

विषय-वस्तु

अध्याय I	प्रस्तावना
अध्याय II	विनिवेश आयोग की सिफारिशें
अध्याय III	अपनाई जा रही मूल्य निर्धारण पद्धति
अध्याय IV	मूल्य निर्धारण की प्रक्रिया तथा पद्धतियों का मानकीकरण

अध्याय : I

प्रस्तावना

1.1 बिक्री की किसी भी प्रक्रिया में, बिक्री तब क्रियान्वित होगी जब विक्रेता इस बात से संतुष्ट होगा कि क्रेता द्वारा दिया जा रहा मूल्य, बेची जा रही वस्तु के मूल्य से कम नहीं है। इसलिए उस न्यूनतम धनराशि को तय करना जिसको विक्रेता पर्याप्त समझता है, किसी बिक्री को पूरा करने के लिए एक पहली पूर्वापेक्षा होती है। इन न्यूनतम धनराशि को सुरक्षित मूल्य कहा जाता है। इस प्रकार सुरक्षित मूल्य वह न्यूनतम धनराशि है जिसके नीचे विक्रेता किसी भी पेशकश अथवा बोली को आमतौर पर अपर्याप्त समझता है। किसी कम्पनी की बिक्री के मामले में सुरक्षित मूल्य कम्पनी का मूल्य निर्धारण करके तय किया जाता है। वे कंपनियां जो स्टॉक एक्सचेंज में सूचीबद्ध होती हैं, शेयरों का बाजार मूल्य, कम्पनी के उचित मूल्य का आंकलन करने के लिए एक अच्छा मानक सिद्ध होता है, हालांकि बाजार मूल्य आमतौर पर अल्पकालिक घटनाक्रमों तथा पर्यावरणीय पहलुओं द्वारा निवेशक की भावनाओं को प्रभावित करने के कारण अल्प समय में ही भारी उतार-चढ़ाव से विशेष-नीकृत होता है। इससे भी अधिक महत्वपूर्ण बात यह है कि अधिकतर सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रम या तो स्टॉक एक्सचेंज में सूचीबद्ध नहीं होते अथवा नितान्त रूप से सीमित व्यापारिक गतिविधि को ही नियंत्रित करते हैं। अतः उनका सही मूल्यांकन नहीं होता है। इस प्रकार किसी सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रम का मूल्य तय करना वास्तव में एक चुनौतीपूर्ण कार्य होता है।

1.2 सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रम का मूल्य निर्धारण, उस मूल्य को तय करने से एकदम अलग होता है जिस पर इसे बेचा जा सकता है। किसी परिसम्पत्ति का उचित मूल्य, असमान आधार पर मूल सिद्धान्तों से होने वाले तात्त्विक मूल्य के मूल्यांकन, परिवर्तनीय प्रतिफल की सम्भावना तथा अन्तर्निहित नीतिगत पहलुओं पर आधारित होता है, जब कि अलग-अलग बोलीदाता इस मूल्य को प्रभावित कर सकते हैं। क्रय और विक्रय तभी सम्भव होगा जब दो पार्टियां किसी परिसम्पत्ति के मूल्य के बारे में अलग-अलग मत रखते हुए भी अन्ततोगत्वा एक ही मूल्य पर पहुंचने में सहमत हो जाती हैं। इस तथ्य को स्वीकार करने पर इसे बेहतर तरीके से समझा जा सकता है कि सरकार किसी सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रम के लिए केवल वही प्राप्त कर सकती है जो एक क्रेता भुगतान करने का इच्छुक हो क्योंकि अन्ततोगत्वा सहमत खरीद मूल्य, क्रेता को इसका मूल्य परिलक्षित करता है।

1.3 दूसरी महत्वपूर्ण बात यह है कि मूल्य निर्धारण, कम्पनी की सम्भाव्यता के साथ अपनी शक्ति के उत्तोलन द्वारा बोलीदाता द्वारा निकाला गया एक अवास्तविक आंकड़ा है। लक्षित कम्पनी के साथ व्यावसायिक सहयोग के स्तर, विशिष्ट मूल्य प्राप्ति की अवधारणा तथा उत्पादकता के कैपेक्स आदि के बारे में परिवर्तनीय आंकलन पर निर्भर करते हुए यह आंकड़ा अलग-अलग बोलीदाता के लिए अलग-अलग हो सकता है।

1.4 केन्द्रीय सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों में सभी विनिवेश सौदों के लिए अपनाए जाने वाले मूल्य निर्धारण संबंधी दिशा-निर्देश विनिवेश मंत्रालय द्वारा वर्ष 2001 में प्रकाशित "विनिवेश: नीति और प्रक्रिया" नामक मैनुअल के अध्याय-18 में निर्धारित किए गए थे। वित्त संबंधी स्थायी समिति (13वीं लोक सभा) ने दिनांक 23.4.2002 को लोक सभा/राज्य सभा में प्रस्तुत अपनी 30वीं रिपोर्ट में अन्य बातों के साथ-साथ सिफारिश की थी कि सरकार को "विनिवेश हेतु विचाराधीन सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों की परिसंपत्तियों के मूल्यांकन के लिए दिशा-निर्देशों में सुधार और संशोधन करना चाहिए

जिनमें अनिवार्य रूप से भूमि के मूल्य को ध्यान में रखा जाएगा "। इस संबंध में समिति की सिफारिशों का पूरा सार **अनुबंध** के रूप में संलग्न है। यह पुस्तक वित्त संबंधी स्थायी समिति की सिफारिशों के अनुरूप प्रकाशित की जा रही है और इसमें केन्द्रीय सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों में विनिवेश के लिए अपनाई जाने वाली मूल्य निर्धारण पद्धतियों और प्रक्रियाओं से संबंधित स्वतः स्पष्ट अनुदेशों का उल्लेख किया गया है।

अध्याय - 2

विनिवेश आयोग की सिफारिशें

2.1 मूल्य निर्धारण के बारे में उपरोक्त समस्याओं को ध्यान में रखते हुए, इस मुद्दे पर सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रम विशेष के लिए, विनिवेश आयोग ने अपनी पहली रिपोर्ट में विस्तारपूर्वक चर्चा की थी। मूल्य निर्धारण के महत्व को रेखांकित करते हुए आयोग ने महसूस किया कि किसी फर्म की इक्विटी का मूल्य निर्धारण, उन कम्पनियों के विनिवेश के मामले में तब महत्वपूर्ण हो जाता है जब ये कम्पनियां या तो सूचीबद्ध न हों अथवा उन मामलों में जहां पहले विनिवेशित शेयर का निहित मूल्य पूंजी बाजार में पूर्ण रूप से परलक्षित न हो।

2.2 विनिवेश आयोग ने, अपने विवेचन दस्तावेज में इस बात पर जोर देते हुए कि मूल्य निर्धारण, स्वतंत्र, पारदर्शी और पूर्वाग्रह से मुक्त होना चाहिए, मूल्य निर्धारण की निम्न तीन पद्धतियों की विवेचना की थी :-

- (i) डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति का संबंध किसी परिसम्पत्ति के सम्भावित भावी नकदी प्रवाह के वर्तमान मूल्य के किसी परिसम्पत्ति के मूल्य से है।
- (ii) सापेक्ष मूल्य निर्धारण पद्धति का उपयोग लाभार्जन, नकदी प्रवाह, अंकित मूल्य अथवा बिक्री जैसे सामान्य परिवर्तनीय सापेक्ष तुलनात्मक परिसम्पत्तियों के मूल्य निर्धारण को देखते हुए किसी परिसम्पत्ति के मूल्य का आंकलन करने के लिए किया जाता है।
- (iii) निवल परिसम्पत्ति मूल्य पद्धति मूल्य निर्धारण के लिए दूसरा आधार प्रदान करती है।

2.3 मूल्य निर्धारण की पद्धतियों के बारे में, विनिवेश आयोग ने महसूस किया कि मूल्यांकित की जा रही कम्पनी की हालत, उद्योग की प्रकृति, जिसमें वह संचालित है और कम्पनी की निहित शक्तियों पर निर्भर करता है। पूंजी बाजार की पकड़ का भी मूल्य निर्धारण पर प्रभाव पड़ता है। उदाहरणार्थ, ग्रेट ब्रिटेन में लन्दन स्टॉक एक्सचेंज ने, एक्सचेंज में सूचीबद्ध निजीकृत कंपनियों के शेयरों के लिए विश्वसनीय मूल्य खोजने में सक्षम बनाकर बाजार तैयार करने में सहायता की है। यद्यपि मूल्य निर्धारण पद्धतियां, मूल्य निर्धारण की एक श्रेणी को इंगित करेगी। विनिवेश आयोग ने महसूस किया कि स्टॉक को नकदी में बदलने और विनिवेश की सीमा पर निर्भर करते हुए अन्तिम मूल्य पर पहुंचने के लिए कुछ छूट लागू करना आवश्यक हो सकता है।

क) विपणन योग्य छूट की कमी मूल्य निर्धारित किए जा रहे स्टॉक की विपणन योग्यता (अथवा इसकी कमी की) के अंश की गणना करती है। यह विशेषकर उन मामलों में लागू होती हैं जिनका पहले विनिवेश

किया गया था और जिन्हें फिर से विनिवेश के लिए संदर्भित किया गया है। इस आधार पर छूट इस तथ्य से निकलती है कि निवेशक सम्भवतः किसी कम नकदी स्टॉक की तुलना में, नकदी स्टॉक के लिए अधिक भुगतान करेगा। तथापि, आपूर्ति की अधिकता की चिन्ता नकदी स्टॉक के मूल्य निर्धारण पर भी प्रतिकूल प्रभाव डाल सकती है।

