

**AZƏRBAYCAN RESPUBLİKASI TƏHSİL NAZİRLİYİ  
AZƏRBAYCAN DÖVLƏT İQTİSAD UNİVERSİTETİ**

**MAGİSTRATURA MƏRKƏZİ**

*Əlyazması hüququnda*

**QASIMOV ELCAN SAKİT OGLU**

**MALİYYƏ İNVESTİSİYALARININ SƏMƏRİLİLİYİNİN  
QİYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ**

**mövzusunda**

***MAGİSTR DİSSERTASİYASI***

<b>İstiqamət</b>	<b>010000 “İqtisadiyyat”</b>
<b>İxtisas:</b>	<b>012700 “Qiymətləndirmə”</b>
<b>Elmi rəhbər Baş müəl. İ.Q. Quliyev</b>	<b>Magistr proqramının rəhbəri dos. B.C.Sadıqov</b>
<b>Kafedra müdiri</b>	<b>prof.X.H.Kazımlı</b>

**B A K I – 2016**

## MÜNDƏRİCAT

<b>GİRİŞ</b>	3
<b>FƏSİL I. İNVESTİSİYANIN İQTİSADI QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİNİN NƏZƏRİ ƏSASLARI</b>	7
1.1. İnvəstisiya siyasətinin nəzəri əsasları və əsas istiqamətləri	7
1.2. Təsərrüfat subyektlərinin investisiya aktivliyinin stimullaşdırılması	11
1.3. İnvəstisiya layihələrinin əsaslandırılmasının və qiymətləndirilməsinin metodoloji əsasları	16
<b>FƏSİL II İNVESTİSİYA LAYİHƏLƏRİNİN MALİYYƏLƏŞ- DİRİLMƏSİ MƏNBƏLƏRİ VƏ QIYMƏTLƏN- DIRİLMƏSİ MEXANİZMİ</b>	27
2.1. İnvəstisiya fəaliyyətinin maliyyələşdirilməsi mənbələri və metodları.	27
2.2. Maliyyə investisiyalarının qiymətləndirilməsi metodlarının təhlili	33
2.3. Maliyyə investisiyalarının qiymətləndirilməsində infilyasiya və risklərin uçuğu	40
<b>FƏSİL III MALİYYƏ İNVESTİSİYALARININ SƏMƏRƏLİLİYİNİN QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ METODOLOGİYASININ TƏKMİLLƏŞDİRİLMƏSİ</b>	49
3.1. İnvəstisiyanın konmersiya səmərəliliyinin qiymətləndirilməsində kontroldən istifadə variantları	49
3.2. İnvəstisiya layihələrinin işlənilib hazırlanması və səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi metodologiyasının təkmilləşdirilməsi	54
3.3. Maliyyə investisiyalarının iqtisadi səmərəliliyinin hesablanmasında risklərin uçuğu istiqamətləri	64
<b>Nəticə və təkliflər</b>	75
<b>İstifadə olunan ədəbiyyat siyahısı</b>	77
<b>Резюме</b>	79
<b>Summary</b>	80

## GİRİŞ

**Mövzunun aktuallığı.** İqtisadiyyatın müxtəlif sahələrinə investisiyaların qoyuluşu Azərbaycan iqtisadiyyatının sürətli inkişafının зярури şərtlərindən biri sayılır. İntestisiya fəaliyyətinin inkişafı zamanı iqtisadiyyatın təşəkkülü və inkişafı təmin edilir, müəssisələr modernləşdirilir, yeni əmtəə və xidmətlərin **ИСТЕЦ-САЛЫНЫН** mənimsənilməsi təmin edilir.

Lakin müasir investisiya prosesinin bütün müsbət cəhətlərinə baxmayaraq, bir çox mütəxəssislər tərəfindən Azərbaycanda investisiya mühitinin hələ də lazımi səviyyədə olmamasının əsas səbəbləri aşağıdakılar hesab edilir: investisiya qanunvericiliyinin nöqsanları, bank sisteminin qeyri-sabitliyi; mülkiyyətçilərin hüquqlarının müdafiə olunmaması; investisiya siyasətinin xarici investitorlara yönümlülyü; idarəetmə strukturlarının potensial yerli investoru maraqlandıрмаq arzusunda olmaması və ya bunu bacarmaması.

Son illər investisiya cəlbədiciliyinin təhlili fundamental elmi tədqiqatların obykti sayılır. Elmi ədəbiyyatların və normativ sənədlərin əksəriyyətində “investisiya cəlbədiciliyi” və “investisiya mühiti” anlayışlarını çox vaxt eyniləşdirirlər. “İntestisiya cəlbədiciliyi” anlayışının müəyyən edilməsində vahid fikir yoxdur. Belə ki, tədqiqatçıların çoxu hələ indiyə qədər onu müəssisənin maliyyə vəziyyəti ilə eyniləşdirirlər ki, investisiya cəlbədiciliyi birbaşa olaraq müəssisənin həyat tsikli fazası ilə əlaqədardır.

Bir çox müəlliflərin fikrincə, investisiya cəlbədiciliyi üç şərtədən: əlverişli investisiya situasiyasından, iqtisadi sistemlərdəki investisiya mühitindən, investora əlavə xeyir gətirən müəyyən üstünlüklərin mövcudluğundan asılıdır (98). Bizim fikrimizcə, investisiya cəlbədiciliyinin müəyyən edilməsinə son yanaşma daha aktual və dəqiq sayılır, çünki bu, investisiya layihəsinin innovasiya üstünlüklərini nəzərə almağa imkan verir. İntestisiya cəlbədiciliyi-investora əlavə mənfəət

gətirən və investisiya qoyuluşu riskini azaldan əlverişli investisiya və innovasiya şərtlərinin və üstünlüklərinin məcmusudur.

İnvestisiyaların səmərəliliyinin qiymətləndirilməsinin mühüm prinsiplərindən biri, müxtəlif dövrlərin pul mədaxillərini və diskontlaşdırma yolu ilə ödəmələrin müqayisəsində vaxt amilinin ujutunun zəruriliyindən ibarətdir.

İnflyasiyanın investisiyaların səmərəliliyinə təsirinin nəzərə alınması probleminin daha ümumi şəkildə həlli, daxili inflyasiyanın nisbətlərinin dinamikasının təhlili və proqnozlaşdırılması və manatın dəyişilməsi kursu, istehlak qiymətlərinin orta səviyyəsinin dəyişilməsi, maliyyə bazarında faiz stavkalarının dinamikası, əsas fondların, istifadə olunan xammalın və komplektləşdirmə vasitələrinin qiymətlərinin dəyişilməsi, satış şərtinin, əməyin ödənilməsi, xərclərin dəyişməsi ilə əlaqədardır. Pul mədaxilləri və ödənişlərin dəyər qiymətləndirilməsində inflyasiyanın nəzərə alınması təshih əmsalları vasitəsi ilə həyata keçirilir. Bu məsələnin optimal həlli mövcud nəzəri metodoloji biliklərdən və qabaqcıl təcrübədən eləcə də standartlardan kompleks istifadə ilə mümkündür.

***Problemin öyrənilməsi səviyyəsi.*** Qarşıya qoyulmuş problemin həlli ilə bağlı bir çox məsələlər iqtisadi ədəbiyyatda öz əksini tapmışdır. Bu, bir tərəfdən elmi-nəzəri materiallardan, o cümlədən tanınmış iqtisadçı alimlərin müəllifliyi ilə hazırlanmış dərslərdən, dərslər vəsaitlərindən, digər tərəfdən investisiyalaşdırma, investisiya mühiti və investisiya potensialı bağlı qanunvericilik aktları toplusundan ibarətdir. Qeyd etmək lazımdır ki, investisiyanın iqtisadi qiymətləndirilməsi ilə bağlı metodoloji məsələlər X.H.Kazımlının, A.Ş.Şəkərəliyevin, Ə.İ.Bayramovun, M.A.Əhmədovun və digər tanınmış iqtisadçı alimlərin əsərlərində daha geniş tədqiq olunmuşdur. Lakin hazırkı dövrə qədər bilavasitə maliyyə investisiyalarının qiymətləndirilməsi ilə bağlı kompleks tədqiqat işi yerinə yetirilməmişdir.

***Tədqiqatın predmeti və obyektı.*** Tədqiqatın predmeti kimi müasir dövrdə respublikanın fond birjalarında kotirovka olunan qiymətli kağızlar, tədqiqatın obyektı kimi isə hələ də kifayət qədər inkişaf etməmiş milli fond bazarı seçilmişdir.

***Tədqiqatın məqsəd və vəzifələri.*** Tədqiqat işinin başlıca məqsədi müxtəlif maliyyə alətlərinə investisiya qoyuluşunun səmərəliliyinin müəyyən edilməsi metodlarının öyrənilməsindən, ardıcıl olaraq beynəlxalq təcrübəyə və qiymətləndirmə standartlarına həmçinin milli qiymətli kağızlar bazarının inkişaf istiqamətlərinə uyğun olaraq onların təkmilləşdirilməsi yollarının müəyyən edilməsindən ibarətdir.

Qarşıya qoyulmuş məqsədə nail olmaq üçün aşağıdakı vəzifələrin yerinə yetirilməsi nəzərdə tutulmuşdur:

- investisiya siyasətinin əsas istiqamətlərinin araşdırılması ;
- investisiya layihələrinin əsaslandırılmasının və qiymətləndirilməsini metodoloji əsaslarının öyrənilməsi;
- investisiya fəaliyyətinin maliyyələşdirilməsi mənbələri və metodlarının təhlili ;
- maliyyə investisiyalarının qiymətləndirilməsində inflyasiyanın uçuşu mexanizminin tədqiqi;
- milli fond bazarının inkişafı səviyyəsinin və maliyyə alətlərinin qiymətləndirilməsi təcrübəsinin tədqiqi.

***Tədqiqatın nəzəri-metodoloji əsası və informasiya bazası.*** Tədqiqatın nəzəri-metodoloji əsasını yerli və xarici ölkə alimlərinin investisiya siyasəti və qiymətli kağızlar bazarının inkişafı xüsusiyyətləri ilə bağlı elmi əsərləri, müvafiq qanunvericilik aktları təşkil edir. Tədqiqatın informasiya bazası Mərkəzi Bankın, Maliyyə Nazirliyinin, Qiymətli Kağızlar üzrə Dövlət Komitəsinin bülletenlərindən, Dövlət Statistika Komitəsinin materiallarından, internet saytlarından və digər materiallardan ibarətdir.

***Tədqiqatın elmi yeniliyi*** aşağıdakılardan ibarətdir:

- təsərrüfat subyektlərinin investisiya aktivliyinin stimullaşdırılması vasitələrinin öyrənilməsi ;

- investisiya fəaliyyətinin maliyyələşdirilməsinin daha səmərəli mənbələrinin aşkar edilməsi;

- maliyyə investisiyalarının iqtisadi qiymətləndirilməsində risk və inflyasiyanın uçotu metodologiyasının araşdırılması;

- investisiyanın kommersiya səmərəliliyinin müəyyən edilməsində kontrollinqdən istifadə variantlarının əsaslandırılması;

- investisiya layihələrinin işlənilib hazırlanması və səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi metodologiyasının təkmilləşdirilməsi üzrə təkliflərin və tövsiyələrin əsaslandırılması

***Tədqiqatın təcrübi əhəmiyyəti.*** Dissertasiyanın nəticələrinin təcrübi həyata keçirilməsi əsasən maliyyə alətlərinin real dəyərinin qiymətləndirilməsində olan boşluqların aradan qaldırılması və investisiya cəlbediciliyinin təmin olunması ilə bağlı problemlərin həllinə istiqamətləndirilmişdir. Tədqiqat nəticəsində əldə edilmiş elmi nəticələr müvafiq istiqamətdə çalışan tədqiqatçılar üçün mənbə və gələcək araşdırma mövzusu, verilən təkliflər isə investor (kreditor) fəaliyyəti ilə məşğul olan fiziki və hüquqi şəxslər üçün dəyərli yardımçı vasitə ola bilər.

***Dissertasiyanın quruluşu və həcmi.*** Dissertasiya işi girişdən, üç fəsildən, nəticə və təkliflərdən, istifadə edilmiş ədəbiyyat siyahısından ibarət olmaqla tam həcmi 80 səhifədən ibarətdir. Dissertasiya işində 1 şəkil və 4 cədvəl göstərilmişdir.

# FƏSİL I. INVESTISIYANIN İQTİSADI QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİNİN NƏZƏRİ ƏSASLARI

## 1.1. İnvestisiya siyasətinin nəzəri əsasları və əsas istiqamətləri

«İnvestisiya» kateqoriyasının iqtisadi məzmununu dəqiq açmaq üçün bu baza anlayışına dəqiq müəyyənlik gətirmək zəruridir. Müxtəlif, eyni zamanda ümumi qəbul olunmuş iqtisadçıların tədqiqatlarında, investisiya haqqında vahid mövqeyin olmaması müşahidə olunmaqdadır (cədvəl 6-ya bax). P. Samuelsonun yanaşmasını qeyd etmək lazımdır. Bu yanaşmada qeyd edilən kateqoriyanın iki qarşılıqlı əlaqədə olan – prosesin uzunmüddətli xarakteri və onun tələbin ödənilməsinə istiqamətlənməsi məqamları öz əksini tapmışdır. İnvestisiyanın buna yaxın olan traktovkası C. Keynsin məşhur əsərində də mövcuddur.

Buna baxmayaraq Rusiyanın bank ensiklopediyasında və L.C. Qitmanın və M.L. Conkun monoqrafiyasında investisiyanın xarakteristikası kifayət qədər əsaslandırılmamış təqdim olunur (o investisiyanın məqsədlərini əks etdirmir). Onların müəyyən etdiyi «investisiya» kateqoriyası onun mahiyyətini açmaq üçün heç nə vermir. Həqiqətən pulun deflyasiya (iqtisadiyyatda qiymətin ümumi səviyyəsinin aşağı düşməsi) şəraitində «corabda» saxlanması yalnız dəyərin saxlanmasını təmin etmir, eyni zamanda müəyyən gəlir gətirir. Ancaq investisiyaya müvafiq kapital yerləşdirmə metodu aid deyil.

A.S. Bulatovun redaktəsi altında dərslikdə verilən kritik qiymətləndirmə və təyinetmə təqdirəlayiqdir. Onda investisiya – kapitala qoyuluşdur. Ancaq kapital öz növbəsində, «iqtisadi resurs, başqa sözlə sahibkarlıq fəaliyyəti üçün istifadə olunan vasitələrin «məcmusu» kimi təqdim edilir. Belə təyinatda investisiya prosesinin son istifadəçisi «görünmür».

İnvestisiya – investorun strateji məqsədlərinə çatmaq, mənfəət və ya digər müsbət effekt əldə etmək üçün sahibkarlıq və digər fəaliyyət obyektlərinə qoyulan pul vəsaitlərindən, məqsədli bank qoyuluşlarından, paylardan, səhm

və digər qiymətli kağızlardan, texnologiyalardan, maşınlardan, avadanlıqlardan, digər maddi qiymətli mülkiyyət və mülkiyyət hüquqlarından ibarətdir.

İqtisadi nəzəriyyədə investisiyanın bir neçə təsnifləşdirilməsi fərqləndirilir ki, onlardan hər birinin də öz istifadə olunma sahəsi vardır. Cədvəl 7-də investisiya qoyuluşunun istiqamətləndirilməsi, müəssisənin idarəedilməsində iştirakın təmin edilməsi, innovasiyaya münasibət təsnifləşdirmə əlamətləri üzrə investisiyanın təsnifatı verilmişdir.

Məlum olduğu kimi siyasət sözü yunan dilindən tərcümədə «dövləti idarəetmə incəsənəti» mənasını daşıyır. Ona görə də geniş mənada *investisiya siyasətinə* səmərəli investisiya fəaliyyətinin təmin olunmasına istiqamətlənmiş dövlətin iqtisadi siyasətinin bir hissəsi kimi baxmaq olar. Buna baxmayaraq belə ümumi yanaşma nə Rusiyada bərqərar olan bazar münasibətlərinin spesifikliyini, nə də investisiyanın dayanıqlı sosial-iqtisadi inkişaf təmin olunmasındakı rolunu əks etdirmir. Əsas fondlara investisiyanın əhəmiyyəti təsdiq olunmuş «milli təhlükəsizlik konsepsiyasında» «Rusiya iqtisadiyyatının dirçəldilməsi strateji sahələrə böyük həcmdə kapital qoyuluşları olmadan mümkün deyil» kimi qeyd edilməklə xüsusilə vurğulanır.

İnvestisiya qoyuluşlarının həcminə təsir edən daxili və xarici amillərin təhlili, o nəticəyə gəlməyə əsas verir ki, investisiya aktivliyinin gələcək dinamikası az ehtimal olunur. manatın davamlı möhkəmlənməsi, rusiyanın ixracının ənənəvi nomenklaturunun bahalanmasına səbəb olan şəraitin praktiki formalaşmasını qaçılmaz edir, idxalı əvəz edən istehsalın yenilənməsini və rəqabət qabiliyyətinin artırılması potensialını azaldır. Tənzimlənməmiş dövlət borcu problemləri (xüsusilə Pars kreditör klubunu ilə «dondurulma nöqtəsində» olan danışıqlar) ucuz və uzunmüddətli pulları olan beynəlxalq kapital bazarına çıxmağı çətinləşdirir.

Heç bir əsaslanmalı fakt yoxdur ki, neftin yüksək qiyməti (rusiya neftinin hər barrelinə 25 dollardan artıq) uzun müddətli perspektiv dövr ərzində saxlanacaqdır. Başqa sözlə, müasir dövrdə investisiya aktivliyinə əlverişli şərait



yaradan amillər dayanıqlı deyildir. İnvestisiya sferasında pozitiv proseslər üçün qanunvericilikdə dəyişikliklər, investisiya bazarının infrastrukturunun formalaşmasına cəhdlər, investorlar üçün riskin azaldılması tələb olunur. Bunları nəzərə alaraq, baza kimi aşağıdakı təyinetmə qəbul olunub.

Dövlətin investisiya siyasəti əlverişli investisiya mühitünün formalaşdırılmasına və büdcə investisiya resurslarının istifadəsinin səmərəliliyinin yüksəldilməsinə istiqamətləndirilmiş iqtisadiyyatın dövlət tənzimlənməsi tədbiri sistemidir

Yeri gəlmişkən, iqtisadiyyatda mövcud olan sistem xarakterli problemlər, hansılar ki, investisiya mühitünə və onun səmərəliliyinə mənfi təsir göstərir, öz həllini tapmamış qalmaqdadır. Onların arasından dövlətin investisiya siyasətinin prioritetlərinin olmamasını qeyd etmək zəruridir. Xüsusilə, 2001-ci ilin büdcəsindən inkişaf büdcəsi çıxarılmışdır. Rusiya müəssisələrinin əksəriyyətinin effektiv mülkiyyətçisi yoxdur. Yerli investisiya institutları olduqca zəifdir (onların bir hissəsi güclü kapitala malik deyil, digər qisminin isə uzunmüddətli passivləri yoxdur). Məhkəmə sisteminin vəziyyəti embirional səviyyədədir. İnvestisiya bazarının infrastrukturunu müasir tələblərə cavab vermir. İnvestorların hüquqlarının qorunmasına təminat aşağı səviyyədədir. Müxtəlif səviyyələrdə büdcələrin xərc hissəsi borc öhdəlikləri ilə yüklənmişdir. Ölkənin regionları və sahələri üzrə investisiya fəaliyyəti üçün şərait çox ciddi fərqlənir.

