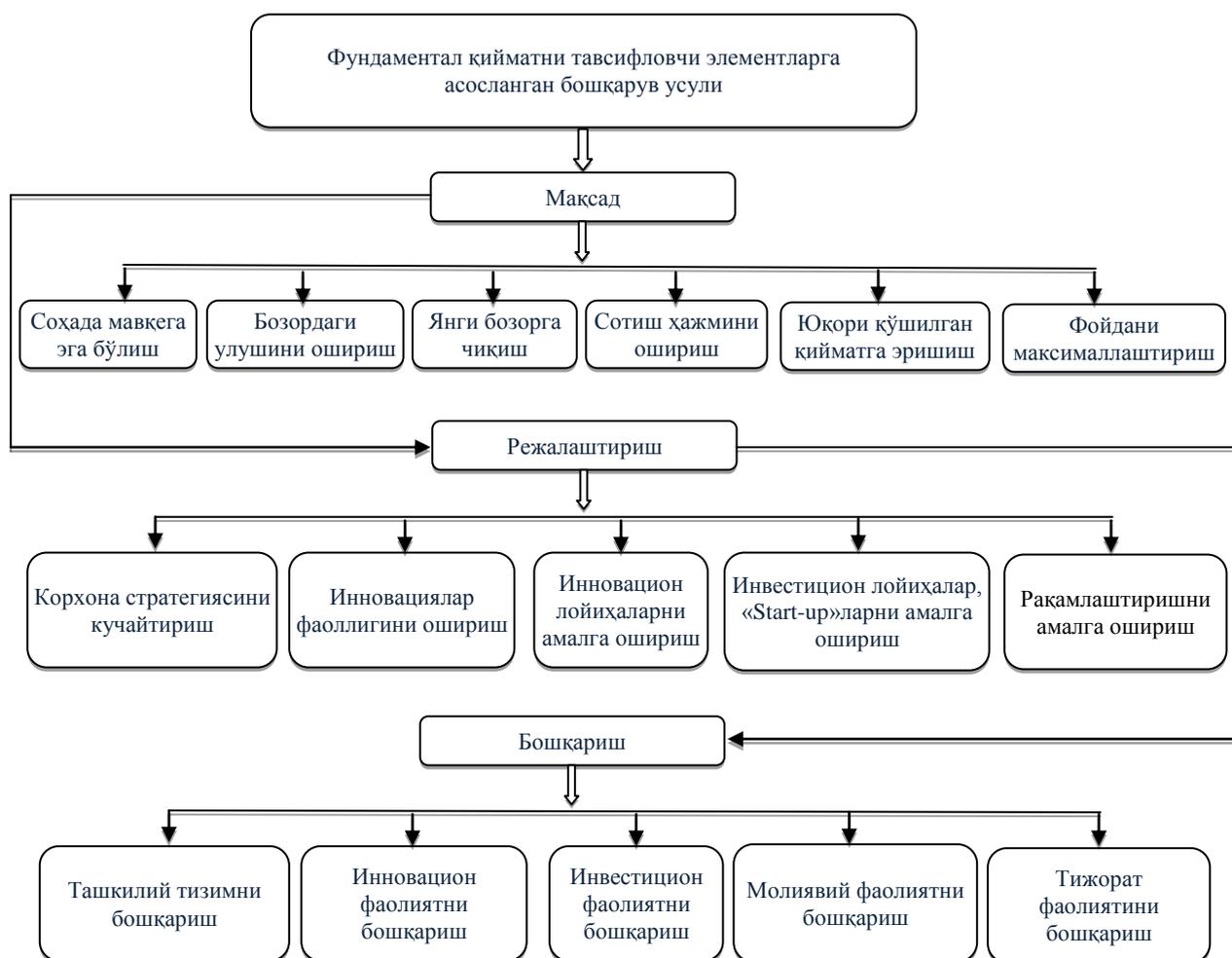
Корxона қийматини бошқаришнинг концептуал жиҳатлари таҳлилин амалга оширишда фундаментал қийматнинг бозор қийматига қараганда бир қатор афзалликларини ажратиш кўрсатиш мумкин (1-расм).



**1-расм. Корxonанинг фундаментал қийматини бошқариш<sup>11</sup>**

Шунингдек, мазкур фундаментал қийматни тавсифловчи элементларга асосланган бошқарув усули таклиф этилган ва корxонада бошқарув жараёнларининг самарадорлигини оширишга таъсир этишнинг асосий йўналишлари белгилаб берилган (2-расм).

<sup>11</sup> Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.



**2-расм. Фундаментал қийматни тавсифловчи элементларга асосланган бошқарув усули<sup>12</sup>**

Ушбу усулга кўра, корхона фундаментал қиймати унинг бозор қиймати ва номоддий кўрсаткичлар қийматидан иборат бўлади. Бизга маълумки, корхонанинг бозор қиймати: асосий ва ишлаб чиқариш фондлари, кўчмас мулк ва ҳаракатдаги мулк, пул маблағлари, товар-моддий бойликлар, қимматли қоғозлар, дебиторлик қарзлари каби моддий қийматга эга бўлган кўрсаткичлар йиғинидисини ўз ичига олади. Номоддий кўрсаткичлар эса, корхоналарнинг ўзига хос хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда шакллантирилади.

Тадқиқот объекти ҳисобланган электроэнергетика тармоғи корхоналарининг ўзига хос хусусиятларидан келиб чиққан ҳолда номоддий кўрсаткичлар қуйидагилардан иборат:

- инновациялардан фойдаланиш даражаси;
- стартаплар ва венчурли лойиҳаларни инвестициялаш даражаси;
- техника ва технологияларнинг модернизацияланганлик даражаси;
- фаолиятнинг диверсификацияланганлик даражаси;
- товар қийматида импортнинг улуши;
- сотувда экспортнинг улуши;

<sup>12</sup> Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

самарали корпоратив бошқарувнинг қўлланилиши;  
 ишлаб чиқарилган товар ва хизматларида юқори қўшилган қийматга эга эканлиги;  
 рақобатбардошлик даражаси;  
 инвестицион фаоллиги ва инвестицион жозибадорлиги;  
 бошқарув сифати ва мижозлар билан ишлаш сифати;  
 интеллектуал капиталдан фойдаланиш даражаси;  
 яшил иқтисодиётга қўшаётган ҳиссаси (корхонанинг яшил компаниялардаги рейтинги);  
 ходимларнинг меҳнат самарадорлиги.

Корхонанинг номоддий кўрсаткичлари қийматини ҳисоблаш учун муайян корхонани мониторинг қилиб, 100 баллик тизимда баҳолаш орқали унинг ривожланиш даражаси коэффицентлари аниқлаб олинади ва корхонанинг фундаментал қиймати аниқланади:

**Корхонанинг фундаментал қиймати** =  $\text{КБК} + \sum_{k=1}^n \text{КБ} \cdot \frac{\alpha_k}{n}$ ,  
 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.

Диссертациянинг «**Энергетика соҳаси корхоналарининг ҳолатини таҳлил қилиш ва баҳолаш**» деб номланган иккинчи бобида, энергетика соҳасидаги корхоналарнинг молиявий ва иқтисодий ҳолати таҳлил қилинган.

Бугунги кунда, «Ўзбекэнерго» АЖ ўз таркибига лойиҳалаш, қурилиш-монтаж, таъмирлаш ва фойдаланиш ташкилотларини олувчи мажмуавий ташкилот ҳисобланади ва табиий вертикал интеграциялашган монополиядан иборат. «Ўзбекэнерго» АЖ таркибига 49 та корхона, шу жумладан, 36 та акциядорлик жамияти, 6 та унитар корхона, 7 та масъулияти чекланган жамият киради. Вертикал интеграциялашув энергетика тизими самарадорлигининг янада ўсиши учун тўсиқ ҳисобланади, чунки фирма ичидаги алоқаларнинг мавжудлиги рақобатли муносабатларнинг ривожланиш имкониятларини истисно қилади, вертикал тизимга кирувчи компанияларнинг самарадорлигини ошириш захираларини қидириб топиш имкониятлари эса, объектив равишда чекланган. Соҳа корхоналари бошқариш тизимининг шаффоф эмаслиги ва меҳнат ресурсларидан оқилона фойдаланилмаётгани иш самарадорлиги ва натижавийлигини пасайтиради, ноишлаб чиқариш харажатларининг ошишига олиб келади. Фаолиятнинг зарарга ишловчи бўлинмалари ва йўналишларининг мавжудлиги компаниянинг бозордаги имижини пасайтиради ва капиталлашув даражасининг пасайишига олиб келади.

1-жадвалда тадқиқотимиз объекти ҳисобланган «Электрқишлоққурилиш» АЖ баланси тузилишининг ретроспектив кўрсаткичлари берилган.

Корхонанинг барча активлари ва пассивлари таҳлил қилинаётган давр мобайнида (2013–2018 йй.) 27,0 млрд. сўмдан 49,4 млрд. сўмгача ёки 1,8 баравар, узоқ муддатли активларнинг ўзи эса 3,2 бараварга ўсган.

**1-жадвал**

**«Электрқишлоққурилиш» АЖ баланси тузилишининг ретроспектив кўрсаткичлари<sup>13</sup>, млрд.сўм**

Кўрсаткичлар	2013 й.		2014 й.		2015 й.		2016 й.		2017 й.		2018 й.	
	Сумма	Яқунга нис. %										
<b>Активлар</b>	<b>27,0</b>	<b>100</b>	<b>33,4</b>	<b>100</b>	<b>38,5</b>	<b>100</b>	<b>39,6</b>	<b>100</b>	<b>45,2</b>	<b>100</b>	<b>49,4</b>	<b>100,0</b>
Узоқ муддатли активлар	3,8	14,2	6,7	20,1	9,7	25,2	8,6	21,9	10,3	22,9	12,3	24,9
Жорий активлар	23,2	85,8	26,7	79,9	28,8	74,8	30,9	78,1	34,8	77,1	37,1	75,1
<b>Пассивлар</b>	<b>27,0</b>	<b>100</b>	<b>33,4</b>	<b>100</b>	<b>38,5</b>	<b>100</b>	<b>39,6</b>	<b>100</b>	<b>45,2</b>	<b>100</b>	<b>49,4</b>	<b>100,0</b>
Ўз маблағлар манбалари	15,2	56,2	20,9	62	28,3	73,5	31,3	79,2	33,4	73,9	39,8	80,6
Мажбуриятлар	11,8	43,8	12,5	37	10,2	26,5	8,2	20,8	11,8	26,1	9,6	19,4

Бу кўрсаткичларнинг динамик таҳлили уларнинг мутлақ ўсиши ва ўсиш суръатларини белгилашга имкон беради, бу уларнинг корхона қиймати кўпайишига таъсирини таърифлаш учун муҳимдир.

«Электрқишлоққурилиш» АЖ молиявий натижалари таҳлили шуни кўрсатмоқдаки, маҳсулот сотишдан соф тушум 2018 йилда 80,7 млрд. сўмни ташкил қилгани ҳолда 2013 йилга нисбатан 12%га кўпайган (2-жадвал).

**2-жадвал**

**«Электрқишлоққурилиш» АЖнинг молиявий натижалари<sup>14</sup>, минг сўмда**

№	Кўрсаткичлар	Йиллар						Ўсиш суръати 2018 й. 2013 й.га нисбатан
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	
1.	Маҳсулотларни сотишдан соф тушум	72,4	79,7	64,2	52,8	56,6	80,7	1,07
2.	Сотилган маҳсулотларнинг таннари	55,1	58,5	44,7	38,6	39,6	57,9	1,03
3.	Маҳсулотларни сотишнинг ялпи фойдаси	17,3	21,2	19,5	14,2	17,1	22,8	1,2
4.	Давр харажатлари	10,4	16,5	13,1	12,4	16,9	18,7	1,36
5.	Бошқа даромадлари	1,4	0,8	0,8	2,2	3,1	2,4	1,37
6.	Молиявий фаолиятнинг даромадлари	0,04	1,7	2,2	0,2	0,003	1,1	0,019
7.	Баланс фойдаси	8,3	7,0	9,1	4,1	3,1	7,4	0,75
8.	Соф фойда	6,7	5,7	7,5	3,6	2,6	6,2	0,71

<sup>13</sup> «Электрқишлоққурилиш» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

<sup>14</sup> «Электрқишлоққурилиш» АЖнинг йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан тузилган.

Тушумнинг ўсиши корхона маҳсулотига тўлов лаёқатига эга бўлган талаб динамикаси, демак, унинг рақобатбардошлиги умумий баҳосини беришга имкон яратади. Кўрсаткич бозор сиғими ўсишининг номинал суръатидан юқори бўлиши лозим, бу ташкилотнинг бозор улуши ўсишига олиб келади ва унинг маҳсулоти рақобатбардошлигидан далолат беради. Бу, ўз навбатида, корхона қийматини оширишга хизмат қилади.

Юқоридаги таҳлиллардан келиб чиққан ҳолда республикада корхоналар фундаментал қийматини бошқаришнинг ривожланиши кенг доирадаги масалалар ва муаммоларни тизимли ҳал қилишни қатъий талаб қилади.

Корхона фундаментал қийматини бошқариш методологияси ундан амалиётда самарали фойдаланишга имкон берадиган муайян алгоритмлар билан таъминланишга эҳтиёж сезади.

Ўзбекистонда иқтисодиётнинг реал секторига инвестицияларни қўшимча жалб қилиш ва фойдаланиш самарадорлигини ошириш, республика фонд бозорининг ривожланишини фаоллаштириш ва жамиятнинг кенг қатламлари ишбилармонлик фаоллигини оширишнинг энг муҳим омили сифатида корхоналар фундаментал қийматини бошқаришни такомиллаштиришни талаб этади (3-расм).



3-расм. Корхона фундаментал қийматини бошқариш методологиясини такомиллаштириш йўналишлари<sup>15</sup>

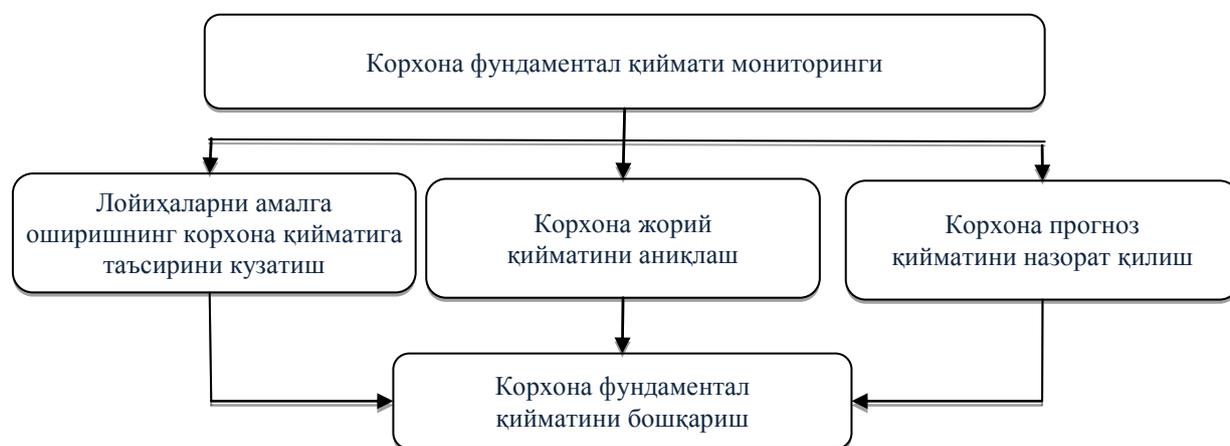
<sup>15</sup> Тадқиқот натижалари асосида муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Диссертация ишида корхона фундаментал қийматини бошқариш методологиясини такомиллаштириш йўналишлари сифатида корхона фундаментал қийматини шакллантирадиган омилларни таҳлил қилишнинг самарали усулларини шакллантириш, такомиллаштириш ва корхона фундаментал қийматининг жорий мониторингини ташкил қилиш ва ўтказиш кўрсатиб ўтилган.