ख) विनिवेश आयोग ने यह महसूस किया कि महत्वपूर्ण गैर-सामरिक और गैर-महत्वपूर्ण सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों में विनिवेश की सीमा, मूल्य निर्धारण प्रक्रिया पर प्रभाव डालेगी। किसी नियंत्रण ब्लॉक की हस्तांतरण छूट, जिसे लागू करना होता हो, को कम करने में सहायक हो सकती है। क्योंकि सम्भावित निवेशक, बड़ी हुई प्रबंधन भागीदारी, बोर्ड नियंत्रण तथा अधिकांश शेयरधारक अधिकारों के लिए कुछ 'नियंत्रण प्रीमियम' का भुगतान करने का इच्छुक होगा।

ग) यदि सार्वजनिक क्षेत्र के किसी उपक्रम का सम्पूर्ण व्यवसाय एक समान लाभप्रद नहीं है तो विनिवेश से पूर्व इस व्यवसाय की पुनर्संरचना करना आवश्यक हो सकता है। तथापि, यदि यह सम्भव न हो, अल्पांश छूट लागू की जा सकती है।

2.4 विनिवेश आयोग ने मूल्य निर्धारण के बारे में कुछ गलत धारणाओं को दुरुस्त करने के भी प्रयास किए थे। एक आम धारणा यह है कि चूंकि मूल्य निर्धारण के प्रतिमान मात्रात्मक हैं, मूल्य निर्धारण वस्तुपरक होता है। आयोग ने महसूस किया कि यद्यपि यह सत्य है कि मूल्य निर्धारण में मात्रात्मक प्रतिमानों का उपयोग होता है, फिर भी प्रतिमान के लिए आदान के रूप में की गई अवधारणाएं, विनयपरक निर्णयों के लिए काफी गुंजाइश छोड़ देती हैं। इसके साथ-साथ मूल्य का ठीक-ठीक आंकलन करने के लिए ऐसी कोई प्रणाली नहीं हो सकती है। यहां तक कि किसी कम्पनी के अत्यन्त सावधानीपूर्वक और विस्तृत मूल्यांकन की समाप्ति पर भी, अन्तिम संख्याओं के बारे में अनिश्चतता बनी रह सकती है क्योंकि उनको, कम्पनी के क्रियाकलापों के भविष्य के बारे में अवधारणाओं द्वारा मूर्तरूप दिया जाता है।

2.5 दूसरी गलत धारणा, जो आयोग को दुरुस्त करनी थी, वह मूल्यांकन और बाजार मूल्य के बीच आरोपित संबंध था। अधिकांश मूल्य निर्धारणों का मानक बाजार मूल्य रहता है (या तो इसका अपना मूल्य, यदि यह सूचीबद्ध है, अथवा किसी तुलनीय कम्पनी के साथ) जब मूल्यांकन विश्लेषणों से निकाला गया मूल्य, बाजार मूल्य से काफी अलग होता है, दो सम्भावनाएं यह रहती हैं कि उनमें से कोई एक मूल्यांकन गलत हो सकता है। आयोग ने महसूस किया कि सूचीबद्ध करने से पूर्व किया गया मूल्य निर्धारण, प्रत्याशित कारकों की गणना करता है जबकि बाजार मूल्य चरितार्थ घटनाओं को प्रतिबिम्बित करता है जो अप्रत्याशित कारकों से प्रभावित होते हैं। तथापि, कोई विशेष-मूल्य निर्धारण अपने आप में कुछ समय के बाद वैध नहीं रह सकता है। यह कम्पनी की प्रतिस्पर्धात्मक स्थिति, बाजार की प्रकृति जिसमें वह काम करती है और सरकारी नीतियों का कार्य है। अतः मूल्य निर्धारण को अद्यतन करना अथवा उनमें संशोधन करना उपयुक्त हो सकता है।

2.6 उन मामलों में, जहां नीतिगत बिक्री प्रबंधन नियंत्रण के हस्तांतरण के साथ की जाती है, आयोग ने महसूस किया कि परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण भी किया जाना चाहिए। इस बारे में आयोग के विचार इस प्रकार है :

“अनुकूल बिक्री का अभिप्राय सरकारी धारिता के पर्याप्त अंश की किसी ऐसी एकल पार्टी को बिक्री करना है जो न केवल 50 प्रतिशत तक पर्याप्त इक्विटी धारिता को अधिगृहीत करेगी अपितु सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रम को व्यवहार्य और सार्वभौमिक बाजार में प्रतिस्पर्द्धा बनाने के लिए आवश्यक प्रौद्योगिकी भी लाएगी। इस बात पर

गौर किया जाना चाहिए के शेयर का मूल्य निर्धारण, विनिवेश की सीमा और कम्पनी के प्रबंधन में शेयर धारक के हित की प्रकृति पर निर्भर करेगा। जहां सरकार 51 प्रतिशत अथवा इससे अधिक शेयरधारिता बनाए रखती है, मूल्य निर्धारण का संबंध मुख्य रूप से कंपनियों के शेयरों से होता है न कि कम्पनी की परिसम्पत्तियों से। दूसरी ओर जहां शेयरों की बिक्री अनुकूल बिक्री के माध्यम से की जाती है और अनुकूल साझीदार को प्रबंधन का हस्तांतरण किया जाता है वहां उद्यम का मूल्य निर्धारण एकदम अलग तरह से होगा क्योंकि अनुकूल साझीदार के पास प्रबंधन का नियंत्रण रहेगा। ऐसे मामलों में अनुकूल बिक्री के लिए आरक्षित मूल्य तय करने के उद्देश्य से, भूमि और अन्य वास्तविक परिसम्पत्तियों की गणना मौजूदा बाजार मूल्यों पर भी की जानी चाहिए।

अनुकूल बिक्री के माध्यम से सर्वोत्तम मूल्य प्राप्त करने के लिए, पारदर्शिता और प्रतिस्पर्द्धात्मक प्रक्रिया का होना और व्यवहार्य पार्टियों में पर्याप्त प्रतिस्पर्द्धा को प्रोत्साहन देना आवश्यक होगा।”

अध्याय - 3

अपनाई जा रही मूल्य निर्धारण पद्धतियाँ

3.1 मूल्य निर्धारण करने के लिए, किसी कम्पनी की गतिविधियों के अनेक पहलुओं की जांच करने की आवश्यकता होती है। जैसे इसके ऐतिहासिक कार्य नि-पादन का विश्ले-ण करना, उद्योग में इसकी प्रतिस्पर्द्धात्मक हैसियत का विश्ले-ण करना, व्यवसाय की अन्तर्निहित शक्तियों/कमजोरियों तथा पर्यावरण द्वारा पैदा किए गए अवसरों/जोखिमों का विश्ले-ण करना, संचालनात्मक कार्य नि-पादन को पूर्वानुमान लगाना, पूंजी की लागत का अनुमान लगाना, इसके बने रहने के मूल्य का अनुमान लगाना, परिणामों का परिकलन करना तथा उनका निर्वचन करना, विद्यमान नियामक रूप रेखा के प्रभाव, सार्वभौमिक उद्योग की सम्भावना, प्रौद्योगिकी तथा अनेक अन्य पर्यावरणीय कारकों के प्रभाव का विश्ले-ण करना।

3.2 विनिवेश आयोग की सिफारिशों पर आधारित और सर्वोत्तम बाजार प्रवृत्तियों को ध्यान में रखते हुए सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों के मूल्य निर्धारण के लिए निम्न चार पद्धतियों का उपयोग किया जा रहा है :-

- क) डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति।
- ख) तुलन-पत्र पद्धति।
- ग) सौदा बहुविध पद्धति।
- घ) परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति।

3.3 जबकि पहली तीन, चालू कम्पनी के मूल्य निर्धारण के लिए आमतौर पर उपयोग में लाई जाने वाली व्यावसायिक मूल्यांकन पद्धतियाँ हैं, अन्तिम पद्धति, किसी कम्पनी के परिसमापन के मामले में केवल परिसम्पत्तियों के मूल्य निर्धारण के लिए प्रासंगिक होगी। इसके अतिरिक्त सूचीबद्ध कम्पनियों के मामले में पिछले छः महीनों के दौरान शेयरों के बाजार मूल्य का भी एक सूचक के रूप में उपयोग किया जाता है। तथापि, अधिकतर सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों का स्टॉक कम बिकवाली से ग्रस्त रहता है तथा कीमत निर्धारित करना सर्वदा सफल नहीं हो सकता है। इसके अलावा, विनिवेश की धो-णा के बाद व्यापारिक गतिविधि में वृद्धि हो सकती है, जो बोली मूल्य के उच्च बाजार सम्भावना के कारण और यहां तक कि बदनीयती के इरादे पर आधारित हो सकती है। इसके परिणामस्वरूप खरीद-फरोख्त का मूल्य बेरोक-टोक स्तर तक जा सकता है, जो वांछनीय नहीं है।

बट्टागत नकदी प्रवाह पद्धति (डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति)

3.4 बट्टागत नकदी प्रवाह (डीसीएफ) कार्य पद्धति में कारोबार का वर्तमान मूल्य इसके भावी नकदी अर्जन क्षमता के कार्य के रूप में दिखाया जाता है। इस पद्धति में इस आधार पर कार्य किया जाता है कि कारोबार का मूल्य ऐसे भावी नकदी प्रवाह के रूप में मापा जाता है जिसे वर्तमान में उपयुक्त बट्टा दर पर बट्टे में डाला जाता है।