Əsas fondlara investisiya qoyuluşunda birləşdirilmiş büdcə vəsaitlərinin payının əhəmiyyətli səviyyədə olmamasına baxmayaraq, dövlətin investisiya prosesindəki rolunu qiymətləndirməmək olmaz. Məsələn, qeyri - büdcə vəsaitləri hesabına sosial təyinatlı investisiya qoyuluşlarının reallaşdırılmasına ümid etmək çətindir. Buna görə də müvafiq investisiya proqramlarının büdcə vəsaitləri hesabına reallaşdırılması, əlverişli investisiya mühitünün formalaşdırılması strategiyasının mühüm elementidir. Çünki, məhz gələcəkdə investisiya kompleksində istifadə olunan dövlət resursları, nəticə etibarilə sahələrarası zəncirvari qarşılıqlı təsirlə investisiya və innovasiyaya tələbin

artmasını təmin edən «investisiya multiplikatoru» mexanizminin işə düşməsinə təmin edir.

İqtisadi nəzəriyyədən məlumdur ki, resurslar nə qədər məhdud olarsa, onun daha da səmərəli istifadə olunmasına tələb artar. Bu nöqteyi- nəzərdən dövlətin investisiya qoyuluşlarını maliyyələşdirməsi məhdudluğu aktualıq kəsb edir. Onun bir hissəsi dövlətin məqsədli investisiya proqramları çərçivəsində reallaşdırılan sosial təyinatlı (faktiki mənfəət təmin etməyən) layihələrin reallaşdırılmasına gedir. Digər hissəsi isə inkişaf büdcəsi vəsaitləri hesabına reallaşdırılan kommersiya tipli layihələri əhatə edir ki, onun bərpa olunmasına da dövlətin investisiya siyasətinin bir istiqaməti kimi baxmaq olar. Bu büdcə vasitəsilə dövlət investisiyalarının reallaşdırılmasının əsas şərtləri reallaşdırılan layihələrin yüksək iqtisadi səmərəliliyi, onun maliyyələşdirilməsinin istisna işgüzar xarakteri, dövlətin risklərinin şəxsi kapitalla diversifikasiyası, müsabiqəlilik, zərurilik, ayrılan vəsaitin ödənməsi və geri qaytarılmasıdır.

Məqsədli proqramlar müasir tələblərə cavab verən qarışıq iqtisadiyyatın formalaşdırılması və inkişafında tənzimləmə prosesinin mühüm alətlərindən hesab olunur. Onlar struktur disproporsiyaların aradan qaldırılmasına, sosial sahələrin və maddi istehal sahələrinin səmərəliliyinin artırılmasına, təbii sərvətlərin rəşional istifadəsinə və ekoloji təhlükəsizliyin təmin olunmasına istiqamətləndirilir. Onları aşağıdakı kimi qruplaşdırmaq olar

-Balanslaşdırılmış büdcə və inflyasiyanın davamlı azalmasının təmin edilməsi əsasında iqtisadiyyatın real sektorunda investisiyaların iqtisadi səmərəliliyi səviyyəsinə qədər faiz dərəcələrinin aşağı salınması.

-Mövcud vergi sisteminin qaydaya salınması və struktur yenidənqurulması, həmçinin amortizasiya siyasətinin təkmilləşdirilməsi əsasında bazar subyektlərinin investisiya imkanlarının genişləndirilməsi.

-«Effektiv mülkiyyətçi» probleminin həlli əsasında müəssisələrin investisiya cəlbədiciyinin artırılması.

-İnvestisiya bazarının *infrastrukturunun inkişafı* və investisiya institutları ilə investorlar arasında qarşılıqlı etimad mühütünün formalaşdırılması.

-İnvestorlar tərəfindən yaradılacaq müəssisələrin yerləşməsi seçimi və investisiya layihələrinin reallaşdırılmasının investisiyaqabağı mərhələsində zəruri olan razılığın alınmasında bürokratik prosedurların sadələşdirilməsi.

-Daxili və xarici strateji investorların birbaşa investisiyalarının həmçinin əhalinin yığımlarının real investisiyaya transformasiyasının stimullaşdırılması məqsədilə, məhkəmə sisteminin möhkəmlənməsi və investorların hüquqlarının qorunmasına təminatın keyfiyyətə yüksəlməsi əsasında investisiya risklərinin azaldılmasının təşkilati-hüquqi zəminin formalaşdırılması.

-Strateji perspektivliyini, ölkə iqtisadiyyatının inkişafı üçün prioritetliyini və investisiya axını nəticəsində sahələrarası qarşılıqlı zəncirvari təsir hesabına multiplikativ effekt alınması imkanını nəzərə almaqla, investisiya fəaliyyətinin müxtəlif sahələrdə stimullaşdırılması alətlərinin differensial tətbiqi.

-Büdcə investisiyalarının effektiv istifadəsi və məqsədli proqramlar üzərində dövlət nəzarətinin gücləndirilməsi, məqsədli proqramların seçimi və reallaşdırılması, investisiya institutlarının, müəssisələrin və dövlətin maraqlarını təmin edən razılaşma mexanizmlərinin işlənməsinin yaxşılaşdırılması əsasında büdcə investisiya resurslarının istifadəsinin səmərəliliyinin yüksəldilməsi.

## **1.2. Təsərrüfat subyektlərinin investisiya aktivliyinin stimullaşdırılması**

Müəssisənin investisiya aktivliyinin yüksəldilməsi bir sıra qarşılıqlı əlaqəli vəzifələrin həllini tələb edir. Hər şeydən əvvəl müəssisələrdə menecmentin

(ilk növbədə - maliyyə) səviyyəsinin yüksəldilməsi və iqtisadi səmərəliliyin yüksəldilməsi hesabına investisiya potensialının gücləndirilməsi lazımdır.

Həmçinin amortizasiya siyasətində yeni yanaşmaların işlənməsi və müəssisələrin vergi yükünün azaldılması da zəruridir.

Müəssisənin təsərrüfat fəaliyyətinin səmərəliliyinin yüksəldilməsi və onun investisiya potensialının gücləndirilməsi *daxili ehtiyatların* mobilizasiyasının və

mövcud sosial iqtisadi şəraitə uyğun dövlət tənzimlənməsi metodlarının istifadəsinin nəticəsi ola bilər. Təbii inhisarların xidmətləri üzrə tariflərin dinamikasında dövlət nəzarətinin gücləndirilməsi (eyni zamanda dolayı subsidiyalaşdırmanın mərhələlərlə ixtisarı), borcların yükünün onların uzunmüddətli restrukturizasiyası yolu ilə yüngülləşdirilməsi, beynəlxalq mühasibat uçotu sisteminə keçid əsasında maliyyə axınlarının şəffaflığının maksimal təmin olunması zəruridir.

Effektiv mülkiyyətçi axtarışı istiqamətində tədbirlər də prioritet hesab olunur. Firmaların kapitallaşmasının yüksəlməsi halında səhmlərin əldə olunması üçün opsiya hüquqlarını əhatə etməklə, ixtisaslaşdırılmış kadrların hazırlanması, top menecerlərin əməyinin ödənişində onların fəaliyyətinin nəticəsinin səmərəliliyinə əsaslanmaya keçilməsi zəruridir. O, cəmiyyətlərin səhm paketlərinin müsabiqə əsasında formalaşdırılmasını gücləndirmək lazımdır ki, onlar dövlət mülkiyyətindədir və strateji xarakter daşıyır.

Müəssisənin investisiya aktivliyinin yüksəldilməsi üçün alətlərin seçilməsində nəzərə almaq lazımdır ki, müəssisənin əsas investisiya resursu onun amortizasiya ayırmalarıdır

İqtisadiyyatın real sektorunda investisiya aktivliyinin qənaətbəxş olmaması səbəblərindən biri də stimullaşdırıcı funksiyaların itkisi hesabına fiskal funksiyaların reallaşdırılmasına istiqamətləndirilmiş mövcud vergi sisteminin təkmil olmamasıdır. Onun əsas çatışmamazlıqlarından biri – vergi yükünün qeyri-müəyyən bölgüsüdür. İstehsalın əsas üç amilindən (torpaq, əmək, kapital) konsolidasiya olunmuş büdcənin daxilolmalarının formalaşmasında başlıca rol əməyin ödənişinə vergiqoyma oynayır. Belə qaydanın saxlanılması yalnız istehsalın genişləndirilməsinə stimulaşdırır, eyni zamanda əmək bazarında situasiyanın yenilənməsinə səbəb ola bilər. Belə ki, yeni iş yerlərinin yaradılmasına vəsait qoyuluşunda, sahibkar işçinin əmək haqqı müqabilində vergi ödənişlərini nəzərdə tutmağa məcburdur.

Müasir dövrdə əməyin ödənişinə vergiqoymada aparılan islahatlarla (gəlir vergisinin progressiv şkalasından imtina edilməsi, sosial fondlara ayırmaların

dərəcələrinin azaldılması) yanaşı, reinvestisiya olunan mənfəətə vergiqoymada fəaliyyətdə olan qanunvericilikdə güzəştlər nəzərdə tutulur. Bununla yanaşı vergiqoyma bazasının iki dəfədən çox azaldılmasına imkan verilmir (böyük həcmli investisiya qoyuluşlarına vergi güzəştləri növbəti dövrə keçirilir).

Vergi islahatının mürəkkəbliyi onunla izah olunur ki, bir tərəfdən iqtisadiyyatın real sektorunda investisiya aktivliyinin yüksəldilməsi məqsədilə vergi yükünün azaldılması zəruridir, digər tərəfdən isə – onun azaldılmasında cari büdcə daxilolmalarının eroziyası və sosial gərginliyin artması qaçılmazdır. Bu şərtlər daxilində mümkün variantlardan biri vergi yükünün mərkəzini maddi istehsal sferasından tələb sferasına keçirilməsindən ibarətdir.

Vergi sisteminin islahatlaşdırılmasının digər istiqaməti şəraitin yaradılmasından ibarətdir. Hansı ki, dövlətin köməyi ilə iqtisadiyyatın özəl sektoru vergi yükünün azaldılmasına güzəşt hüququ qazanmağa şərait yaradır. Dövlət tənzimlənməsinin müvafiq mexanizminin ideyası ondan ibarətdir ki, müəssisəyə istehsalın səmərəliliyinin yüksəldilməsi hesabına artan mənfəətdən tutulan verginin bir hissəsi qaytarılır.

Dövlət tənzimlənməsinin baxılan mexanizmi səmərəli fəaliyyət göstərən bazar subyektlərinin cari gəlirlərinə vergiqoymada repressiv şkalanın istifadə olunması deməkdir. Bu bir tərəfdən müəssisələrin investisiya aktivliyinin artırılmasına əlavə stimül yaradır, digər tərəfdən isə – sahələrarası zəncirvari qarşılıqlı təsir əsasında investisiya tələbinin artması hesabına «investisiya multiplikatoru» mexanizminin işləməsini təmin edir.

Müvafiq alətin tətbiq olunması (müəyyən modifikasiyalarla) Voloqodski vilayətində sınaqdan keçirilmişdir. O, praktiki olaraq «Müəssisə vergi yükünün azaldılması hüququnu qazana bilər, dövlət isə ona kömək etməlidir» prinsipinin reallaşdırılmasını əks etdirir. Burada reinvestisiya olunan mənfəətin vergiqoymadan azad edilməsinin ənənəvi yanaşmalarının və ya bazar iqtisadiyyatı əsasında inkişaf etmiş ölkələrdə geniş tətbiq olunan investisiya əlavəsi, hansı ki, korporasiyalara investisiya xərclərində mənfəət vergisinin 6-8% həcmində azaldılmasının da əhəmiyyəti vardır.

Müəssisənin şəxsi vasitələri hesabına investisiyanın genişləndirilməsi onların mülkiyyətinə diferensial vergiqoyma əsasında da mümkündür. Müvafiq yanaşmanın məqsədi əsas fondların strukturunun yaxşılaşdırılmasının stimullaşdırılması ilə bağlıdır. Məsələn burasındadır ki, Rusiyada inkişaf etmiş sənaye ölkələrindən fərqli olaraq istehsal prosesinə xidmət edən əsas fondların passiv hissəsinin (bina, qurğular və s.) payı hələdə artıq çoxdur. Əsas fondların istehsal prosesində birbaşa iştirak edən aktiv hissəsinin (maşınlar, avadanlıqlar və s.) payı isə müvafiq olaraq azdır.

Müəssisənin əmlakına vergiqoymanın diferensiasiyasının mahiyyəti aşağıdakı məqamlarla müəyyən olunur. İstehsal aparatının rəqabətqabiliyyətliliyinin artırılması məqsədilə innovasiya texnologiyalarına yatırımlara vergi tətilləri təqdim olunur. Belə yanaşma yalnız əsas fondların aktiv hissəsinə tətbiq olunmada genişlənməlidir. İstismarda olan əsas fondların aktiv hissəsinə münasibətdə vergiqoymanın aşağı salınmış dərəcələri tətbiq olunur. Balansda olan, fiziki və mənəvi aşınmış əsas fondlara isə yüksəldilmiş vergi dərəcələri tətbiq olunur ki, bu da onların silinməsinə genişləndirir. Yüksəldilmiş vergi dərəcələri müəssisənin əmlakının qeyri-istehsal hissəsinə də (sanatoriyalar, maşınlar, yaxtalar və s.) tətbiq olunur, hansı ki, istehsala istiqamətləndirilmiş investisiyalardan müvafiq istiqamətdə istifadənin qarşısının alınması məqsədi ilə reallaşdırılır.

İnvestisiya aktivliyinin stimullaşdırılmasının mühüm istiqamətlərində bir də investisiya vergi kreditlərinin tətbiqi sferasının genişləndirilməsidir. Vergi məcəlləsinin birinci hissəsinə müvafiq olaraq – onlar özündə vergi ödənişinin müddətinin ehtəyərliklərini əks etdirir ki, bununla təşkilat vergi ödənişində müəyyən vaxt ərzində və müəyyən hədd daxilində vaxt qazanır və hesablanmış faiz və kredit məbləğini mərhələlərlə ödəyir.

*İnvestisiya vergi krediti* – vergi orqanları ilə kredit razılaşması əsasında müəssisənin əsas fondlarının yenilənməsi və investisiya aktivliyinin stimullaşdırılması məqsədilə vergi ödənişindəki möhlətdir.

Dövlət tənzimlənməsinin investisiya vergi kreditləşdirilməsi alətindən müxtəlif səviyyələrdə büdcə və kontoragentlər qarşısında öhdəliyi olmayan müəssisələr istifadə edə bilər. Bununla yanaşı, müəssisənin investisiya məqsədilə belə kredit almaq hüququndan istifadə etməklə vergi ödənişlərinin yüksəlməsi halında baxılan kredit üzrə müddətin artırılmasının və faiz dərəcələrinin aşağı salınmasının qaydasının müəyyənləşdirilməsi tələb olunur.

Dövlətin investisiya siyasətinin bütün bu tədbirləri müəssisənin şəxsi investisiya potensialının yüksəldilməsinin təmin olunmasına istiqamtləndirilir. Cəlb olunmuş vəsaitlərin və istiqrazlar həcmının artırılması hesabına investisiya imkanlarının artırılmasının da az rolu yoxdur, hansı ki, o da dövlət tənzimlənməsində tətbiq olunan metodların inkişafını tələb edir.

İqtisadiyyatın real sektorunun uzunmüddətli investisiyalarla təmin olunmasında qiymətli kağızlar bazarının rolunun artırılması üçün dövlət tənzimlənməsinin məqsədəuyğun tədbirlər sistemi tətbiq olunmalıdır. Qiymətli kağızların emissiyasına verginin azaldılması və investisiya fondlarında paya malik olan şəxsi investorlara vergi güzəştlərinin edilməsi zəruridir. Qiymətli kağızlar bazarında olan investorların gəlirlərinə verginin müəyyənləşdirilməsi və dərəcələrinin tətbiq olunmasında da qayda yaradılmasına ehtiyac duyulur (qiymətli kağızların əldə olunmasına sərf olunan xərclərə müvafiq vergiqoyma bazasının azaldılması, dividendlərə gəlir vergisi səviyyəsində dərcənin tətbiqi və s.). Bunları emissiya proseduruna, səhmlərin onların qeydiyyatına alınmasına qədər əldə olunmasına qoyulan qadağa və onların yerləşdirilməsi dövrünə qədər təkrar bazarda əməliyyatlara icazə alınması da daxil olmaqla aid etmək olar. Yaxşı olardı ki, qiymətli kağızların dövlət qeydiyyatı proseduru sadələşdirilsin.

Aktivlərin çıxarılmasının, qeyri-qanuni sövdələşmələrin aparılmasının, inkişaf etmiş ölkələrdə qəbul olunmuş səhmdar hüquqlarının pozulmasının aradan qaldırılması üçün Korparativ məəcəlsə xüsusilə zəruridir. Qiymətli kağızlar bazarına əhəmiyyətli təsir müvafiq bazarda işləyən investolrlar üçün ciddi və şəffaf uçot standartlarının tətbiqi vasitəsilə mümkündür. Nəhayət,

fond bazarında maliyyə alətləri spektrinin genişləndirilməsi üçün zəruri şəraitin yaradılmasında, dövlət istiqrazları bazarının bərpa olunması, ipoteka və digər qiymətli kağızlar bazarının inkişafı da daxil olmaqla çox işlər görmək olar.

### **1.3. İnvestisiya layihələrinin əsaslandırılmasının və qiymətləndirilməsinin metodoloji əsasları**

İqtisadiyyatın müxtəlif sahələrinə investisiyaların qoyuluşu Azərbaycan iqtisadiyyatının sürətli inkişafının əsas şərtlərindən biri sayılır. İnvestisiya fəaliyyətinin inkişafı zamanı iqtisadiyyatın təşəkkülü və inkişafı təmin edilir, müəssisələr modernləşdirilir, yeni əmtəə və xidmətlərin istehsalının mənim-sənilməsi təmin edilir.

Lakin müasir investisiya prosesinin bütün müsbət cəhətlərinə baxmayaraq, bir çox mütəxəssislər tərəfindən Azərbaycanda investisiya mühitinin hələ də lazimi səviyyədə olmamasının əsas səbəbləri aşağıdakılar hesab edilir: investisiya qanunvericiliyinin nöqsanları, bank sisteminin qeyri-sabitliyi; mülkiyyətçilərin hüquqlarının müdafiə olunmaması; investisiya siyasətinin xarici investora yönümlü olması; idarəetmə strukturlarının potensial yerli investora maraqlandırmada arzusunda olmaması və ya bunu bacarmaması.

Son illər investisiya cəlb ediciliyinin təhlili fundamental elmi tədqiqatların obyektinə sayılır. Elmi ədəbiyyatların və normativ sənədlərin əksəriyyətində “investisiya cəlb ediciliyi” və “investisiya mühiti” anlayışlarını çox vaxt eyniləşdirirlər. “İnvestisiya cəlb ediciliyi” anlayışının müəyyən edilməsində vahid fikir yoxdur. Belə ki, tədqiqatçıların çoxu hələ indiyə qədər onu müəssisənin maliyyə vəziyyəti ilə eyniləşdirirlər ki, investisiya cəlb ediciliyi birbaşa olaraq müəssisənin həyat tsikli fazası ilə əlaqədardır.

Bir çox müəlliflərin fikrincə, investisiya cəlb ediciliyi üç şərtəndir: əlverişli investisiya situasiyasından, iqtisadi sistemlərdəki investisiya mühitindən, investora əlavə xeyir gətirən müəyyən üstünlüklərin mövcudluğundan asılıdır (98). Bizim fikrimizcə, investisiya cəlb ediciliyinin müəyyən edilməsinə son yanaşma daha



aktual və dəqiq sayılır, çünki bu, investisiya layihəsinin innovasiya üstünlüklərini nəzərə almağa imkan verir. İntestisiya cəlbədiciliyi-investora əlavə mənfəət gətirən və investisiya qoyuluşu riskini azaldan əlverişli investisiya və innovasiya şərtlərinin və üstünlüklərinin məcmusudur.