Шуни алоҳида таъкидлаш жоизки, ушбу йўналишларни корхона ишлаб чиқариш-хўжалик фаолияти натижаларининг сифат жиҳатидан замонавий ички хўжалик ҳисоби ва таҳлил тизимини шакллантириш ва жорий қилишсиз амалга ошириш кўзда тутилган инвестицион лойиҳалар ҳамда корхонани қайта таркиблаш лойиҳаларини асосланган тарзда баҳолаш, тизимли мониторингни амалга оширмасдан мақсадга эришиб бўлмайди.

Диссертациянинг «**Корхона фундаментал қийматини самарали бошқариш ва ошириш омиллари**» деб номланган учинчи бобида корхона фундаментал қийматининг ўсишига таъсир этувчи омиллар таҳлил қилинган, баҳоланган ва самарали бошқариш имкониятларига оид хулосалар шакллантирилган.

Корхона фундаментал қийматини бошқариш концепцияси асосий йўналишлари янги товарларни ишлаб чиқариш, аввалдан ишлаб чиқариладиган товарлар ва хизматлар таннархини пасайтириш, корхона тузилмасини такомиллаштириш, уни ташкил этувчи бўлинмалар самардорлигини ошириш ҳамда корхона фундаментал қийматини ошириш мониторингини олиб бориш тадбирларини қамраб олувчи тизимли ёндашувдан фойдалангандагина амалга оширилиши мумкин (4-расм).



4-расм. Корхона фундаментал қийматини бошқаришда мониторинг йўналишлари<sup>16</sup>

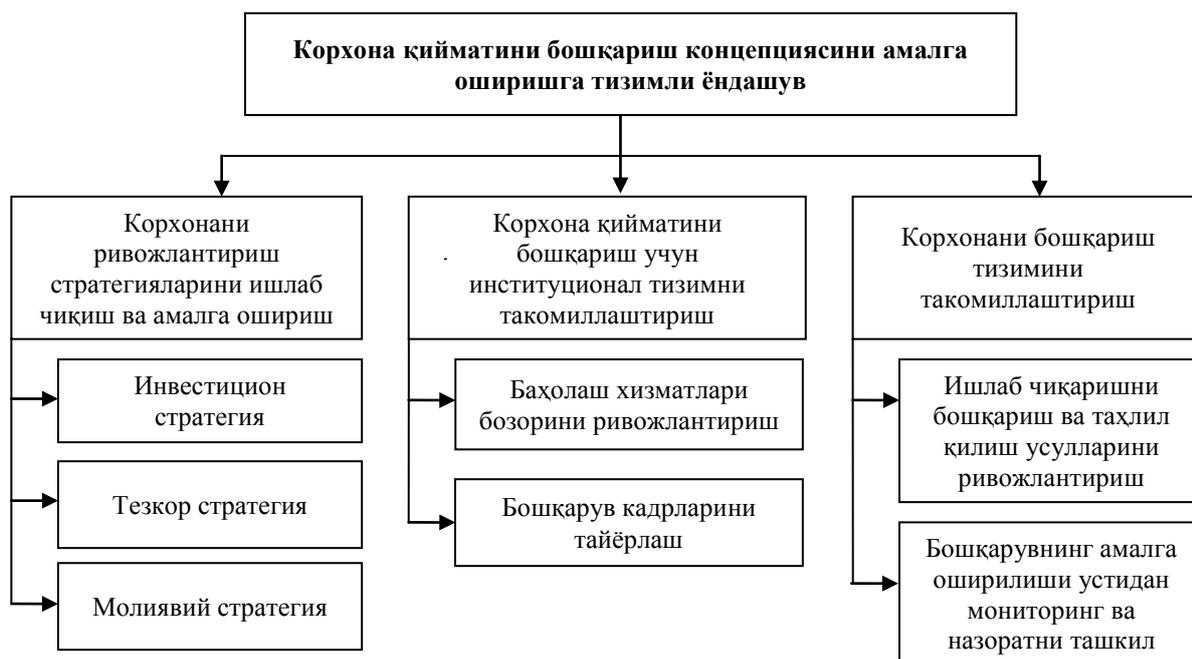
Корхона фундаментал қийматини бошқариш концепциясига мувофиқ, мониторинг ўтказиш уч йўналишда амалга оширилиши лозим. Бунда дастлабки икки йўналиш мунтазам таҳлилни: амалга оширилаётган лойиҳалар бўйича харид қилинган ёки ўз активларининг қолдиқ баланс қиймати ва бозор қийматини таҳлил қилишни; кўриб чиқиладиган усуллар пул оқимлари бўйича бизнес-режалар, ички рентабеллик меъёри ва у бўйича

<sup>16</sup> Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

аниқлаштириладиган даромадни ҳисобга олган ҳолда доимо қайта ҳисоблаб чиқиладиган таҳлилларни кўзда тутди.

Корхона янги қийматининг яратилиши янги юқори самарали технологиялар ва талаб қилинаётган янги товарларнинг ишлаб чиқариш усуллари кўзда тутувчи инновацион лойиҳалар ҳисобига таъминланади. Корхона қийматини бошқариш бўйича тадбирлар тизимида корхона тузилмасини қайта қуриш лойиҳаларини амалга ошириш ҳам алоҳида ўрин эгаллайди.

Корхона фундаментал қийматини бошқариш концепцияси объектив равишда уни амалга оширишнинг учта кенг кўламдаги чора-тадбирлар ва механизмлар тизимини кўзда тутди (5-расм).



**5-расм. Корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишга тизимли ёндашув<sup>17</sup>**

Корхона фундаментал қийматини бошқариш концепциясининг асосий қоидалари 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.

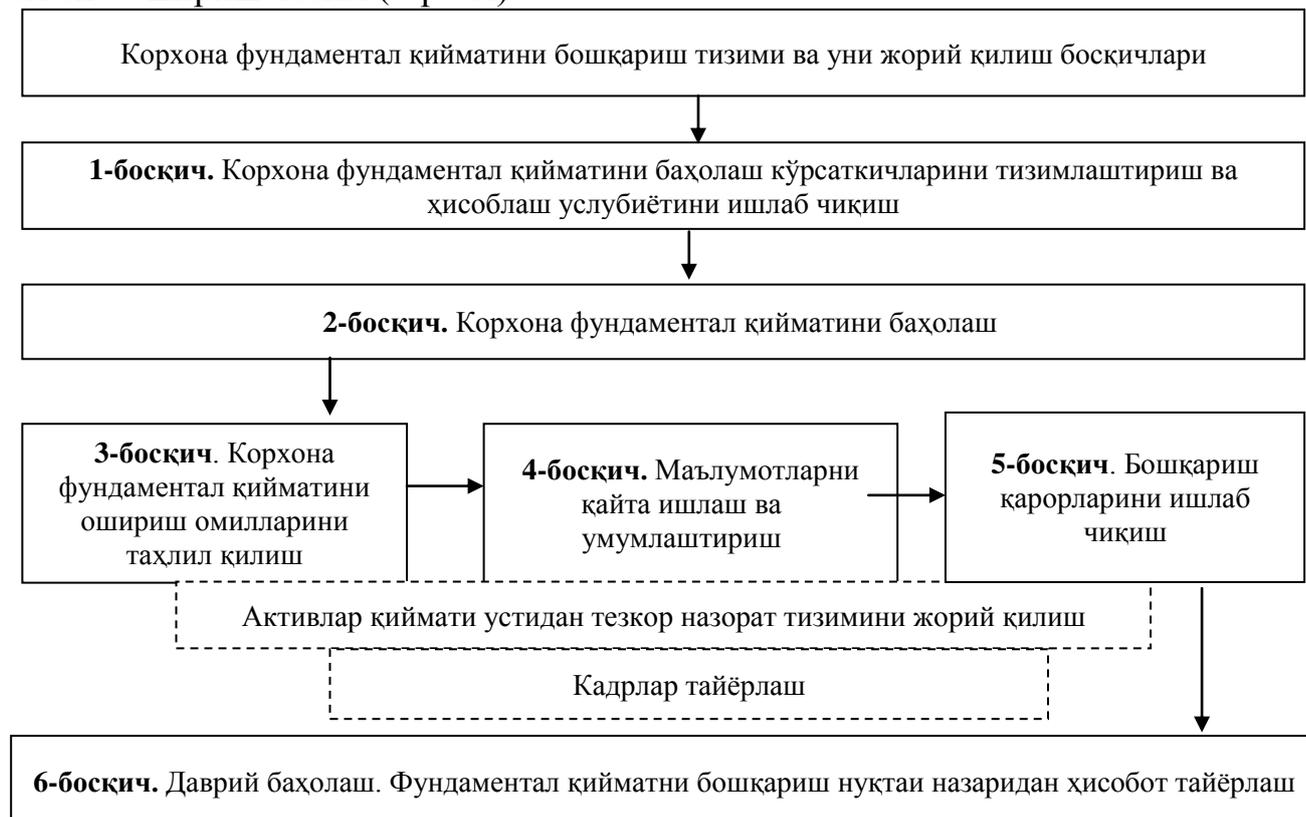
Диссертацияда корхона фундаментал қийматини бошқариш тизими ишлаб чиқилган ва уни жорий этиш босқичлари асосланган.

Корхона қийматини бошқариш тизими, биринчидан, корхона қийматини бошқариш қийматнинг барча даражаларида бошқарувини кўзда тутди; иккинчидан, қийматни ошириш – стратегик ва оператив бошқарув қарорларининг узлуксиз ва тикланадиган давридир; учинчидан, қийматни

<sup>17</sup> Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

шакллантирадиган кўрсаткичларни билмасдан, корхона қийматини самарали бошқариш мумкин эмас.

Корхона тизимлигини ошириш бўйича чора-тадбирлар тизимини 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 (6-расм).



**6-расм. Корхона қийматини бошқариш тизими босқичлари<sup>18</sup>**

Таъкидлаб ўтиш лозимки, йирик капитал қўйилмалар киритиш ва ишлаб чиқариш муддати узоқ 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 ўзаро мустаҳкам алоқаларни таъминлаш ҳамда ишлаб чиқариш-хўжалик фаолиятини амалга ошириш заруратига алоҳида эътибор қаратиш зарур.

Корхонада 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 тизимини жорий қилишни таклиф қиламиз.

Корхоналар фундаментал қийматини бошқариш концепциясининг татбиқ этилиши ва муваффақиятли ривожланиши корхоналар ва уларнинг

<sup>18</sup> Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

бошқарув жараёнига жалб қилинадиган таркибий қисмларни баҳолашга ёндашув ҳамда усулларнинг ривожланиши ва такомиллашуви билан узлуксиз боғлиқ.

Корхона фундаментал қийматини бошқариш концепциясини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш жараёни кўп сонли ва турли хўжалик юритувчи субъектлар манфаатлари нуқтаи назаридан акс эттирилган бўлиб, корхона фундаментал қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишда асосий субъектларнинг манфаатлари таҳлил қилинди(7-расм).



**7-расм. Корхона фундаментал қийматини бошқариш концепциясини амалга оширишда асосий субъектларнинг манфаатлари таҳлили<sup>19</sup>**

Расмдан кўринадики, корхона қийматини бошқариш концепциясини амалга ошириш амалда ҳар қандай корхона фаолиятини такомиллаштиришнинг муҳим йўналиши сифатида намоён бўлади ва бунинг оқибатида, у корхонани бошқариш бутун тизимини такомиллаштиришнинг таркибий қисмларидан бирига айланиши лозим.

Корхона қийматини бошқариш концепцияси, биринчи навбатда, муайян корхона инвесторлари ва мулкдорларининг манфаатларини максимал даражада ҳисобга олишга асосланади. Корхона қийматининг келажакдаги ўсиши йирик инвесторларни корхонани ривожлантиришга киритиладиган капитал қўйилмаларни оширишга рағбатлантиради.

Таҳлиллар натижаси шуни кўрсатдики, корхона қийматини бошқариш қуйидагиларни такомиллаштиришни ўз ичига олиши лозим:

<sup>19</sup> Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

корхоналарнинг фундаментал қиймати баҳосини шакллантирадиган омилларни таҳлил қилиш ва ҳисобга олиш усуллари;

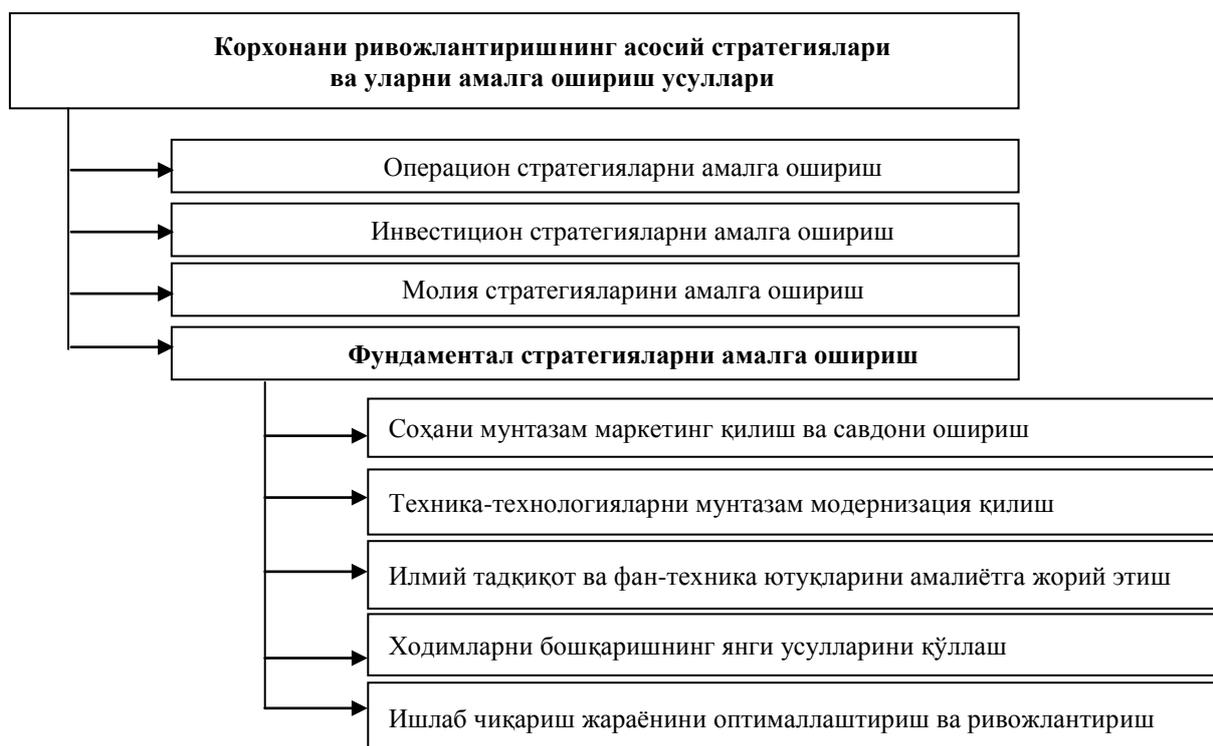
ишлаб чиқариш самарадорлигини ошириш захираларини аниқлаш ва фойдаланиш бўйича корхоналар фаолияти;

самарали инновацион лойиҳалар ва корхоналарни қайта таркиблаш лойиҳаларини ишлаб чиқиш ва амалга ошириш бўйича фаолият;

корхона қиймати жорий мониторингини ташкил қилиш ва амалга ошириш ҳамда корхоналар фундаментал қиймати ўсишининг тезлашувига бошқарув таъсирини кучайтириш.

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 усуллариининг 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 ривожлантиришнинг асосий стратегиялари операцион, инвестицион, молия ва фундаментал стратегияларини амалга оширишдан иборат (8-расм).



**8-расм. Корхонани ривожлантириш асосий стратегиялари ва уларни амалга ошириш усуллари<sup>20</sup>**

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

<sup>20</sup> Муаллиф томонидан ишлаб чиқилган.

Диссертациянинг «**Корхона фундаментал қийматини бошқаришнинг самарали инструменти сифатида пул оқимларини прогнозлаш**» деб номланган тўртинчи бобида рентабеллик кўрсаткичлари ва уларнинг корхона пул оқимига таъсирини баҳолаш, корхонанинг ўз капитали учун пул оқимини аниқлаш каби масалаларга доир илмий таклиф ва амалий тавсиялар ишлаб чиқилган.