3.5 इस पद्धति का उपयोग, एक चल रही कम्पनी की अवधारणा पर किसी व्यवसाय का वर्तमान मूल्य तय करने के लिए किया जाता है। यह इस बात को मान्यता देती है कि धन का किसी उपयुक्त छूट कारक पर भावी नकदी प्रवाहों की छूट के द्वारा सामयिक मूल्य होता है। डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति भावी नकदी प्रवाहों के प्रक्षेपण तथा किसी उपयुक्त छूट कारक के चयन पर निर्भर करती है।

3.6 जब डिस्काउण्टेड कैश फ्लो के आधार पर किसी व्यवसाय का मूल्यांकन किया जाता है तो इसका उद्देश्य भावी समयावधि (माना 5 वर्ष) के दौरान जिस अवधि को **सुनिश्चित पूर्वानुमान अवधि** कहा जाता है, कारोबार से पैदा होने वाले मुक्त नकदी प्रवाह (एफसीएफ) का मौजूदा निवल मूल्य तय करना होता है। मुक्त नकदी प्रवाह में, ऋण सेवा से पूर्व परियोजना से जुड़े सभी अन्तर्प्रवाह और बाह्य प्रवाह को शामिल करना परिभाषित है जैसे कि कर, कार्यशील पूंजी में निवेशित धनराशि तथा पूंजीगत व्यय। डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति के अन्तर्गत मूल्य को, जैसा कि ऊपर बताया गया है, सुनिश्चित नकदी प्रवाह कंपनी तथा चालू नकदी प्रवाह दोनों पर रखा जाना चाहिए और जो एक कम्पनी **सुनिश्चित पूर्वानुमान अवधि** के बाद जुटा लेगी। बाद वाले मूल्य, जिसे **अन्तिम मूल्य** भी कहा जाता है, का भी अनुमान लगाया जाना है।

3.7 नकदी प्रवाह को और प्रक्षेपित किया जा सकता है, मूल्य निर्धारण जितना कम संवेदी होगा माने गए अन्तिम मूल्य में उतनी ही कम गलतियां होंगी। अतः प्रक्षेपण में जितनी लम्बी अवधि को शामिल किया जाएगा, प्रक्षेपणों के उतने ही कम विश्वसनीय होने की सम्भावना रहती है। इस कारण कारोबार का मूल्य निकालने के लिए इस पद्धति का उपयोग वहां किया जाता है जहां भावी नकदी प्रवाह का प्रक्षेपण विश्वसनीयता की तार्किक गुणवत्ता के साथ किया जा सकता है। उदाहरण के लिए दूरसंचार अथवा यहां तक कि मोटर वाहन जैसे तेजी से बदलते हुए बाजार में, सुनिश्चित अवधि विशेष रूप से कम से कम 5 वर्ष से अधिक नहीं हो सकती है। इसके पर्यन्त कोई भी प्रक्षेपण अधिकांश रूप से अटकलबाजी ही होगी।

3.8 सुनिश्चित पूर्वानुमान अवधि मुक्त नकदी प्रवाह के मौजूदा मूल्य का आंकलन करने के लिए प्रयुक्त छूट दर, मूल्य को कायम रखने के लिए भी, पूंजी की भारित औसत लागत पर ली जाती है। बट्टागत नकदी प्रवाह पद्धति का एक लाभ यह भी है कि यह ऐसे विभिन्न घटकों की अनुमति देती है जो अलग से समझने के लिए छूट कारक की रचना करती है और इस प्रकार धारणाओं में परिवर्तनों के प्रभाव को और अधिक सरलता से संख्यात्मक रूप दिया जा सकता है। पूंजी की भारित औसत लागत के प्रमुख घटक इक्विटी की लागत (जो कम्पनी की जोखिम, रूप रेखा और सम्बद्ध नकदी प्रवाह को देखते हुए, किसी इक्विटी निवेशक के लिए प्रतिफल की अपेक्षित दर है), ऋण को करोपरान्त लागत और कम्पनी की लक्षित पूंजी संरचना (इक्विटी अनुपात के लिए ऋण क्रिया) हैं। बदले में, इक्विटी की लागत, जोखिम मुक्त दर, बिटा (इक्विटी बाजार के लिए अपेक्षाकृत कम्पनी की जोखिम रूप रेखा

का एक अनुमान) तथा वि-यगत इक्विटी बाजार को सौंपे गए इक्विटी जोखिम प्रीमियम की क्रिया के रूप में पूंजी परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण प्रतिमान दर निकाली जाती है ।

3.9 उदाहरण के लिए निम्नलिखित लाभ व हानि खाता कारोबार प्रक्षेपणों के पहले वर्न के लिए X कम्पनी का मूल्यहास, ब्याज तथा कर पूर्व लाभ की गणना दिखाता है ।

चित्र 1 : X कम्पनी का लाभ और हानि खाता

	मिलियन रुपए
राजस्व	
बिक्री की प्राप्तियाँ	500
व्यय	300
सामग्री की खपत	50
अन्य ऊपरी व्यय	350
कुल व्यय	
मूल्यहास, ब्याज कर पूर्व लाभ	150

3.10 किसी वर्न के लिए मुक्त नकदी प्रवाह, सुनिश्चित अवधि के लिए मूल्यहास ब्याज और कर से पूर्व संबंधित वर्न के लाभ में से, ऋण सेवा, कार्यशील पूंजी में निवेशित वृद्धि संबंधी धनराशि तथा पूंजीगत व्यय सहित कुल वार्षिक कर बाह्य प्रवाह को घटाकर निकाला जाता है ।

3.11 इस प्रकार X कम्पनी के लिए मुक्त नकदी प्रवाह का प्राक्कलन इस प्रकार दिखाई देगा :-

चित्र 2 : X कम्पनी के लिए मुक्त नकदी प्रवाह का परिकलन

	पहले वर्न	दूसरे वर्न	तीसरे वर्न	चौथे वर्न	पांचवें वर्न
X कम्पनी का मूल्यहास					
ब्याज तथा कर पूर्व लाभ *	150	200	300	400	500
घटा : आय कर (कल्पित)	-20	-40	-60	-80	-100
घटा : पूंजीगत व्यय (कल्पित)	-50	-50	-50	-50	-50
घटा : वृद्धि संबंधी कार्यशील पूंजी (कल्पित)	-25	-50	-75	-100	-125
मुक्त नकदी प्रवाह	55	60	115	170	225

* ध्यान देने की बात यह है कि मूल्यहास, ब्याज तथा कर पूर्व लाभ में वृद्धि का परिकलन किया गया है ।

पूँजी की भारित औसत लागत (डब्ल्यू ए सी सी)

3.12 तब मुक्त नकदी प्रवाह को रियायती दर पर छूट दी जाती है, जो पूंजी की भारित औसत लागत को दर्शाता है। पूंजी की भारित औसत लागत का परिकलन इस प्रकार किया जाता है :-

चित्र 3 : पूंजी की भारित औसत लागत के मापदण्ड

इक्विटी की लागत जोखिम मुक्त दर	संकल्पना मौजूदा कृत व्यापार मूल्य पर आधारित भारत सरकार की प्रतिभूतियों पर प्राप्ति (अधिमानत: ये पूर्वानुमान अवधि के पर्यन्त दीर्घकालिक अर्थात् न्यूनतम 10 वर्ष के लिए होने चाहिए)।
बिटा	विश्लेषण के प्रयोजन के लिए, सूचीबद्ध तुल्य उद्योग की औसत अउत्तोलक बिटा की गणना की जाती है जिसका फिर कम्पनी के अपने लक्षित ऋण इक्विटी अनुपात के लिए उत्तोलन किया जाता है । किसी अभिदत्त धन के अनन्तिम प्रमाण-पत्र के उत्तोलित (इक्विटी) बिटा इक्विटी के औसत के रूप में अंक गणितीय रूप से परिकलित बाजार के लिए जो तत्पश्चात कतिपय समायोजन के साथ बाजार प्रतिफल भाग बाजार प्रतिफल के उतार-चढ़ाव द्वारा (एक लम्बे कालगत सांख्यिकी चक्र के दौरान) सापेक्ष जोखिम का एक उपाय है ।
इक्विटी जोखिम प्रीमियम =	बिटा * (बाजार जोखिम प्रीमियम) बाजार जोखिम प्रीमियम, औसत बाजार प्रतिफल और जोखिम मुक्त दर के अन्तर के बराबर होता है ।
इक्विटी की लागत	= जोखिम मुक्त दर + (इक्विटी जोखिम प्रीमियम * बिटा)।
ऋण की लागत अनुमानित निगमित कर दर कम्पनी की ऋण की कर पूर्व लागत कम्पनी की ऋण की करोपरान्त लागत लक्षित ऋण इक्विटी अनुपात	भारत में चालू निगमित कर दर प्रबंधन द्वारा प्रदान किए गए ऋण की लागत ऋण की कर पूर्व लागत * (1-कर दर) @ कम्पनी का औसत ऋण इक्विटी अनुपात
पूंजी की भारित औसत लागत	(ऋण/कुल पूंजी)*(करोपरान्त ऋण की लागत)+(इक्विटी/कुल पूंजी)*(इक्विटी की लागत) ।