Cədvəl 3-də təsərrüfatçılığın müxtəlif səviyyələrində investisiya prosesinin tərkibi verilmişdir. Cədvəlin məlumatlarından göründüyü kimi, investisiyalaşmanın müxtəlif səviyyələrində sərmayəçilər adından özəl investorlar çıxış edə bilirlər ki, bu da onların investisiya fəallığının geniş əhatəsindən xəbər verir.

«İntestisiya mühiti» anlayışı mürəkkəbliyi və kompleksliliyi ilə fərqlənir, ona həm makro, mikro, həm də mezo səviyyədə baxıla bilər.

**Cədvəl 1.1.**  
**İqtisadi sistemlərin inkişafının investisiya prosesinin tərkib hissələri**

Səviyyələr	İntestisiyalaşma obyektı	İntestitorlar	İntestisiya cəlbədiciliyinin qiymətləndirilməsi
Mikrosəviyyə	- layihə - müəssisə - təşkilat	- fiziki şəxs - hüquqi şəxs	- investor
Sahəvi səviyyə	- sahə müəssisəsi - sahəvi layihələr - sahə	- fiziki şəxs - hüquqi şəxs - dövlət	- investor - sahə - dövlət
Mezosəviyyə	-regionun müəssisəsi -regional proqramlar	-dövlət hakimiyyətinin regional orqanları -maliyyə-kredit şirkətləri - özəl investitorlar - dövlət	- investor - dövlət -dövlət hakimiyyətinin ərazi orqanları
Makrosəviyyə	- milli layihə -ümumdövlət layihəsi	- özəl investitorlar -investisiya fondları -maliyyə-kredit şirkətləri - dövlət	-iri konsaltinq şirkətləri -ixtisaslaşmış dövlət müəssisələri

İntestisiya mühiti anlayışı nəzərdən keçirilərkən investisiyalaşmanın elə şərtlərinin mövcudluğu aşkara çıxır ki, onlar bu və ya digər investisiyalaşma obyektinin seçilməsində investitorun üstünlük vermə qabiliyyətinə təsir edir. Makrosəviyyədə bu anlayış özündə investisiyalaşmanın siyasi (qanunvericilik də daxil olmaqla), iqtisadi və sosial göstəricilərini birləşdirir ki, bu da bütün proses

iştirakçıları üçün layihələrin investisiyalaşması, ödəmə müddəti və reallaşma əlverişliliyi şərtləri üzrə potensial investorların, dövlətin və regional hakimiyyətin münasibətləri vasitəsilə meydana çıxır. Mikro səviyyədə investisiya mühiti özünü investor və təsərrüfat subyektlərinin: malgöndərənlərin, müştərilərin, bankların, bank olmayan maliyyə strukturlarının, eləcə də müəssisələrin həmkarlar ittifaqlarının və əmək kollektivlərinin ikitərəfli münasibətləri vasitəsilə göstərir.

Makro və mikro səviyyədə investisiya mühiti anlayışı investorlar tərəfindən vahid tam kimi qəbul edilir, çünki hökumətin əlverişli investisiya mühitinin formalaşması üzrə qanunvericilik və hüquqi-normativ təsirləri yerli hakimiyyət orqanları tərəfindən təcrid oluna bilər, yerli səviyyədə xarici investisiyalar üçün imtiyazlı təsərrüfat rejiminin yaradılması üzrə təsirləri çox vaxt ümumi iqtisadi dövlət tənzimlənməsinə bəzi düzəlişləri kompensasiya edə bilər. Son vaxtlar investor və dövlət arasında qarşılıqlı münasibətlərin məhz bu tərəfi həlledici sayılır.

Beləliklə, investisiya mühiti-investisiyalaşma obyektinin investisiya cəlbədiciyyətinə təsir göstərən müxtəlif makro, mezo və mikro xarakteristikalarının məcmusudur. Burada investisiyalaşma obyekti kimi həm ayrıca investisiya-innovasiya layihəsi, həm də müəssisə, korporasiya, şəhər, region, sahə, dövlət, eləcə də iqtisadi sistemin, onun investisiya potensialını və investorların fəaliyyət şərtlərini xarakterizə edən investisiya fəaliyyətinin inkişafına və genişlənməsinə obyektiv imkanın inikasını çıxış edir.

İnvestisiya mühiti dedikdə, investisiya fəaliyyətinin bir-birilə qarşılıqlı əlaqədar olan proseslərinin və şərtlər məcmusunun geniş dairəsinin təsiri altında formalaşan münasibətlər sistemi başa düşülür.

İnvestisiya cəlbədiciyyətinin digər tərkib hissəsi investisiya potensialı sayılır ki, bu da müxtəlif özəl potensiallardan: resurs-xammal, istehsal, innovasiya, institusional, infrastruktur, maliyyə, istehlak və əmək potensiallarından təşkil olunur. Başqa sözlə desək, investisiya potensialı-investisiya üçün və həmin investisiyalaşma sferası və obyektlərinin mövcudluğu və müxtəlifliyindən, həm də

iqtisadi sistemin inkişafından asılı olan obyektiv ilkin şərtlərin cəmi şəklində təsərrüfat subyektlərinin makroiqtisadi, mezoiktisadi və mikroiktisadi innovasiya imkanları nəzərə alınan özəl potensial göstəricilərin məcmusudur

Fikrimizcə, investisiya cəlbediciliyi ölkəyə, sahəyə, regiona, konkret investisiya obyektinə tətbiq edilən anlayış olmaqla, yalnız bu və ya digər investisiya obyektinin nə dərəcədə müəyyən investorun məqsədlərinə uyğun gəlməsinə ifadə edir. Bunlar eyni vaxtda investisiya cəlbediciliyi konkret investisiyalaşma obyektini əvvəlcə ideya formasında özündə, xüsusilə də reallaşma obyektinə investisiyaların idarə edilməsi üzrə yeni texnologiyaları birləşdirən biznes layihənin işlənməsi formasında xarakterizə edir.

İnvestisiya fəaliyyətinə daha böyük təsiri qanunvericilik təminatı göstərir. Azərbaycanda investisiya fəaliyyətini tənzimləyən əsas hüquqi aktlar sırasına “İnvestisiya fəaliyyəti haqqında”, “Xarici investorların hüquqlarının qorunması haqqında” qanunlar, eləcə də regional normativ aktlar daxildir.

İnvestisiya cəlbediciliyinin idarə edilməsinə iki əsas yanaşma mövcuddur. Birinci yanaşma zamanı investisiya cəlbediciliyinin idarə edilməsi yalnız müəssisə aktivlərinin formalaşması və istifadə edilməsi, eləcə də investisiya portfelinin qiymətləndirilməsi ilə əlaqəndirilir. İkinci yanaşma fəaliyyət növləri üzrə əməliyyat, investisiya və maliyyə əməliyyatları üzrə: pul axınlarının idarə edilməsini nəzərdə tutur ki, bu da bütövlükdə investisiya cəlbediciliyinin formalaşmasına təsir göstərməyə imkan verir.

İnvestisiya cəlbediciliyinin idarə edilməsi tələb olunan investisiya həcminin əldə edilməsinə yönəldilən tədbirlərin işlənilməsinə hazırlanmasına gətirib çıxarmalıdır ki, bu da investisiya strukturunun, onun tənzimlənməsi üzrə tədbirlərin müəyyən edilməsini nəzərdə tutur.

Son vaxtlar dövlət öz imkanlarını (qanunvericilik, maliyyə, institusional) investisiyanın məzmunlu xarakterində cəmləşdirərək, şüurlu surətdə onlara innovasiya əsası daxil edərək investisiyanın cəlb olunması prosesinin idarə edilməsindən innovasiya layihələrinin investisiya cəlbediciliyinin formalaşmasına

keçmişdir. Belə yanaşma fondlar dövlət zəmanəti hesabına investisiyalaşmanın innovasiya sferasına vəsait qoyuluşlarının risklərini minimumlaşdırmağa imkan verir. Lakin eləcə də investisiyalaşmanın qeyri-innovasion cəlbediciliyinin idarəetmə səviyyəsini gücləndirmək də məqsədəuyğundur. Burada Azərbaycanın və onun regionlarının investisiya cəlbediciliyinin yüksəlməsinə kömək edən əlavə vergi güzəştləri, normativ aktlar nəzərdə tutulur ki, bu da ölkə iqtisadiyyatına potensial investorların vəsaitlərini cəlb etməyə imkan verir.

Hazırda investisiyalaşma obyektlərinin investisiya cəlbediciliyinin qiymətləndirilməsi metodikalarının çoxluğu mövcuddur. Onları üç əsas metodikaya ayırmaq olar: (99) ərazinin investisiya cəlbediciliyinin qiymətləndirilməsi; müəssisənin investisiya cəlbediciliyinin qiymətləndirilməsi; konkret layihələrin investisiya cəlbediciliyinin qiymətləndirilməsi. İqtisadi sistemlərin investisiya cəlbediciliyinin qiymətləndirilməsi zamanı kredit reytingləri haqqında, regionun investisiya mühiti haqqında informasiya zəruridir ki, bu da öz növbəsində innovasiyaların istifadə imkanları ilə müəyyən edilir. Bundan sonra, real investisiya cəlbediciliyi haqqında nəticə çıxarmaq və investisiyalaşma obyektinə müəyyən investisiya rəngi vermək mümkün olur.

Müasir Azərbaycan iqtisadiyyatı üçün investisiya cəlbediciliyinin qiymətləndirilməsinin əsas metodları pul axınlarının diskontlaşdırılmasına (PAD) əsaslanan metodlar sayılır, investisiya təşkilatının fəaliyyətinin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsini isə onların dinamikasına görə həyata keçirmək lazımdır. Bunlardan əsasları aşağıdakılardır: xalis çevrilmiş dəyər metodu; annuitet metodu; təkrar olunan məbləğlərin müasir dəyərinin hesablanması üsulu; təkrar olunan məbləğlərin gələcək son dəyərinin hesablanması üsulu; son gələcək dəyərin bölüşdürülməsi; rentabellik metodu; daxili mənfəət norması.

İnvestisiya layihəsi 3 inkişaf mərhələsindən keçir:

- layihənin işlənilib hazırlanması mərhələsi;
- investisiyalaşma mərhələsi;
- istismar mərhələsi.

İnvestisiya layihəsinin tətbiqi və reallaşmasının işlənilib hazırlanmasına xərc məlumatlarının qiymətləndirilməsi nəticəsində investisiya cəlbediciliyi layihəsinin ödənməsi düsturunu çıxarmaq olar:

$$GDX+IQX+CX\leq G,$$

Burada, GDX-gələcək dövrün xərcləri;

IQX-istehsalqabağı xərclər;

CX-cari xərclər;

G-investisiya-innovasiya layihəsindən gəlirdir.

İnvestisiyanın iqtisadi artıma təsirinin mövcud konsepsiyalarının aparılmış müqayisəli təhlili bəzi xüsusiyyətlərin aşkar edilməsinə və aşağıdakı nəticələri çıxarmağa imkan verdi:

1.İqtisadi artıma şərait yaratmaq üçün investisiya siyasətini üstün olaraq elmtutumlu sahələrə yönəltmək, innovasiyaların müəssisələrdə, texnoparklarda cəmləşdirilməsi, müstəqil innovasiya fəaliyyəti üçün şəraitin yaradılması istiqamətləri üzrə investisiya siyasətini təkmilləşdirmək zəruridir;

2.İnvestisiya strukturunun bütün ünsürləri bu və ya digər dərəcədə bir-biri ilə qarşılıqlı əlaqədədir. Odur ki, iqtisadi artımın ilkin şərtlərinin formalaşması üçün hansısa ayrıca götürülmüş sahə üçün təkçə, məsələn, texnoloji strukturu istifadə etmək olmaz, onu müstəsna dərəcədə regionun, ölkənin bütün iqtisadiyyatı ilə qarşılıqlı əlaqədə istifadə etmək lazımdır.

3.İqtisadi artım, ÜDM-in dəfələrlə artması kimi problemlərin həlli, yoxsulluq probleminin həlli və əhalinin həyat səviyyəsinin yüksəldilməsi xeyli dərəcədə investisiya fəaliyyətinin fəallaşdırılmasından asılıdır. Hesab edirik ki, müasir mərhələdə Azərbaycan Hökumətinin başlıca vəzifələrindən biri, hər şeydən əvvəl, ölkədə investisiya mühitinin yaxşılaşdırılması üçün ardıcıl və balanslı iqtisadi siyasətin aparılması sayılır.

İnvestisiya cəlbediciliyinin qiymətləndirilməsi zamanı investor əsasən layihəni daha çox mənfəət almaq, qoyulmuş vəsaitlərin sürətli dövriyyəsi, kapital qoyuluşu riskinin minimumlaşdırılması məqsədilə qiymətləndirir. Lakin layihənin təşəbbüskarı

üçün layihənin reallaşmasından mənfəət alınması başlıca məqsəd deyil. Fikrimizcə, layihənin təşəbbüskarının (ölkə, sahə, region, müəssisə) əsas məqsədi iqtisadi-sosial amillərin istifadəsi hesabına iqtisadi artımın yüksəldilməsindən ibarətdir. Təcrübədə bu cür artım daha çox kapital qoyuluşu tələb edən iri layihələr sayılır. Lakin iri innovasiya layihələrinə investorların axtarışı uzun vaxt tələb edir. Bu problemin həlli üçün bizim tərəfimizdən investisiya alt layihələrini əmələ gətirən “innovasiya layihələrinin investisiya cəlbəediciliyinin ən mühüm amilləri” anlayışı təklif olunur. Məhz bu amillərin mövcudluğu şəraitində iqtisadiyyatın müxtəlif sahələrinin daha optimal inkişafı baş verir.

Həmin amilləri üç altlayihədə: iqtisadi, sosial və ekoloji altlayihədə qruplaşdırmaq və ümumiləşdirmək olar.

Innovasiya-investisiya layihəsinin reallaşması modelin mahiyyəti ondan ibarətdir ki, layihənin bu cür bölgüsü innovasiya-investisiya layihəsinin reallaşmasının ayrı-ayrı istiqamətləri üzrə bir neçə investorun cəlb olunmasına imkan verir. Bu isə öz növbəsində vaxtı innovasiya-investisiya layihəsinin işlənilməyə hazırlanma müddətindən onun son reallaşma tarixinə qədər azaltmağa imkan verir, potensial investorun axtarışını asanlaşdırır. Belə ki, ayrı-ayrı investorların kapital qoyuluşlarının həcmi bir qayda olaraq aşağı olacaqdır ki, bunun da hesabına kapitalın dövriyyə sürəti azalacaqdır.

Layihənin bütün həyat dövrü ərzində (hesablaşma dövrü) investisiya qabağı tədqiqatlardan başlayaraq onun kəskinləşməsinə qədər layihə ilə əsaslandırılmış pul axınlarını nəzərə almaq lazımdır. Vaxt amilinin nəzərə alınması məcburi şərtlərdən biridir. Bu layihənin və onun iqtisadi mühitinin vaxta görə dəyişilməsinin qiymətləndirməyi nəzərdə tutur. Müxtəlif dövrlərin xərclərinin və ya nəticələrinin qiymətinin qeyribərabərliyi nəzərə almaq lazımdır. Investisiya layihələrinin işlənilməyə hazırlanmasında layihənin reallaşdırılmasını müşayiət edən inflyasiyanın, qeyri müəyyənliklərin və risklərin təsirini heç bir vəçlə saymaq olmaz. Layihə üçün yalnız real mövcud olan pul mədaxilləri və ödəmələr əhəmiyyət kəsb edir. Layihənin ssenarilərinin onun faktiki reallaşdırılması ilə müqayisəsi, həmçinin onun həyata

keçirilməsindən imtinan dəlilləri məcburidir. Sosial və ekoloji sferalar da daxil olmaqla bütün qarışıq sferalarda layihənin daha mühüm nəticələrini nəzərə almaq lazımdır. Mühüm prinsiplərdən biri diskontlaşma normalarının fərdi qiymətləri ilə əlaqədar müxtəlif iştirakçıların və kapitalın dəyərinin müxtəlif qiymətlərinin bir-birinə uyğun gəlməmələrinin nəzərə alınmasıdır. İnvestisiya layihələrinin səmərəliliyinin mərhələli qiymətləndirilməsi də nəzərdə tutulur.

Layihənin reallaşdırılmasının spesifikasiyası nöqtəyi -nəzərdən qiymətləndirmə prinsiplərinin ən əhəmiyyətliyinə baxaq.

Birincisi, ümumi şəkildə investisiya təkliflərinin qısa və dürüst ifadə edilmiş layihənin ideyalarına jəvirmək məqsədilə investisiya imkanlarının tədqiqini investisiyaqabağı fazaya daxil edilməlidir. İnvestisiyalaşdırmaya dair qərarları qəbul etmək, habelə, layihəni reallaşdırmağın məqsəduyğununa dair ekspert rəyi üçün daha tam informasiyaları vermək məqsədilə texniki iqtisadi əsaslandırma hazırlamaq məcburidir.

İkincisi, investisiya fazasında layihənin həyata keçirilməsinin hüquqi, maliyyə və təşkilatı əsasları dəqiq müəyyən edilməlidir. Zəruri layihə-axtəriş işlərini görmək, bütün danışıqları tamamlamaq və müqavilələr bağlamaq lazımdır. Torpaq və əvəzlilik alınmalı, tikinti və quraşdırma işləri aparılmalı, heyət yığılmalı və öyrədilməli, obyekt təhvil verilməli və istismara buraxılmalıdır.

Üçüncüsü, istismar fazasına xüsusi əhəmiyyət verilir. O, investisiya qabağı və investisiya məsələlərində işlərin keyfiyyətlə yerinə yetirilməsi ilə qırılmaz qarşılıqlı əlaqədə layihənin reallaşdırılmasının faktiki səmərəliliyi üzə çıxarır.

*İnvestisiya layihələrinin pul axınlarının təsnifatı*

Fəaliyyət növü	Pul vəsaitlərinin daxil olması	Pul vəsaitlərin ödənilməsi
İstehsal (əməliyyat) fəaliyyəti	Məhsulun reallaşdırılmasından mədaxil; sair daxilolmalar	Xammal və materialların alınması; əməyin ödənilməsinə xərclər, xalis dövriyyə kapitalının artırılmasına xərclər; sığorta rüsumlarının və vergilərin ödənilməsi
İnvestisiya fəaliyyəti	Qiymətli kağızlara investisiyalardan gəlirlər; aktivlərin satışından gəlirlər; filiallardan daxil olmalar	Əsas kapitalın əldə edilməsinə; layihənin investisiya mərhələsində dövriyyə kapitalının formalaşmasına xərclər
Maliyyə fəaliyyəti	Qiymətli kağızların satışından daxilolmalar; alınmış istiqrazlar	Kreditlər üzrə ödəmələr; dividendlərin ödənilməsi

İnvestisiyaların səmərəliliyinin qiymətləndirilməsinin mühüm prinsiplərindən biri də müxtəlif dövrlərin pul mədaxillərinin və diskontlaşdırma yolu ilə ödəmələrin müqayisəsində vaxt amilinin uçotunun zəruriliyindən ibarətdir. Burada onların layihə dövrünə gətirilməsi müvafiq diskontlaşdırma əmsalına vurmaq yolu ilə həyata keçirilir:

$$G_t = (1+E)^{-t}$$

burada  $E$  – diskontlaşdırma norması;  $t$  – layihə dövrü ilinin sıra nömrəsidir.