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

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

Инвестиция қилинган капиталнинг рентабеллиги коэффиценти корхона қийматини бошқариш концепциясининг асоси бўлади. У компания соф операцион фойдасининг инвестиция қилинган йиллик ўртача капиталига нисбати сифатида ҳисоблаб чиқилади.

Корхона зарарга ишламаслиги учун товарларнинг барча тузилмалари бўйича рентабеллик даражасининг мониторингини доимий равишда амалга ошириш ва фойдага ташқи ва ички омилларнинг таъсирини таҳлил қилиш зарур.

2013-2018 йиллар мобайнида «Электрқишлоққурилиш» АЖнинг сотиш рентабеллиги коэффиценти турлича бўлган. Хусусан, 2017 йилда 5,4%ни ташкил қилган ҳолда 2016 йил билан таққослаганда сотиш рентабеллиги даражаси 2,2% пунктга пасайган<sup>21</sup>. Бу эса, шундан далолат берадики, кўриб чиқилаётган ташкилот катта инвестициялар талаб қиладиган янги ва истиқболли 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.

«Электрқишлоққурилиш» АЖнинг рентабеллик даражаси прогнози шуни кўрсатмоқдаки, сотиш рентабеллиги даражаси кўрсаткичи 2020 йилга 16,1%ни ташкил қилса, 2022 йилга келиб ушбу кўрсаткич 10,1%ни ташкил қилган ҳолда 2019 йилга нисбатан (-)2,8 % пунктга пасаяди (3-жадвал).

Активлар рентабеллиги кўрсаткичи эса, 2019-2022 йилларда сезиларсиз, 21,1% дан 22,3% гача ёки (+)1,2% пунктга ўсиш томон ўзгаради. Бироқ активлар рентабеллиги кўрсаткичининг прогноз қийматларида прогноз қилинаётган йиллар давомида барқарор тенденция кузатилмайди.

Олинган натижалардан таъкидлаш мумкинки, ўз капиталининг пасайиши иккита омилга боғлиқ бўлган, яъни маржа (сотиш рентабеллиги) ва

---

<sup>21</sup> «Электрқишлоққурилиш» АЖ йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.

активлар айланишининг пасайиши, яқунда молиявий фаолликнинг ошиши билан бозор ва операцион фаолликни пасайишининг қисман қопланиши содир бўлган.

### 3-жадвал

«Электрқишлоққурилиш» АЖнинг рентабеллик даражаси прогнози<sup>22</sup>, (%)

Кўрсаткичлар	Йиллар			
	2019 (хақиқатда)	2020	2021	2022
Сотиш 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
Активлар рентабеллиги	21,1	24,1	19,9	22,3
Харажатлар рентабеллиги	17,7	22,4	13,6	13,3
Айланма активлар рентабеллиги	37,3	42,7	31,9	35,2

Диссертацияда шакллантирилган ташкилий-иқтисодий кўрсаткичлар тизими корхона фундаментал қиймати интеграл кўрсаткичининг таркибининг оптималлашишига олиб келади ва бизнес қийматининг шаклланиш механизмини тадқиқ қилиш, корхона фундаментал қийматига салбий таъсир этувчи ёки аксинча, яратувчи асосий омилларни аниқлаш ва миқдоран баҳолашга имкон беради. Корхона баҳосига таъсир кўрсатувчи қуйидаги омилларнинг бошқарув алгоритми ишлаб чиқилган:

бизнес қийматининг биринчи даражадаги омиллар: пул оқими, дисконтлаш ставкаси ва вақтига боғлиқлиги аниқланган;

энг катта эластиклик ёки энг катта бошқарувчанликка эга омилни танлаш;

бизнес қийматига таъсир кўрсатувчи омилларни уларнинг эластиклиги – бошқарувчанлиги – ўзгарувчанлиги бўйича тартиблаштириш амалга оширилган.

Демак, рентабеллик омиллари, ўсиш суръатлари ва инвестиция қилинган капиталнинг ўртача ўлчанган қийматини таҳлил қилишга қаратилган молиявий менежмент инструментларини корхона (бизнес)нинг қийматини баҳоловчи ёндашувларни ишлаб чиқиш билан тўлдириш мақсадга мувофиқдир.

Хулоса сифатида таъкидлаш мумкинки, рентабеллик кўрсаткичларининг корхона фундаментал қийматига таъсирини аниқлаш асосида Ўзбекистонда корхоналар фаолиятини самарали бошқариш ва истиқболда ривожлантиришнинг устувор йўналишлари қуйидагилардан иборат:

1. Сотиш рентабеллигини ошириш – сотилаётган товарлар структурасининг ўзгариши ёки сотиш ҳажмининг ўсишига ижобий таъсир кўрсатади.

<sup>22</sup> «Электрқишлоққурилиш» АЖ йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.

2. Харажатларни пасайтириш – сотиш ассортиментини кенгайтиришга имкон яратади.

3. Корхоналар инновацион-инвестицион фаоллигини ошириш орқали маҳсулотлар сифатини таъминлаш ва бозор улушини кенгайтириш.

4. Корхоналарда фан-техника ва илмий-тадқиқот ишларидан фойдаланган ҳолда илмий ҳажмдор маҳсулотлар яратиш.

5. Фаолиятни автоматлаштириш ва рақамлаштириш.

Прогноз даврининг ҳар бир йили бўйича биз томонимиздан воситали усул бўйича келажақда кутилган пул оқимлари ҳисоблаб чиқилган. Ҳисоб-китоблар қуйидаги формула бўйича амалга оширилди:

$$PV = \frac{CF_1}{1 + DR} + \frac{CF_2}{(1 + DR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + DR)^n} + \frac{FV}{(1 + DR)^n}$$

Бу ерда:

**PV** – жорий қиймат; **CF** – N-даврининг пул оқими; **FV** – реверсия, корхонанинг прогноздан кейинги даврдаги қолдиқли қиймат; **DR** – дисконтлаштириш ставкаси; **n** – прогноз қилинаётган даврнинг охириги йили.

Прогноз қилинаётган йилнинг даврини белгилаш корхонанинг ривожланиши, қиймат кўрсаткичлар (тушум, таннарх, фойдалар, нархлар ва бошқалар)нинг динамикаси, талаб, ишлаб чиқариш ва сотиш ҳажмларини ҳисобга олиш билан амалга оширилади (4-жадвал).

4-жадвал

«Электрқишлоққурилиш» АЖ нинг жорий қийматини ҳисоблаш<sup>23</sup>, минг сўм

Кўрсаткич	2019й. (ҳақиқатда)	Прогноз қилинаётган давр		
		2020й.	2021й.	2022 й.
Ўз капитали учун пул оқими	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

Хатарсиз ставка 5% ни; паст ликвидликка устама 4,6% ни ташкил қилган; инвестицион бошқарув хатарига устама 3%; кўчмас мулкка г инвестицияларнинг хатари, сегментнинг г хатари, объектнинг ўзининг г хатаридан ташкил топувчи устама биргаликда 10,6%. Яқунда 23,1% га тенг  $Y_n$  ни оламиз. 4-жадвал маълумотларига кўра, ушбу даврда дисконтли кўпайтувчи 0,9167 дан 0,5934 гача пасаяди.

Корхона жорий қиймати ўз капитали учун пул оқимлари миқдорини белгиланган прогноз даври учун олинган дисконтли кўпайтувчига кўпайтириш билан ҳисоблаб чиқилади.

<sup>23</sup> «Электрқишлоққурилиш» АЖ йиллик ҳисобот маълумотлари асосида муаллиф томонидан ҳисобланган.

## ХУЛОСА

Тадқиқот натижасида қуйидаги хулосаларга келинди:

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 унинг кўпайишига таъсир кўрсатувчи қийматнинг ва мезонларнинг яратилиши ва бошқарилиш инструментларидан хабардор эмаслиги Ўзбекистонда корхоналарнинг 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 – корхонани бошқаришнинг энг мукаммал шаклидир, корхона фаолиятини бошқаришнинг барча соҳаларини қамраб олишнинг ягона мақсади – қийматни кўпайтириш орқали қамраб олиш йўли билан барча томонларнинг манфаатларини мувофиқлаштиришга имкон беради. Республика корхоналарига қийматни бошқариш концепциясини татбиқ этишда Ўзбекистон иқтисодиётидаги ривожланмаган фонд бозорига эга; мамлакатимиз корхоналари натижалари ҳақидаги ахборотларнинг чекланганлиги ва шаффоф эмаслиги; бу корхоналар фаолият доираларининг алоҳида турлари, уларни баҳолашнинг анъанавий ёндашувлар доирасига жойлаша олмаётганлиги ва бошқаларда намоён бўлган хусусиятлар туфайли табақалаштирилган ёндашув тақозо қилинади.

3. «Корхона фундаментал қийматини бошқариш» тушунчасининг мазмун-моҳиятига нисбатан ёндашувларнинг таҳлили шуни кўрсатади: 1) корхона бошқарувининг барча (кузатув кенгашидан менежергача) босқичларида қийматни бошқариш корхонани бошқаришни кўзда тутаяди; 2) қийматни ошириш – бу стратегик ва оператив бошқарув қарорлари қабул қилишнинг узлуксиз ва қайта тикланадиган давридир; 3) қийматни шакллантирадиган кўрсаткичларни тушунмасдан туриб 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. Диссертацион тадқиқотда 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 узоқ муддатли истиқболларини, шу жумладан, унинг балансини бошқаришни ҳисобга олишни тақозо 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 – корхонанинг самарадорлигини баҳолаш ва ривожланиш истиқболларини ўз ичига олади ва корхонанинг иқтисодий муносабатлари барча иштирокчиларининг молиявий ва иқтисодий манфаатларини қаноатлантириш учун қобилиятини 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 яратиш) 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 омилларнинг мақсадга қаратилган ўзгаришидан иборат бўлади. Қийматни бошқариш нуқтаи назаридан стратегик бошқарув қарорларини қабул қилишда омилларнинг бутун тизимини қуриш муҳимдир, бунда таъсир қилган ҳолда қийматни ўсишига эришиш мумкин.

7. Корхона фаолиятини бир-бири билан чамбарчас боғланган ўнлаб кўрсаткичлар ёрдамида таърифлаш мумкин. Ҳамма вақт ҳам битта кўрсаткични камайтириш ҳисобига бошқасини кўпайтириш имконияти мавжуд. Пул оқимлари корхона фаолияти асосий кўрсаткичларини табиий тарзда мувофиқлаштириш ва уларга керак бўлган даражага эътибор қаратишга имкон беради. Қийматни бошқариш тизимида сотиш ҳажми ва уларнинг самарадорлиги, рентабеллиги, айланиш даражаси, фойда ва капитал харажатлар ўртасидаги оптимал вариантни топиш муаммоси бартароф қилинади.

8. Корхона қийматини бошқариш самарадорлиги кўрсаткичларининг икки хил: 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 акс эттиради. Шунинг учун улар қийматнинг ҳозирги ҳолати ҳақида тасаввур бера олмайди, аммо режалаштирилган ёки ўтган ишларнинг жорий ҳолатини солиштиришга ёрдам бериши мумкин. Шу билан бир вақтда, улар корхона қиймати билан тўғридан-тўғри алоқа ўрнатиш мумкин бўлмаган номоддий кўрсаткичларга қараганда аниқроқдир. Номоддий кўрсаткичлар, моддий кўрсаткичлардан фарқли равишда, ушбу даврдаги қийматни ошириш бўйича муҳим тадбирларни ҳисобга олишга имкон беради.

9. Корхона топ-менежменти унинг олдига қўйилган моддий ва номоддий мақсадларга мувофиқ аниқланади, номоддий кўрсаткичларнинг таркиби ҳар бир аниқ корхона учун алоҳида белгиланади, шу билан бир вақтда, моддий кўрсаткичлар кўпинча бир турли кўрсаткичлардир ва ҳар қандай корхонанинг бозор шароитларидаги қийматини бошқаришнинг самарадорлигини акс эттиради. Корхонанинг асосий моддий мақсади бизнес қийматини бошқаришни мувофиқлаштиришдан иборат бўлиб, унда қуйидаги кўрсаткичлар мақсадга эришиш муваффақиятининг молиявий индикаторлари бўлиб хизмат қилиши мумкин:

1) корхона 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 (корхона томонидан амалга ошириладиган инвестицион лойиҳанинг самарадорлиги, бу ҳолатда инвестицион лойиҳалар деганда, пул маблағларини инвестиция қилиш билан боғлиқ ҳар қандай лойиҳа тушунилади); 4) капитални ўстириш бўйича фаолият самарадорлиги (корхонани молиялаштиришнинг янги манбаларини қидириб топиш, бошқа корхоналарнинг акцияларини эркин харид қилиш ва айланма маблағларни бошқариш).

10. Корхонанинг пул оқимлари шаклланишига таъсир кўрсатувчи омиллар асосида унинг қийматининг прогнози амалга оширилади. Диссертация ишида қийматни ҳисоблаш учун зарур кўрсаткичлар ва коэффицентларнинг прогнози пул оқимларини дисконтлаш усули билан ўтказилди. Прогноз қилинаётган маълумотларнинг кўрсатишича, корхона қийматини ҳисоблашда соф пул оқимининг ўсиши кузатилди. Бу, асосан, соф фойданинг ўсиши ва айланма маблағларнинг кўпайиши ҳисобига содир бўлади.

11. Тадқиқот натижалари шуни кўрсатдики, бошқарув мақсадида корхона қийматини ҳисоблашда пул оқимларини дисконтлаш жараёнида асосий жиҳат дисконтнинг аниқ меъёрини белгилашдан иборат бўлади. Дисконт ставкаси ёрдамида инвестор, келажакда режадаги суммани олиш ҳуқуқига эга бўлиши учун тўлаланадиган суммани белгилаши мумкин.

12. Қийматни пул оқимлари орқали белгилаш корхонанинг ҳақиқий қийматини объектив белгилашга имкон берганлиги сабабли ва корхонани тизим сифатида бошқариш самарадорлигининг мезонлари сифатида фойдаланиладиган энг самарали агрегацияланган кўрсаткичларга киргани сабабли, пул оқимларини дисконтлаш формуласининг ички ва ташқи омиллари бутун мажмуаси бизнес-бошқарувига таъсир қилиши ҳисобга олинади. Демак, математик аппарат ёрдамида дисконтлаш формуласини таҳлил қилиш қиймат омили ўзгаришлари ва уларга адекват равишда корхона қийматининг кўпайиши ўртасидаги боғлиқликни аниқлашга имкон беради.

**РАЗОВЫЙ НАУЧНЫЙ СОВЕТ НА ОСНОВЕ НАУЧНОГО СОВЕТА  
DSc.03/30.12.2019.I.17.01 ПО ПРИСУЖДЕНИЮ УЧЕНЫХ СТЕПЕНЕЙ  
ПРИ ТАШКЕНТСКОМ ФИНАНСОВОМ ИНСТИТУТЕ**

---

**ТАШКЕНТСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ ЭКОНОМИЧЕСКИЙ  
УНИВЕРСИТЕТ**

**ЭШОВ МАНСУР ПУЛАТОВИЧ**

**СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕ МЕТОДОЛОГИИ УПРАВЛЕНИЯ  
ФУНДАМЕНТАЛЬНОЙ СТОИМОСТЬЮ ПРЕДПРИЯТИЯ**

**08.00.13 - Менеджмент**

**08.00.07 - Финансы, денежное обращение и кредит**

**АВТОРЕФЕРАТ**

**диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук (DSc)**

**Ташкент – 2020**

**Тема диссертации доктора экономических наук (DSc) зарегистрирована под номером B2017.1.DSc/Iqt37 в Высшей аттестационной комиссии при Кабинете Министров Республики Узбекистан**

Диссертация выполнена в Ташкентском государственном экономическом университете.

Автореферат диссертации на трех языках (узбекском, русском, английском (резюме)) размещен на веб-странице Научного совета ([www.tfi.uz](http://www.tfi.uz)) и Информационно-образовательном портале «ZiyoNET» ([www.ziyounet.uz](http://www.ziyounet.uz)).