@ यह पहले से उल्लिखित कर संरचना है ।

बिटा अधिक होने का अर्थ है, स्टॉक अधिक जोखिम वाला है, बिटा = 1 का अर्थ है कम्पनी के स्टॉक का संवेदी सूचकांक (औसत बाजार प्रतिफल) से पक्का तालमेल है। एक से अधिक होने का अर्थ है स्टॉक संवेदी सूचकांक

से अधिक अस्थिर है (और अतः अधिक जोखिम वाला है) और एक से कम का अर्थ है स्टॉक थोड़ा अस्थिर है (और अतः कम जोखिम वाला है)।

3.13 उदाहरण के लिए सामान्य तौर पर x कम्पनी की पूंजी की भारित औसत लागत की गणना इस प्रकार की जा सकती है :-

चित्र 4 : x कम्पनी की पूंजी की भारित औसत लागत की गणना

इक्विटी की लागत		संकल्पना
जोखिम मुक्त दर	9.00 प्रतिशत	भारत सरकार के 10 वर्षीय राजको-नीय ऋण पत्र पर लाभ ।
बिटा	1.50	तुल्य उद्योग के अउत्तोलक बिटा x कम्पनी को उत्तोलक x ऋण इक्विटी अनुपात (अधिक जोखिम वाला स्टॉक) ।
इक्विटी जोखिम प्रीमियम पत्र	9.00 प्रतिशत	कुल स्टॉक प्रतिफल घटा कुल राजको-नीय ऋण प्रतिफल। बाजार जोखिम प्रीमियम औसत बाजार प्रतिफल तथा जोखिम मुक्त दर के अन्तर के बराबर होता है। औसत बाजार प्रतिफल 18 प्रतिशत माना गया है और बिटा 1.5 प्रतिशत माना गया है ।
इक्विटी की लागत	22.50 प्रतिशत	जोखिम मुक्त दर + (इक्विटी जोखिम प्रीमियम* बिटा) ।
ऋण की लागत		
अनुमानित निगमित कर दर	35.70 प्रतिशत	भारत में मौजूदा निगमित कर दर
कम्पनी के ऋण की कर पूर्व लागत	16.50 प्रतिशत	प्रबंधन द्वारा प्रदान की गई ऋण की लागत
कम्पनी के ऋण की करोपरान्त लागत	10.61 प्रतिशत	ऋण की कर पूर्व लागत * (1-कर की दर)।
लक्षित ऋण इक्विटी अनुपात	1.00	पिछले पांच वर्षों के लिए x कम्पनी का औसत ऋण इक्विटी अनुपात ।
पूंजी की भारित औसत लागत	16.55 प्रतिशत	(ऋण/कुल पूंजी)*(ऋण की करोपरान्त लागत)+(इक्विटी/कुल पूंजी)*(इक्विटी की लागत)

3.14 पूंजी की भारित औसत लागत पर आधारित, उपरोक्तानुसार निकाले गए, प्रत्येक वर्ष के मुक्त नकदी प्रवाह पर वर्तमान अवधि में छूट दी जाती है। इस घटक को छूट देने वाले घटक के रूप में जाना जाता है ।

$$\text{छूट घटक} = \frac{\text{पिछले वर्ष का छूट घटक}}{(1 + \text{पूंजी की भारित औसत लागत})}$$

पहले वर्ष में, छूट का घटक 1 के बराबर है। इस प्रकार पहले वर्ष के लिए x कम्पनी का छूट का घटक इस प्रकार होगा :-

$$\text{पहले वर्न के लिए छूट का घटक} = 1/(1+ 0.1655) = 0.858$$

$$\text{दूसरे वर्न के लिए छूट का घटक} = 1/(1+ 0.1655) = 0.736 \text{ और इसी प्रकार तीसरे वर्न आदि के लिए ।}$$

3.15 इस प्रकार, x कम्पनी के लिए छूट नकदी प्रवाह की गणना इस प्रकार है :-

चित्र 5 : x कम्पनी के लिए छूट नकदी प्रवाह की गणना

	मिलियन रुपए में				
	पहले वर्न	दूसरे वर्न	तीसरे वर्न	चौथे वर्न	पांचवे वर्न
मुक्त नकदी प्रवाह	55	60	115	170	225
पूंजी की भारत औसत लागत पर आधारित छूट का घटक	0.858	0.736	0.632	0.542	0.465
बट्टागत नकदी प्रवाह	47	44	73	92	105

सुनिश्चित अवधि के बट्टागत नकदी प्रवाह के प्रस्तुतीकरण के माध्यम से निकाला गया मूल्य **आरम्भिक मूल्य** के रूप में जाना जाता है। उपरोक्तानुसार निकाला गया x कम्पनी के कारोबार का आरम्भिक मूल्य 361 मिलियन रुपए है ।

टर्मिनल मूल्य

3.16 यह मूल्य कम्पनी के कारोबार की औसत अवस्था को प्रतिबिम्बित करता है जिसके लम्बे अनिश्चित काल अर्थात सुनिश्चित अवधि से पर्यन्त विद्यमान रहने की सम्भावना रहती है। बट्टागत नकदी प्रवाह पद्धति संकल्पना करती है कि अन्तिम तारीख तक कारोबार को एक स्थिरता प्राप्त हो चुकी होगी और यह एक नियत दर पर वृद्धि कर रही होगी। सुनिश्चित अवधि के अन्त में टर्मिनल मूल्य की गणना इस प्रकार की जाती है ।

$$\text{टर्मिनल मूल्य} = \frac{\text{टर्मिनल नकदी प्रवाह (सुनिश्चित अवधि के अन्तिम वर्न के लिए)} * (1+जी)}{\text{छूट घटक} - जी}$$

जहां, छूट घटक = पूंजी की भारित औसत लागत, और ;

जी = 5 प्रतिशत की संकल्पित अनिश्चितता में नकदी प्रवाह की औसत दीर्घकालिक वृद्धि दर का अनुमान

इसलिए x कम्पनी के लिए टर्मिनल मूल्य की गणना इस प्रकार है :-

$$\text{टर्मिनल मूल्य} = 105 * (1+0.05) / (0.1655-0.05) = 951 \text{ मिलियन रुपए}$$

3.17 मौजूदा कुल निवल मूल्य में नकदी प्रवाह जारी रखने के अंशदान की व्यवस्था के लिए मूल्य निर्धारण की तारीख को इसमें और छूट दी जाती है। इस निवल मौजूदा मूल्य को आमतौर पर '**उद्यम मूल्य**' के रूप में जाना जाता है, जो ऋण के साथ-साथ इक्विटी के मूल्य का योग होता है। इक्विटी मूल्य निकालने के लिए मूल्य निर्धारण की तारीख को बकाया निवल ऋण को उद्यम मूल्य से घटा दिया जाता है ।

चित्र 6 : बट्टागत नकदी प्रवाह पद्धति पर आधारित x कम्पनी का मूल्य निर्धारण
मिलियन रुपए में

आरम्भिक मूल्य	361
टर्मिनल मूल्य	951
	1,311
उद्यम मूल्य	
अन्य:कारखाना क्षेत्र से बाहर अतिरिक्त भूमि का मूल्य @	200
घटा : ऋण (माना गया)	-600
x कम्पनी का इक्विटी मूल्य	911

@ उदाहरण के लिए यह दर्शाया जा रहा है कि बट्टागत नकदी प्रवाह प्रमुख कारोबार से केवल नकदी प्रवाह को ही लेता है। उतः उद्यम का मूल्य निकालने के लिए गैर-प्रमुख परिसम्पत्ति मूल्य को जोड़ा जाना चाहिए।

3.18 बट्टागत नकदी प्रवाह कार्य पद्धति निम्नलिखित मामलों में अत्यधिक उपयुक्त पद्धति है :-

यदि कारोबार चालू कम्पनी आधार पर अन्तरित/अर्जित किया जाता है।
यदि व्यवसाय में ब्राण्ड, साख, विपणन और वितरण नेटवर्क आदि जैसी मूलभूत मूर्त परिसम्पत्तियां हैं।
यदि कारोबार की अप्रकटित मूलभूत परिसम्पत्तियों का मूल्य निर्धारण नहीं किया जाता है।

3.19 डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति को विश्व भर में मूल्य निर्धारण की सर्वश्रेष्ठ पद्धति माना गया है क्योंकि यह मूल्य निर्धारण के लिए सभी प्रासंगिक कारकों का आंकलन करती है। यह किसी फर्म के शेयर धारकों को उपलब्ध सभी मुक्त नकदी प्रवाह भविष्य के लिए लगाए गए अनुमान के अनुसार आवश्यक बाह्य प्रवाह को ध्यान में रखती है। इसके अलावा, निवल मौजूदा मूल्य में ऋण की लागत, इक्विटी की लागत तथा लक्षित पूंजी ढांचे की भी गणना की जाती है। यह उस जोखिम कारक की भी परिगणना करती है जो उद्यम के सामने रहता है। छूट की दर (अर्थात् नियोजित पूंजी पर औसत सम्भावित प्रतिफल) व्यवसाय की समग्र जोखिम अवधारणा पर आधारित होती है। यह कम्पनी की गैर-महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियों के मूल्य का भी आंकलन करती है। किसी भी व्यवसाय में दो प्रकार की परिसम्पत्तियां होती हैं - महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियां, जो व्यवसाय का भाग होती हैं और गैर-महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियां, जो प्रत्यक्ष रूप से महत्वपूर्ण संचालनों के भाग के रूप में प्रयोग में नहीं लाई जाती और अतः इन्हें अतिरिक्त परिसम्पत्तियां माना जा सकता है। महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियों का परिसम्पत्ति मूल्य कम्पनी के नकदी प्रवाह में परिलक्षित होता है और इसलिए इनको अलग से जोड़ा नहीं जाना चाहिए। तथापि, गैर-महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियों को नकदी प्रवाह में परिलक्षित नहीं किया जाता। अतः गैर-महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियों का परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण अलग से किया जाना चाहिए और इसे डिस्काउण्टेड कैश फ्लो मूल्य निर्धारण में जोड़ा जाना चाहिए।