Diskontlaşdırma normaların iqtisadi mahiyyəti odur ki, o avanslaşdırılan kapital vahidi hesabla investora minimum icazə verilən gəlirin miqdarını əks etdirir. İncəsənət əslində fərziyyəyə əsaslanır ki, onun həmişə diskontlaşdırma normasına bərabər gəlirlə müvəqqəti pul vəsaitini alternativ layihəyə qoymaq imkanları ola bilər. Aşağıda diskont normasının müəyyən edilməsinin aktual probleminin iki əsas konsepsiyasına qısa şəkildə baxılır - «alternativ gəlirlilik» və «kapitalın ehtimal olunan dəyəri» konsepsiyası. Alternativ gəlirlilik konsepsiyası çərçivəsində risksiz diskont norması ya yüksək kateqoriyada möhkəm bankların depozit stavkaları səviyyəsində müəyyən edilir.

Diskont normasını həm də  $I$ .Fişerin düsturu ilə də müəyyən etmək olar:

$$E = i/100 + q/100 + i/100 \times x/100,$$



Burada  $i$  – inflyasiyanın sürətləri (qəbul edilmiş intervala görə %)

$r$  – mənfəətin real norması

«Kapitalın ehtimal olunan dəyəri» konsepsiyası jərjivəsində diskont norması aşağıdakı qaydada hesablanır

$$E = W_d X E_d + W_g W T_g + W_a + X E_a + W_s X E_s,$$

Burada  $W_d$ ,  $W_d$ ,  $W_d$ ,  $W_d$ - layihəni reallaşdırmaq üçün lazım olan və borç öhdəliklərinə müvafiq olaraq, imtiyazlı və sadə səhmlərin buraxılması, habelə, müəssisənin özünün – layihənin təşəbbüskarlarının bölüşdürülməmiş mənfəəti hesabına çəlb olunan kapitalın xüsusi jəkisi;  $E_d, E_p, E_a, E_s$  – qeyd olunan hər bir element üzrə kapitalın dəyəri.

Diskont normasının müəyyən edilməsinə dair qeyd olunan düstur (3) alternativ gəlirlilik konsepsiyasının modifikasiyası olan yuxarıda baxılmış metodlardan ümumiyyətlə fərqlənir. İnvəstor burada nəticə etibarilə «İnvəstisiya layihəsinin reallaşdırılması ona sadə alternativə nisbətən yüksək gəlirlilik səviyyəsini təmin edəcəkmi, sualına cavab axtarır. Əgər o diskont normasına ekvivalent olan kapitalın dəyərinə əsaslanarsa, onda hakim sual başqa çür qoyulur: «Layihəni həyata keçirdikdə investisiyalar öz dəyərlərindən yüksək səviyyəsini təmin edəcəkmi?»

Metodik tövsiyələrdə müxtəlif növlərdə diskont normaları göstərilmişdir. Kommersiya norması bir qayda olaraq alternativ gəlirlilik konsepsiyasına əsasən müəyyən edilir. Diskontun özünün xüsusi normasını layihə iştirakçıları sərbəst qiymətləndirirlər. Doğrudur layihənin bütün iştirakçıları kommersiya diskontuna meyl etdikdə, prinsipçə, reallaşdırılmış yanaşma da mümkündür. Yüksək sosial əhəmiyyətə malik layihələr üçün sosial diskont norması müəyyən edilir. O, investisiya layihəsinin reallaşdırılmasının neçə dəyərlər, ictimai səmərəsinə minimum tələbləri xarakterizə edir. Adətən o mərkəzləşdirilmiş qaydada müəyyən edilir.

Layihənin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsinin mühüm prinsipi yalnız qarşıdakı layihənin həyata keçirilməsinin gedişində daxilolmaları və valyutanı nəzərə almaqdır. Layihədə istifadə olunan əvvəllər yaradılmış aktivlər, onların

yaradılmasına çəkilmis xərçlərin alternativ dəyəri ilə yox, onlardan daha yaxşı alternativ istifadə imkanı ilə əlaqədar, əldən buraxılmış maksimum nəticəni əks etdirən alternativ dəyər kimi qiymətləndirilir.

## **FƏSİL II INVESTISIYA LAYIHƏLƏRİNİN MALİYYƏLƏŞDİRİLMƏSİ MƏNBƏLƏRİ VƏ QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ MƏXANİZMİ**

### **2.1. İnvestisiya fəaliyyətinin maliyyələşdirilməsi mənbələri və metodları.**

İnvestisiya layihəsi üzərində işlərin əsas mərhələlərindən biri onun maliyyələşdirilməsinin optimal sxeminin qurulmasıdır. Həmin sxem real pul axınlarını əks etdirir və layihə üçün vəsaitlərin yekun vəziyyətini səciyyələndirir.

Hər bir iştirakçıdan daxil olan pul axınları və xərclər vaxt baxımından əlaqələndirilməlidir. Əgər bu proses düzgün qurularsa müəyyən dövrlərdə layihə izafi vəsaitlərin toplanması yaxud gözlənilmədən vəsait qıtlığı ilə üzləşə bilər. Pul vəsaitlərinin qıtlığı qısa müddət adətən daha yüksək faizlə əlavə kredit resurslarının cəlb olunmasına məcbur edir. Ona görə də maliyyələşdirmə sxeminin hazırlanmasında layihənin maliyyə təminatlığı şərtinin yerinə yetirilməsi üçün pul vəsaitlərinin qənaətbəxş olması təhlil edilir və cəlb olunan vəsaitlərə tələbat müəyyənləşdirilir.

### **İnvestisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsi**

Maliyyələşdirmə formaları	Maliyyələşdirmə mənbələri
Xüsusi maliyyə resursları	Mənfəət Amortizasiya ayırmaları Sığorta hadisələrinə görə ödəmələri
İnvestorun təsərrüfatdaxili ehtiyatları	Mənfəət Amortizasiya ayırmaları Vətəndaşların yığıcı və əmanətləri
Borc maliyyə vəsaitləri	İstiqrazlar Bank kreditləri Büdcə kreditləri
Lizinq	Maliyyə lizinqi Operativ lizinq Qaytarılan lizinq
İnvestisiya ayırmaları	Dövlət büdcəsi Yerli büdcələr Büdcədən kənar fondlar
Xarici investisiyalar	Xarici fiziki və hüquqi şəxslərin kapitalı
Beynəlxalq investisiyalar	Dünya Bankının, Avropa Yenidənqurma və İnkişaf Bankının kreditləri Beynəlxalq fondların, agentliklərin və iri sığorta şirkətlərinin vəsaitləri

İnvestisiya layihələrinin və proqramlarının reallaşdırılması üçün zəruri olan resursların cəlb olunması haqqında məsələ investisiya qərarlarının texniki – iqtisadi əsaslandırılmasının mütləq elementi kimi çıxış etməklə müəssisənin investisiya fəaliyyətinin planlaşdırılmasında vacib yer tutur. Planlaşdırmanın bu aspekti aşağıdakı məqsədlərə xidmət edir:

- 1) İnvestisiya fəaliyyətinin ahəngdar maliyyələşməsinin təmin edilməsinə;
- 2) Müəssisənin öz vəsaitlərinin daha effektiv istifadəsi ( istehlak və yığımın məqbul proporsiyalarının müəyyən edilməsi );
- 3) Ayrı – ayrı layihələrin iqtisadi effektivliyinin və bütövlükdə firmanın dəyərinin yüksəldilməsi;
  - 4) Həm ayrı – ayrı layihələrin, həm də onların reallaşdırıldığı müəssisələrin maliyyə dayanıqlığının təmin olunması.
  - 5) Kapitalın cəlb olunması problemini iki bir – biri ilə qarşılıqlı əlaqədar olan istiqamətlər, yəni maliyyələşmə mənbələri və metodları üzrə tədqiq etmək lazımdır. Bu zaman qarşıda duran məsələlər kompleks təkcə investisiya deyil, həm də maliyyə menecmentinin vacib tərkib ünsürü sayılır.

Müəssisənin öz aktivlərinə investisiyanın uzunmüddətli maliyyələşmə mənbələri aşağıdakılardan ibarətdir:

- 1) Daxili vəsaitlər: amortizasiya, mənfəət, artıq aktivlərin reallaşmasından vəsaitlər;
- 2) Müəssisəyə rəğmən xarici vəsaitlər;
- 3) Borc vəsaitləri: bankların uzunmüddətli vəsaitləri, müəssisə istiqrazlarının emissiyası, qaytarma əsasında verilən müxtəlif səviyyəli büdcə vəsaitləri;
- 4) Cəlb olunmuş vəsaitlər: imtiyazlı və adi səhmlərin emissiyası, tərəfdaş yerli və xarici investorların nizamnamə fonduna haqları.

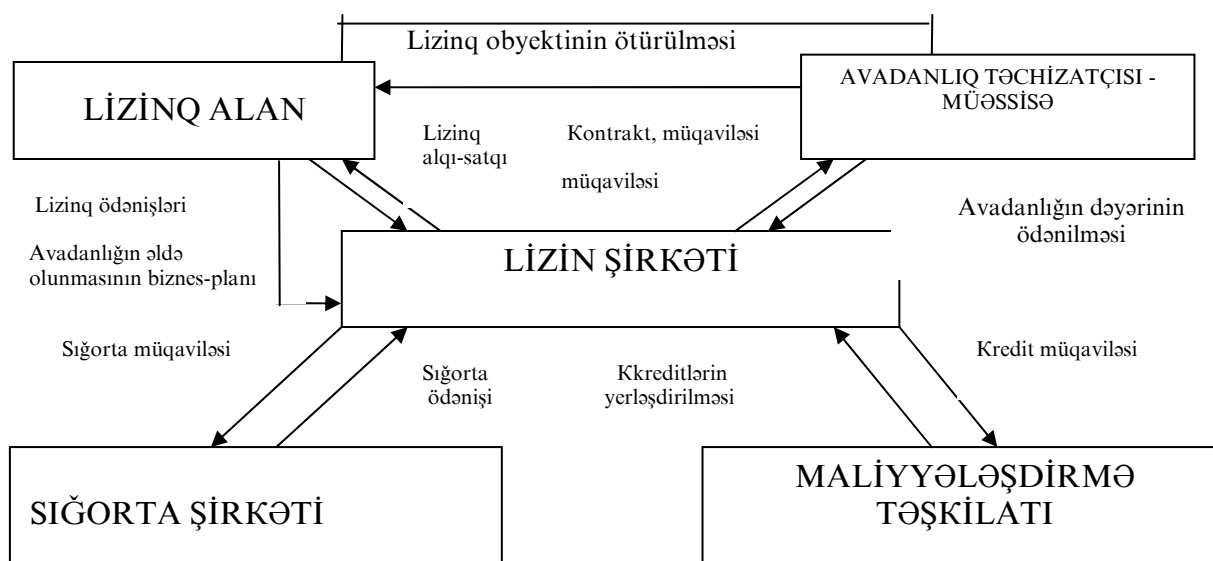
Bu cür bölgü prinsipi kifayət qədər sadədir: borc vəsaitləri üzrə öhdəliklərin yerinə yetirilməsi dəyişməzdir, o, sahibkarlıq fəaliyyətinin nəticələrindən asılı deyil. Cəlb olunmuş vəsaitlər dividendlərin ödənilməsinə nəzərdə tutmur, lakin

dividendlər hətta müəssisənin rentabelli olduğu halda mütləq sayılır. Bu məsələdə cəlb olunmuş vəsaitlər daxili mənbələrə yaxındır, onları sərbəst olaraq idarə etmək olar. Həm iqtisadi ədəbiyyatda, həm də mühasibat təcrübəsində onlar “ xüsusi kapital “ anlayışı altında birləşdirilir.

İnkişaf etmiş sənaye ölkələrində iqtisadiyyatın real sektoruna kredit qoyuluşunun ümumi həcmi ÜDM-un həcmi ilə mütənasibdir. Rusiyada bütün bank aktivlərinin payı son üç ildə ÜDM-in 3/1-ni aşmır. Hansı ki, kreditlərə də xarakterikdir və onların əsas fondlara qoyulan investisiya qoyuluşlarının ümumi investisiya qoyuluşlarındakı payı 5%-dən az təşkil edir. Şübhəsiz ki, bu müəssisələrin kütləvi kreditləşməsi üçün kifayət qədər kapitala malik olmayan və uzunmüddətli investisiya qoyuluşlarını reallaşdırma bilməyən rusiya bank sisteminin zəifliyini əks etdirir. Bu eyni zamanda müəssisələrin investisiya almağa hazır olmamasını da əks etdirir. O, hər şeydən əvvəl bank kredit komitələrinə təklif olunan investisiya təklifinin və effektiv mülkiyyətçinin olmamasında özünü göstərir.

İqtisadiyyatın real sektorunda bankların investisiya aktivliyinin canlanması bilavasitə «uzunmüddətli» passivlərin həcmnin artırılması ilə əlaqədardır. Hansı ki, əlverişli investisiya mühitünün formalaşdırıldığı təqdirdə əhalinin yığımları hesabına formalaşdırılır. 25 milyard dollar həcmində olan bu resursların ölü yük kimi deyil, milli iqtisadiyyatın inkişafı üçün işlədilməsi baxımından dövlət müvafiq mexanizmdən istifadə edir. Ola bilər ki, bank əməliyyatlarının dövlət zəmanəti haqqında qanunvericilik aktı qəbul edilsin. Məcburi ehtiyat normaları ilə əmanətlər arasında da əlaqə yaratmaq mümkündür (əmanətin müddəti nə qədər uzundursa, bir o qədər məcburi ehtiyat norması aşağıdır). Dövlət investisiya bazarının investisiya imkanını təmin edir və müvafiq bazarda işləyən investisiya institutlarının əhalinin pul vəsaitinin yerləşdirilməsindəki riskini azaldır (sığorta komitələri, qeyri-dövlət pensiya fondları, pay investisiya fondları və s.), mənzil tikintisində ipoteka kreditinin yayılmasını stimullaşdırır/

Sənaye cəhətdən inkişaf etmiş qərb ölkələrinin təcrübəsi göstərir ki, kapital qoyuluşlarının 25-30%-i lizinq hesabına maliyyələşdirilir.



Sxem 2.1. Lizinq əməliyyatının klassik sxemi

Lizinq onu alana bir sıra üstünlüklər verir. Belə ki, istehsalın genişləndirilməsi və onun kredit yaxud iri miqyaslı birdəfəlik ödəmə olmadan zəruri əsas fondlarla təmin olunması imkanı yaranır. Bu iqtisadiyyatın real sektorunun əksər müəssisələrinin kəskin ödəməmələr problemi və sərbəst pul vəsaitlərinin olmadığı şəraitində xüsusilə zəruridir. Lizinqin adi bank krediti ilə müqayisədə daha az dəyəri və yüksək səmərəliliyi (nəticədə lizinqə görə əlavə vergi güzəştləri və lizinq avadanlığının istismarına görə ödəmə qrafikinə optimallaşdırılması imkanının yaranması) vardır. Lizinq ödəmələri istehsal olunan məhsulun maya dəyərinə daxil edilir və bununla vergiyə cəlb olunan mənfəətin həcmi azaldır. Bununla yanaşı operativ lizinqdə təsadüfə qəzalara görə riskin mülkiyyətin sahibi olan lizinqverənin üzərinə keçirilməsi imkanları da vardır. Lizinq alan özünün əsas fondlarının yenilənməsi istiqamətindəki investisiya layihələrinin, biznes-planlarının işlənməsində lizinq şirkətinin təcrübəsindən istifadə edir.

Lizinq əməliyyatlarında iştirakından lizinq verən subyektdə üstünlükləri vardır. Belə ki, ayrılıqda banklar və onların qız müəssisələri üçün özlərinin

fəaliyyət dayanıqlılığının artırılması və onun diversifikasiya edilməsi, habelə maliyyələşmə alətlərinin genişlənməsi imkanları yaranır. Lizinq predmeti üzrə bütün ödəmələr başa çatdırılana qədər əmlak hüququnun saxlanması maliyyə riskinin azalmasına səbəb olur. Qanunvericiliklə vergi güzəştlərinin və lizinqin səmərəliliyinin yüksəldilməsi məsələləri də təsbit olunur.

Lizinq müxtəlif aspektlərdən təsnifləşdirmək olar.

Hər şeydən əvvəl lizinq müqaviləsinin iştirakçılarının tərkibinə görə *klassik lizinqi* qeyd edək, hansı ki, ona avadanlıq istehsalçısı, lizinq şirkəti və lizinq alan arasında üçtərəfli əlaqələr xarakterikdir. Bu əyani surətdə yuxarıda əks etdirilən sxem 8-dən aydın görünür. *Birbaşa lizinq* də istifadə olunur ki, bu zaman avadanlıq istehsalçısı eyni zamanda lizinq verən subyekt kimi də çıxış edir (iqtisadi məzmununa görə birbaşa lizinq arenda ilə identikdir, hansına ki, bizim halda lizinqin xüsusi halı kimi baxıla bilər). Lizinq əmliyyatının müxtəlif mənbələr hesabına maliyyələşdirilməsini əks etdirən *bölünmüş lizinq* də məlumdur (lizinq şirkətinin şəxsi vəsaitləri zəruri ehtiyatların alınmasına kifayət etmədikdə). Qaytarılan lizinq o zaman olur ki, lizinq predmetini satan şəxs eyni zamanda lizinq alan rolunda çıxış edir.

Üstün cəhətlərinə görə hər şeydən əvvəl xüsusi lizinq fərqlənir, hansı ki, lizinq alanın lizinq predmetinin iş qabiliyyətinin saxlanması və ona xidmət göstərilməsi sahəsində tam məsuliyyətliliyi ilə xarakterizə olunur. Tətbiq olunmada tam (və ya «nəm») lizinq geniş yer almışdır, hansı ki, lizinq verən tərəfindən lizinq əmlakına xidmətə görə lizinq alana bütün xərclərin ödənilməsi ilə fərqlənir. Bu halda lizinq əmlakına xidmətə görə işlərin bir qismi lizinq alan tərəfindən müstəqil yerinə yetirilir, digər hissəsi isə - ödənilir (lizinq verən tərəfindən). Belə lizinqdə lizinq alanın xərcləri maksimaldır və lizinq mülkiyyətinə xidmətdən yalnız o halda imtina edilə bilər ki, kənar xidmətin keyfiyyəti lizinqalanın fərdi imkanlarından daha yüksək olmuş olsun.

Lizinq müqaviləsinin fəaliyyət müddətinə görə *maliyyə lizinqi* fərqləndirilir. Bu lizinq müqavilədə nəzərdə tutulan müddətdə lizinq əmlakının dəyərinin tam ödənilməsini nəzərdə tutur, hansının ki, davam etmə müddəti bir

qayda olaraq əmlakın normativ fəaliyyət müddətinə yaxın olur. Bununla yanaşı maliyyə lizinqinin fəaliyyət müddəti başa çatdıqdan sonra əməliyyat predmeti olan əmlaka mülkiyyət hüququ lizinq alana keçir. *Operativ lizinqdə* isə müqavilənin qüvvədə olma müddəti lizinq əmlakının normativ fəaliyyət müddətindən az olur. Bu halda bütün lizinq ödəmələrinin cəmi onun dəyərində az olur və müqavilə müddəti başa çatdıqdan sonra lizinq obyektinə mülkiyyət hüququ lizinq verəndə saxlanılır.

Bütövlükdə investisiyalaşdırmanın lizinq texnologiyası istehsal, satış və maliyyə funksiyalarını yerinə yetirir. *İstehsal* funksiyası lizinq predmetini istehsal edən və özünün istehsal fəaliyyəti üçün yeni imkanlar əldə edən lizinq alanda özünü biruzə verir. *Satış* funksiyası lizinq əməliyyatının bütün iştirakçlarına xarakterikdir. Lizinq predmetinin istehsalçısı onu lizinq şirkətinin köməkliyi ilə satır və bununla satış böhranından yayınır. Lizinq alan isə öz istehsal fondlarını yeniləşdirməklə bazarda daha yüksək rəqabətqabiliyyətli məhsulla təmsil olunma imkanını saxlayır və bazardakı iştirak payını daha da genişləndirir. Lizinq şirkəti bazarda özünün ixtisaslaşmış xidmətini yerləşdirir. Təbii ki, *maliyyə* funksiyasının həm lizinq verənə, həm lizinq alana, həm də avadanlıq istehsalçısına aidiyyəti vardır, hansı ki, əməliyyat onların hər birinə əlverişli olmalıdır.