**Официальные оппоненты:**

**Абдурахмонов Қаландар Ходжаевич**  
доктор экономических наук, академик

**Жумаев Нодир Хосиятович**  
доктор экономических наук, профессор

**Суюнов Дилмурод Холмуродович**  
доктор экономических наук, доцент

**Ведущая организация:**

**Банковско-финансовая академия**  
**Республики Узбекистан**

Защита диссертации состоится \_\_\_\_\_ в час. «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2020 г. на заседании разового Научного совета на основе Научного совета DSc.03/30.12.2019.I.17.01 по присуждению ученых степеней при Ташкентском финансовом институте. (Адрес: 100000, г. Ташкент, проспект А. Темура, 60 «А». Тел.: (71) 234-53-34; факс: (71) 234-46-26; e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz)).

С диссертацией можно ознакомиться в Информационно-ресурсном центре Ташкентского финансового института (внесен в список под №\_\_\_\_\_). Адрес: 100000, г. Ташкент, проспект А. Темура, 60 «А». Тел.: (71) 234-53-34.

Автореферат диссертации разослан «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2020 года.

(реестр протокола рассылки №\_\_\_ от «\_\_\_» \_\_\_\_\_ 2020 года).

**Б. Ташмуродова**

Председатель разового научного совета на основе Научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

**С. Мехмонов**

Ученый секретарь разового научного совета на основе Научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

**И. Кузиев**

Председатель научного семинара при разовом научном совете на основе Научного совета по присуждению ученых степеней, д.э.н., профессор

## ВВЕДЕНИЕ (Аннотация диссертации доктора экономических наук (DSc))

**Актуальность и востребованность темы диссертации.** В мировой практике одним из направлений современного менеджмента в управлении предприятиями в последние годы является последовательное внедрение концепции управления стоимостью. Увеличение доходов владельцев собственностью (акционеров) зависит не только от объема дополнительных включенных в предприятие мощностей, количества наемных работников или объема оборотных средств компании, но и от увеличения стоимости предприятия, которым они владеют. В период после мирового финансово-экономического кризиса в зарубежных странах наблюдается переход от управления рыночной стоимостью предприятий к системе оценки и управления ее фундаментальной стоимостью. В частности, в таких странах, как: «США с 20,5 трлн. долларов США (23,9 процентов), который составляет около 85 процентов мирового ВВП, Китай - 13,6 трлн. долларов США (15,9 процентов), Япония - 4,9 трлн. долларов США (5,8 процентов), Германия - 3,9 трлн. долларов США (4,7 процентов), Великобритания - 2,8 трлн. долларов США (3,3 процента), Франция - 2,8 трлн. долларов США (3,2 процента)»<sup>1</sup> - внедряется концепция управления стоимостью. В основе данной концепции лежит идея эффективного использования ресурсов предприятия и обеспечения самых высоких его финансовых результатов.

Научные исследования, проводимые международными организациями, такими как: «Институт экономического развития Всемирного банка»<sup>2</sup> по оценке активов предприятия в мире, «Международный банк реконструкции и развития»<sup>3</sup>, Международный комитет по стандартам оценки имущества, Европейская группа Ассоциации оценщиков – указывают на необходимость уделять особое внимание оценке фундаментальной стоимости на предприятиях. В этих исследованиях доказано, что обеспечение роста стоимости предприятий является эффективным способом концентрации на внутренние (фундаментальные) факторы привлечения инвестиций в их инновационное развитие. Внедрив данные идеи в свою деятельность, «рыночная стоимость компании Apple на 2018 год составила 961,3 млрд. долларов США, рыночная стоимость компании Microsoft - 946,5 млрд. долларов США и рыночная стоимость компании Amazon.com составила 946,5 млрд. долларов США»<sup>4</sup>. Кроме того, в проведенных исследованиях были широко изучены вопросы по оценке стоимости предприятия в процессе реструктуризации путем слияния, методы анализа оценки доли инвестиционно-инновационных проектов в стоимости предприятия, концептуальные аспекты стратегического управления стоимостью предприятия, а также по разработке организационно-экономических методов и моделей управления стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения,

---

<sup>1</sup> [www.m.statisticstomes.com](http://www.m.statisticstomes.com).

<sup>2</sup> [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org).

<sup>3</sup> [www.worldbankgroup.org](http://www.worldbankgroup.org).

<sup>4</sup> [www.statistista.com](http://www.statistista.com).

посредством взаимных партнерских отношений со стейкхолдерами, управления стоимостью акционерными компаниями, управления стоимостью предприятия. Тем не менее, факторы, формирующие стоимость предприятия, анализ подходов, направленных на определение драйверов, оценка стоимости активов предприятия, а также вопросы по комплексной оценке финансового состояния на основе анализа коэффициента ликвидности, платежеспособности, финансовой устойчивости и уровня рентабельности с научной точки зрения недостаточно были исследованы.

Благодаря реализации крупных инвестиционных проектов в Узбекистане за последние годы, запуск новых производственных объектов и мощностей способствовал дальнейшему углублению процесса модернизации и технологического перевооружения промышленных предприятий. Все это оказало значительное влияние на рост стоимости предприятий. На сегодняшний день, в ряде наиболее важных задач определено продолжение институциональных и структурных реформ, направленных на защиту прав частной собственности, стимулирование развития малого бизнеса и частного предпринимательства, в частности, переход к эффективной системе стратегического управления, влияющей на повышение производственного потенциала и стоимости предприятия. Своевременное решение данных приоритетных задач требует совершенствования методологии эффективного управления стоимостью предприятия, с учетом оценки и управления фундаментальной стоимостью, характеризующие внутренний потенциал развития предприятий на основе зарубежного опыта. При этом, считается важным создание системы, определяющей управление фундаментальной стоимостью, основанного на включении традиционных финансовых и управленческих подходов рыночной стоимости предприятий. Также на основе системного подхода требуется разработка методов и средств адаптации к условиям экономики Узбекистана и внедрения их в практику путем совершенствования теоретических и научно-методологических правил управления фундаментальной стоимостью предприятия, разработанных в мировой науке.

Данное диссертационное исследование послужит реализации задач, обозначенных в Указе Президента Республики Узбекистан от 7 февраля 2017 года № УП -4947 «О стратегии дальнейшего развития Республики Узбекистан», в Указе Президента Республики Узбекистан от 1 февраля 2019 года № УП- 5646 «О мерах по коренному совершенствованию системы управления топливно-энергетической отраслью Республики Узбекистан», в Постановлении от 27 марта 2019 года № ПП- 4249 «О Стратегии действий по дальнейшему развитию и реформирования электроэнергетической отрасли Республики Узбекистан», в Постановлении от 1 июля 2019 года № ПП- 4381 «О мерах по дальнейшему совершенствованию оценочной деятельности и упрощению механизмов реализации низкорентабельных и бездействующих предприятий с государственным участием», в Постановлении от 9 июля 2019 года № ПП- 4388 «О мерах по стабильному обеспечению экономики и населения энергоресурсами, финансовому оздоровлению и совершенствованию системы управления нефтегазовой отраслью», в Постановлении от 30 мая

2019 года № ПП- 4348 «О дополнительных мерах по созданию благоприятных условий для дальнейшего развития электротехнической промышленности и повышению инвестиционного и экспортного потенциала отрасли» и в других нормативно-правовых документах.

**Соответствие исследования приоритетным направлениям развития науки и технологий республики.** Настоящее диссертационное исследование выполнено в соответствии с приоритетными направлениями развития науки и технологий республики I. «Духовно-нравственное и культурное развитие демократического и правового общества, формирование инновационной экономики».

**Обзор зарубежных научных исследований по теме диссертации<sup>5</sup>.** Научные исследования, связанные с методологией оценки и управления фундаментальной стоимостью предприятия проводились в ведущих исследовательских центрах и в высших учебных заведениях мира, включая American Institute for Economic Research, International bank of reconstruction and development, World Finance, World Acceptance Corporation, McKinsey&Co, HOLT Value Associates, University of Harvard, Columbia University (США), International Valuation Standards Council, L.E.K. Consulting, Oxford University (Великобритания), International Bank for Economic Cooperation, The European Group of Valuers' Associations, Strategic Management Society (Европа), Научно-исследовательский финансовый институт (НИФИ) России, Финансовый факультет Московского государственного университета, Санкт-Петербургский экономический университет, а также высшие школы экономики.

В результате проведенных исследований по методологии оценки и управления фундаментальной стоимостью предприятия был получен ряд следующих научных результатов: разработана методология оценки активов предприятия (American Institute for Economic Research-США); разработан метод оценки влияния на его рост концепции управления стоимостью предприятия (McKinsey&Co, L.E.K. Consulting, HOLT Value Associates-США); разработаны принципы финансового учета недвижимости (World Finance - США); разработаны концептуальные основы отражения фундаментальной стоимости в финансовых отчетностях (Oxford University - Великобритания, Высшая школа экономики - Россия); разработаны прибыльные и расходные подходы к оценке для определения стоимости предприятия (International Valuation Standards Council- Великобритания); внедрен метод Economic Value Added для оценки доли инвестиционно-инновационных проектов на предприятиях в стоимости предприятия (University of Harvard-США).

На международном уровне проводятся исследования по совершенствованию методологических основ управления фундаментальной стоимостью, в

---

<sup>5</sup> Обзор зарубежных научных исследований по теме диссертации, подготовлено на основе веб-сайтов, представленных на [www.aier.org](http://www.aier.org); [www.worldbank.org](http://www.worldbank.org); [www.worldbankgroup.org](http://www.worldbankgroup.org); [www.mgu.ru](http://www.mgu.ru); [www.nifi.ru](http://www.nifi.ru); [www.ey.com](http://www.ey.com); [www.value.lu](http://www.value.lu); [www.iprcn.com](http://www.iprcn.com); [www.mse.msu.ru](http://www.mse.msu.ru); [www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com); [www.mckinsey.com](http://www.mckinsey.com); [www.referenceforbusiness.com](http://www.referenceforbusiness.com); [www.loansbyworld.com](http://www.loansbyworld.com); [www.harvard.edu](http://www.harvard.edu); [www.home.kpmg.com](http://www.home.kpmg.com); [www.ox.ac.uk](http://www.ox.ac.uk); [www.strategicmanagement.net](http://www.strategicmanagement.net); [www.ras.ru](http://www.ras.ru); [www.isma-edu.eu](http://www.isma-edu.eu) и других источников.

частности, в следующих приоритетных направлениях: разработка методологии определения реальной и рыночной стоимости обеспеченных залогом активов потребителей, наряду с осуществляемой деятельностью по финансированию малых кредитов всемирной корпорации; совершенствование механизма реализации концепции управления, направленной на создание цепочки богатств управления стоимостью кредитно-финансовых институтов; концептуальные аспекты стратегического управления стоимостью акционерных предприятий: изучение принципов управления стоимостью фирмы в процессе интеграции на основе взаимного партнерства с акционерами; исследование организационно-экономических моделей управления стоимостью акционерных предприятий и корпоративного управления.

**Степень изученности проблемы.** Методологические основы последовательного повышения, инновационного развития предприятий и оценки активов посредством управления стоимостью предприятия, привлечения инвестиций широко изучены в научных трудах зарубежных авторов. Вопросами теории стоимости занимались А.Маршалл, Ж.Милль, Д.Рикардо, А.Смит и многие другие представители из школы классической экономической теории<sup>6</sup>. Различные аспекты макроэкономических отношений, причины создания и деятельность предприятий были изложены в трудах таких ученых, как: С.Л. Брю, К.Р. Макконнелл, Р.Г. Коуз, В.Д. Нордхаус, С.П. Роббина, П.А. Самуэльсон, А. Стрикленд, А. Томпсон и другие экономисты<sup>7</sup>.

Основные теоретические разработки по вопросам оценки и управления стоимостью предприятий были освещены в трудах таких ученых, как: Ф.Блэк, Дж.Бреннан, Т.Гордон, Г.Десмонд, А.Дамодаран, Р.Каплан, Р.Келли, Т.Коллер, Т.Коупленд, М.Миллер, Ф.Модильяни, Ш.Пратт, С.Сандер, Д.Фридман, К.Шиппер и другие<sup>8</sup>. Г.Александрер, Д.Бэйли, Л.Гитман,

---

<sup>6</sup> Маршалл А. Принципы экономической науки. Т. 1. и 2. - М.: Издание РОО, 1996; Милль Дж. Основы политической экономии. Пер. с англ. – Т. 1-3. – М.: Прогресс, 1980; Рикардо Д. Начала политической экономии и налогового обложения. Том 1. Пер. с англ. – М.: Госполитиздат, 1955.; Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов. –М.:Эксмо, 2007. –Серия: Антология экономической мысли. –960 с.

<sup>7</sup> Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика. В 2-х т.: Пер. с англ. - М.: Республика. - 1992. - Т. 1. - 400 с.; Коуз Р.Г. Природа фирмы: истоки; Природа фирмы: истолкование; Природа фирмы: влияние; Нобелевская лекция «Институциональная структура производства»: в сб.: Природа фирмы. / О.И. Уильямсоа, под об. ред. С.Дж. Уинте; пер. с англ.; ред. пер. В.Г. Гребенников. – М.: Дело, 2001; Качалов. Р.М. Управление хозяйственным риском производственных систем // Экономика и математические методы. - 1997. - Т.33. - Вып. 4. - С. 25-38.; Самуэльсон П.А., Нордхаус В.Д. Экономика: Пер. с англ. – М.: БИНОМ, Лаборатория базовых знаний, 1997. – 800 с.; Роббинз С.П. Менеджмент. – 8-е изд. –Киев: Вильямс, 2007.; Тамбовцев В.Л. Формальное и неформальное в управлении экономикой. – М.: Наука, 1990.; Томпсон А.А., Стрикленд А.Дж. Стратегический менеджмент. Концепции и ситуации: учеб. для вузов: Пер. с 9-го англ. изд. – М.: ИНФРА-М, 2000.

<sup>8</sup> 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.; Бреннан Дж., Бьюкенен Дж. Причина правил. Конституционная политическая экономия = *The Reason of Rules*. – СПб.: Экономическая школа, 2005. – 272 с.; Гордон Т. Общественные блага, распределение и поиск ренты = *Public Goods, Redistribution and Rent Seeking*. – М.: Изд-во Института Гайдара, 2011. – 224 с.; Десмонд Г.М. Руководство по оценке бизнеса. – М.: РОО Академия оценки, 1996. – С. 152-181.; Дамодаран А. Инвестиционная оценка. Инструменты и техника оценки любых активов. Пер. с англ. -М.: Альпина Бизнес Букс, 2004. – 1342 с.; Каплан Р., Нортон Дж. Организация, ориентированная на стратегию. Пер. с англ. -М.:Олимп-Бизнес, 2004. – 416 с.

М.Джонк, Д.Линтнер, Х.Марковиц, С.Росс, У.Шарп внесли значительный вклад в развитие моделей определения стоимости акций и ценообразования для финансовых активов<sup>9</sup>.

Экономисты-ученые из стран СНГ В.Л.Тамбовцев, Р.М.Качалов, Т.В.Теплова, Ю.В.Козырь, С.В.Валдайцев и Т.В.Крамин провели ряд исследований по проблемам оценки и управления стоимостью предприятия, в частности, на основе концепции экономической прибыли; разработка механизма реализации концепции управления, направленной на создание цепочки богатств управления стоимостью кредитно-финансовых институтов; оценка стоимости предприятия в процессе реструктуризации путем слияния; анализ метода Economic Value Added для оценки доли инвестиционно-инновационных проектов в стоимости предприятия; управление стоимостью фирмы в процессе слияния и поглощения, посредством взаимных партнерских отношений со стейкхолдерами; по разработке организационно-экономических методов и моделей управления стоимостью акционерными компаниями, управления стоимостью предприятия и другие.

Вопросы оценки и управления стоимостью предприятия нашли свое отражение в работах ученых нашей страны, такими как: Д.Акназаров, Б.Беркинов, Ш.Зайнутдинов, Б.Ходиев, Н.Жумаев, А.Бурханов, Н.Каримов, А.Кравченко, Ж.Сагдуллаев и другими<sup>10</sup>. Несомненно, работа авторов вносит большой вклад в теорию управления стоимостью предприятия. Однако из-за сложности и универсальности проблемы управления предприятием все аспекты в данных исследованиях недостаточно были изучены. Существует необходимость научно обосновать применение общепринятых методов управления с целью оценки стоимости предприятий, соответствия опыта зарубежных стран к условиям Узбекистана и разработки методологии управления стоимостью предприятий, соответствующей для предприятий нашей страны.