3.20 बुनियादी तौर पर कम्पनी की भावी व्यावसायिक योजना तथा इससे जुड़े नकदी प्रवाह से संचालित होने के नाते एक विवेकपूर्ण डिस्काउण्टेड कैश फ्लो मूल्य निर्धारण को संयंत्र और मशीनरी के नवीनीकरण और आधुनिकीकरण के लिए पूंजी लागतों को भी अधिकार में लेने में सक्षम होना चाहिए। संयंत्र और मशीनरी जैसी परिसम्पत्तियों की उम्र और हालत और उनमें फेर-बदल करने का मूल्य जब कभी आवश्यक हो उनके परिवर्तन पर

होने वाले व्यय का अनुमान लगाने में प्रासंगिक होगा। यह व्यय नकदी प्रवाह और डिस्काउण्टेड कैश फ्लो मूल्य को कम कर देगा। संयंत्र तथा मशीनरी का मूल्य-निर्धारण एक प्रासंगिक मद होगी जो डी सी एफ मूल्य-निर्धारण को प्रभावित करेगी। उदाहरण के लिए टैक्सियों का बेड़ा संचालित करने वाली कम्पनी को अधिग्रहण करने वाला कोई व्यक्ति कम्पनी के मूल्य निर्धारण के लिए वाहनों की हालत की जांच करेगा। यदि वाहनों में पहियों के ढक्कन आदि जैसी कम लागत की मदों को बदलने की आवश्यकता होगी तो डिस्काउण्टेड कैश फ्लो का प्रवाह उस स्थिति से कम होगा जिसमें वाहनों के उच्च समानुपात में गेयर बक्सों को बदलने की आवश्यकता होगी। वह व्यक्ति डिस्काउण्टेड कैश फ्लो की गणना, टैक्सियों की मांग, औसत माईलेज, रख-रखाव की लागत आदि के संबंध में भी करेगा। संयंत्र और मशीनरी का मूल्य निर्धारण डिस्काउण्टेड कैश फ्लो में कोई साधारण जोड़ नहीं है लेकिन डिस्काउण्टेड कैश फ्लो की गणना करते समय इस कारक को ध्यान में रखा जाना होता है। ऐसी परिगणना में यदि बदलने की लागत बहुत अधिक है तो संयंत्र और मशीनरी डिस्काउण्टेड कैश फ्लो में एक निवल नकारात्मक कारक हो सकता है। जहां अतिरिक्त भूमि बेची जाएगी, यह एक सकारात्मक कारक होगा। यदि भूमि की बिक्री संयंत्र को बदलने की लागत को शामिल कर सकती है तो डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पर निवल प्रभाव बेअसर होगा।

3.21 किसी चालू कम्पनी के लिए ब्राण्ड इक्विटी बाजार भागीदारी, प्रतिस्पर्द्धा आदि जैसी विभिन्न अमूर्त बातें कम्पनी के मूल्य निर्धारण पर महत्वपूर्ण प्रभाव डालती हैं। इन कारकों के लिए कोई धन नहीं लगा सकता। इनका अपना कोई वित्तीय मूल्य नहीं होता जिनका धन के सन्दर्भ में माप-तोल किया जा सके। अतः किसी अन्य पद्धति में उनके मूल्य निर्धारण का कोई और रास्ता नहीं है। केवल डिस्काउण्टेड कैश फ्लो ही एकमात्र ऐसी प्रणाली है जो उनको अनुमानित नकदी प्रवाह में तात्त्विक रूप से शामिल करते हुए इन कारकों की परिगणना करती है। डिस्काउण्टेड कैश फ्लो की गणना में, बाजार भागीदारी, आयात से प्रतिस्पर्द्धा आदि विभिन्न धारणाओं को लिया जाएगा, जिन्हें वित्तीय सन्दर्भ में स्प-ट किया जाता है। विभिन्न अवधारणाओं के लिए अति संवेदनशीलता विश्लेषण भी किए जा सकते हैं। वित्तीय सलाहकार और विक्रेता को, नकदी प्रवाह और ई-टतम डिस्काउण्टेड कैश फ्लो मूल्य निकालते समय भी लागू की जाने वाली छूट दर पर कम्पनी के अधिकार में अमूर्त परिसम्पत्तियों के अति सम्भावित वित्तीय प्रभाव पर निर्णय का प्रयोग करना चाहिए, क्योंकि सशक्त अमूर्त परिसम्पत्तियां, कम्पनी की समग्र जोखिम अवधारणा को कम करने में सहायक होंगी।

3.22 किसी अनुकूल बिक्री में बोलीदाता, न केवल डिस्काउण्टेड कैश फ्लो मूल्य निर्धारण का अपितु प्रबंधन नियंत्रण के लिए प्रीमियम को भी ध्यान में रखता है। प्रबंधन नियंत्रण के लिए प्रीमियम प्रत्येक बोलीदाता के लिए एक वस्तुपरक मद होगी और यह प्रतिस्पर्द्धी बोलियों में परिलक्षित होगी। अतः आरक्षित मूल्य की गणना करते समय बिक्रेता को इस प्रीमियम को मूल्य निर्धारण राशि में अलग से शामिल नहीं करना चाहिए। चूंकि नियंत्रण प्रीमियम की प्रमात्रा का पता लगाने के लिए कोई वैज्ञानिक पद्धति नहीं है, अतः आरक्षित मूल्य पर पहुंचते समय नियंत्रण प्रीमियम को जोड़ना मनमाना निर्णय हो सकता है। ब्रैडफोर्ड कॉर्नेल द्वारा लिखित “निगमित मूल्य निर्धारण : प्रभावी मूल्यांकन तथा निर्णय लेने के उपकरण” नामक पुस्तक में यह कहा गया है कि “यह जाने बिना कि प्रीमियम क्यों दिया जाता है, यह तय करना असम्भव होता है कि क्या मूल्य निर्धारक के लक्ष्य के लिए प्रीमियम (अथवा सम्बद्ध छूट) लागू करना तर्कसंगत है। इस संबंध में, अनुसंधान तथा सामान्य ज्ञान इस प्रस्ताव का समर्थन करते हैं कि कोई भी खरीददार किसी कम्पनी के नियंत्रण हित के लिए बाजार मूल्य से अधिक भुगतान उस परिस्थिति में करने का इच्छुक रहता है जब खरीददार को यह विश्वास होता है कि कम्पनी का भावी नकदी प्रवाह और उससे कम्पनी का मूल्य एक बार उसके नियंत्रण में आ जाने पर बढ़ाया जा सकता है।” इसमें आगे कहा गया है..... “यदि मूल्य निर्धारक यह न जान सके कि मूल्य निर्धारक के लक्ष्य का क्रेता नकदी प्रवाह में वृद्धि करने के लिए कौन से परिवर्तन करेगा तब यह मानने का कोई कारण नहीं है कि नियंत्रण प्रीमियम विद्यमान है।”

3.23 भारत के नियंत्रक एवं महालेखा परीक्षक द्वारा नई दिल्ली में आयोजित 11/12 अक्टूबर, 2001 को सार्वजनिक क्षेत्र में विनिवेश पर संगो-ठी की कार्यवाहियों के व्यापक नि-क-र्णों में इस बात का स्प-ट संकेत दिया गया था कि “आरक्षित मूल्य में नियंत्रण प्रीमियम को शामिल नहीं किया जाना चाहिए।” इस संगो-ठी में निम्नलिखित नि-क-र्ण निकाले गए थे :-

मूल्य निर्धारण और आरक्षित मूल्य तय करने से संबंधित मसलों पर व्यापक विचार-विमर्श किया गया था। बिक्रेता और क्रेता के लिए मूल्य निर्धारण एक आवश्यक प्रक्रिया रही है परन्तु एक ठोस अथवा निश्चित मूल्य प्राप्त करना असम्भव था। दो स्वतंत्र मूल्य निर्धारकों ने अक्सर व्यापक तौर पर अलग-अलग मूल्य निकाले हैं। मूल्य निर्धारण विज्ञान की अपेक्षा एक कला है। आरक्षित मूल्य के बारे में आमतौर पर यह महसूस किया गया था कि आरक्षित मूल्य तय किया जाना चाहिए। क्योंकि यह आवश्यक है कि कोई भी बिक्रेता बेची जाने वाली कम्पनी के लिए एक मानक मूल्य तय करता है। किसी भी दशा में यह मूल्य परिसमापन मूल्य से अधिक होना चाहिए ।

यह व्यापक रूप से स्वीकार किया गया था कि सर्वोत्तम सम्भव मूल्य प्राप्त करने की सबसे प्रभावशाली पद्धति कृत्रिम रूप से स्फीत स्तरों पर आरक्षित मूल्य दर तय करने के बजाए प्रतियोगियों की एक बड़ी संख्या में बोलियां आमंत्रित करने की होगी ।