Lizinqin tətbiq olunması lizinq alana start kapitalı olmadan öz istehsal aparatının yenilənməsi və buraxılan məhsulun rəqabət qabiliyyətinin artırılması imkanı yaradır. Bununla yanaşı olaraq qanunvericilikdə nəzərdə tutulan vergi güzəştləri daha ucuz bank kreditlərinin cəlb olunmasına şərait yaradır ki, bu da müvafiq investisiya sahibkarlığının perspektivliyinə dəlalət edir. Lizinqin mövcud olan hüquqi təminatının yaxşılaşdırılması lisenziyalaşdırmanın ləğv olunmasını və lizinq əməliyyatlarının vergi uçotunun təkmilləşdirilməsini nəzərdə tutur. Sonuncu xüsusilə ikiqat vergitutma təcrübəsinin aradan qaldırılması probleminə aiddir. Qanunvericilər qarşısında lizinq şirkətlərinin gəlirlərindən vergitutmada real güzəştlərin təmin olunması və investisiyaların geri ödənilməsi zəmanətinin keyfiyyətcə yaxşılaşdırılması kimi vəzifə dayanır.



Bütövlükdə yaxın gələcəkdə cəlb olunmuş və borc vəsaitlərinin əsas kapitala investisiya qoyuluşlarının ümumi həcmində payı artacaqdır. Bu prosesin sürəti əsasən tətbiq olunan dövlət tənzimlənməsi alətlərinin effektivliyi ilə müəyyən olunur.

## ***2.2. Maliyyə investisiyalarının qiymətləndirilməsi metodlarının təhlili***

Vəsait qoyuluşu obyektinə görə müəssisənin bütün investisiyaları real və maliyyə investisiyalarına ayrılır.

Bazar münasibətləri şəraitində uğurlu fəaliyyət göstərən müəssisələr kifayət qədər azad pul vəsaitlərinə malik olur. Həyat fəaliyyətinin birinci mərhələsində investisiya cavabdehliyinə görə özünü material bazasını (maddi - texniki baza) inkişafına istehsalın təkmilləşdirilməsinə əhəmiyyətli dərəcədə vəsait qoyurlar. Bu zaman əsasən real investisiyalar həyata keçirilir. Maliyyə investisiyaları əhəmiyyətli deyil, onlar ancaq yüksək gəlirli aktivlərə daha böyük likvidliyə malik pul vəsaitlərinə qısamüddətli yerləşdirmə üsulu işi kimi istifadə edilir. Müəssisənin investisiya cəlb ediciliyinin qocalıq mərhələsində investisiya layihələrinin geniş realizasiyası üçün resursların tapılması, bütövlükdə çətinlik yaranır və investisiya cəlb ediciliyi aşağı düşür. Kifayət qədər çox yığılan vəsaitlərdən istifadə etmək üçün məqsədə uyğundur. Nə qədər ki, onlar (amortizasiyalar istisna olmaqla) investorlar üçün daha çox dəyərlidir. Buna görə də mövcud olan kapitalın artırılması məqsədilə qarışıq sahə müəssisələrinin də real investisiyaların yüksək gəlirli layihənin gözlənilməsi məqsədilə azad (sərbəst) pul vəsaitlərinin, bir hissəsinin maliyyə alətlərinə qoyuluşu maliyyə investisiya portfelini formalaşdırma bilər. Müəssisənin yaşından asılı olaraq maliyyə investisiyalarının payı artır. Əsasən onlar yüksək gəlir gətirməyən və zəmanətli, uzmüddətli həyata keçirilir. Maliyyə investisiyaları dedikdə müxtəlif maliyyə alətlərinə (aktivlərə) vəsaitlərin qoyuluşu başa düşülür. Həmişə ki, bunlara hər şeydən əvvəl səhmlər, istiqrazlar, opsiyonlar, depozitlər aid edilir. Maliyyə investisiyaları daha çox risklidir, lakin, qısamüddətli perspektivə əhəmiyyətli

dərəcədə gəlir gətirə bilər.Real investisiyalara nisbətən ,böyük likvidliyə malik olurlar.Maliyyə bazarının alətlərinə vəsaitlərin investisiyalaşdırılması variantların səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi və onların müqayisəsində həlledici arqumentdir.Maliyyə investisiyalarının çox müxtəlifliliyi belə qiymətləndirməni xarakterik və səciyyəvi cəhətlərinin öyrənilməsini tələb edir.Maliyyə investisiyalarının seçilməsi haqqında qərarada birinci mərhələ maliyyə alətlərinin,investisiya keyfiyyətini qiymətləndirilməsidir.Aşağıdakı məsələlərin öyrənilməsini qabaqcadan müəyyən edir.

1.Regionun,sahənin (regionların istiqrazları üçün) investisiya cəlbədiciyinin qiymtləndirilməsi .

2.Müəssisənin (müəssisənin səhmləri və istiqrazları üçün ) maliyyə vəziyyətinin investisiya cəlbədiciyinin qiymətləndirilməsi .

3.Maliyyə alətlərinin dövriyyəsi xarakterinin qiymətləndirilməsi.

4.Onun emissiyası şəraitinin qiymətləndirilməsi.

5.Emissiyanın məqsədləri,yaranması şəraiti ,dividentlərin,faizlərin və s. ölçülməsi və ödənilməsi dövriliyi .

Bazar iqtisadiyyatının inkişaf etdiyi ölkələrdə ayrı-ayrı maliyyə alətlərinin investisiya keyfiyyətində reyting qiymətləndirilməsində istifadə olunur.

İnvestisiyanın səmərəliliyi həmişə səmərənin (gəlirin) xərclərə nisbəti kimi xarakterizə olunur.Maliyyə investisiyasının səmərəliliyinin müəyyən edilməsi zamanı xərclər keyfiyyətində onların yaradılmasına sərf edilən vəsaitlərin ölçüsü (miqdarı) götürülür.Gəlir keyfiyyətində isə ayrı-ayrı maliyyə alətlərinin real dəyəri ilə onların investisiyalaşmasına sərf cəm vəsaitlərin fərai götürülür.

Maliyyə investisiyalarının səmərəliliyinin (gəlir normasının) hesablanması üçün aşağıdakı düsturdan istifadə edilir.

$$GN_{mi}=(G_{göz}/A_m) * 100=((D_m-A_m)/A_m))*100 \quad (2.1)$$

burada ,GN<sub>mi</sub>- maliyyə investisiyasının gəlir norması(səmərəliliyi),%;

G<sub>göz</sub>- maliyyə investisiyasından gözlənilən gəlir;

A<sub>m</sub>- maliyyə alətlərinə investisiyalaşmış vəsaitin kəmiyyəti;

D<sub>m</sub>- ayrı- ayrı maliyyə alətlərinin real dəyəri(investisiyanı həyata keçirilməsi anına gətirir.

Maliyyə alətlərinin real hazırkı mövcud dəyəri aşağıdakılardan ibarətdir.

1)maliyyə alətlərinin pul axınlarının məbləği

2)gələcək dəyərin indiki (mövcud) dəyərə gətirilməsi zamanı istifadə olunan investisiya investisiya bazarına gəlirin cari norması səviyyəsindən.

Maliyyə investisiyaları üzrə axınlarının gələcək məbləği xalis gəlir hesabına formalaşır.

Onun formalaşması maliyyə alətlərinin (aktivlərinin)müxtəlif formalarına əhəmiyyətli dərəcədə fərqlənir.

Səhm mülkiyyətçinin hüquqlarını təsdiq edən səhmdar cəmiyyətdən dividend formasında mənfəətin bir hissəsini mənimsəmək ,səhmdar cəmiyyətin idarə edilməsində iştirakına onun təşkilindən sonra qalan əmlakın bir hissəsinə hüquq verən emisya qiymətli kağızdır.Səhmin investisiya səmərəliliyini aşağıdakı düsturla qiymətləndirmək olar.

$$GN_{s\text{əhm},T} = ((Q_{\text{sat}(t+T)} + DV_T) * a_t - Q_{\text{alış}}) / Q_{\text{alış}} \quad (2.2)$$

burada,GN- T müddəti ərzində səhmlərə investisiyanın gəlir norması;

Q<sub>alış</sub>- t anında səhmin alış qiyməti;

Q<sub>sat(t+T)</sub>-T müddətindən sonra səhmin satış qiyməti;

D<sub>1</sub>- t müddətinə gətirilən T meddəti ərzində alınan dividendlərin məbləği (cəmi)

a<sub>t</sub>- gətirilmə(diskontlaşdırma) əmsalıdır.

Səhmlərə investisiya səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi zamanı bazarda çox vaxt bazar qiymətləri əvəzinə sahənin normal dəyərindən istifadə olunur.

Əgər investisiya qabaqcadan qeyri-müəyyən vaxtda həyata keçirilsə ,onda gələcək pul axınları gözlənilən dividendlər hesabına formalaşdırılır.Səhmlərin dövretməsi şərtindən (şəraitindən) ,emitek-kompaniyanın həyat tskilinin mərhələlərindən ,işlənmiş dividend siyasətindən asılı olaraq dividendlərin kəmiyyəti (miqdarı) qarşıdakı dövrə dəyişə bilər.

Adi səhmlər dividendlərin ödənişlərinin müxtəlif sxemlərini nəzərdən keçirə bilər, stabil, daim artan, ödəniş səviyyəsi daimi olmayan.

Dividentlərin ödənişinin səmərəli olmayan fəaliyyəti hallarında adi səhmləri buraxmamaq olar. Ona görə də adi səhmlər üzrə gəlir normasının (investisiyanın səmərəliliyinin) müəyyən edilməsi üçün bazarın inkişafının ümumi iqtisadi tendensiyasını təhlil etmək və proqnozlaşdırmaq lazımdır.

2.2 düsturu ilə sahələrə investisiyanın faktiki səmərəliliyini qiymətləndirmək olar. Lakin əgər səhmlərin alışı və satışı təqribi qeyd olunmur, onda təsadüfi amillərin təsiri çox olmasına görə gələcək gəlirlərin proqnozlaşdırılması üçün ondan istifadə etmək məqsədə uyğun deyildir.

**İmtiyazlı səhmlərin dəyərinin qiymətləndirilməsi.** İmtiyazlı səhmlər bu səhmlərin dəyərinə dividendlərin şərtləndirilmiş normalarını özündə ehtiva edir. Belə səhmlərə investorlar tərəfindən tələb olunan gəlir normasını ( SGN ) aşağıdakı kimi müəyyən etmək olar:

$$SGN = \frac{D}{Q_{im}} , \quad (2.3.)$$

burada, D – gözlənilən ( daimi ) imtiyazlı dividend;  $Q_{im}$  – imtiyazlı səhmin qiyməti.

Səhmlər üzrə ödəmələr vergitutulan mənfəətlərindən tutulur. Ona görə də imtiyazlı səhmlər üzrə dividendlər – artıq vergi ödənişlərindən sonra nəğd pulların qayıtmasıdır. Beləliklə, cəlb olunmuş kapital ünsürü kimi imtiyazlı səhmlərin dəyəri vergi ödənişlərinin kəmiyyəti qədər təshihlərin olunmasını tələb etmir. Bunu nəzərə almaqla kapitalın dəyərinin ünsürü kimi imtiyazlı səhmlərin dəyərini (  $S_{im}D$  ) aşağıdakı kimi müəyyən etmək olar:

$$S_{im}D = \frac{D}{(1-f)} = \frac{SGN}{1-f} \quad (2.4.)$$

burada,  $f$  – “üzən” buraxılış dəyəridir.

Misal: Əgər investor A müəssisəsinin hər bir səhminə illik 30 % dividendlə və 5 % “üzən” dəyərlə imtiyazlı səhmlərin dəyəri aşağıdakı kimi olacaqdır:

$$S_{im}D = \frac{0,3}{1-0,05} = 0,316 \text{ və ya } 31,6 \% \text{ illik}$$

İmtiyazlı səhmlərin dəyəri kreditlərin, istiqrazların dəyərindən böyükdür, çünki imtiyazlı səhmlər istiqraz və borclara nisbətən risklidir, bu isə onlardan daha böyük gəlir normasını tələb edir. Bundan başqa, səhmlər üzrə dividendləri xalis mənfəətdən ödəmək lazım gəlir, yəni onlar vergi qalxanı altında yerləşmişlər.

**Adi səhmlərin və bölüşdürülməyən mənfəətin qiymətləndirilməsi.** Hər iki mənbə adi səhm sahiblərini dəyişkən dividendlərlə təmin edirlər. Bu zaman səhmdarlar adi dividendlər plus bölüşdürülməyən mənfəəti alırlar. Bölüşdürülməyən mənfəət daxili mənbə olub, yəni layihələrin maliyyələşdirilməsi və ya səhmdarlara əlavə gəlirlərin ödənilməsi üçün saxlanılmış cari əməliyyatlardan firma tərəfindən qazanılan vəsaitlərin qalıdır.

Göstərilən resurslara tələb olunan gəlir norması investorun bu firmadan kənar bazarda ala biləcəyi alternativ dəyəri əks etdirir. İncəsənətçilər ayrı-ayrı səhmlər bölüşdürülməyən mənfəət üzrə bərabər ödəniş normaları tələb edirlər. Beləliklə, biz onlar üçün ümumi gəlir normasını (ÜGN) tapa bilərik.

İmtiyazlı səhmlərdən fərqi olaraq adi səhmlər daimi dividendlər vəd etmir. Nə qədər ki, səhmdarlar tez-tez dividendlərin artırılmasını gözləyirlər, onda biz sonuncu göstərdiyimiz düsturdan istifadə edə bilərik. Bunun əvəzində investor tərəfindən tələb olunan gəlir normasının müəyyən edilməsi üçün gələcək artımı nəzərə almağa imkan verən modeldən istifadə etməliyik. Bu, diskont nəzərə alınmaqla dividendlərin daimi artım modeli adlanır və aşağıdakı kimi müəyyən olunur.

$$\text{ÜGN} = \frac{D_1}{Q_{adi}} + q \quad (2.5.)$$

Burada  $D_1$ - hər bir səhmə görə gözlənilən dividend;  $Q_{adi}$ -adi səhmlərin cari qiyməti;  $q$ - dividendlərin gözlənilən daimi artımı.

Gələcək dividend ödənişləri və dividendlərin gözlənilən daimi artımı kimi müəyyən etmək son dərəcə mürəkkəbdir. Onlar nəğd pulların gələcək axınlarının qiymətləndirilməsini nəzərdə tuturlar. Bundan başqa, perspektivdə firmanın gəlirləri ümumi istifadə meyillərdən asılıdır.

Belə bir hala diqqət yetirək ki,  $q$ -dividentlərin gözlənilən artımı normasıdır. Baxmayaraq ki adi səhmlər və bölüşdürülməyən mənfəət investorlar tərəfindən tələb olunan eyni qaytarma normasına malikdirlər. Onlar kapital ünsürü kimi eyni dəyərə malik deyillər. İş ondadır ki yeni adi səhmlər buraxılırsa, onda firma “üzən” dəyər ödəməlidir. Firmanın kapital ünsürü kimi adi səhmlərin dəyərini ( $S_{im} \cdot D$ ) aşağıdakı düsturda müəyyən etmək olar:

$$S_{adi}D = \frac{D_1}{(1-f) \cdot Q_{adi}} + q \quad (2.6.)$$

Burada  $f$ - “üzən” dəyər,  $Q_{adi}$ -dən %-lə

Bölüşdürülməyən mənfətin dəyəri (BMD)

$$BMD = \frac{D_1}{Q_{adi}} + q$$

**Misal:** Müəssisənin məlumatları:

Gözlənilən dividendlər-səhmin cari dəyərinə 3%-lə,

Adi səhmlərin cari dəyəri- səhmə görə 20 manat

Dividentlərin gözlənilən illik artımı -10%

Yeni səhmlərin “üzən” dəyəri-cari qiymətdən 6%-lə

Buradan alırıq :

$$S_{adi}D = \frac{0.3}{(1-0.06) \cdot 20} + 0.1 = 0.42 \text{ və ya illik } 42\%$$

$$BMD = 0.3 + 0.1 = 0.4 \text{ və ya } 40\% \text{ illik}$$

$$\text{Beləliklə } S_{adi} > BMD > S_{im}D$$

Amortizasiya bir tərəfdən yığım vasitəsi kimi, digər tərəfdən, istehsal xərcləri kimi çıxış edir. Ona görə də firma üçün onun dəyəri vergidən sonrakı şəraitdə müəyyən edilməklə  $(1-T)$  əmsalına vurulmalıdır. Firma üçün amortizayanın dəyəri aşağıdakı düsturla müəyyən edilir:

$$A_d = A_i \cdot (1-T)$$

Burada,  $A_d$ -firma üçün amortizasiya dəyəri;  $A_i$ -investor tərəfindən amortizasiyadan tələb olunan gəlir;  $T$ - mənfəətdən vergi.

Misal. Əgər  $A_i=20\%$ ,  $T=24\%$  isə onda  $A_d=20*(1-0.24)=15.2\%$

**Uzunmüddətli kreditin və istiqrazın( borcun) dəyərinin qiymətləndirilməsi.** Borcun dəyəri müxtəlif istiqraz növləri və bank kreditləri üçün eyni hesablanır.

Kreditin dəyəri aşağıdakı düsturla hesablanır:

$$D_k = \frac{K_d * (1-T)}{1-f}$$

Burada  $K_d$ -bankın kredit üzrə faiz dərəcəsi

Misal:  $K_d=20\%$ ,  $T=24\%$ ;  $f=5\%$

$$\text{Onda } D_k = \frac{20*(1-0.24)}{1-0.05} = 16\%$$

**Maliyyə lizinqinin dəyərinin müəyyənləşdirilməsi** zamanı kapitalı ünsürü kimi lizinq ödənişlərinin formalaşması xüsusiyyətləri nəzərə alınmalıdır. Onlar təkcə kredit üzrə faizlərdən, amortizasiyanın hesablanması üsulundan, lizinq faizindən, qabaqcadan ödənilmiş ölçüsündən deyil, həm də lizinq müqaviləsinin müddətindən asılıdır. Maliyyə lizinqinin dəyəri aşağıdakı düsturla hesablanır:

$$L_d = \frac{L_0 * (1-T)}{1-f}$$

Burada,  $L_0$ - illik lizinq ödənişi

Misal  $L_0=30\%$ ,  $T=24\%$ ,  $f=4\%$

$$L_d = \frac{30*(1-0.24)}{1-0.04} = 23.75\%$$

Kapitalın orta cəki dəyəri (KOÇD)

$$KOÇD = \sum_{i=1}^n X_i * RSD_i$$

burada ,  $X_i$ - kapitalın strukturunda  $i$  resurslarının xüsusi çəkisi;  $RSD_i$ -  $i$  resursunun spesifik dəyəri;  $n$ = uzunmüddətli maliyyələşmə mənbələrinin sayıdır.

### **2.3. Maliyyə investisiyalarının qiymətləndirilməsində inflyasiya və risklərin uçotu**

İnflyasiyanın investisiyaların səmərəliliyinə təsirinin nəzərə alınması probleminin daha ümumi şəkildə həlli, daxili inflyasiyanın nisbətlərinin dinamikasının təhlili və proqnozlaşdırılması və manatın dəyişilməsi kursu, istehlak qiymətlərinin orta səviyyəsinin dəyişilməsi, maliyyə bazarında faiz stavkalarının dinamikası, əsas fondların, istifadə olunan xammalın və komplektləşdirmə vasitələrinin qiymətlərinin dəyişilməsi, satış şərtinin, əməyin ödənilməsi, xərclərin dəyişməsi ilə əlaqədardır.