**Связь темы диссертации с направлениями научно-исследовательских работ высшего образовательного учреждения, где выполняются исследования.** Данное диссертационное исследование проводилось в рамках фундаментальных и практических проектов на тему: Ф-1-68 «Разработка научно-методологических основ управления транзакций и транзакционными издержками» (2012-2016гг.) и ИТД-2-20 «Совершенствование управления

---

<sup>9</sup> Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. Пер. с англ. - М.: Дело, 1999. - 1008 с.; 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.

<sup>10</sup> Акназаров Д. Пути и средства активизации потенциала управления. – Т.: Шарк, 2002. – 191 с.; Беркинов Б.Б. Корпоративные структуры (основы создания и управления). – Т.: Изд. Нац. биб-ки Узбекистана им.А.Навои, 2005, -с.132., Зайнутдинов Ш.Н., Муракаев И.У., Шермухамедов А.Т., Сагдуллаев Д.Т., Кучаров А.С. Основы менеджмента. Учебное пособие. Т.: Молия, 2001. - 208 с.; Сагдуллаев Д.Т., Зайнутдинов Ш.Н. Оценка эффективности управления экономикой. Монография. -Т.: изд-во ТГЭУ, 2003.; Сагдуллаев Д.Т. Некоторые проблемы повышения эффективности систем управления //Аспирант и соискатель. –Москва, 2001. -№3. -С.75- 76; Ходиев Б., Беркинов Б., Кравченко А. Оценка бизнеса. -Т.: IQTISOD–MOLIYA, 2007.; Жумаев Н.Х. Глобальный финансово-экономический кризис: сущность, причины-последствия и влияние на Узбекистан. –Тошкент, 2009.; Бурханов А.У. Финансовая устойчивость предприятий: теория и практика. Монография. -Тошкент:»Инновацион ривожланиш нашриёт-матбаа уйи», 2019. -160с.

стоимостью предприятия и разработка национальной рейтинговой системы» (2012-2014гг.), согласно плану научно-исследовательских работ Ташкентского государственного экономического университета.

**Целью исследования** является разработка предложений и рекомендаций по совершенствованию методологии управления фундаментальной стоимостью предприятия.

**Задачи исследования** состоят из следующих:

исследование и обобщение научно-теоретических основ оценки и управления стоимостью предприятия;

изучение концептуальных ситуаций управления стоимостью предприятия и определение механизмов их реализации;

обогащение методологического аспекта управления стоимостью предприятия;

анализ факторов, формирующих стоимость предприятия, подходов, направленных на определение драйверов и объединение их в одну систему;

формирование системы показателей, описывающих особенности роста или снижения стоимости и разработка методологических подходов к их оценке;

раскрытие предмета оценки стоимости предприятия и его активов для управления предприятием;

обоснование основных моделей управления и обоснование влияния повышения стоимости предприятия на ускорение доли инвестиционных (инновационных) проектов;

изучение методологии мониторинга роста стоимости предприятия в условиях реализации инновационных проектов;

комплексная оценка финансового состояния промышленных предприятий на основе анализа коэффициента их ликвидности, платежеспособности, финансовой устойчивости и уровня рентабельности;

разработка прогнозных показателей в среднесрочной перспективе на основе комплексной оценки предприятия;

анализ показателей деятельности промышленных предприятий, разработка их прогнозов и оценка их влияния на увеличение (сокращение) денежных потоков предприятия; оценка фундаментальной стоимости предприятия на основе метода дисконтирования денежных потоков.

**Объектом исследования** является процесс управления фундаментальной стоимостью предприятий в структуре АО «Узбекэнерго».

**Предметом исследования** являются финансово-экономические отношения, возникающие в процессе управления стоимостью предприятия.

**Методы исследования.** В диссертации использовались системный подход, экономически-статистический, сравнительный, факторный и структурный анализ, статистическая группировка, научная абстракция, анализ и синтез, индуктивный и дедуктивный методы.

**Научная новизна исследования** заключается в следующем:

усовершенствован концептуальный метод управления фундаментальной стоимостью предприятия, обеспечивающий определение фундаментальной

стоимости, повышение и эффективное управление, а также финансовую стабильность, инвестиционную активность и максимизацию стоимости;

предложен метод оценки на основе формирования системы показателей, характеризующих фундаментальную стоимость, основанной на пополнении рыночной стоимости предприятия традиционными финансовыми и управленческими подходами;

обоснована система управления и этап ее внедрения, направленная на максимизацию рыночной стоимости предприятия посредством мониторинга фундаментальной стоимости тремя способами;

обозначено приоритетное направление эффективного управления и дальнейшего развития предприятия на основе определения влияния показателей рентабельности на фундаментальную стоимость предприятия;

разработана классификация факторов, влияющих на управление стоимостью предприятия, определяющая его основные стратегии на основе движения, роста стоимости, обеспечения стабильности и конкурентоспособности.

**Практические результаты исследования.** Практические результаты исследования заключаются в следующем:

совершенствованы теоретические и методологические аспекты управления фундаментальной стоимостью и обоснованы определения и описания средств, разработанные автором, применяемых в управлении предприятием на основе системного подхода;

обоснованы направления влияния результатов финансовой деятельности (выручка, валовая прибыль, себестоимость продукции, затраты, прибыль, полученная от деятельности, прибыль до уплаты налогов и чистая прибыль) на стоимость промышленного предприятия;

обоснованы концептуальные правила управления рыночной стоимостью предприятий на основе изучения и обобщения различных методологических подходов;

разработан механизм эффективного управления стоимостью предприятий, учитывающий интересы акционеров и других заинтересованных сторон корпоративных отношений;

обосновано влияние финансовой устойчивости на рост фундаментальной стоимости предприятия.

**Достоверность полученных результатов.** Достоверность результатов исследования определяется целесообразностью примененных подходов и методов, данными из официальных источников, в частности, Государственного комитета Республики Узбекистан по статистике, Министерства экономики и промышленности Республики Узбекистан, Министерства финансов Республики Узбекистан и статистическими данными АО «Узбекэнерго», а также утверждением выводов и предложений уполномоченными организациями.

**Научная и практическая значимость результатов исследования.**

Научная значимость результатов исследования обусловлена тем, что полученные научные выводы и разработанные рекомендации обеспечат

достижение оценки фундаментальной стоимости, организации управления и усовершенствования предприятий, действующих в нашей республике, в том числе акционерных обществ.

Практическая значимость исследования определяется внедрением разработанных практических предложений и рекомендаций для оценки текущего состояния предприятий, определения концептуальных направлений управленческих воздействий, реализации мер по реструктуризации организационной структуры предприятия и установления первоначальной стоимости продажи государственного имущества.

**Внедрение результатов исследования.** На основании полученных научных результатов по усовершенствованию методологии управления фундаментальной стоимостью предприятия:

предложения по усовершенствованному концептуальному методу управления фундаментальной стоимостью предприятия, обеспечивающий определение фундаментальной стоимости, повышение и эффективное управление, а также финансовую стабильность, инвестиционную активность и максимизацию стоимости отразились во 2-м разделе в седьмом пункте Указа Президента Республики Узбекистан от 1 февраля 2019 года № УП- 5646 «О мерах по коренному совершенствованию системы управления топливно-энергетической отраслью Республики Узбекистан», (Справка о внедрении ЖО-01-21/2943 от 10 октября 2019 года, АО «Электрқишлоққурилиш»). Данное предложение способствовало обеспечению эффективности деятельности предприятия, управлению фундаментальной стоимостью, характеризующую возможности развития предприятия в рыночных условиях;

разработанный метод оценки на основе формирования системы показателей, характеризующих фундаментальную стоимость, основанной на пополнении рыночной стоимости предприятий традиционными финансовыми и управленческими подходами, внедрен в практику АО «Электрқишлоққурилиш» (Справка о внедрении ЖО-01-21/2943 от 10 октября 2019 года, АО «Электрқишлоққурилиш»). За счет внедрения данного метода оценки в практику АО «Электрқишлоққурилиш», текущая стоимость предприятия в 2019 году составила 12135150,8 тыс. сумов, в то время как фундаментальная стоимость составила 15775696,04 тыс. сумов;

предложение по системе управления и этапу ее внедрения, направленная на максимизацию рыночной стоимости предприятия посредством мониторинга фундаментальной стоимости нашло свое отражение в 1-м разделе в шестом пункте Указа Президента Республики Узбекистан от 1 февраля 2019 года № УП- 5646 «О мерах по коренному совершенствованию системы управления топливно-энергетической отраслью Республики Узбекистан», (Справка о внедрении ЖО-01-21/2943 от 10 октября 2019 года, АО «Электрқишлоққурилиш»). В результате, была создана новая система управления фундаментальной стоимостью, основанная на дополнении финансового и управленческого подходов предприятия;

предложение по приоритетному направлению эффективного управления и дальнейшего развития предприятия на основе определения влияния показателей рентабельности на фундаментальную стоимость предприятия внедрено в практику АО «Электрқишлоққурилиш», (Справка о внедрении ЖО-01-21/2943 от 10 октября 2019 года, АО «Электрқишлоққурилиш»). В связи с внедрением данного предложения в практику АО «Электрқишлоққурилиш», в 2018 году денежный поток предприятия увеличился на 54,6 процентов по сравнению с предыдущим годом и составил 14 153 723 тыс. сумов. В результате, уровень рентабельности предприятия увеличился на 4,5 процентов, а рентабельность активов - на 17,7 процентов, соответственно;

предложение по классификации факторов, влияющих на управление стоимостью предприятия, определяющая его основные стратегии на основе движения, роста стоимости, обеспечения стабильности и конкурентоспособности, были включены в пятый и шестой пункты в 1-м разделе Указа Президента Республики Узбекистан от 1 февраля 2019 года № УП- 5646 «О мерах по коренному совершенствованию системы управления топливно-энергетической отраслью Республики Узбекистан», (Справка о внедрении ЖО-01-21/2943 от 10 октября 2019 года, АО «Электрқишлоққурилиш»). Данное предложение позволило достижению синергетической эффективности, предусматривающего совместное применение принципов и методов оценки стоимости предприятия и вклада в инвестиционные проекты.

**Апробация результатов исследования.** Основные идеи и результаты диссертационного исследования были представлены и одобрены в виде докладов на 5 международных и 7 республиканских научно-практических конференциях.

**Публикация результатов исследования.** По теме диссертации опубликованы всего 28 научных работ, в том числе 2 монографии, 14 научных статей в журналах, рекомендованных для публикации основных научных результатов докторских диссертаций Высшей аттестационной комиссией Республики Узбекистан, из них 10 статей – в республиканском и 4 статьи – в индексированных зарубежных журналах.

**Структура и объем диссертации.** Объем диссертации состоит из введения, четырех глав, заключения, списка использованной литературы и приложений. Объем диссертации составил 214 страниц.

## **ОСНОВНОЕ СОДЕРЖАНИЕ ДИССЕРТАЦИИ**

**Во введении** обоснована актуальность и востребованность проведенных исследований, их соответствие приоритетным направлениям развития науки и технологий Республики Узбекистан, а также изложены научная новизна и практические результаты исследования, раскрыты теоретическая и практическая значимость работы. Также приведены данные о внедрении результатов исследования, опубликованных работах, структуре и объеме диссертации.

В первой главе диссертации, **«Теоретические и научно-методологические основы управления фундаментальной стоимостью предприятия»**, изучены научно-теоретические, методологические и практические аспекты исследования, обоснована необходимость направления системы управления предприятием на увеличение его стоимости. Разработаны концептуально усовершенствованные предложения по принципам и задачам управления фундаментальной стоимостью предприятия, направленные на финансовую стабильность, инвестиционную активность и максимизацию стоимости.

Концепция управления рыночной стоимостью предприятия показала, что увеличение стоимости нецелесообразно в условиях глобального финансово-экономического кризиса, за счет увеличения количества дополнительно нанятых работников, дополнительного оборотного капитала или объема дополнительных ресурсов, израсходованных на производство.

Новейшая концепция управления предприятием должна рассматриваться как управление, направленное на создание и рост его фундаментальной стоимости. Фундаментальная стоимость считается оптимальной и комплексной мерой ведения бизнеса.

Основным фактором, определяющим фундаментальную стоимость предприятия, является его конкурентоспособность, а факторами роста считаются финансовая устойчивость, инвестиционная активность и привлекательность, а также нематериальные аспекты, способствующие повышению рыночной стоимости.

Управление фундаментальной стоимостью предприятия – это деятельность, направленная на максимизацию стоимости предприятия. Следующие выводы могут быть сделаны, исходя из подходов различных авторов:

во-первых, стоимостный подход к управлению предприятием предусматривает управление стоимостью на всех уровнях (от совета директоров до менеджеров);

во-вторых, максимизация стоимости – это не разовая задача, а цикл непрерывных и вновь начинаемых стратегических и оперативных управленческих решений;

в-третьих, невозможно эффективно управлять стоимостью предприятия без понимания показателей, формирующих эту стоимость.

Многими зарубежными и отечественными экономистами-учеными были проведены исследования по стоимости предприятия и его управления, и, в основном, при оценке стоимости предприятия была принята во внимание его материальная стоимость. Существуют также нематериальные активы, способствующие повышению материальной стоимости предприятия, без чего невозможно принимать точные и правильные решения о стоимости предприятия и его управлении.

Результаты исследования показали, что совокупность показателей, имеющих материальную стоимость, включает в себя рыночную стоимость предприятия, основные и производственные фонды, недвижимость и движимое имущество, денежные средства, товарно-материальные богатства, ценные бумаги, дебиторскую задолженность.

При расчете общей (фундаментальной) стоимости предприятия учитывается только односторонний подход к рыночной стоимости. На самом деле, в дополнение к рыночной стоимости целесообразно учитывать показатели нематериальной стоимости, которые увеличивают стоимость предприятия.

С этой точки зрения, оценка и управление фундаментальной стоимостью предприятий основаны на том факте, что проведение реформ в экономике страны на микро- и макроуровне и для принятия решений являются важным средством, и по этому поводу был предложен авторский подход.

По нашему мнению, **фундаментальная стоимость предприятия** – это совокупность всесторонне оценивающих материальных и нематериальных ценностей, которая является комплексной мерой всех экономических показателей и мер управления, отражающих результаты организованного эффективного управления, ведущие к рыночной стоимости предприятия и его максимизации. Другими словами, это ожидаемая цена продажи - сумма, которую покупатель готов заплатить за целое предприятие в конкретной ситуации, а продавец - за объект.

**Управление фундаментальной стоимостью предприятия** - это современная система управления, которая включает в себя все экономические и управленческие меры, способствующие максимизации рыночной стоимости предприятия, за счет постоянного увеличения всех показателей и существующих активов, всесторонне оценивающих стоимость предприятия.