इस बात को भी माना गया था कि मूल्य निर्धारण काफी वस्तुपरक होगा और यह भी सम्भव पाया गया कि अलग-अलग मूल्य निर्धारण व्यापक रूप से अलग-अलग आंकड़े निकाल सकते हैं ।

तुलन-पत्र पद्धति

3.24 तुलन-पत्र अथवा निवल परिसम्पत्ति मूल्य (एनएवी) पद्धति में किसी कारोबार का मूल्य उसकी परिसम्पत्तियों के मूल्य के आधार पर लगाया जाता है। इसकी प्रासंगिकता वहीं होती है जहां कारोबार का मूल्य स्प-ट रूप से उसकी परिसम्पत्तियों का द्योतक हो। निवल परिसम्पत्ति मूल्य पद्धति का उपयोग आमतौर पर वह न्यूनतम कीमत निर्धारित करने के लिए किया जाता है जिसको बिक्रेता स्वीकार करने का इच्छुक होगा और जिससे उस कारोबार का न्यूनतम स्तर नियत हो जाता है। यह पद्धति निम्नलिखित स्थितियों में प्रासंगिक है :-

यदि अमूर्त वस्तुओं (परिसम्पत्ति) का मूल्य महत्वपूर्ण न हो ।

यदि कारोबार हाल ही में शुरू किया गया हो ।

3.25 इस पद्धति में कारोबार की परिसम्पत्तियों के निवल मूल्य अथवा वित्तीय विवरण में दिखाए गए अनुसार लगायी गयी पूंजी को ध्यान में रखा जाता है। अतः इस पद्धति में कारोबार के ऐतिहासिक व्यय और उससे अर्जित राशि को ध्यान में रखा जाता है। किन्तु इस पद्धति में परिसम्पत्तियों की अर्जन क्षमता (सम्भावना) पर विचार नहीं किया जाता। इसलिए इस पद्धति का इस्तेमाल चालू कम्पनी के सन्दर्भ में यदा-कदा ही किया जाता है। विशेष-रूप से निम्न मामलों में उक्त पद्धति पर विचार करना उपयुक्त प्रतीत नहीं होता :-

जब वित्तीय विवरण पत्र (शीट) में परिसम्पत्तियों का सही मूल्य नहीं दर्शाया जाता, भले ही इस तुलन पत्र में न दर्शाई गई सम्भावित हानि के कारण बहुत अधिक दिखाया गया हो अथवा आरम्भिक हानियों के कारण इतना कम दिखाया गया हो जिसके भवि-य में निरन्तर बने रहने की सम्भावना न हो ।

यदि ब्राण्ड, साख, विपणन की आधारभूत संरचना और उत्पाद विकास क्षमता आदि जैसी अमूर्त परिसम्पत्तियां कम्पनी के मूल्य का प्रमुख हिस्सा हो ।

जहां उद्योग, बाजार अथवा व्यवसाय में परिवर्तन हो जाने के कारण कम्पनी की परिसम्पत्तियां व्यर्थ हो गई हों और भवि-य में निवल सकारात्मक नकदी प्रवाह जुटाने में उनकी क्षमता सीमित रह गई है ।

बाजार बहुविध पद्धति

3.26 इस पद्धति में उद्योग में तुलनीय कम्पनियों के कृत व्यापार अथवा सौदा मूल्य को ध्यान में रखा जाता है और अर्जन और बिक्री जैसे कुछ मानदण्डों के लिए न्यूनतम स्तर तय किए जाते हैं। इनमें से दो मानदण्ड इस प्रकार हैं :-

ब्याज, कर, मूल्यहास और ऋण परिशोधन से पहले अर्जित आय (ईबीआईटीडीए) ।
बिक्री ।

हालांकि बाजार बहुविध पद्धति में कारोबार के अत्यधिक मूल्यवान घटकों को हथिया लिया जाता है फिर भी यह विगत/वर्तमान सौदे अथवा कृत व्यापार मूल्यों पर आधारित होती है और कारोबार से जुटाए जा रहे नकदी प्रवाह की प्रवृत्ति को भवि-य में होने वाले परिवर्तनों को परिलक्षित नहीं करती है और न ही यह धन के सामयिक मूल्य का पर्याप्त रूप से ध्यान रखती है। इसके साथ-साथ यह बाजार के मौजूदा दृष्टिकोण का एक प्रतिबिम्ब है और अतः इसे, अन्य पद्धतियों से निकाले गए मूल्य निर्धारणों की उपयुक्तता की जांच करने की व्यवस्था करते हुए अनुभव के एक उपयोग सूत्र के रूप में समझा जाता है। तदनुसार इस कार्य पद्धति के अनुसार कम्पनी का मूल्य तय करने में समुचित पूंजीकरण घटकों की सीमा निर्धारित करने के लिए तुलनीय संव्यवहार श्रृंखला की समीक्षा की जानी होती है ।

i) ब्याज, कर मूल्यहास, ऋण परिशोधन से पूर्व अर्जन बहुविध पद्धति

उक्त पद्धति अथवा अर्जन पद्धति केवल इस बात पर आधारित है कि किसी भी कारोबार का सीधा संबंध उसके सकल लाभ की मात्रा से होता है। असमान आधार पर कारोबार का प्रचालन आवर्ती लाभ दर्शाने के लिए निवल लाभ (अर्थात् असाधारण अथवा असमान मदों अथवा अनावर्ती स्वरूप की मदों को घटाने के बाद) समायोजित किया जाता है। ब्याज, कर, मूल्यहास और ऋण परिशोधन से पूर्व अर्जित आय प्राप्त करने के लिए गैर-नकदी मदों (जिसमें मूल्यहास और ऋण परिशोधन शामिल हैं) और ब्याज और कराधान (जो एक कारोबार से दूसरे कारोबार में भिन्न होता है) जैसे अन्य घटकों के लिए लाभ का समायोजन एक अतिरिक्त परिशोधन के रूप में किया जा सकता है ।

ब्याज, कर, मूल्यहास और ऋण परिशोधन से पूर्व अर्जित आय बहुविध पद्धति में उस कारोबार के अर्जकों द्वारा प्रदत्त मूल्य अथवा प्रतिफल को ध्यान में रखा जाता है और विविध लाभ निकालने के लिए ब्याज, कर, मूल्यहास और ऋण परिशोधन से पूर्व अर्जन द्वारा प्रदत्त कुल प्रतिफल को भाग करके परिकलित किया जाता है जो मूल्य निर्धारण किए जा रहे कारोबार के ईबीआईटीडीए आंकड़ों पर भी लागू किया जा सकता है। अर्थात्, व्यवसाय मूल्य तक पहुंचने के लिए समायोजित अनुरक्षणीय ईबीआईटीडीए को उपयुक्त घटक (पूंजीकरण घटक) द्वारा पूंजीकृत किया जाता है ।

ईबीआईटीडीए विविध लाभ = उद्यम मूल्य/ईबीआईटीडीए ।

यदि :

उद्यम मूल्य = इक्विटी का बाजार मूल्य + ऋण का बाजार मूल्य ।

ईबीआईटीडीए = ब्याज, कर, मूल्यहास और ऋण परिशोधन से पूर्व अर्जन ।

उदाहरण के लिए, यदि हम किसी x (एक्स) कम्पनी का 150 मिलियन रुपए के ईबीआईटीडीए के साथ मूल्यांकन कर रहे हैं और इसी प्रकार के किसी सौदे में उद्यम मूल्य/ईबीआईटीडीए (ईबीआईटीडीए गुणज) 10 रहा हो तो x (एक्स) कम्पनी का उद्यम मूल्य 1500 मिलियन रुपए निकाला जाएगा और तब x (एक्स) कम्पनी का इक्विटी मूल्य निकालने के लिए ऋण को घटा दिया जाएगा ।

ii) बिक्री बहुविध तकनीक

बिक्री बहुविधि तकनीक प्रासंगिक प्राप्तियों के इसी प्रकार के विश्लेषण पर आधारित होती है और यह चालू बिक्रियों के लिए उद्यम मूल्य का अनुपात होता है (उत्पाद शुल्क, बिक्री कर तथा अनावर्ती असाधारण आय का निवल)। इसका परिकलन निम्नवत किया जाता है :-

बिक्री गुणज = उद्यम मूल्य/चालू वर्ग की निवल बिक्री ।

उदाहरण के लिए यदि हम x (एक्स) कम्पनी का 500 मिलियन रुपए की बिक्री के साथ मूल्यांकन कर रहे हैं और इसी प्रकार के किसी सौदे में उद्यम मूल्य/बिक्री (बिक्री गुणज) 4 रहा है तो x (एक्स) कम्पनी का उद्यम मूल्य 2000 मिलियन रुपए निकाला जाएगा। तब कम्पनी का इक्विटी मूल्य निकालने के लिए ऋण को घटा दिया जाएगा ।

3.27 संव्यवहार बहुविधि पद्धति में निम्नलिखित कमियां हैं :-

इसमें चालू कम्पनी के रूप में कारोबार के लाभ/बिक्री बनाए रखने के लिए अपेक्षित वास्तविक धन पर विचार नहीं किया जाता (उदाहरण के लिए भावी पूंजीगत व्यय) ।

इस कार्य पद्धति में धन के सामयिक मूल्य को ध्यान में नहीं रखा जाता ।

इन सीमाओं के रहते हुए निवेशकों द्वारा कम्पनी का मानक मूल्य निकालने के लिए इस पद्धति का प्रयोग व्यापक रूप से किया जाता है ।