İnvestisiyaların səmərəliliyinin əsaslandırılmasının qeyd olunmuş prinsipləri bilavasitə layihənin pulla satıla bilməsinin əsas qiymətləndirici və onun həyata keçirilməsinin səmərəliliyin göstəricilərinin müəyyən edilməsi metodikasında öz əksini tapmışdır.

Layihənin pulla satıla bilməsinin kafi şərti kimi bir hesablamanın hər addımında (bir qayda olaraq ay, rüb və ya il) real pul axınından yığılan saldonun müsbətliyini hesab etmək olar .

Belə bir cəhətə fikir vermək lazımdır ki, hər çür mənalarda pulla satıla bilməyən layihələrin səmərəliliyinə dair hesablamalar aparılmır. Amma pulla satıla bilən layihələr onun iştirakçıları üçün səmərəsiz ola bilər. Yalnız buna görə layihənin pulla satılmasına tələbləri müəyyən etməklə onun səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi metodlarına daha ətraflı baxmağa keçmək lazımdır.

İnvestisiya layihəsinin səmərəliliyi əsaslandırılarkən aşağıdakılar müəyyən edilir:

a) içtimai səmərəlilik, yəni xarici effektləri və içtimai nemətləri daxil etməklə layihənin həyata keçirilməsinin bütövlükdə cəmiyyət üçün sosial-iqtisadi nəticələri əks etdirən göstəricilər sistemi;



b) kommersiya səmərəliliyi, yəni, onun layihənin müəssisəsi təşəbbüskarına və (ya) xarici xüsusi investora satılmasının məqsədəuyğunluğunu xarakterizə edən göstəricilər sistemi; v) büdcə səmərəliliyi, yəni onun müxtəlif səviyyələrdə büdcələrə satılmasının məqsədəuyğunluğunu xarakterizə edən göstəricilər sistemi (layihə üzrə əsaslı vəsait qoyuluşunun maliyyələşdirilməsinə büdcə vəsaitlərindən istifadə edildiyi hallarda müəyyən edilir).

Qeyd etmək lazımdır ki, investisiya layihəsinin içtimai kommersiya və büdcə səmərəliliyini müəyyən etmək üçün vahid qiymət göstəriciləri sistemi tətbiq edilir, bunların arasında mühümləri xalis diskontlaşdırılmış gəlir, ödəmə müddəti, gəlirliliyin daxili norması və investisiyaların mənfəətlilik əmsəlidir.

İnvestisiya layihəsinin səmərəliliyinin qiymətləndirməyin əsas göstəricisi xalis diskontlaşdırılmış gəlirdir. Bu göstərici aşağıdakı düsturla hesablanır:

$$XDD = \sum_{t=1}^{Tp} (R_t - Z_t^1) \times a_t$$

$Z_t$  – həmin intervalda həyata keçirilən pul ödənişləridir.

Beləliklə, xalis diskontlaşdırılmış pul ödənişlərinin müəyyən edilməsi metodikası hesablama vaxt dövr ərzində pul diskontlaşdırılmış saldonu məbləğinin məcmuudur. Diskontlaşdırılmış gəlir (XDD) müsbətdirsə, baxılan layihə iqtisadi cəhətdən səmərəli sayıla bilər. Eyni hesablama səviyyəli investisiya layihələrinin həyata keçirilməsi variantlarını müqayisə edərkən maksimum xalis diskontlaşdırılmış gəlir meyarını əsas götürmək lazımdır.

Praktiki məsələlərin həlli üçün daha münasib və uyğunlaşmış XDD-nin müəyyən edilməsinin hesablanması düsturunun modifikasiyasıdır ki, o da diskontlaşdırılmış investisiyaların məbləğindən əsas kapitala (yəni, əsaslı vəsait qoyuluşu) ayırmasına əsaslanır:

$$XDD = \sum_{t=1}^{Tp} (R_t - Z_t^1) \times a_t - K_0,$$

burada  $Z_t^1$ - hesablaşma dövrü intervalında əsaslı vəsait qoyuluşları müstəsna olmaqla ödənişlər;  $K_t$  – t intervalında əsaslı vəsait qoyuluşu;  $K_0$  – diskontlaşdırılmış əsaslı vəsait qoyuluşudur.

Xalis diskontlaşdırılmış gəlirin müəyyən edilməsinə dair yuxarıda baxılan metodikanın yalnız müvafiq hesablaşmaların aparılması texnikasına görə yox, həm də onların ilkin əsaslandırılmalarına görə böyük əhəmiyyəti vardır. Məhz investisiya layihəsinin səmərəliliyinin əsas qiymətləndirmə göstəricilərinin müəyyən edilməsi mərhələsində müvafiq biznes-planın istehsal planı, marketinq planı və maliyyə planı kimi planlara müvafiq başlıca bölmələrin qırılması vəhdəti öz əksini tapır.

İstehsal planını işlənilib hazırlanmasında birdəfəlik və çari xərclərin obyektiv qiymətləndirilməsinə nail olmalı, layihənin maliyyələşdirilməsinin optimal strukturu seçilməli, marketinq planını hazırlayan zaman isə qiymətləri və məhsulların həcmələri əsaslandırılmalıdır. Heç bir Ən təkmilləşmiş texnika hesablaşma dövrü ərzində xərclərin və nəticələrin proqnozlaşdırılmasının təkmilləşdirilmiş metodlarına əsaslanan qiymətləndirmə göstəricilərinin hesablaşmalarında lazımı ilkin informasiyaların hazırlanmasında buraxılmış səhv hesablaşmaları kompensasiya edə bilməz.

Xalis diskontlaşdırılmış gəlir göstəricilərinə baxışları yekunlaşdıraraq qeyd edək  $K_i$ , qiymətləndirmək məqsədilə investisiya layihəsinin ( $\text{ÇDD} > 0$ ) reallaşdırılmasının məqsəduyğunluğunu qiymətləndirmək və investisiya qərarlarının variantlarının seçilməsi kimi imkanlardan istifadə edilməsi onun üstünlüyüdür. «Xalis diskontlaşdırılmış gəlir» göstəricilərinin jütlüşməməzliqlərinə adətən onun layihənin mənfəətliliyini tam əks etdirə bilməsi və əsaslı vəsaitin ödənilməsi müddəti və ya avanslaşdırılan kapitalla görə qaytarılma həcmənin investisiya qərarlarının qəbul edilməsinə alışıb sahibkarların qavramasının mürəkkəbliyi daxildir. Buna görə də effektin həcmini xarakterizə edən göstəriciyə (yəni, əldə edilə bilən nəticənin mütləq həcmi) əlavə olaraq həmçinin layihənin reallaşdırılmasının səmərəliliyi

göstəriçiləri (yəni, nəticələrin ona nail olmaq üçün lazımlı dərəcədə nisbəti) tətbiq edilir.

**Ödəmə müddəti** investorum layihəyə qoyduqları vəsaitin onun reallaşdırılmasından əldə edilən gəlirlərlə qaytarılması üçün tələb olunan vaxt müddətidir. Onun həçminin bərabərsizliyinin ən aşağı kökü kimi müəyyən etmək olar:

$$\sum_{t=1}^{T_{ok}} K_t : (1+E)^t < \sum_{t=1}^{T_{ok}} (R_t - Z_t^1) : (1+E^t),$$

Bərabərsizliyin sol tərəfində layihəni reallaşdırmaq üçün diskonturlaşdırılmış investisiyalar, sağda isə onun həyata keçirilməsi ilə əldə edilən gəlirlər ifadə olunur. Bərabərsizliyin sol və sağ tərəfləri o vaxta qədər toplanır ki, sağ tərəfdə diskonturlaşdırılmış gəlir diskonturlaşdırılmış investisiyaların məbləğindən jox olmasın. İqtisadi cəhətdən səmərəli layihələr üçün  $T_{ok} < T_{nu}$ , şərti yerinə yetirilməlidir, yəni, qoyulmuş kapitala müəyyən edilmiş hesablaşma dövründə ödənilməlidir.

Daxili gəlirlik norması (və ya daxili mənfəət norması) növbəti düsturun kökünə qədər hesablanır:

$$\sum_{t=1}^{T_p} (R_t - Z_t^1) : (1+E_{bn})^t = \sum_{t=1}^{T_p} K_t : (1+E_{bn})^t,$$

burada  $E_{bn}$  – daxili mənfəət normasıdır.

Əgər bu düsturdan alınan daxili gəlirlik normasının kəmiyyəti investorum tələb etdiyi kapital qoyuluşuna minimum mümkün ola bilən gəlir normasından jox olarsa (yəni diskonturlaşdırma normasından), layihənin reallaşdırılması məqsədəuyğun hesab edilir.

İnvestisiyalar real pul axınları dinamikasının proqnozlaşdırılması hesabına dövrünün əvvəlinə həyata keçirildiyi halda, düstürün (8) həlli **imerasiya** metodundan (ardıçıl yaxınlaşdırma) istifadə etmək əsasında mümkündür. Buna görə daxili mənfəət norması mümkündür, lakin bununla belə investisiyaların səmərəliliyinin əsas göstəricisi deyildir.

Onun tətbiqinin əsası real və maliyyə investisiyalarının həyata keçirilməsinin məqsəduyğunluğunun müqayisəsidir.

Daxili mənfəət normasının avanslaşdırılan kapital vahidinə görə ödəmənin həcmi kimi daimi suala cavab tapılandan sonra investora mənfəət psixoloji təsirini də yaddan çıxarmaq olmaz. İntestisiya layihəsinin səmərəliliyini müəyyən edərkən nəticələrin sabitliyini qiymətləndirmək üçün daxili gəlirlilik normasından istifadə etmək mümkündür.  $E_{bn-1} < E < E_{bn} < 1,1 \times E$  intervalına düşdüyü halda belə bir nəticə çıxarmaq olarki, səmərəlilik üzrə layihənin «məhkəmlik ehtiyatı» çüzdür və investisiya risklərinin daha dəqiq qiymətləndirilməsinin zəruridir.

İndi də investisiya layihəsinin reallaşdırılmasının səmərəliliyinin jox yayılmış bir göstəriçisinə, investisiyaların gəlirliliyi indeksinə (P I) baxaq, onu aşağıdakı düsturla hesablamaq olar.

$$P I = \sum_{t=1}^{T_p} (R_t - Z_t) \times a_t / K_0$$

İqtisadi çəhətdən səmərəli layihələr üçün  $PI > 1$  şərtinə əməl olunmalıdır. Lakin inanmaq jətin deyildir ki, xalis diskonturlaşdırılmış gəlir müsbətdirsə ( $XDD > 0$ ), onda  $PI > 1$  şərtinə mütləq əməl olunaçaqdır. Əksinə zərərli layihələrdə  $XDD < 0$ , investisiyaların gəlirlilik indeksi, vahiddən az olaçaqdır. 1. Bu mənada PI indeksi həmişə öz müstəqil əhəmiyyətini itirir və XDD-dən törəmə kimi baxıla bilər.

Qeyd etmək lazımdır ki, layihənin maliyyələşdirilməsinin başlanmasının məqsəduyğunluğu haqqında qəti qərar qəbul etməzdən əvvəl, investor yalnız onun reallaşdırılmasının səmərəliliyinin baxılan metodika üzrə hesablanmış göstəriçiləri ilə kifayətlənmir. Layihənin müəssisəsinin inkişafının ümumi strategiyaya uyğunluq dərəcəsi kimi amilin nəzərə alınması prinsiplial əhəmiyyət kəsb edir. layihənin reallaşdırılmasının regional administrasiyası və əhalinin gözlərinin qarşısında müəssisəsinin əlverişli imiçini formalaşmağa təsiri, habelə bazarın nəzarət olunan payının artırılması imkanları və s. az əhəmiyyət kəsb etmir.

İnvestisiyanın səmərəliliyinin baxılan göstəricilərin müəyyən edilməsi metodikası onun reallaşdırılmasına əsaslanan inflyasiyanın qeyri-müəyyənliyin və riskin hərtərəfli nəzərə alınması ilə əlaqədardır.

*Cədvəl 2.3*

*Pul mədaxili və layihə iştirakçılarının ödənişləri*

	Layihənin iştirakçıları		
	Firma-layihənin təşəbbüskarı	Bank-kreditor	Dövlət
Mədaxil	<ul style="list-style-type: none"> <li>- istehsal olunan məhsulun satışından gəlir;</li> <li>- artıq əmlakın satışından gəlirlər;</li> <li>- sair daxilolmalar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- kreditə görə faizlərin alınması;</li> <li>- kreditin əsas məbləğinə ödəmələrin alınması</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- layihə iştirakçılarından daxil olan vergilər;</li> <li>- layihənin onların maliyyə vəziyyətinə mənfi təsiri ilə əlaqədar kənar müəssisələrdən vergi ödənişlərinin artması;</li> <li>- dövlət kreditinin qaytarılması hesabına daxil olmalar (faizlər və əsas məbləğ);</li> <li>- layihəni həyata keçirmək üçün qiymətli kağızlar buraxılışından gəlirləri;</li> <li>- laüihədə nəzərdə tutulan işlərin yerinə yetirilməsinə görə hesablanmış əmək haqqından daxil olan gəlir vergisi;</li> <li>- layihədə nəzərdə tutulmuş işləri həyata keçirmək üçün müsabiqə və tenderlərin lisenziyalaşdırmaqdan gəlirlər</li> </ul>
Ödənişlər	<ul style="list-style-type: none"> <li>- layihənin reallaşdırılması və əlaqədar əsas və dövriyyə kapitala qoyuluşlar;</li> <li>- cari istehsal xərcləri və satış üzrə məsrəflər;</li> <li>- vergi və yığımlar</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- kreditin verilməsi;</li> <li>- vergilərin ödənilməsi</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- layihənin həyata keçirilməsi ilə əlaqədar cariv ə birdəfəlik büdcə ödəmələri;</li> <li>- xüsusi investorların günahı olmadan layihənin pozulması hallarında onlara dövlət təminatının ödənilməsi;</li> <li>- layihənin reallaşdırılması üçün resursların akumuliyası məqsədilə fond bazarında yerləşdirmə</li> </ul>

Real pul axınlarının konkret tərkib elementlərinin infilyasiya korrektirovkasına diqqəti çəlb etmək təsadüfə deyildir. İş ondadır ki, proqnoz qiymətlərinin bütün tərkib elementləri üçün orta və eyni xərc indekslərinin

istiqamətləndirilməsi, onların arasında obyektiv mövcud fərdləri aradan qaldıraçaq və layihənin reallaşdırılmasının əsaslandırılmasının keyfiyyətini aşağı salaçaqdır. İstehsalın diversifikasiya olunması hallarında qeyd olunanlar tamamilə əldə olunan nəticələrə də aiddir.

İnvestisiya layihələrinin reallaşdırılmasının səmərəliliyini əsaslandıran zaman pul axınlarının çari, proqnoz qiymətlərlə modelləşdirmək mümkündür. Çari qiymətlərin tətbiqi o halda məqsədəuyğundur ki, ondan çox və ya az doğru olan qiymət proqnozunun dinamikası şübhəlidir. Proqnoz qiymətlərə gəldikdə metodik tövsiyələrdə layihənin maliyyələşdirilməsi sxemlərinin işlənilib hazırlanmasında proqnoz qiymətlərdən istifadə edilməsi təklif olunur. Diversifikasiya proqnoz qiymətləri infilyasiyanın ümumi bariz indeksinə bölməklə təsbit olunmuş vaxt anının qiymət səviyyəsinə gətirmə metodudur.

Görünür ki, əmtəlik məhsulun qiymətləri ilə müqayisədə pul axınlarını təşkil edən xərç elementlərinin artım templəri investisiya layihəsinin əsaslandırılmasında nəzərə almağı tələb edən risk növlərindən biridir. İnvestisiya risklərinin başqa növləri də mövcuddur, onları iki meyara görə iriləşdirilmiş şəkildə təsnifləşdirmək olar:

1. investisiya riskinin qiymətləndirilməsi nöqtəyi- nəzərdən bu iqtisadi (regionun iqtisadi inkişafını meyllərini nəzərə alır), siyasi (siyasi sabitlik səviyyəsini nəzərə alır), sosial (sosial gərginliyi nəzərə alır), ekologi (ətraf mühitin jirklənmə dərəcəsinə nəzərə alır), kriminal (regionda çinayətkarlığın səviyyəsini nəzərə alır) riskdə ola bilər.

2. imkan daxilində diversifikasiya. Burada iki variant vardır. Əvvəla, diversifikasiyalaşdırılan riskləri fərqləndirmək lazımdır. İşgüzar risk belələrindən biridir. Layihənin təşəbbüskarının firmasının fəaliyyəti ilə əlaqədardır və onun məhsuluna tələbin dəyişilməsindən, istehsal xərçlərinin dinamikasından, istifadə etdikləri avadanlığın fiziki və mənəvi köhnəlməsindən asılıdır. Hər hansı aktivin bazar qiyməti ilə reallaşdırmaq mümkün olmadığı hallarda borç verən satış riski istisna edilmir. Nəhayət, real risk olan borçların qaytarılması da mövcuddur. Diversifikasiya risklərinin əsas

xüsusiyyəti onunla əlaqədardır ki, onları bir qayda olaraq investorların özləri tərəfindən sığortalana və ya minimumlaşdırıla bilər. Məsələn, bir borç alanın borcunun qaytarılması riski başqa yüksək səviyyədə etibarlı borçlular kompensasiya edə bilər (daha doğrusu diversifikasiya edilməsidir). Eyni qaydada satılma riskinin azaldılması zərurəti aktivlərin diversifikasiyasının məqsədəuyğunluğunu nəzərdə tutur, burada hər hansı bir aktivin satılmasında yaranan itkiləri başqa aktivlərin satışından gəlirlərin yüksək səviyyəsi hesabına ötmək mümkün olsun.

İkincisi, diversifikasiyalanmayan risklərə də rast gəlinir. Bununla, məsələn bazar riski fərqlənir. O, bütövlükdə fond bazarında kursların jox enib-qalxması səbəbdən müəssisələrin səhmlərinin dəyərinin dəyişilməsi ilə əlaqədardır. Faiz riski ona oxşardır. O vəkalətli dövlət hakimiyyəti orqanlarının pul-kredit siyasəti ilə əlaqədar faiz stavkalarında dəyişikliklərə əsaslanır. Bu risklər, hansı ki, tez-tez həmçinin də sistemik adlandırılır investisiya müəssisələrindən-resipientdən (köjürülən adamın) asılı olmayan səbəblərdən meydana gəlir. Məhz bu növ risklərə investor bir qayda olaraq öz gəlirliliyini artırmaq yolu ilə əlavə kompensasiya tələb edir. Diversifikasiyalanmayan riskə misal olaraq Rusiya Federasiyası Hökumətinin 1998-çi ilin avqustunda qısamüddətli dövlət istiqrazlarının defoltu göstərmək olar.

İnvestisiyaların səmərəliliyini qiymətləndirmək nöqtəyi- nəzərdən kəmiyyət və minimumlaşdırma metodları xüsusi maraq oyadır. Belə hesablamalara aid aşağıda baxılan metodlar konkret investisiya layihəsinə aid olan risklərin dinamikası üzrə ilkin tədqiqatların aparılmasını nəzərdə tutur. Bununla belə diaqnostikanın keyfiyyəti nə qədər yüksək olarsa, bütün digər bərabər şərtlərdə risklərin nəzərə alınmasının və onların investisiya layihəsinin həyata keçirilməsinin məqsədəuyğun olmasına dair qərar qəbul edilməsinə təsirinin qiymətləndirilməsinin nəticələri də bir o qədər jox dürüst olar. Risklərin nəzərə alınmasının əsas metodlarına aşağıdakıları daxil etmək olar.