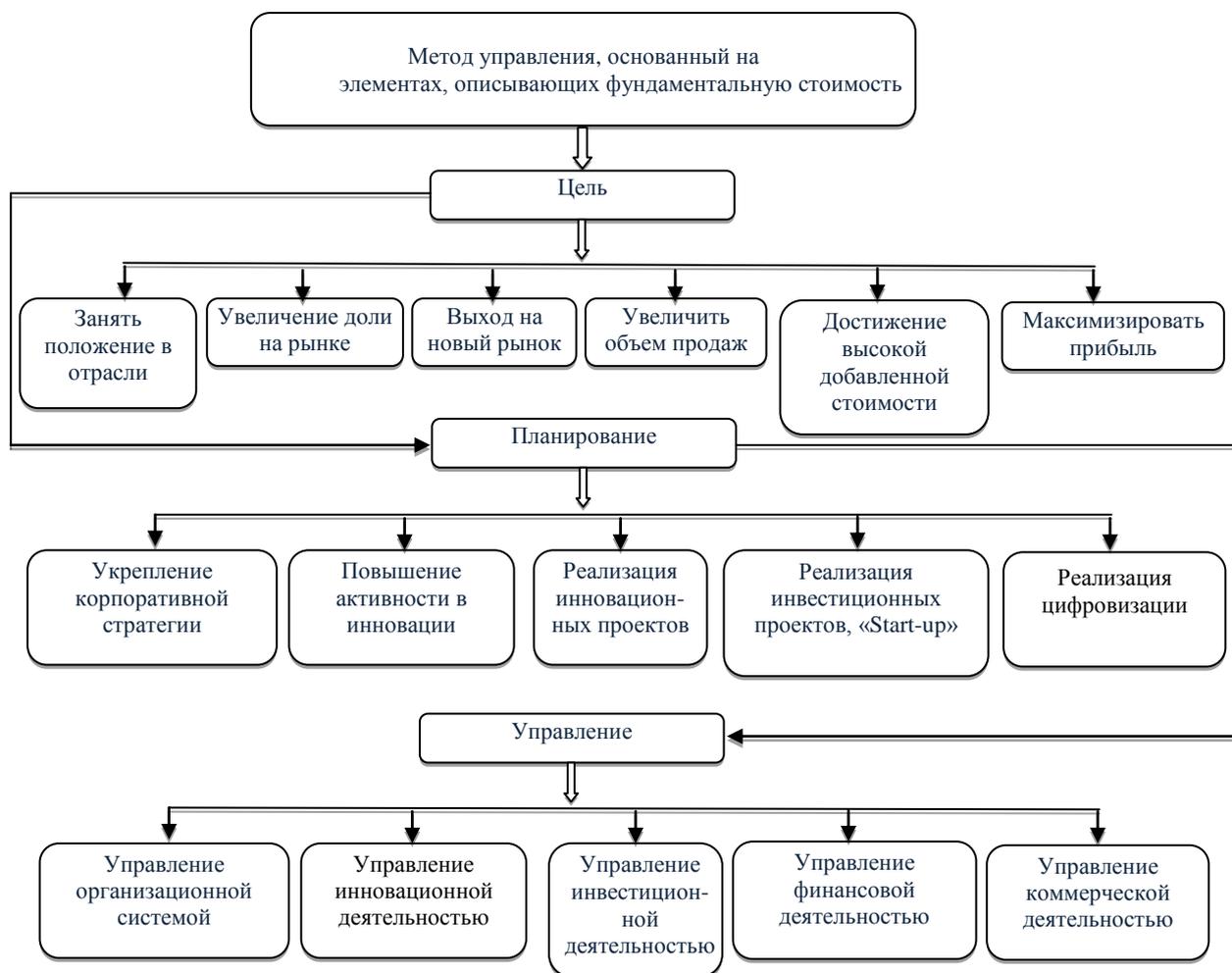
При анализе концептуальных аспектов управления стоимостью предприятия, можно выделить ряд преимуществ фундаментальной стоимости по сравнению с рыночной стоимостью (Рис.1)



**Рис.1. Управление фундаментальной стоимостью предприятия**<sup>11</sup>

<sup>11</sup> Разработано автором.

Таким образом, предложен управленческий подход, основанный на элементах, характеризующих данную фундаментальную стоимость, и обозначены основные направления влияния на повышение эффективности процессов управления на предприятии (Рис.2).



**Рисунок 2. Метод управления, основанный на элементах, описывающих фундаментальную стоимость<sup>12</sup>**

Согласно данному методу фундаментальной стоимостью предприятия является его рыночная стоимость и стоимость нематериальных показателей. Как известно, рыночная стоимость предприятия включает совокупность показателей, имеющих материальную стоимость, таких как основные и производственные фонды, недвижимость и движимое имущество, денежные средства, товарно-материальные ценности, ценные бумаги, дебиторская задолженность. Нематериальные показатели формируются, исходя из особенностей предприятий.

Нематериальные показатели, исходя из особенностей предприятий электроэнергетической отрасли, являющейся предметом исследования, состоят из следующих:

- уровень использования инноваций;
- уровень инвестирования стартапов и венчурных проектов;

<sup>12</sup> Разработано автором.

уровень модернизации техники и технологий;  
 уровень диверсификации деятельности;  
 доля импорта в товарной стоимости;  
 доля экспорта в продажах;  
 применение эффективного корпоративного управления;  
 наличие высокой добавленной стоимости в произведенных товарах и услугах;  
 уровень конкурентоспособности;  
 инвестиционная активность и инвестиционная привлекательность;  
 качество управления и качество работы с клиентами;  
 уровень использования интеллектуального капитала;  
 вклад в зеленую экономику (рейтинг предприятий в зеленых компаниях);  
 производительность труда работников.

Чтобы рассчитать стоимость нематериальных показателей предприятия, определяются коэффициенты уровня развития путем мониторинга и оценки определенного предприятия по 100-балльной системе и определяется фундаментальная стоимость предприятия:

**Фундаментальная стоимость предприятия** =  $\text{КБК} + \sum_{k=1}^n \text{КБ} \square \frac{\alpha_k}{n}$ ,  
 где КБК - рыночная стоимость предприятия;

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

Здесь,  
 $\max(O_k)$  и  $\min(O_k)$  – это максимальные и минимальные уровни стоимостей нематериальных показателей предприятия электроэнергетической отрасли, являющейся предметом исследования за определенный период времени.

Во второй главе диссертации, **«Анализ и оценка состояния предприятий энергетической отрасли»**, проанализировано финансово-экономическое состояние предприятий энергетической отрасли.

На сегодняшний день АО «Узбекэнерго» считается комплексной организацией, включающей в свою структуру проектные, строительномонтажные, ремонтные и эксплуатационные организации и являющейся естественной вертикально-интегрированной монополией. В состав АО «Узбекэнерго» входят 49 предприятий, в том числе 36 акционерных обществ, 6 унитарных предприятий и 7 обществ с ограниченной ответственностью. Вертикальная интеграция является препятствием для дальнейшего роста энергосистемы, так как наличие внутрифирменных связей исключает возможности развития конкурентных отношений, в то время как возможность находить резервы для повышения эффективности предприятий, входящих в вертикальную систему, объективно ограничена. Отсутствие прозрачности системы управления предприятиями отрасли и неэффективное использование трудовых ресурсов снижают эффективность и

результативность работы и приводят к увеличению стоимости непроизводственных расходов. Наличие убыточных подразделений и направлений деятельности снижает имидж компании на рынке и приводит к снижению уровня капитализации.

В таблице 1 приведены ретроспективные показатели структуры баланса АО «Электрқишлоққурилиш», который является объектом нашего исследования. Все активы и пассивы предприятия за анализируемый период (2013-2018 годы) составили от 27,0 млрд. сумов до 49,4 млрд. сумов или в 1,8 раз, в то время как долгосрочные активы увеличились в 3,2 раза.

**Таблица 1**

**Ретроспективные показатели структуры баланса АО  
«Электрқишлоққурилиш»<sup>13</sup>, млрд. сумов**

Показатели	2013 г.		2014 г.		2015 г.		2016 г.		2017 г.		2018 г.	
	Сумма	К концу %										
<b>Активы</b>	<b>27,0</b>	<b>100</b>	<b>33,4</b>	<b>100</b>	<b>38,5</b>	<b>100</b>	<b>39,6</b>	<b>100</b>	<b>45,2</b>	<b>100</b>	<b>49,4</b>	<b>100,0</b>
Долгосрочные активы	3,8	14,2	6,7	20,1	9,7	25,2	8,6	21,9	10,3	22,9	12,3	24,9
Текущие активы	23,2	85,8	26,7	79,9	28,8	74,8	30,9	78,1	34,8	77,1	37,1	75,1
<b>Пассивы</b>	<b>27,0</b>	<b>100</b>	<b>33,4</b>	<b>100</b>	<b>38,5</b>	<b>100</b>	<b>39,6</b>	<b>100</b>	<b>45,2</b>	<b>100</b>	<b>49,4</b>	<b>100,0</b>
Источники собственных средств	15,2	56,2	20,9	62	28,3	73,5	31,3	79,2	33,4	73,9	39,8	80,6
Обязательства	11,8	43,8	12,5	37	10,2	26,5	8,2	20,8	11,8	26,1	9,6	19,4

Динамический анализ этих показателей позволяет определять их абсолютный рост и темпы роста, что важно для описания их влияния на рост стоимости предприятия.

Анализ финансовых результатов АО «Электрқишлоққурилиш» показывает, что в 2018 году чистая выручка от реализации продукции составила 80,7 млрд. сумов, что на 12 процентов выше, чем в 2013 году (Таблица 2).

Рост выручки позволит дать общую оценку динамики спроса на платежеспособность предприятия и, следовательно, его конкурентоспособности. Показатель должен быть выше номинального темпа роста рынка, что приведет к увеличению доли рынка этой организации и свидетельствует о конкурентоспособности продукции. Это, в свою очередь, послужит увеличению стоимости предприятия.

Исходя из вышеприведенного анализа, развитие управления фундаментальной стоимостью предприятий в республике требует строгого систематического решения широкого круга вопросов и проблем.

<sup>13</sup>Составлено автором на основании данных годового отчета АО «Электрқишлоққурилиш».

**Таблица 2**

**Финансовые результаты АО «Электрқишлоққурилиш»<sup>14</sup>, в тыс.сумах**

№	Показатели	Годы						Темпы роста 2018 г. по сравнению с 2013 г.
		2013	2014	2015	2016	2017	2018	
1.	Чистая выручка от продажи продукции	72,4	79,7	64,2	52,8	56,6	80,7	1,07
2.	Себестоимость проданных товаров	55,1	58,5	44,7	38,6	39,6	57,9	1,03
3.	Валовая прибыль от реализации продукции	17,3	21,2	19,5	14,2	17,1	22,8	1,2
4.	Расходы периода	10,4	16,5	13,1	12,4	16,9	18,7	1,36
5.	Прочие доходы	1,4	0,8	0,8	2,2	3,1	2,4	1,37
6.	Доходы от финансовой деятельности	0,04	1,7	2,2	0,2	0,003	1,1	0,019
7.	Прибыль баланса	8,3	7,0	9,1	4,1	3,1	7,4	0,75
8.	Чистая прибыль	6,7	5,7	7,5	3,6	2,6	6,2	0,71

Методология управления фундаментальной стоимостью предприятия должна предусматривать конкретные алгоритмы, позволяющие эффективно использовать их на практике.



**Рис. 3. Направление совершенствования методологии управления фундаментальной стоимостью предприятия<sup>15</sup>**

<sup>14</sup> Составлено автором на основании данных годового отчета АО «Электрқишлоққурилиш».

<sup>15</sup> Разработано автором на основании результатов исследования.

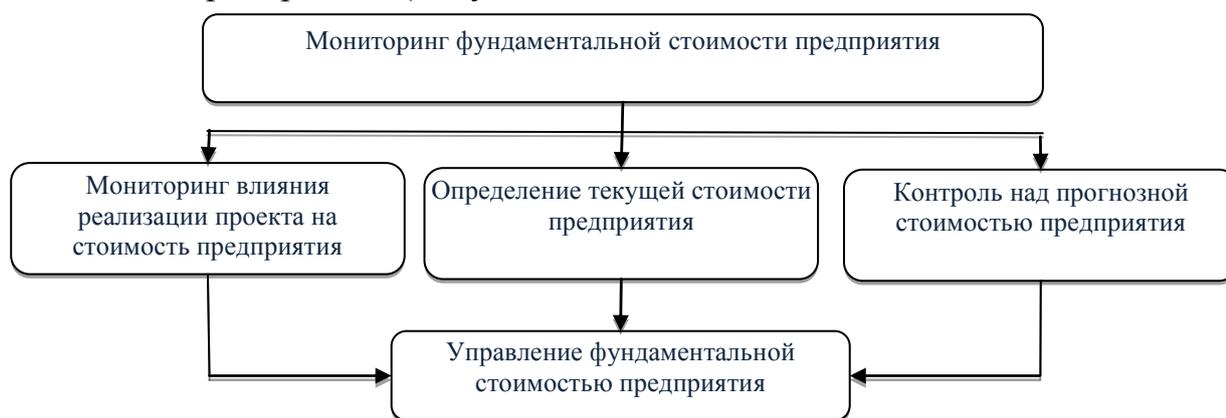
Дополнительное привлечение инвестиций в реальный сектор экономики в Узбекистане и повышения эффективности использования требуют совершенствования управления фундаментальной стоимостью предприятий как наиболее важного фактора повышения активизации развития фондового рынка и повышения предпринимательской активности широких слоев общества (Рисунок 3).

В диссертационной работе в качестве направлений совершенствования методологии управления фундаментальной стоимостью предприятия обозначены формирование и совершенствование эффективных методов анализа факторов, формирующих фундаментальную стоимость предприятия, организацию и проведение текущего мониторинга фундаментальной стоимости предприятия.

Следует отметить, что эти направления не могут быть достигнуты без создания и внедрения современной системы внутреннего учета и анализа результатов производственно-хозяйственной деятельности предприятия, без систематического мониторинга и оценки предусмотренных для реализации инвестиционных проектов и проектов реструктуризации предприятия.

В третьей главе диссертации, «**Факторы эффективного управления и фундаментальной стоимости предприятия**», были проведены анализ, оценка факторов, влияющих на рост фундаментальной стоимости предприятия, а также были сформулированы выводы по возможностям эффективного управления.

Основные направления концепции фундаментальной стоимости предприятия могут быть реализованы с использованием системного подхода, включающего в себя меры по производству новых товаров, снижению себестоимости производимых товаров и услуг, усовершенствованию структуры предприятия, повышению эффективности его составляющих подразделений, а также по проведению мониторинга фундаментальной стоимости предприятия (Рисунок 4).



**Рис.4. Направления мониторинга при управлении фундаментальной стоимостью предприятия<sup>16</sup>**

Согласно концепции управления фундаментальной стоимостью предприятия мониторинг должен осуществляться в трех направлениях. При

<sup>16</sup> Разработано автором.

этом, первые две направления предусматривают постоянный анализ: анализ остаточной балансовой стоимости и рыночной стоимости приобретенных или собственных активов в рамках реализуемых проектов; рассматриваемые методы включают в себя постоянно пересчитываемый анализ бизнес-планов, норму внутренней рентабельности, учитывая скорректированный доход по денежным потокам.

Создание новой стоимости предприятия обеспечивается за счет инновационных проектов, предусматривающих новые высокоэффективные технологии и методы производства новых востребованных товаров. Также реализация проектов по реструктуризации предприятия занимает особое место в системе мероприятий по управлению стоимостью предприятия.

Концепция управления фундаментальной стоимостью предприятия, предусматривает три широкомасштабных мер и механизмов для ее объективной реализации (Рисунок 5).



**Рис.5. Системный подход к реализации концепции управления стоимостью предприятия<sup>17</sup>**

Основные правила концепции управления фундаментальной стоимостью предприятия являются многоплановыми, и считаются эффективным использовать системный подход только для обеспечения систематического мониторинга и практического контроля за производством новых товаров, снижения стоимости товаров и услуг, повышения эффективности деятельности, а также повышения фундаментальной стоимости предприятия.

В диссертации разработана система управления фундаментальной стоимостью предприятия и обоснованы этапы ее внедрения.

<sup>17</sup> Разработано автором.

Системы управления стоимостью предприятия, во-первых, предусматривают управление стоимостью на всех уровнях стоимости предприятия; во-вторых, увеличение стоимости - это непрерывный и восстановительный период принятия стратегических и оперативных управленческих решений; в-третьих, невозможно эффективно управлять стоимостью предприятия, не зная формирующих показателей стоимости.

Снижению бизнес-рисков следует уделять особое внимание как способу повышения его стоимости при внедрении системы мер по повышению систематичности предприятия. Кроме того, следует широко использовать активное использование опционов и фьючерсов, статистическое и диагностическое хеджирование и хеджирование инвестиционных потребителей (Рисунок 6).



**Рис.6. Этапы системы управления стоимостью предприятия<sup>18</sup>**

Следует отметить, что реализация проектов, требующих крупных капитальных вложений и долгосрочного производства, связана с рисками, которые являются неотъемлемой частью управления стоимостью предприятия в условиях нестабильной экономики и высоким темпом инфляции. При этом, особое внимание следует уделять необходимости обеспечения прочных связей между внутренними и внешними сторонами организации и осуществлением деятельности производственно-хозяйственной деятельности.

Рост благосостояния заинтересованных сторон, в том числе акционеров, определяется ростом стоимости компании. В этих рамках мы предлагаем

<sup>18</sup> Разработано автором.

внедрить систему управления стоимостью, рассчитанную на долгосрочный процесс не менее 3 лет.