परिसम्पत्ति मूल्यांकन पद्धति

3.28 परिसम्पत्ति मूल्यांकन पद्धति व्यवसाय की मूर्त्त परिसम्पत्तियों का प्रतिस्थापन करने की लागत का आवश्यक रूप से आंकलन करती है। प्रतिस्थापन लागत में विभिन्न परिसम्पत्तियों का बाजार मूल्य अथवा जिस कम्पनी का मूल्य निर्धारण किया जाना होता है उसे सृजित करने के अपेक्षित व्यय को ध्यान में रखा जाता है। चूंकि प्रतिस्थापन पद्धति व्यवसाय के मूल्य को ऐसे मानकर चलती है जैसे कि हम एक नया व्यवसाय स्थापित कर रहे हैं। अतः यह पद्धति किसी चालू कम्पनी के लिए प्रासंगिक नहीं हो सकती। इसके बजाए, यह और अधिक यथार्थवादी होगा यदि परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण, परिसम्पत्तियों के नए अंकित मूल्य के आधार पर किया जाए। परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण

किसी व्यवसाय में विद्यमान परिवेश अवरोध का अच्छा संकेतक होता है। विकल्पतः इस पद्धति में, किसी कम्पनी की मूर्त परिसम्पत्तियों को बेचकर और देयताओं का भुगतान करके व्यवसाय के परिसमापन द्वारा जुटाई जा सकने वाली राशि की कल्पना की जा सकती है।

3.29 परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति व्यवसाय के परिसमापन/बन्द करने के मामले में उपयोगी होती है। इस मामले में इस पद्धति द्वारा निकाले गए इक्विटी मूल्य में, मूल्य निर्धारण की तारीख को कम्पनी के तुलन पत्र में सभी देनदारियों और कर्मचारियों की देयताओं के निपटान सहित कतिपय समायोजन करने पड़ सकते हैं। इन समायोजनों में बन्द करने तथा परिसमापन में लगने वाली सभी प्रक्रिया संबंधी लागत को शामिल किया जाना चाहिए। उदाहरण के लिए, कर्मचारियों की देयताओं के निपटान के मामले में, परिकल्पित पृथक्करण पैकेज की गणना, सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रम के लिए उपलब्ध अद्यतन स्वैच्छिक सेवानिवृत्ति योजना के आधार पर अथवा अन्य इसी प्रकार की पद्धतियों पर करनी होगी जो निपटान की सबसे उपयुक्त उस धनराशि को तय करने में सहायक हो जिसका भुगतान सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रम द्वारा अपने संचालनों को बन्द करने की दशा में करना होगा। निम्नलिखित उदाहरण परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति पर आधारित X (एक्स) कम्पनी का मूल्य निर्धारित करता है :-

चित्र 7 : X कम्पनी का परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण

मिलियन रुपए में

भाग क :	अचल परिसम्पत्तियां (सरकार द्वारा अनुमोदित मूल्य निर्धारक द्वारा मूल्यांकित)	
	कारखाना क्षेत्र के भवनों का मूल्य	100
	कर्मचारी बस्ती में भवनों का मूल्य	50
	कारखाना क्षेत्र से बाहर अतिरिक्त भूमि का मूल्य	200
भाग ख :	चल परिसम्पत्तियां (सरकार द्वारा अनुमोदित मूल्य निर्धारक द्वारा मूल्यांकित)	
	सभी चल परिसम्पत्तियां	250
		600
जमा :	अन्तिम तुलन पत्र के अनुसार अन्य परिसम्पत्तियां	
	अन्तिम लेखा परीक्षित खातों के अनुसार चालू परिसम्पत्तियों का मूल्य	300
	अन्तिम लेखा परीक्षित खातों के अनुसार नकद अधिशेष	250
		550
घटा : देयताएं		
	सभी कर्मचारियों के लिए स्वैच्छिक सेवानिवृत्ति योजना की अनुमानित लागत	-250
	बैंक, ऋण, सरकारी ऋण, चालू देयताओं (व्यापार लेनदार, गैर-व्यापारिक लेनदार तथा सांविधिक देयताएं) सहित कुल बकाया देनदारी	-650
		-900
	इक्विटी का मूल्य	250

3.30 तथापि, किसी अनुकूल बिक्री प्रक्रिया में, आमतौर पर किसी अनुकूल साझीदार को चालू कम्पनी का प्रबंधन नियंत्रण हस्तांतरित करने का प्रस्ताव होता है। इन कंपनियों के पास भूमि और भवन जैसी ऐसी अतिरिक्त परिसम्पत्तियां हो सकती हैं जो संचालनों के लिए अपेक्षित महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियों का भाग नहीं हो सकती और इसलिए उनके उचित मूल्य का आंकलन तब नहीं हो सकता जब प्रश्नगत हस्ती का मूल्य निर्धारण बट्टागत नकदी

प्रवाह अथवा बाजार बहुविधि परिसम्पत्तियों पर आधारित होता है, तो इससे बचने के लिए, अनुकूल साझीदार पर इस प्रकार की अतिरिक्त परिसंपत्तियों के उपयोग तथा बेचने पर कतिपय प्रतिबंध लगाए जाते हैं अर्थात् अनुकूल साझीदार द्वारा व्यवसाय की भूमि तथा सम्पत्ति बेची नहीं जा सकती अथवा वह उसका वैकल्पिक उपयोग नहीं कर सकता है। तथापि, कम्पनी में अधिकांश भागीदारी का स्वामी होने के नाते अनुकूल साझीदार को ऐसी परिसम्पत्तियों से किसी सीमा तक कतिपय आर्थिक लाभ फिर भी मिलते रहेंगे। तदनुसार, जबकि परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति उद्यम के सर्वोत्तम मूल्य का आंकलन प्रदान नहीं कर सकती फिर भी अतिरिक्त परिसम्पत्तियों के लिए इस पद्धति का उपयोग आरक्षित मूल्य का एक बेहतर मूल्यांकन प्रदान करने में सहायक होगा। व्यवहार में, विनिवेशाधीन केन्द्रीय सार्वजनिक क्षेत्र के उद्यमों का मूल्य निर्धारण करने में अब तक इसका उपयोग किया गया है क्योंकि विनिवेश आयोग ने यह सिफारिश की थी कि अनुकूल बिक्री के मामले में मूल्य निर्धारण करने के लिए यह पद्धति भी अपनाई जानी चाहिए।

3.31 परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति कतिपय अत्यन्त गम्भीर सीमाओं से ग्रस्त है। इनका विवरण नीचे दिया गया है :-

(i) व्यावहारिक रूप में, कम्पनी के स्वामित्व में परिसम्पत्तियों की सही-सही परिस्थापन लागत तय करना नितान्त रूप से कठिन होता है। ऐसा अनेक कारणों की वजह से है, जैसे कि

(क) एक समयावधि के अन्तराल के बाद प्रौद्योगिकी में परिवर्तन (परिणामस्वरूप कतिपय परिसम्पत्तियों से बिल्कुल भी उत्पादन कर पाना अथवा पहले से कहीं अधिक दक्षता के साथ उत्पादन किया जाना)।

(ख) उस बाजार स्थान का अभाव जहां ऐसी परिसम्पत्तियों की खरीद-फरोख्त की जाती है अथवा की जा सकती है।

(ग) कम्पनी के परिसमापन होने पर बिक्रेता की एक बार में परिसम्पत्तियों का मूल्य वास्तविक रूप में प्राप्त करने में अक्षमता।

(घ) शुल्क ढांचे में परिवर्तन (जैसे सीमा शुल्क, आयात शुल्क आदि जो अलग-अलग समयावधियों में परिसम्पत्तियों के मूल्य को प्रभावित कर सकते हैं) आदि।

(ii) परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति उस असली उद्देश्य को भी ध्यान में नहीं रखती जिसके लिए कम्पनी ने परिसंपत्तियां अर्जित की हैं अर्थात् भावी आर्थिक लाभ। अतः किसी परिसम्पत्ति विशेष की कालगत अथवा प्रतिस्थापन लागत का झुकाव मूल्य की गलत तस्वीर देने की ओर हो सकता है जो क्रेता परिसम्पत्ति में महसूस कर सकता है। यदि परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति का अनुकरण किया जाता है तो इन तथ्यों का परिणाम, अक्सर परिसम्पत्तियों तथा कम्पनियों के लिए लगाए जा रहे उच्चतर मूल्य की ओर ले जाना हो सकता है। परिसम्पत्तियों को उनके भावी आर्थिक लाभ के लिए खरीदा और बेचा जाता है और सुस्थापित तथा चालू व्यवसायों के लिए परिसम्पत्तियों का स्वामी होने के आर्थिक लाभ परिसम्पत्तियों की कालगत लागत अथवा परिस्थापन लागत से कहीं अधिक प्रासंगिक होते हैं।

(iii) परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति उन अमूर्त परिसम्पत्तियों को भी नजरअंदाज कर देती है, जो कम्पनी, साख ब्राण्ड, वितरण नेटवर्क, उपभोक्ता संबंध आदि जैसे का निर्माण इसके अस्तित्व में आने के अन्तराल में करती है जो सभी इसके सही अन्तर्निहित मूल्य तय करने के लिए बहुत महत्वपूर्ण हैं।