**1. Ekspert qiymətləndirmə metodu.** Onun mahiyyəti qabaqçadan sejilmış ekspertlərin müxtəlif riskləri müqayisəli ballarla müəyyən etməkdən ibarətdir. Nə qədər ki, müqayisə olunan riskləri öz aralarında qeyribərabər qiymətlidir, onda layihəni işləyənlər bir qayda olaraq ekspertlərdən asılı olmayaraq hər bir riskin əhəmiyyətinin jəki əmsallarını müəyyən edirlər.

Beləliklə, əldə edilən nətiçələr etibarlı statistik informasiyalara söykənmədiyi üçün kifayət qədər subyektivdir. Onlar ekspertlərin sejilməsində istifadə olunan metodikadan, onların təklif etdikləri bal qiymətlərinin dəqiqliyindən və risklərin əhəmiyyətinin azaldılması qaydasında onları ardıcıl düzmə metodikasından xeyli asılıdır.

**2. Riskə görə mükafatın artırılması metodu.** O, diskonturlaşdırma normasının artırılması ilə bərabər güçə malikdir və mümkün riski nəzərə almaqla investorun qoyduğu vəsaitin səmərəliliyinə ağırlaşdırıcı tələblər qoyur. Bu çür yanaşma həmçinin «investisiyalaşdırmanın qızıl qaydaları»nın məntiqi nətiçəsi kimi baxıla bilər, buna müvafiq olaraq investisiyaların daha yüksək riski daha yüksək səviyyədə gəlirli qoyuluşlar kompensasiya etməlidir.

**3. Həssaslığın təhlili metodu.** Onun məzmunu giriş parametrlərin çüzi dəyişilməsinin təsiri altında (məsələn, ödənişli tələbin həçmi, komplektləşdirilənlərin qiymətləri, əməyin ödənilməsi səviyyəsi, investisiyanın templəri və s.) əsas qiymətləndirici göstəricilərin dəyişkənliyinin qiymətləndirilməsindən ( ödəmə müddəti, daxili mənfəət norması) ibarətdir.

Bütövlükdə qeyd etmək olar ki, həm inflyasiya prosesləri, həm də risk amilləri investisiya layihələrinin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsinin nətiçələrinə əsaslı təsir göstərir. Bu fəsilə baxılmış amillərin nəzərə alınması metodları əlverişsiz investisiya mühiti ilə xarakterizə olunan rusiya şəraiti üçün xüsusi aktualıq tələb edir.



## **FƏSİL III MALİYYƏ İNVESTİSİYALARININ SƏMƏRƏLİLİYİNİN QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ METODOLOGİYASININ TƏKMİLLƏŞDİRİLMƏSİ**

### **3.1. İnvestisiyanın kommersiya səmərəliliyinin qiymətləndirilməsində kontrollinqdən istifadə variantları**

Mürəkkəb investisiya layihələrinin məqsədlər sisteminə nail olmaq imkanı və arzulanan səmərəni əldə etmək yalnız onların xarakteristikalarının dərinədən təhlilindən, maliyyə reallaşdırılmasının qiymətləndirilməsindən, risklərin müfəssəl nəzərə alınmasından və s. asılı deyildir. Qiymətləndirməsi və sonradan reallaşdırılmasının mühüm tərkib elementlərindən biri onlardan istifadə edilməsinin səmərəli sistemidir.

Layihənin və ya müəssisənin xarici təsirlərə qarşı iqtisadi möhkəmliyini təmin etmək rəhbərlik xarici mühitdə həm müsbət, həm də mənfi əlamətlərini vaxtında duymalı və riskdən vaxtında qajmalı və onun nəticələrini məhdudlaşdırmaq üçün fəaliyyətini operativ uyğunlaşdırma bilməlidir. Dəyişilən konyukturalar hadisələrə uyğunlaşmağı və qabaqlamağı bacarmağa tez reaksiya verməyi tələb edir. Bunun üçün birləşmiş informasiya sistemi lazımdır, hansıki operativ məlumatların təhlili əsasında ətraf mühitdə hadisələrin dəyişilməsi və inkişafını məlumatlandıran və ya proqnozlaşdıran informasiyalar versin. Bu sistem həmçinin planlaşdırılan tədbirlərin layihənin və ya müəssisənin vəziyyətinə təsirinin ehtimal olunan nəticələrini savadlı proeksiyalasdırmalı və həyata keçirilən tədbirlərin nəticəliliyinə nəzarət etməlidir.

Bundan əlavə layihənin və ya müəssisənin ayrı-ayrı funksiyonal elementlərini (misal olaraq, maliyyə, istehsal, innovasiya, satış və başqa funksiyaları) və onların fəaliyyətini uyğunlaşdırma qabiliyyətinin vahid bir sistemdə birləşdirməyi təmin etmək lazımdır. Bu vəzifələrin hamısının həllini yalnız təşkilat strukturunu onun ierarxiyasını təmin etmək mümkün deyildir. İdarəetmənin üsusi altı sistemi lazımdır ki, o, uyğunlaşdırma və inkişaf qabiliyyətləri sayısında əlaqələndirmə qabiliyyəti təmin edir. Xüsusi alt

idarəetmə sistemi lazımdır ki, o öz uyğunlaşdırma və inkişaf bacarığı ilə zəruri əlaqələndirməni təmin edə bilsin. İdarəetmə funksiyalarını yerinə yetirmək üçün məqsədli istiqamətlərini, məqsədə çatmaq dərəcəsinə göstərən nəzarət standartları idarəetməyə uyğun gələn müasir məlumat geriyə sürətli dəqiq rabitə, nəzarət məlumatı və kənarlaşma məlumatı olmalıdır. İdarəetməyə kömək edən öz yüksək səmərəliliyini isbat etmiş qabiliyyətli joxplanlı belə strukturlar xaricdə sürətlə inkişaf etdirilən kontrollinq konsepsiyasında vardır.

Qərb iqtisadi təcrübəsində maliyyə və icraçı direktorun bir sıra funksiyalarının təşkilatı çəhətdən rəsmiləşdirilmiş (qanuniləşdirilmiş) kontrollinq xidmətinin təbejiliyinə verilməsi daha jox yayılmağa başlamışdır. İndi nəzarətçilərin vəzifəsi daha jox planlaşdırma, nəzarət və mənecmentə iqtisadi məsləhət vermək məsələləri ilə əlaqələndirilir. Kontrollinq sistem mövqeyindən müəssisəni və ya layihəni idarə edən alt sistem kimi müəyyən etmək olar, hansı ki, idarəetmənin bütün ierarxiya səviyyələrində mənecmentin məqsədli vəzifələrinin yerinə yetirilməsinə söykənir.

Kontrollinqin vəzifələri daha səmərəli qərarlar qəbul etmək və layihənin və ya müəssisənin məqsədlərinə nail olmaq üçün lazım olan hərəkət və daha səmərəli qərarlar qəbul etmək üçün rəhbərliyi istiqamətləndirən lazımlı idarəetmə məlumatlarını hazırlamaq və ona jatdırmaqdan ibarətdir. Kontrollinqin əsas funksiyası müəssisə rəhbərliyinə operativ yardım etmək, köməklik göstərməkdən ibarətdir. Kontrollinqin məqsədi müəssisənin reallaşdırdığı investisiya layihəsinin məqsədlərindən törəmədir. Kontrollinqin bazasını istehsal və maliyyə hesablarının göstəriçiləri təşkil edir. Kontrollinqin məqsədlər sistemi aşağıdakı elementləri birləşdirir.

1) Hadisələrin qabaqcadan bilmə (antisipasiya) və uyğunlaşma qabiliyyətini təmin etmək, yəni, fəaliyyət mühiti şəraitinə uyğunlaşdırmaq üzrə fəaliyyətə ilkin şərtlər yaratmaq. Kontrollinq həm ətraf mühitdə baş vermiş dəyişikliklər (tez uyğunlaşmaq üçün), həm də gələcəkdə baş verə bilən dəyişikliklərə (uyğunlaşmaya qabiliyyəti inkişaf etdirmək üçün) dair məlumatlar verir.

2) Vaxtında reaksiyalara zəmanət. Kontrollinq informasiya və nəzarət sistemini yaradır, hansıki, hadisələrin planlaşdırılan və həqiqi inkişafı arasındakı nisbətləri daimi qərar qəbul edən şəxslərə göstərir, daxili və xarici maneələri və dəyişiklikləri nəzərə almaqla mümkün olan düzəlişləri aparmağı mümkün edir.

3) Meneçmenti saxlamaq. O birinçi növbədə rəhbər heyəti aktual idarəetmə xəbərləri ilə məlumatlandırmağı (idarəetmə hesablarının nəticələrinə əsasən), habelə onun təşkilati-iqtisadi məsləhət verməyi nəzərdə tutur (çari monitorinqin nəticələrinə və vəzifələrinə).

4) Əlaqələndirməni və uyğunlaşdırmanı təmin etmək. Layihənin və ya müəssisənin ayrı-ayrı alt sistemlərinin fəaliyyətini əlaqələndirmək üçün ilkin şərtləri yaratmaq yolu ilə uzlaşdırılmaya nail olur (planlar, büdcələr, indikatorlar, sisteminin işlənilib hazırlanması). İdarəetmə prosesinin uyğunlaşdırılması birbaşa və geriyə əlaqələri təkmilləşdirməklə həyata keçirilir. Belə ki, idarəetmə hesabı sistemində aktual məlumatların hazırlanması məlumatı «yuxarı» göndərir, zəruri dəyişikliklərin layihələri isə idarəetmə hesabının məlumatlarının təhlilinə görə «aşağı» daxil olur.

5) Məqsədlərin qoyuluşu xərçələrin smetası kimi elə adətlərdən istifadəni nəzərdə tutur ki, onsuz layihədə kəmiyyət istiqamətlərini bir mənəli və ünvanlı vermək mümkün deyildir.

Məqsədləri irəli sürərkən jox vaxt dövriyyənin artması, bazarın payının joxalması, kapitalın rentabelliyyənin müəyyən səviyyəyə jatması, investisiyaların qaytarılması və başqa göstəriçilərdən istifadə olunur. Palanlaşdırmanın vəzifələrinə həmjinin nəzərdə tutulmuş məqsədlərə nail olma yollarının axtarılması da daxildir. Onlar funksional planlarda əks olunur. Planların hər biri (tədarüklər, dövriyyə,istehsal, satış, mənəfət, reklam, ETKİT üzrə və başqa) onun ümumi məqsədli göstəriçilərinə uyğunluğu və başqa planlarla birləşə bilməsindən asılı olaraq qəbul edilir. Funksional planların və ya onların birləşə bilməsinin, yuğunlaşdırılmasından asılı olaraq ümumi məqsədli göstəriçilərdə dəyişikliklər aparmaq tələbi meydana gələ bilər. Planlar qəbul

edildikdən sonra müvafiq struktur bölmələri üçün fərdi büdcələr işlənilib hazırlanır. Sonra planlaşdırma sistemi vasitəsilə layihənin və ya müəssisənin məqsədləri konkret funksiyalar üçün uyğunlaşdırılmış şəkildə onları bölmələrə və yarı-ayrı icraçılara jətdirilir. Nəzarətçilərin funksiyaları elə bir hala gətirilir ki, onların hər birinin öz məqsədi olsun, onlar da büdcələr sistemi vasitəsilə ümumi məqsədə uyğunlaşdırılır.

Layihənin və ya müəssisənin ümumi məqsədli göstərişlər müəyyən edilmiş illik göstərişi ilə məhdudlaşa bilməz. Belə kəmiyyət məlumatı bu göstərişiyə neçə nail olmağa dair hej bir şey demir (məsələn mənfəətin artımı). Kontrollinqin təşkil etdiyi idarətmə hesabı müvafiq olaraq məhz olunan rəqəm məlumatlarına əsasən qarşıya qoyulan məqsədlərə jətməyə dair tədbirlər proqramını hazırlamaq mümkün olsun. Firmadaxili planlaşdırma prosesində büdcələrin layihələri, onların yaxınlaşdırılması imkanlarını axtarmaq üçün, həmçinin də faktiki göstərişlərin planlaşdırılanlardan kənarlaşmasına təsir edən mexanizmi işləyib hazırlamaq üçün onlar təhlil edilməlidir.

Kontrollinqin alt sistemi planlaşdırma və tənzimləmə sisteminin işini təmin edir. Bu nəzərdə tutur ki, kontrollinqin funksiyalarına müəssisələrdə nətiçəlik meyarı kimi istifadə edən mənfəət mərkəzlərinin struktur vahidlərinin ayrılması da daxil olur.

Qarşıya qoyulan məsələlərə jətməyə üçün tədbirlər proqramını hazırlayan nəzarətçilər bir sıra mühüm məsələləri həll edirlər. Onlar dövriyyələr, xərçlər və mənfəət arasında qarşılıqlı əlaqələri planlaşdırırlar (gələcək mənfəətə daha səmərəli təsirləri üzə jəxarmaq üçün). Nəzarətçilər son xərçləri kalkulyasiya edir, yəni funksional – dəyər təhlili (FDT) jərjivəsində əlavə məhsul vahidinə xərçlərin strukturunu müəyyən edir. Burada məqsəd son xərçləri azaltmaq və ya onların artımını məhdudlaşdırma yollarını axtarmaqdan ibarətdir. Kontrollinq təcrübəsində xərçlər üç yarım qrupa bölünür: son və daimi, birbaşa və dolay, tənzimlənen və tənzimlənməyən. Nəzarətçilərin vəzifəsi sonradan «zərərsizlik nöqtəsi» qrafikinə köməyi ilə mənfəət üzrə məqsədli tapşırıqları təhlil etmək, həmçinin də investisiyalaşdırılmış kapitalın

rentabelliyini və pul axınlarını izləməkdən ibarətdir. Mənfəətin strukturunun planlaşdırılması xüsusi diqqət obyektidir.

Kontrollinqin həyata keçirdiyi fəaliyyətin planlaşdırılması sistemində starteci, dispozitiv, operativ planlar fərqləndirilir. Planlaşdırmanın məlumat bazasını müxtəlif proqnozların və təhlillərin nəticələri təşkil edir (kəmiyyət və keyfiyyət). Strateji planlaşdırma\_ nə etmək lazımdır sualına cavab verir. Belə planlaşdırma tez-tez inkişafın planlaşdırılması adlanır. Dispozitiv planlaşdırma\_kənarlaşmaya neçə yanaşmalıdır problemini həll edir. Operativ planlaşdırma bunu neçə etməyini izah edir. Bundan əlavə operativ planlaşdırmaya plan hesablamaları və büdcə sistemlərinin formalaşması, bəzən də neçə deyərlər «büdcələşdirmə sistemi» aiddir. Habelə plan və faktiki miqdarları müqayisə etmək şəklində ayrı-ayrı funksional bölmələrin özünə nəzarət üçün baza olan göstəricilər işlənilib hazırlanır. Planlaşdırma sistemi yuxarı səviyyədə xüsusi məqsədləri ümumi məqsədlərlə əlaqələndirməyi təmin etməlidir.

Plan hesablamalarının əsas tərkib elementlərindən biri idarəetmə mənfəətinin hesablanması sistemidir, hansı ki, üç bölmədən ibarətdir: satışdan mənfəətin hesablanması, kənarlaşmaların təhlili və «uyğunlaşdırma körpüçüyü». Satışdan mənfəətin hesablanması dövriyyəyə dair yüklənmiş məhsul üzrə göstəricilərə, dəyişən xərclərə və hər məhsul üzrə ödəmə məbləğlərinə əsaslanır.

Büdcələrdən kənarlaşmaların və fəaliyyət normativlərinin təhlili (məsələn, mədaxillər, əmələgəlmə yerləri üzrə xərçlər və materialların miqdarı və başqaları üzrə) planlaşdırılmış göstərici ilə müqayisədə xərç məbləğini ödəmək üçün tələbatların artırılması və azaldılmasını aşkara çıxarır. Kənarlaşma tələb olunan tədbirləri qiymətləndirmək üçün funksional bölmələr üzrə qruplaşdırılır (dispozitiv planlaşdırma). Kənarlaşmanın hər bir kəmiyyəti plan və faktiki kəmiyyətlərin müqayisəsindən alınır ki, bu da hər bir kənarlaşmanı işləməyin və ona müvafiq səbəbləri eyniləşdirməyə imkan verir.

«Uyğunlaşdırma körpüsü» idarəetmə mənfəətinin hesablanması bölməsi kimi kontrollinq hesablamaları sistemi ilə mühasibat ujetu arasında uyğunluğunu və kənarlaşma müəyyən edilir. Məsələn, idarəetmə mənfətinə nisbətən daimi xərçlər, dövr üzrə xərçlər kimi ifadə olunur. Balans hesablamalarında isə bir dövrün daimi xərçləri sonrakı dövrə keçirilir. Bununla belə, əgər istehsal satışdan joxdursa (etiyatlar artır), onda balans mənfəti idarəetmə mənfəətindən daha jox realdır. Satışda joxlu mövsimi geriləmə olduqda eyni dövrdə balans hesablamaları mənfəti; idarəetmə hesabı isə zərər göstərəçəyi hallar mümkündür. Təbii ki, real vəziyyətin mahiyyətini bilməklə məsələn, satışın mövsimi azalmasını kompensasiya etməyi bacaran diversifikasiya fəaliyyətini stimullaşdırıla bilər. Bu onu göstərir ki, nəzarətçilər iqtisadi proseslərin təbiətinə uyğun gələn hesabatları formalaşdırır, bu da baş verən hadisələri daha obyektiv qiymətləndirməyə və yaxşılaşdırılmasını planlaşdırmağa imkan verir.

Bütövlükdə konfrollinqin tətbiqi investisiya layihələrinin reallaşdırılmasının səmərəliliyini yüksəltməyin mühüm vasitəsidir.

### **3.2. İnvestisiya layihələrinin işlənilib hazırlanması və səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi metodologiyasının təkmilləşdirilməsi**

İnvestisiya fəaliyyətinin həyata keçirilməsi haqqında qərarı müəssisə müstəqil olaraq müxtəlif investisiya layihələrinin səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi əsasında qəbul edir. Onu da qeyd edək ki, investisiya layihələri üzrə bütün yerli metodikalar qərb iqtisad elmindən götürülmüş kifayət qədər geniş yayılan maliyyə qiymətləndirilməsinə əsaslanır. Pulun vaxta görə dəyərinin uçotu prinsipinə əsaslanan bu göstəricilərin əksəriyyəti və hesablamalarda istifadə edilən diskontlaşdırma prinsipləri son bir neçə onilliklər ərzində inkişaf tapmışdır. Rusiyada keçən əsrin 90-cı illərinin sonlarında qərb iqtisad elminin metodikasına uyğunlaşdırılmış müvafiq metodiki tövsiyələr Azərbaycan iqtisadçıları tərəfindən də əsas kimi qəbul edilmişdir. Həmin metodiki tövsiyələrdə aşağıdakı vəzifələrin həll edilməsi nəzərdə tutulur :

- investisiya layihələrinin səmərəliliyinin və maliyyə reallaşdırılmasının qiymətləndirilməsi;
- təsərrüfat agentlərinin investisiya layihələrində iştirakının səmərəliliyinin qiymətləndirilməsi;
- investisiya layihələrinə dövlət yardımının zəruriliyinin əsaslandırılması;
- alternativ(qarşılıqlı istisna edilən) investisiya layihələrinin müqayisəsi və onlardan birinin seçiminin iqtisadi nəticələrinin qiymətləndirilməsi;
- investisiya layihəsinin monitorinqinin həyata keçirilməsi.