Внедрение и успешное развитие концепции управления стоимостью предприятия неразрывно связаны с разработкой и совершенствованием подходов и методов оценки предприятий и их компонентов, участвующих в процессе управления.

Процесс разработки и реализации концепции управления стоимостью предприятия отражены с точки зрения интересов многочисленных и разных субъектов хозяйственной деятельности, а также проанализированы интересы основных субъектов в реализации концепции управления стоимостью предприятия (Рисунок 7).



**Рис.7. Анализ интересов ключевых действующих лиц в реализации концепции управления фундаментальными ценностями предприятия<sup>19</sup>**

Как видно из рисунка, реализация концепции управления стоимостью предприятия рассматривается как важное направление для усовершенствования деятельности практически любого предприятия и, как следствие, должно стать неотъемлемой частью совершенствования всей системы управления предприятием.

Концепция управления стоимостью предприятия основана, в первую очередь, на учете интересов инвесторов и владельцев определенного предприятия на максимальном уровне. Будущий рост стоимости предприятия будет стимулировать крупных инвесторов вкладывать средства в развитие предприятия.

<sup>19</sup> Разработано автором.

Анализ показал, что управление стоимостью предприятия должно включать следующие усовершенствования:

методы анализа и учета факторов, формирующих цену фундаментальной стоимости предприятия;

деятельность предприятий по выявлению и использованию резервов для повышения эффективности производства;

разработка и реализация эффективных инновационных проектов и проектов по реструктуризации предприятий;

организация и проведение текущего мониторинга стоимости предприятия, а также укрепление влияния управления на ускорение роста фундаментальной стоимости предприятия.

Фундаментальная стоимость управления предприятием тесно связана с необходимостью развития институционального, научно-методологического обеспечения данной деятельности, совершенствования деятельности по оценке, а также подготовки и переподготовки управленческого персонала.

Текущее развитие методов оценки бизнеса должно быть адаптировано к требованиям, исходя из применения концепции управления фундаментальной стоимостью предприятия в менеджменте. Для этого считается важным усовершенствовать подготовку и переподготовку кадров в управленческой сфере. Основные стратегии развития предприятий состоят из реализации их операционных, инвестиционных, финансовых и фундаментальных стратегий (Рисунок 8).



**Рис.8. Основные стратегии развития предприятия и методы их реализации<sup>20</sup>**

Последовательная реализация любой или всех двухуровневых стратегий обеспечит максимальный рост денежного потока и, следовательно, фундаментальную стоимость предприятия.

<sup>20</sup> Разработано автором.

В четвертой главе диссертации, «**Прогнозирование денежных потоков в качестве эффективного инструмента управления фундаментальной стоимостью предприятия**», разработаны научные предложения и практические рекомендации по таким вопросам, как оценка показателей рентабельности и их влияние на денежные потоки предприятия, а также определение денежных потоков для собственного капитала предприятия.

Оценка рентабельности является результивным показателем, который характеризует эффективность использования существующих ресурсов на предприятии, отражает эффективность ведения бизнеса и увеличения (снижения) объема деятельности.

Повышение уровня рентабельности предприятия приведет к необходимости реализации мер, направленных на увеличение объема проданной продукции, снижение расходов затрат для производства, повышение качества продукции всеми его отраслями и предприятиями.

Коэффициент рентабельности инвестированного капитала является основой концепции управления стоимостью предприятия. Он рассчитывается как отношение чистой операционной прибыли компании к среднегодовому вложенному капиталу.

Чтобы избежать ущерба для предприятия, необходимо постоянно осуществлять мониторинг уровня рентабельности по всем структурам товаров и проводить анализ влияния внешних и внутренних факторов на прибыль.

В течение 2013-2018 годов коэффициент рентабельности АО «Электрқишлоққурилиш» варьировался. В частности, в 2017 году уровень рентабельности продаж снизился на 2,2 процентных пункта по сравнению с 2016 годом, достигнув 5,4 процентов<sup>21</sup>. Это, в свою очередь, свидетельствует о том, что рассматриваемая организация переходит на новые и перспективные технологии продукции, требующие крупных инвестиций, по этой причине показатели рентабельности могут быть временно снижены. Однако, если стратегия выбрана правильно, затраты будут возмещены в будущем, и в этом случае снижение рентабельности в отчетном периоде не означает, что эффективность деятельности предприятия будет низкой.

Прогноз уровня рентабельности АО «Электрқишлоққурилиш» показывает, что показатель уровня рентабельности продаж к 2020 году составит 16,1 процента, а к 2022 году данный показатель снизится на (-)2,8 процентных пункта, достигнув 10,1 процента по сравнению с 2019 годом (Таблица 3).

Показатель рентабельности активов незначительно изменится в 2019-2022 годах – с 21,1 процента до 22,3 процента или (+) 1,2 процентного пункта. Однако в течение прогнозируемых лет не наблюдается устойчивой тенденции показателей рентабельности активов в прогнозных стоимостях.

Исходя из полученных результатов, стоит отметить, что снижение собственного капитала было обусловлено двумя факторами, то есть маржей

---

<sup>21</sup> Рассчитано автором на основании данных годового отчета АО «Электрқишлоққурилиш».

(рентабельностью продаж) и снижением оборота активов, что в итоге привело к частичному возмещению роста финансовой активности и понижением рыночной и операционной деятельности.

**Таблица 3**  
**Прогноз уровня рентабельности АО «Электрқишлоққурилиш»<sup>22</sup>, %**

Показатели	Годы			
	2019 (по факту)	2020	2021	2022
Рентабельность продаж	12,9	16,1	10,5	10,1
Рентабельность собственного капитала	36,6	44,7	45,5	53,1
Рентабельность внеоборотных активов	149,0	177,8	186,1	208,2
Рентабельность инвестиций	45,0	51,3	47,2	54,4
Рентабельность активов	21,1	24,1	19,9	22,3
Рентабельность затрат	17,7	22,4	13,6	13,3
Рентабельность оборотных активов	37,3	42,7	31,9	35,2

Система организационно-экономических показателей, сформулированных в диссертации, приведет к оптимизации состава интегральных показателей фундаментальной стоимости предприятия и позволит исследовать механизм формирования стоимости бизнеса, выявить и количественно оценить основные факторы, влияющие негативно на фундаментальную стоимость предприятия или наоборот. Был разработан алгоритм управления следующих факторов, влияющих на стоимость предприятия:

факторы стоимости бизнеса первого уровня: выявлена связь денежного потока, ставки дисконтирования и времени;

выбор фактора, обладающего наибольшей эластичностью или наибольшей управляемостью;

факторы, влияющие на стоимость бизнеса, сортируются по их эластичности - управляемости - волатильности.

Было выявлено, что инструменты финансового менеджмента, нацеленные на анализ факторов рентабельности, темпов роста и средневзвешенной стоимости инвестированного капитала, целесообразно дополнить разработкой оценивающих подходов стоимости предприятия (бизнеса).

Подводя итог, стоит отметить, что, основываясь на определении влияния показателя рентабельности на фундаментальную стоимость предприятия, можно выделить следующие приоритетные направления эффективного управления и перспективного развития деятельности предприятий Узбекистана:

1. Увеличение рентабельности продаж - положительно влияет на изменение структуры реализованных товаров или на рост объема продаж.

2. Снижение затрат – позволит расширению ассортимента продаж.

<sup>22</sup> Рассчитано автором на основании данных годового отчета АО «Электрқишлоққурилиш».

3. Обеспечение качества продукции и расширение доли рынка посредством повышения инновационно-инвестиционной активности предприятий.

4. Создание научно-объемной продукции с использованием научно-технических и научно-исследовательских работ на предприятиях.

5. Автоматизация и цифровизация деятельности.

Нами были рассчитаны ожидаемые будущие денежные потоки с помощью инструмента для каждого года прогнозируемого периода. Расчеты производились по следующей формуле:

$$PV = \frac{CF_1}{1 + DR} + \frac{CF_2}{(1 + DR)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1 + DR)^n} + \frac{FV}{(1 + DR)^n}$$

Где,

**PV** - текущая стоимость; **CF** - денежный поток N-периода; **FV** - реверсия, остаточная стоимость предприятия после прогнозного периода; **DR** – ставка дисконтирования; **n** - последний год прогнозируемого периода.

Определение периода прогнозируемого года производится с учетом развития предприятия, динамики показателей стоимости (выручка, себестоимость, прибыль, цены и прочие), спроса, производства и объема продаж (Таблица 4).

**Таблица 4**  
**Расчет текущей стоимости АО «Электрқишлоққурилиш»<sup>23</sup>, тыс. сумов.**

Показатель	2019г.	Прогнозируемый период		
	(по факту)	2020г.	2021г.	2022г.
Денежный поток для собственного капитала	17183731	18709684	20123722	21667959
Дисконтная ставка	19%			
Дисконтный множитель	0,7062	0,5934	0,4987	0,4190
Текущая стоимость	12135150,8	11102326,4	10035700,0	9078875,0

Безрисковая ставка составила 5 процентов; взимание на низкую ликвидность - 4,6 процентов; взимание за риск инвестиционного управления- 3 процента; риск инвестиций - г в недвижимост, риск г-сегмента, совокупное взимание, являющееся риском самого объекта, состоящий из г-риска - 10,6 процентов. В итоге, мы получаем  $Y_n$ , который равен 23,1 процента. Данные из таблицы 4 показывают, что в течение данного периода дисконтный множитель уменьшается с 0,9167 до 0,5934.

Текущая стоимость предприятия рассчитывается путем умножения суммы денежных потоков собственного капитала на дисконтный множитель, полученный за указанный прогнозный период.

<sup>23</sup>Рассчитано автором на основании данных годового отчета АО «Электрқишлоққурилиш».

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате исследования сделаны следующие выводы:

1. Стоимость предприятия может быть использована в качестве критерия управления предприятием, с целью увеличения дохода владельцев (акционеров) и привлечения дополнительных инвестиций. Одним из факторов, оказывающих негативное влияние на эффективное управление предприятиями в Узбекистане, является отсутствие готовности руководства принимать стратегические и оперативно-тактические управленческие решения на основе концепции стоимости менеджмента, а также недостаточная осведомленность о создании стоимости и критериях, влияющих на его увеличение и инструментов управления. Компания, первая освоившая методы управления стоимостью, имеет дополнительное преимущество, и в отличие от других конкурентов имеет возможность успешно осуществлять свою деятельность.

2. Концепция управления стоимостью является наиболее совершенной формой управления компанией, единственной целью которой является охват всех отраслей управления деятельностью предприятия - координация интересов всех сторон путем увеличения стоимости и охвата. Внедрение концепции управления стоимостью в предприятия республики с недостаточно развитым фондовым рынком в экономике Узбекистана; ограниченная и непрозрачная информация о результатах отечественных предприятий; это требует дифференцированного подхода в связи с отдельными видами деятельности предприятий, их неспособностью вписаться в традиционные подходы к их оценке и особенностями, появляющимися у других.

3. Анализ подходов к сущности «управления фундаментальной стоимостью предприятия» показывает, что: 1) управление стоимостью на всех этапах (от наблюдательного совета до управляющего) предусматривает управление предприятием; 2) повышение стоимости - это непрерывный и возобновляемый период принятия стратегических и оперативных управленческих решений; 3) эффективное управление стоимостью невозможно без понимания показателей, формирующих стоимость.

По нашему мнению, фундаментальной стоимостью управления предприятием является современная система управления, которая включает в себя все показатели, обеспечивающие всестороннюю оценку предприятия и все меры по максимизации рыночной стоимости предприятия за счет постоянного увеличения существующих активов.

С точки зрения системного подхода, изучение концепции управления фундаментальной стоимостью предприятия определяется как структурированный комплекс обозначенной структуры и иерархических методов, способов, технологий и подходов, связанных с взаимосвязанной и окружающей средой.

4. В диссертационном исследовании обоснованы преимущества использования критериев для комплексной оценки эффективности

деятельности предприятия по сравнению с традиционными применяемыми показателями, такими как принятие управленческих решений по стоимости и чистая прибыль, рентабельность капитала, прибыль от акций и другие.

Управление стоимостью требует учета как краткосрочных, так и долгосрочных перспектив развития предприятия, включая управление балансом. Стоимостный подход в управлении позволяет акционерам решать не только тактические вопросы, но и принятия эффективных управленческих решений, направленных на разработку и реализацию стратегических целей для занятия позиций на рынке.

5. Фундаментальная стоимость включает в себя оценку эффективности компании и перспективы развития и считается совокупным показателем, адекватно отражающим способность всех участников экономических отношений компании удовлетворять финансово-экономические интересы. Категория «фундаментальный показатель» отражает двухстороннюю сущность компании: в качестве субъекта экономических отношений (его основная задача - производить, продавать экономические богатства, то есть создавать новую стоимость) и объекта инвестиционных вложений других участников для выявления и реализации частных возможностей.

6. Управление предприятием по его стоимости будет состоять из целенаправленного изменения любых факторов переменного качества, влияющих на стоимость предприятия. С точки зрения управления стоимостью, при принятии стратегических управленческих решений важно построить целую систему факторов, которые могут повлиять на рост стоимости.

7. Деятельность предприятия можно описать десятками тесно связанных показателей. Всегда можно увеличить один показатель, уменьшив другой показатель. Денежный поток позволяет естественным образом скоординировать основные показатели деятельности компании и сосредоточиться на необходимом им уровне. В системе управления стоимостью устраняется проблема поиска оптимального варианта между объемом продаж и их эффективностью, рентабельностью, степенью оборота, прибылью и капитальными затратами.

8. Существует два вида показателей эффективности управления стоимостью: материальные и нематериальные. Добавленная стоимость и остаточный денежный поток будут значительными в материальных показателях. Материальные показатели отражают запланированное состояние стоимости предприятия или состояние за прошлый период. Следовательно, они не могут предоставить текущее состояние стоимости, но могут помочь сравнить текущее состояние запланированных или выполненных работ. Наряду с этим, они являются более точными, чем нематериальные показатели, которые нельзя напрямую связать со стоимостью предприятия. Нематериальные показатели, в отличие от материальных показателей, позволяют учесть важные меры по увеличению стоимости в течение данного периода.

9. Топ-менеджмент предприятия определяется в соответствии с поставленными перед ним материальными и нематериальными целями, структура нематериальных показателей определяется индивидуально для каждого конкретного предприятия, при этом материальные показатели зачастую являются разными показателями и отражают эффективность управления стоимостью любого предприятия в рыночных условиях. Основной материальной целью предприятия является координация управления стоимостью бизнеса, где следующие показатели могут служить финансовыми показателями успеха в достижении целей:

1) результаты деятельности стратегической эффективности компании и, следовательно, стоимостные показатели, позволяющие предприятию измерить рост стоимости; 2) эффективность операционной деятельности (результаты основных видов деятельности компании по увеличению продаж, снижению издержек или повышению производительности труда); 3) эффективность инвестиционной деятельности (эффективность инвестиционного проекта, реализуемого компанией, в данном случае под любым инвестиционным проектом понимается инвестиционный проект); 4) эффективность деятельности по увеличению капитала (поиск новых источников финансирования предприятия, свободное приобретение акций других компаний и управление оборотным капиталом).

10. Стоимость предприятия оценивается, исходя из факторов, влияющих на его денежный поток. В диссертационной работе прогнозирование необходимых показателей и коэффициентов для расчета стоимости производилось методом дисконтирования денежных потоков. Прогнозируемые данные показывают, что при расчете стоимости предприятия увеличился чистый денежный поток. Это, в основном, связано с ростом чистой прибыли и увеличением оборотного капитала.

11. В ходе исследования выявлено, что основным аспектом дисконтирования денежных потоков при расчете стоимости предприятия для целей управления является установление точной ставки дисконтирования. С помощью ставки дисконтирования, в будущем, инвестор может определить выплачиваемую сумму на право получения планируемой суммы.

12. Учитывая, что денежные потоки позволяют объективно определить фактическую стоимость предприятия и являются одним из наиболее эффективно агрегированных показателей, используемых в качестве критериев для управления предприятием как системой, целый комплекс внутренних и внешних факторов формулы дисконтирования денежных потоков влияет на управление бизнесом. Следовательно, анализ формулы дисконтирования с использованием математического аппарата позволяет определить связь между изменением стоимостного фактора и адекватным увеличением стоимости предприятия.