(iv) अधिकतर सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों के मामले में, यह पाया जा सकता है कि यदि यह कम्पनी के भावी लाभार्जन (नकदी प्रवाह) के आधार पर तय की गई है तो, परिस्थापन लागत अथवा परिसमापन मूल्य, कम्पनी के अन्तर्निहित मूल्य से अधिक होता है। इसके विपरीत एक कम्पनी, जो बहुत अच्छी आमदनी जुटाती रही हो और जिसने सशक्त ब्राण्ड इक्विटी, साख आदि का निर्माण कर रखा है, तो वह उस मूल्य के आधिपत्य की ओर अग्रसर होगी जो इसकी मूर्त परिसम्पत्तियों के मूल्य से कहीं अधिक है।

3.32 परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति की ऊपर उल्लिखित सीमाबद्धताओं को, अब तक के मूल्यांकन के विभिन्न मामलों में सलाहकारों द्वारा प्रस्तुत मूल्य निर्धारण रिपोर्टों में बहुत ही स्पष्ट रूप से उजागर किया गया है। अनुकूल बिक्रियों के मामले में, सलाहकारों ने यह स्पष्ट किया है कि किसी चल रही कम्पनी के आधार पर व्यवसाय का मूल्य निर्धारण करने के लिए **डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति** सबसे अधिक उपयुक्त भरोसेमन्द पद्धति हो सकती है।

3.33 यह गौरतलब बात है कि डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति, इसके भावी नकदी अर्जन क्षमता के कार्य के रूप में व्यवसाय का वर्तमान मूल्य व्यक्त करती है। यह पद्धति इस आधार वाक्य पर काम करती है कि किसी व्यवसाय के मूल्य का आंकलन, किसी उपयुक्त छूट दर पर वर्तमान समय में बट्टागत भावी नकदी प्रवाह के सन्दर्भ में किया जाता है। यह पद्धति, सम्भावित भावी नकदी प्रवाह पर आधारित कम्पनी की सभी मूर्त और अमूर्त परिसम्पत्तियों के मूल्य का आंकलन करने में सक्षम है। किसी कम्पनी के ब्राण्ड, विपणन तथा वितरण नेटवर्क और साख जैसी सभी अमूर्त परिसम्पत्तियों के मूल्य आंकलन इसके उन प्रतियोगियों की तुलना में जिनके पास उतना सशक्त अथवा इसी प्रकार का ब्राण्ड अथवा वितरण नेटवर्क नहीं हो सकता, कम्पनी की या तो उच्च बिक्री अथवा उच्च लाभ के रूप में हो जाता है। अतः परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति गैर-महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियों के मूल्यांकन की सीमित उद्देश्य के लिए वहीं उपयोगी हो सकती हैं जहां यह महसूस किया जाता है कि डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति (अथवा बाजार बहुविध अथवा अंकित मूल्य/तुलन पत्र पद्धति) इस प्रकार की परिसम्पत्तियों के उचित मूल्य का आंकलन करने में सक्षम नहीं है।

अध्याय - 4

मूल्य निर्धारण की प्रक्रिया तथा पद्धतियों का मानकीकरण

4.1 यद्यपि अपनाई जा रही पूर्वोक्त मूल्य निर्धारण पद्धतियां व्यापक रूप से विनिवेश आयोग के विवेचन दस्तावेज तथा सर्वोत्तम बाजार व्यवहारों पर आधारित होती हैं, फिर भी सभी सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों के विनिवेश के लिए मूल्य निर्धारण प्रणाली का मानकीकरण करना आवश्यक है ताकि एक मामले से दूसरे मामले में कोई भिन्नता न हो। इसलिए मूल्य निर्धारण आंकड़ों के दायरे तक पहुंचने के लिए, निश्चयार्थ मानक अथवा आरक्षित मूल्य तक पहुंचने के लिए नीचे दिए गए विस्तृत वर्णन के अनुसार बट्टागत नकदी प्रवाह पद्धति तथा परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति के संबंध में और सुधारों के साथ, **सभी सार्वजनिक क्षेत्र के उद्यमों के विनिवेश के लिए मूल्य निर्धारण की सभी चारों पद्धतियाँ अपनाई जानी चाहिए।**

डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति

4.2 डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति में नकदी प्रवाह, संयंत्र तथा मशीनरी का नवीनीकरण तथा आधुनिकीकरण करने के लिए नकदी बाह्य प्रवाह का परिकलन करते समय, वास्तविक आंकड़ों तक पहुंचने के लिए छूट दिए जाने की आवश्यकता है। चूंकि गैर-महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियों को नकदी प्रवाह में परिलक्षित नहीं किया जाता, अतः गैर-

महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियों का मूल्य, परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति द्वारा अलग से निकाले जाने की आवश्यकता है और डिस्काउण्टेड कैश फ्लो पद्धति द्वारा निकाले गए मूल्य निर्धारण के आंकड़े में जोड़े जाने की आवश्यकता है।

परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण

4.4 आमतौर पर इस पद्धति का उपयोग मुख्य रूप से उन गैर-महत्वपूर्ण अथवा अतिरिक्त अचल परिसम्पत्तियों के मूल्य के लिए किया जाना चाहिए जिनके मूल्य का परिकलन, डिस्काउण्टेड कैश फ्लो अथवा अन्य पद्धतियों द्वारा किए गए मूल्य निर्धारण में उपयुक्त तरीके से नहीं किया जाता। तथापि, उन मामलों में, जहां उस हस्ती के पास सार्थक गैर-महत्वपूर्ण परिसम्पत्तियां हैं और जहां उद्यम के लिए परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण पद्धति को लागू करना स्वतः आवश्यक हो जाता है वहां निम्न बातों पर गौर किया जाना चाहिए :-

परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण और यथार्थवादी तब होगा यदि हम अप्राप्य हिस्सों पर छूट देने के बाद, केवल प्राप्य धनराशि के मूल्य की गणना करें। सभी स्थावर सम्पदा परिसम्पत्तियां चाहे वे पूर्ण स्वामित्व वाली सम्पत्तियों के रूप में कम्पनी के स्वामित्व में हों अथवा पट्टे/किराए के आधार पर ली गयी हों, का प्राप्य बाजार मूल्य संकटहीन बिक्री परिदृश्य को मानकर तय किया जा सकता है। मूल्य का आंकलन सम्पत्तियों के उपयोग पट्टे/सह-पट्टे/बिक्री आदि अथवा अधिकार पत्र इत्यादि में किसी प्रकार की त्रुटियों/प्रतिबन्धों/ऋण भार को ध्यान रखकर किया जाएगा।

चूंकि परिसम्पत्ति मूल्य निर्धारण आमतौर पर उस धनराशि को प्रतिबिम्बित करता है जिसे उसी प्रकार के आधारभूत संरचना के निर्माण के लिए खर्च किए जाने की आवश्यकता होती है, जिस व्यवसाय का मूल्य निर्धारण किया जाना है अथवा वह मूल्य जो इसकी सभी ठोस परिसम्पत्तियों की बिक्री और सभी देयताओं को चुकाने के माध्यम से कम्पनी के परिसमापन, इन परिसम्पत्तियों की एकदम बिक्री के परिणामस्वरूप (परिकल्पित) मानी गयी पूंजी लाभ कर के लिए समायोजनों के साथ-साथ क्रियाशील पूंजी, सभी कर्मचारियों को स्वैच्छिक योजना सहित सभी देयताओं को निपटाने के बाद प्राप्त की जा सकती है।

अनुबंध

वित्त संबंध संसदीय स्थायी समिति की 30वीं रिपोर्ट में यथा -सन्निहित मूल्य निर्धारण संबंधी सिफारिशों का सार

समिति नोट करती है कि विशेष रूप से विनिवेशित सार्वजनिक क्षेत्र के उद्यमों की भूमि के मूल्यांकन से संबंधित परिसंपत्ति मूल्य निर्धारण दिशा-निर्देश अपर्याप्त और अस्पष्ट हैं। यद्यपि सरकार ने यह रुख अपनाया है कि विनिवेश हेतु विचाराधीन कंपनी की भूमि का मूल्य परिसंपत्तियों के एक भाग के रूप में परिकल्पित किया जाता है, फिर भी जब सार्वजनिक क्षेत्र का संबंधित उद्यम विनिवेशित किया जाता है/दूसरी पार्टी को बेचा जाता है, तो अधिकांश मामलों में भूमि के वास्तविक मूल्य पर विचार नहीं किया जाता है। अतः समिति सरकार के इस विचार का समर्थन नहीं करती है कि जो परिसंपत्तियां कंपनी को कोई आय प्रदान नहीं कर रही है, उन पर प्रश्न नहीं उठाया जा सकता। समिति की यह

राय है कि चूंकि भूमि एक मूर्त परिसंपत्ति होती है जिसका मूल्य होता है , चाहे उससे किसी समय विशेष पर कोई आय हो या नहीं , इसलिए भूमि के मूल्य का अलग से निर्धारण किया जाना चाहिए और इसे विनिवेशित की जा रही कंपनी की परिसंपत्तियों के कुल मूल्य के परिकलन में घटक बनाया जाना चाहिए।

इसलिए समिति सरकार से सिफारिश करती है कि सरकार को "विनिवेश हेतु विचाराधीन सार्वजनिक क्षेत्र के उपक्रमों की परिसंपत्तियों के मूल्यांकन के लिए दिशा-निर्देशों में सुधार और संशोधन करना चाहिए जिनमें अनिवार्य रूप से भूमि के मूल्य को ध्यान में रखा जाएगा"।