**ONE-TIME SCIENTIFIC COUNCIL ON THE BASIS OF THE  
SCIENTIFIC COUNCIL DSc.03/30.12.2019.I.17.01 FOR AWARDING  
SCIENTIFIC DEGREES AT TASHKENT INSTITUTE OF FINANCE**

---

**TASHKENT STATE UNIVERSITY OF ECONOMICS**

**ESHOV MANSUR PULATOVICH**

**IMPROVING THE METHODOLOGY OF MANAGEMENT THE  
ENTERPRISE'S FUNDAMENTAL VALUE**

**08.00.13 – Management**

**08.00.07 – Finance, money circulation and credit**

**ABSTRACT  
OF DOCTORAL (DSc) DISSERTATION ON ECONOMICAL SCIENCES**

**Tashkent – 2020**

**The theme of the dissertation is registered at the Supreme attestation Commission of the Cabinet of Ministers of the Republic of Uzbekistan under number B2017.1.DSc/Iqt37.**

The dissertation has been prepared at Tashkent state university of economics

The dissertation abstract in three languages (Uzbek, Russian and English) is placed on the webpage of scientific council ([www.tdiu.uz](http://www.tdiu.uz)) and informational-educational portal «ZiyoNet» ([www.ziyo.net](http://www.ziyo.net)).

**Official opponents:**

**Abdurahmonov Qalandar Khodjaevich**

Academician of the Academy of Sciences of the Republic of Uzbekistan, Doctor of Economical Sciences, Professor

**Jumaev Nodir Khosiyatovich**

Doctor of Economical Sciences, Professor

**Suyunov Dilmurod Kholmurodovich**

Doctor of Economic Sciences, Docent

**Leading organization:**

**Banking and Finance Academy of the Republic of Uzbekistan**

The Defense of the dissertation will take place on «\_\_\_\_»\_\_\_\_\_ 2020 at \_\_\_\_\_ at the meeting of One-time scientific council on the basis of the scientific council DSc.03/30.12.2019.I.17.01 for awarding scientific degrees at Tashkent institute of finance Address: 100000, 60A street Amir Temur Street, Tashkent. Phone (99871) 234-53-34; Fax: (99871)234-46-26, e-mail: [admin@tfi.uz](mailto:admin@tfi.uz).

The dissertation can be reviewed at the Informational Resource Center of Tashkent institute of finance (registered under №\_\_\_\_). Address: 60A street Amir Temur Street, Tashkent. Phone (99871) 234-53-34.

The dissertation abstract was distributed on «\_\_\_\_»\_\_\_\_\_ 2020.

(mailing report № \_\_\_\_\_ on «\_\_\_\_»\_\_\_\_\_2020).

**B. Tashmurodova**

Chairman of One-time Scientific Council on the basis of Scientific Council for scientific degrees awarding, doctor of economics, professor

**S. Mekhmonov**

Scientific secretary of One-time Scientific Council on the basis of Scientific Council for scientific degrees awarding, doctor of economic sciences, professor

**I. Kuzyiyev**

Chairman of the Scientific seminar under One-time Scientific Council on the basis of Scientific Council for scientific degrees awarding, doctor of economic sciences, professor

## RESUME (abstract of doctoral – DSc)

**The aim of the research work** is to advance the methodology of the enterprise's fundamental value management.

**The object of the research work** are the enterprises of «Uzbekenergo» JSC.

**The scientific novelty of the research work is as follows:**

the conceptual method of managing the fundamental value of the enterprise was proposed which provides the basis for enhancement and effective management of fundamental value and financial stability, investment activity and value maximization;

based on the formation of a system of indicators characterizing the fundamental value and the replenishment of market value by traditional suggests of financial and management approaches proposed a method of valuation of companies;

the management system aimed at maximizing the market value of the enterprise through three key monitoring of the fundamental value and the stage of its implementation;

based on the determination of the impact of profitability parameters and the fundamental value of the enterprise prioritization of effective management and further development of the enterprise was improved;

factors influencing the value management of an enterprise have been developed, which defines its main strategies for cost promotion, growth, sustainability and competitiveness.

**Implementation of research results.** Based on the scientific results obtained to enhance the methodology of managing the fundamental value of the enterprise:

recommendations on the definition, enhancement and effective management of fundamental value, and improvement of the conceptual method of enterprise fundamental value management, by providing financial stability, investment activity and value maximization the paragraph of the seventh chapter of the Part 2 of the Presidential degree of the Republic of Uzbekistan from February 1, 2019 «About measures for radical improvement of the management system of fuel and energy branch of the Republic of Uzbekistan» (JOE-01-21 / 2943 of October 10, 2019 JSC «Elektrqishloqqurulish»). This proposal is aimed at ensuring the efficiency of enterprises, management of the fundamental value characterizing opportunities of development of enterprises in market conditions;

the method of valuation based on the formation of a system of indicators that characterize the fundamental value in the traditional financial and management approaches of enterprises has been introduced in the practice of JSC «Elektrqishloqqurulish» (JOE-01-21 / 2943 of October 10, 2019 JSC «Elektrqishloqqurulish»). Due to the introduction of this method into the practice of JSC «Elektrqishloqqurulish» the current value of the enterprise was 12135150,8 thousand soum in 2019, the fundamental value was 15775696,04 thousand soum;

proposal on the management system for maximizing the market value of the enterprise by monitoring the fundamental value and the stages of its implementation part 1 of section 6 of the Decree of the President of the Republic of

Uzbekistan on February 1, 2019 «About measures for radical improvement of the management system of the fuel and energy sector of the Republic of Uzbekistan» (JOE-01-21 / 2943 of October 10, 2019 JSC «Elektrqishloqqurulish»). As a result, a new value management system has been established based on complementing the financial and management approaches of the enterprise;

proposal on priority directions of effective management and further development of enterprise activity in Uzbekistan based on the determination of the impact of profitability indicators of the enterprise's fundamental value is introduced into practice of JSC «Elektrqishloqqurulish» (JOE-01-21 / 2943 of October 10, 2019 JSC «Elektrqishloqqurulish»). Due to the introduction of this proposal into operation of JSC «Elektrqishloqqurulish», the company's cash flow in 2018 increased by 54.6% compared to the previous year and amounted to 14,153,723,000 soum. As a result, the profitability of the enterprise increased by 4.5% and the return on assets by 17.7%;

factors influencing the management of enterprise value Proposed classification of its basic strategies for economic growth, sustainability and competitiveness of the President of the Republic of Uzbekistan on Part 2 of the Decree No. 5646 is taken into account in the fifth and sixth paragraphs (JOE-01-21 / 2943 of October 10, 2019 JSC «Elektrqishloqqurulish»). This proposal has the potential to achieve synergistic implications, including the joint application of principles and methods of valuing enterprise and contribution to investment projects.

**The structure and volume of the thesis.** The structure of the dissertation consists of introduction, four chapters, conclusions and recommendations, list of references and appendices. The total volume of the dissertation is 214 pages.

**ЭЪЛОН ҚИЛИНГАН ИШЛАР РЎЙХАТИ**  
**СПИСОК ОПУБЛИКОВАННЫХ РАБОТ**  
**LIST OF PUBLISHED WORKS**

**I бўлим (I часть; I part)**

1. Эшов М.П. Научно-методические основы оценки и управления стоимостью предприятия. Монография. – Т.: «Фан ва технология» нашриёти, 2014. – 160 б.

2. Эшов М.П. Ўзбекистонда кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликнинг ривожланиши: омиллар, натижалар ва истиқболлар. Монография. –Тошкент: Маънавият, 2017. – 128 б.

3. Эшов М.П. Корхона қийматини бошқариш концепцияси ва уни амалга ошириш йўллари // Иқтисодиёт ва таълим. – 2010. – №6. – 37-40 б. (08.00.00. №11)

4. Эшов М.П. Кўп укладли иқтисодиёт шароитида корхоналар қийматини бошқаришнинг асосий концептуал қоидалари // Иқтисодиёт ва таълим. – 2010. – №5. – 42-46 б. (08.00.00. №11).

5. Эшов М.П. Бошқариш мақсадлари учун корхона ва унинг активлари қийматини баҳолашнинг услубий масалалари // Иқтисодиёт ва таълим. – 2011. – №2. –114-117 б. (08.00.00. №11).

6. Эшов М.П. Саноат корхоналари рентабеллиги кўрсаткичлари асосида корхона қийматини бошқариш // «Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар» илмий электрон журнали. - № 1, январь-февраль, 2019 йил. -9 б. (08.00.00. №10).

7. Эшов М.П. Саноат корхонаси қийматини бошқариш услубиятини такомиллаштириш // Иқтисодиёт ва таълим. – 2019. – №3. – 103-109 б. (08.00.00. №11).

8. Эшов М.П. Молиявий барқарорликни таъминлаш – корхона қийматини оширишнинг асосий омили // «Илм-фан ва инновацион ривожланиш» илмий журнали. 2019, № 5. – 7-13 б.

9. Эшов М.П. Основные направления развития энергетической отрасли Республики Узбекистан // Экономика и предпринимательство. Научный журнал. – Москва, 2018.№ 11. – с.523-525. (08.00.00. №29).

10. Eshov M.P. Investment and Market Structure Deployment in the Implementation of Enterprise Value Advancement: Case of Uzbekistan // Journal of Management Value and Ethics. India. Vol 6, No 1 (2016). – pp.122-130. (08.00.00. №6).

11. Eshov M.P. The Role of Investments in the Development of Power Industry // International Scientific and Practical Conference «Actions strategy of Uzbekistan: macroeconomic stability, investment activity and prospects for innovative development». 28-29 may, 2018y. Tashkent, TSUE. – pp. 31-35. (Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясининг 2018 йил 27 апрелдаги 01-08/0588-сон хатига мувофиқ илмий мақолаларга тенглаштирилган).

12. Эшов М.П. Саноат корхоналари қийматига таъсир этувчи омиллар // «Ўзбекистон Республикаси Ҳаракатлар стратегияси: макроиқтисодий барқарорлик, инвестицион фаоллик ва инновацион ривожланиш истиқболлари» мавзусидаги Халқаро илмий-амалий конференция. Илмий маъруза ва мақолалар тўплами. II шўъба. – Т.:ТДИУ, 2019. – 475-482 б. (Ўзбекистон Республикаси Вазирлар Маҳкамаси ҳузуридаги Олий аттестация комиссиясининг 2018 йил 27 апрелдаги 01-08/0588-сон хатига мувофиқ илмий мақолаларга тенглаштирилган).

13. Корхоналарда молиявий фаолиятнинг пул оқими ўсишига ва пасайишига таъсирини баҳолаш масалалари// «Иқтисодиёт ва инновацион технологиялар» илмий электрон журнали. – № 4, июль-август, 2019 йил. – 9 б. (08.00.00. №10).

14. Eshov M.P. Effective use of investments in the development of the electric power industry // International Scientific Journal Theoretical & Applied Science. 2018, Issue: 05 Volume: 61. – pp.188-192. <http://T-Science.org>.

15. Eshov M.P. Impact of Financial Sustainability on Enterprise Value Expansion // International Journal of Engineering and Advanced Technology, (B Impact Factor: 5.97, Scopus Journal) Volume-9, Issue-1, October 2019. – pp.4640-4645. <https://www.ijeat.org>.

16. Eshov M. Assessment of the impact of innovative projects on increment of enterprise value // International Conference «Scientific researches for Development future». December 20, 2019, New York, USA. B&M Publishing San Francisco, California, USA. – pp.19-20. ([http://doi.org/10.15350/F\\_6/5](http://doi.org/10.15350/F_6/5)).

17. Eshov M.P. Significant directions of developing and supporting small business and private entrepreneurship in Uzbekistan // «Иқтисодиётда таркибий ўзгаришларни чуқурлаштиришда давлат молиясини ислоҳ қилишнинг устувор йўналишлари» мавзусидаги Халқаро илмий амалий конференция материаллари (12 апрель 2017 йил). –Тошкент: 2017. - 314-316 б.

18. Эшов М.П. Механизмы реализации концепции управления стоимостью предприятия // Иқтисодий ислохотлар амалда: эришилган ютуқлар, муаммолар ва иқтисодиётнинг ривожланиш истиқболлари. Ўзбекистон Республикаси мустақиллигининг 18 йиллигига бағишланган илмий-оммабоп мақолалар тўплами. – Т.: ТДИУ, 2009. – 68-77 б.

19. Эшов М.П. Кўп укладли иқтисодиёт шароитида корхоналар қийматини бошқаришнинг асосий концептуал қоидалари // Иқтисодий ислохотлар амалда: эришилган ютуқлар, муаммолар ва иқтисодиётнинг ривожланиш истиқболлари. Ўзбекистон Республикаси мустақиллигининг 18 йиллигига бағишланган илмий-оммабоп мақолалар тўплами. – Т.: ТДИУ, 2009. – 38-44 б.

### **II бўлим (II часть; II part)**

20. Eshov M.P. Concept of the effective interrelationship of bank and industry capitals // Spirit Time №2, 2017. Berlin. – pp.45-49.

21. Эшов М.П. Озиқ-овқат хавфсизлигини таъминлашда кредит муассасалари фаоллигини оширишнинг аҳамияти // «Ўзбекистонда озиқ-

овқат хавфсизлигини таъминлашнинг назарий асослари ва устувор йўналишлари» мавзусидаги Республика илмий-амалий анжумани илмий мақолалар ва маърузалар тўплами. – Т.: ТДИУ, 2016. – 132-134 б.

22. Эшов М.П. Корхоналар молиявий фаолиятини самарали ташкил этиш масалалари // «Баркамол авлод – илмий тадқиқотнинг интеллектуал бойлиги» мавзусидаги Республика илмий амалий анжуманининг тезислар тўплами. – Т.: ТДИУ, 2010. – 91-93 б.

23. Эшов М.П., Ишмуратова В. Баркамол авлодни шакллантиришда ахборот технологияларининг ўрни // «Баркамол авлод – илмий тадқиқотнинг интеллектуал бойлиги» мавзусидаги Республика илмий-амалий анжуманининг тезислар тўплами. – Т.: ТДИУ, 2010. – 242-243 б.

24. Эшов М., Неделькина Н. Закономерности изменения стоимости предприятия при реализации инвестиционных проектов // Макроиктисодий муаммолар – 2013. Республика илмий-амалий анжумани маъруза тезислари тўплами. – Т.: ТДИУ, 2013. – 97-99 б.

25. Эшов М.П. Кичик бизнес ва хусусий тадбиркорликни ривожлантиришда устувор вазифалар // «Иқтисодиётни модернизациялаш стратегияси: муаммолар ва инновацион ривожланишга ўтиш йўллари» мавзусидаги республика илмий-амалий анжумани маъруза тезислари тўплами. – Т.: ТДИУ, 2011. – 220-222 б.

26. Эшов М.П. Ўзбекистон экспорт қилувчи корхоналарни қўллаб-қувватлашнинг зарурияти // Макроиктисодий муаммолар-2015. Республика илмий-амалий конференцияси. Илмий мақолалар ва маърузалар тўплами. – Т.: ТДИУ, 2015. – 334-336 б.

27. Eshov M.P. Smart Tourism Destinatoins // «Туризм бизнесини ривожлантиришнинг илғор хорижий тажрибалари ва уни Ўзбекистонда қўллаш истиқболлари» мавзусидаги Халқаро илмий-амалий анжумани мақолалар тўплами. – Т.: ТДИУ, 2017. – 171-173 б.

28. Eshov M.P. Organization of additional professional education of accountants // Science Forum. Scientific journal. Tokyo. №1, 2018. – pp 24-27.

Автореферат «Жамият ва бошқарув» журнали таҳририятида таҳрирдан  
ўтказилди (24.01.2020 йил).

Босишга рухсат этилди: 12.02.2020 йил  
Бичими 60x45 <sup>1</sup>/<sub>8</sub>, «Times New Roman»  
гарнитурда рақамли босма усулида босилди.  
Шартли босма табағи 4. Адади: 100. Буюртма: № 25.

Ўзбекистон Республикаси ИИВ Академияси,  
100197, Тошкент, Интизор кўчаси, 68.

«АКАДЕМИЯ НОШИРЛИК МАРКАЗИ»  
Давлат унитар корхонасида чоп этилди.