Lakin fikrimizcə, yuxarıda qeyd edilən metodiki tövsiyələr heç də respublikamızın iqtisadiyyatının müasir vəziyyətinin xüsusiyyətlərini tam şəkildə əks etdirmir. Məsələn, bu sənəddə inflyasiya proseslərinin “inflyasion izafi mənfəətin” əmələ gəlməsinə təsiri göstərilməmişdir: inflyasiya şəraitində əsas vəsaitlərin dəyəri və iqtisadi potensial əhəmiyyətli dərəcədə aşağı düşür. Belə ki, alış qiymətləri ilə xammal və material xərclərinin silinməsi, eləcə də əhəmiyyətsiz amortizasiya ayırmaları inflyasion izafi mənfəətin yaranmasına və bununla da artırılmış mənfəət vergisinin ödənilməsinə gətirib çıxarır. Həmçinin, gətirmə tipli layihələrin təsnifləşdirmə metodikası açıqlanmamışdır. Bundan başqa, layihənin maliyyə göstəriciləri təkcə debitor və kreditor borclarının nisbətinə deyil, daxil olmuş resurslara və hazır məhsula qiymətin hansı valyutalarla təsbit olunmasına təsir göstərməsi qeyd edilməmişdir.

Müstəqillik qazandıqdan sonra ölkəmizdə milli sərvətin qiymətləndirilməsi üzrə işlər, ümumi daxili məhsulun və milli gəlirin formalaşması xeyli inkişaf tapmışdır. Bazara keçid mühasibat və maliyyə hesabatı məqsədilə şirkət aktivlərinin bazar dəyərinin əks olunması, eləcə də özəlləşdirmə obyektlərinin dəyərinin müəyyən edilməsi sahəsində qiymətləndirmə fəaliyyətinin obyektiv zəruriliyini şərtləndirdi.

Azərbaycanda qiymətləndirmə fəaliyyətinin təşəkkülü və gələcək inkişafı “1995-1998-ci illərdə dövlət mülkiyyətinin özəlləşdirilməsinin Dövlət Proqramının təsdiq edilməsi haqqında” 20 noyabr tarixli Azərbaycan Respublikasının Qanunu

ilə başladı. Burada özəlləşdirilən müəssisənin kapitalının qiymətləndirilməsi zəruriliyi göstərilir və qeyd olunurdu ki, aparılacaq qiymətləndirmənin nəticələri alıcıların qiymət təklifləri, eləcə də özəlləşdirmə obyektinin sosial-iqtisadi əhəmiyyəti və onun sahəvi xüsusiyyətləri ilə yanaşı özəlləşdirmə komissiyası tərəfindən nəzərə alınmalıdır. Kapital dəyərinin keyfiyyət və kəmiyyət xarakteristikalarının tərkibini nəzərə almaq əsasında özəlləşdirmə komissiyası hərəcda müəssisənin ilkin satış qiymətini müəyyən etdi ki, bu da müəssisə aktivlərinin satışından potensial olaraq mümkün gəlir həllini əks etdirirdi. Özəlləşdirmə komissiyası həmçinin ehtimal olunan gəlirlilik üzrə müəssisənin qiymətləndirilməsinə əsaslanmaqla formalaşan səhmdar cəmiyyətin (müəssisənin saxlanması haqqında) nizamnamə kapitalının kəmiyyətinin müəyyən edilməsi üzrə məsləhətlər verirdi. Lakin təcrübənin olmaması üzündən özəlləşdirmə obyektləri açıq-aşkar düzgün qiymətləndirilməmiş və aşağı qiymətlərlə satılmışdır. Məhz bunun nəticəsində Azərbaycan büdcəsinə özəlləşdirmədən reallıqda olacağından xeyli az miqdarda pul vəsaitləri daxil olmuşdur.

Cari bazar dəyəri üzrə aktivlərin qiymətləndirilməsinə sonrakı tələbat müəssisənin və dövlətin aktiv investisiya fəaliyyəti şəraitində iqtisadiyyatın real sektoruna investisiya istiqamətində səmərəliliyin müəyyən edilməsi zamanı, daşınmaz əmlak girovu altında kreditlərin alınması, nizamnamə kapitalına əmlak əmanətlərinin aparılması, mövcud müəssisələrin (biznesin) dəyərinin müəyyən edilməsi zamanı meydana çıxır.

Qiymətləndirmə fəaliyyətinin dövlət tənzimlənməsi tam və ya qismən dövlət mülkiyyətində, Azərbaycan Respublikası subyektlərinin və yaxud da bələdiyyə mülkiyyətində yerləşən aktivlərlə transaksiya zamanı aktivlərin qiymətləndirilməsinin həyata keçirilməsi zəruriliyini nəzərdə tutur. Bu, hər şeydən əvvəl, aşağıdakılara aid edilir:

- dövlət mülkiyyətinin etibarlı idarə edilməsi üzrə müqavilələrə əsaslanan sövdələşmələrə;
- dövlət mülkiyyəti obyektləri ilə icarə sövdələşmələrinə;



- qiymətləndirmə obyektlərinin girov predmeti kimi istifadəsinə;
- qiymətləndirmə obyektlərinin satışına və ya digər özgəninkiləşdirmələrə.

Beləliklə, qiymətləndirmə fəaliyyətinin həyata keçirilməsi sıx surətdə investisiyalardan vergitutmanın və onların idarə olunması mexanizminin təkmilləşdirilməsi də daxil olmaqla Azərbaycan iqtisadiyyatının struktur cəhətdən yenidən qurulması prosesləri ilə əlaqələndirilir.

Bazar və ya digər dəyərlərin qiymətləndirilməsi obyektini meydana çıxaran qiymətləndirmə fəaliyyəti üzrə Azərbaycan qanunvericiliyinin və təcrübəsinin təhlili onun tətbiq sferasının genişlənməsini sübut edir. Ölkə qanunvericiliyinə görə, kredit təşkilatlarının restrukturizasiyası üzrə tədbirlərin həyata keçirilməsində, borclunun əmlakının inventarlaşdırılmasında, istehsal müsabiqəsinin gedişində, daşınmaz əmlakın girov qoyulması (ipoteka), yenidən yaradılmış səhmdar cəmiyyətə səhmin ödənilməsi və s. bu kimi hallarda müstəqil qiymətləndiricilərdən istifadə olunması nəzərdə tutulur. Burada qiymətləndirmə fəaliyyətinin müvafiq infrastrukturunun formalaşmasına meyl qeyd olunur ki, bunun da inkişafından ictimai təkrar istehsal proseslərinin və o cümlədən xalq təsərrüfatında istehsalın inteqrasiyası və mərkəzləşdirilməsi proseslərinin həyata keçirilməsi səmərəliliyi asılıdır.

Lakin qeyd etmək lazımdır ki, Azərbaycanda qiymətləndirmə fəaliyyəti təcrübəsi əsasən respublika hökumətinin qərarı ilə həyata keçirilən müəssisələrin özəlləşdirilməsi və əsas fondların yenidən qiymətləndirilməsi prosesində toplanmışdır. Ona görə də şirkətlərin kompleks qiymətləndirilməsi üzrə xarici ölkələrin təcrübəsində geniş yayılmış müasir metodlarından kifayət qədər istifadə olunmamışdır. Bundan əlavə, Azərbaycanda qüvvədə olan normativ aktlar şirkətin qiymətləndirilməsi zamanı bu və ya digər metodların istifadəsində hər hansı nizamlanmanı nəzərdə tutmur. Qiymətləndirmə fəaliyyəti subyektləri tərəfindən tətbiqi zəruri hesab edilən qiymətləndirmə standartları işlənib hazırlanmamışdır. Eyni zamanda inteqrasiya proseslərinin xüsusiyyətləri şirkətin

qiymətləndirilməsinin həm ənənəvi, həm də yeni metodlarının istifadəsində onların nəzərə alınması zəruriyyətini şərtləndirir.

Minoritar səhmdarlar səhmdar cəmiyyətin restrukturizasiyası ilə razılaşmadığı halda onların bu haqda direktorlar şurasında bəyanat vermə və ondan bunlara aid səhmləri cari bazar dəyəri üzrə almağı tələb etmək hüququna malikdirlər. Lakin dövlət tənzimlənməsi sistemi ilə müəyyən edilmiş məhdudiyyətlər direktorlar şurası tərəfindən səhmdar kapitalın bazar dəyərinin müstəqil qiymətləndirmə nəticələrinin təsdiq olunması, eləcə də cəmiyyətin xalis aktivlərinin dəyərindən 10%-dən artıq olmayan səviyyədə səhm alışı həcmnin müəyyən edilməsi qaydalarını nəzərdə tutur. Son məhdudiyyət minoritar səhmdarlarla müqayisədə nəzarət səhm paketi sahiblərini imtiyazlı vəziyyətdə saxlayır. Çünki səhmin bazar qiyməti bir qayda olaraq onların payına düşən xalis aktivlərin dəyərini ötürüb keçir. İkincisi isə 25% səhmdarların yenidən təşkili haqqında qərarla razılıq almadığı halda onlar səhmdar cəmiyyətin xalis aktivlərinin dəyərindən 10%-dən çox olmayan hissəsini almaq hüququna malikdirlər.

Qiymətli kağız şəklində aktivin real bazar dəyərinin müəyyən edilməsi istənilən investordan və qiymətli kağız bazarının peşəkar iştirakçısının fəaliyyətinin ayrılmaz elementinə çevrilir, qiymətləndirmənin özü isə şirkətin perspektiv fəaliyyətinin proqnozlaşdırılmasına yönəldilən fundamental təhlilin tərkib hissəsi kimi çıxış edir. Burada belə bir fikri qeyd etmək yerinə düşərdi ki, investisiya layihəsinin əldə edilməsi üzrə bazar dəyəri məcburi iflas dəyərinə bərabər ola bilər, səhmin cari məcmu dəyəri isə onun aktivləri üzrə hesablanmış real biznes dəyərinə uyğun gələ bilər. Lakin bu üst-üstə düşmə qanunauyğunluqdan çox təsadüfi xarakter daşıyır, çünki biznes dəyərinin axtarılan kəmiyyəti qoyulmuş qiymətləndirmə məqsədilə korrelyasiya olunur ki, bunun da fərqi müxtəlif dəyər növünün axtarışını nəzərdə tutur.

Sövdələşmələrin aparılması aktivliyinin səviyyəsi ölkənin fond bazarının yetkinlik dərəcəsini əks etdirir ki, bu da səhmdar cəmiyyətin bazar mövqelərinin indikatoru kimi çıxış edir. Şirkətin əldə olunan real bazar dəyərinin müəyyən

edilməsi bilavasitə investorlar üçün və yaxud birbaşa və portfel investisiyalarına bölüşmək yolu ilə investisiyaların diversifikasiyası ilə məşğul olan peşəkar vasitəçilərə lazımdır. Bu zaman iqtisadiyyatın maliyyə və real sektorları arasında uzunmüddətli münasibətlərin qurulması üçün fond bazarında stabilliyin qorunub saxlanması və riskin minimuma endirilməsi mühüm əhəmiyyət kəsb edir.

Bu şəraitdə fond bazarı alətlərinin istifadəsi zamanı Azərbaycan Respublikası Milli Bankı tərəfindən həyata keçirilən pul-kredit tənzimlənməsi siyasətinin sərtlik meyarları nəzərə alınmalıdır və Milli Banka qiymətli kağızlar bazarı stabilliyinin müəyyən dərəcədə təminatçısı kimi baxılmalıdır. Müasir iqtisadiyyatda qiymətli kağızlar mahiyyət etibarilə getdikcə pul substitutuna çevrildikcə Mərkəzi Bank bu aktivlərə, o cümlədən səhm və istiqrazlara qiymətlərin formalaşması proseslərini, xüsusilə də onların stabilliyini diqqət mərkəzində saxlamağa məcburdur. Formalaşması prosesində məlum tərkib hissələri ilə yanaşı səhm və istiqraz məzənnələri nəzərə alınan qiymət indeksinin dinamikası ilə pul aqreqatları arasında qarşılıqlı əlaqə Amerika iqtisadçısı İrvinq Fişer və Cozef Karsonun tədqiqatları ilə müəyyən olunmuşdur. Bu tədqiqatlara əsasən adı çəkilən indeksin kəskin artması dövlətin monetar siyasətinin sərtləşdirilməsi zəruriyyətini şərtləndirir. Çünki səhm və istiqrazların qiymətinin indeksin strukturunda tutduğu xüsusi çəkinin hətta ən aşağı səviyyəsində o, fond tərkibləri hesabına daha yüksək templərlə artmağa qabildir. Bu zaman fond aktivlərinin inflyasiyası qiymətlər indeksinə indeks səbətinin digər tərkib elementləri üzrə inflyasiyanın törətdiyi oxşar neqativ nəticələr kimi təsir göstərir.

Fond aktivlərinin inflyasiyası dövründə qiymətləndirmənin aparılması bir tərəfdən bu aktivlərin real cari dəyərinin müəyyən edilməsinin əsaslandırılmış metod və metodikalarının seçilməsini, digər tərəfdən isə dövlət tərəfindən pul siyasətinin həyata keçirilməsi zamanı obyektiv şəkildə nəzərə alınmasını tələb edir. Belə olduğu halda, inflyasiya dövründə daha çox üstünlük diskontlaşdırılmış pul axını metodlarına və şirkət aktivlərinin balans dəyəri əsasında qiymətləndirilməsi metodlarına verilməlidir. Ona görə ki, r/e (ratio) əmsallarının tətbiqinə əsaslanan

oxşar şirkətlərin metodu inflyasion metod sayılır. Bundan başqa diskontlaşdırılmış pul axını metodu şirkətin səhmlərinə qiymət dəyişmələrini lazımi dərəcədə nəzərə almağa, eləcə də bazar hesablaşma qiymətləri arasında kəskin fərqləri aradan qaldırmağa qabildir.

Dünya təcrübəsində biznesin qiymətləndirilməsinin bu və ya digər metodunun: xərc, müqayisə və gəlir yanaşması metodlarının istifadə prioritetliyi barədə baxışların vahidliyi mövcud deyildir. Lakin qeyd etmək olar ki, son illər ərzində müqayisə (bazar) yanaşması metodlarının istifadə edilməsində bəzi müsbət dəyişikliklər baş vermiş və üstün olaraq qiymətləndirilən biznesin retrospektiv və perspektiv təhlili ilə bağlı yanaşmaların, qismən də gəlir yanaşması metodlarının əhəmiyyəti artmağa başlamışdır. Birmənalı olaraq qeyd etmək olar ki, qiymətləndirmə metodologiyası fasiləsiz olaraq inkişaf edir və hazırda geniş vəzifələr dairəsini həll etməyə imkan verən alətləri özündə birləşdirir. Bu vəzifələr isə, əsasən iqtisadiyyatın kooperativ sektorunda mülkiyyət payı həddinin müəyyən edilməsindən başlayaraq səhmdar kapitalda autsayderlərin aktivlərinin və mülkiyyət payının qiymətləndirilməsinə qədər olan məsələləri əhatə edir.

Aydındır ki, investisiya üçün biznesin dəyərinin qiymətləndirilməsi, hər şeydən əvvəl, bu biznesin gələcək inkişafının perspektivlərindən asılıdır. Lakin qeyd etmək lazımdır ki, mülkiyyət münasibətləri burada prinsipial əhəmiyyətə malikdir, çünki məhz kapitalın mülkiyyətçisi dəyər qiymətləndirilməsinə risk dərəcəsinin təsir göstərdiyi bu gəlirləri alır. Qiymətləndirmənin gəlir metodu belə bir ehtimala əsaslanır ki, potensial investor biznesə görə, bu biznesin gələcək gəlirlərinin cari dəyərindən çox məbləğ ödəməz, onun mülkiyyətçisi isə öz biznesini proqnozlaşdırılan gələcək gəlirlərin cari dəyərindən aşağı qiymətlə satmaz. Ona görə də nəticədə sövdələşmənin hər iki tərəfi şirkətin gələcək gəlirlərinin cari dəyərinə bərabər bazar qiyməti haqqında razılaşmaya nail olacaqlar.

Şübhəsiz ki, biznesin dəyərinin qiymətləndirilməsinin gəlir metodu investisiya motivləri baxımından daha çox qəbul edilən sayılır. Fəaliyyət göstərən

müəssisəyə qoyuluşları həyata keçirən investor bina, qurğu, maşın, digər avadanlıq, qeyri-maddi aktivlər və sair əmlak üsürlərindən ibarət aktivlər dəsti deyil, cari gəlirlər axını əldə edir ki, bu da ona sərf etdiyi investisiyaları vaxtında örtməyə, eləcə də mənfəət almağa və öz həyatı tələbatını ödəməyə imkan verir.

Qiymətləndirmə metodologiyasında pul daxilolmaları və ödəmələri arasındakı kənarlaşmanın aradan qaldırılmasına müxtəlif cür statik və ya dinamik metodlar vasitəsilə nail olunur.

Statik metodlar oxşar müəssisələrə bazar qiymətlərindən istifadə əsasında pul axınlarının müqayisəsinə (qiymətləndirmənin müqayisə metodu) və yaxud müəssisə aktivlərinin yaradılması üzrə xərclər nəzərə alınmaqla məcmu aktivləri təşkil edən ayrı-ayrı üsürlərinə (xərc metodu) yönəldilmişdir. Dinamik metodlar vaxta görə ayrılan pul daxilolmalarını və bu daxilolmaların ehtimallıq dərəcəsini əks etdirən bir və ya bir neçə amilin vahid məxrəcə gətirilməsinə imkan verirlər.

Əsaslandırılmış bazar dəyəri nəzərdə tutur ki, onun müəyyən edilməsi zamanı qiymətləndirmə tarixinə üstünlük təşkil edən iqtisadi və konyunktur şərtləri nəzərə alınmır və konkret alıcı və ya satıcının məqsədinin uçotunu nəzərdə tutmur. Burada vacib aspekt o sayılır ki, dəyər reallaşdırılmayan qiymətli kağızların pulla qiymətləndirilməsi ilə əlaqədə pul ekvivalentlərdə ifadə oluna bilməz. İnvestorların konkret investisiya məqsədlərinin uçotu investora konkret investisiya qərarlarının qəbuluna kömək etməyə səbəb olan investisiya dəyərinin müəyyən edilməsi zamanı aparılır.

Daxili və ya fundamental dəyər yuxarıda qeyd olunan dəyərdən onunla fərqlənir ki, o, səhmin cari bazar məzənnəsindən fərqli səhmdar kapitalın dəyərinin aşkara çıxarılmış amillərinə əsaslanan analitik mühakimələrin nəticəsi kimi çıxış edir. Bu zaman şirkətin daxili dəyərinin kəmiyyətinə konkret investorun məqsədləri təsir göstərmir. Adi səhmlərin daxili dəyərinin müəyyən edilməsi üçün analitik öz xüsusi biliyindən, təcrübəsindən, peşəkar ustalıqdan istifadə etməsi zəruridir və ona görədir ki, bir qayda olaraq, onun qiymətləndirilməsi nəticələri müxtəlif analitiklərdə müxtəlif ola bilər.

Səhmin daxili dəyərinin kəmiyyətinə təsir edən və onun qiymətləndirilməsi zamanı nəzərə alınan əsas amillər arasında şirkət aktivlərinin dəyərini, proqnoz mənfəətini, ehtimal olunan gələcək dividendləri, artımın qiymətləndirilən templərini ayırmaq lazımdır. Tərkibində hər bir ünsürü müəyyən bazar dəyərinə malik şirkət aktivləri müəssisənin ləğvi məqsədinin əldə edilməsi şəraitində daxili dəyər amili kimi xüsusi əhəmiyyət kəsb edir. Mövcud müəssisə səhminin qiymətləndirilməsi zamanı bu amil mühüm əhəmiyyət kəsb etmir, çünki biznes aktivlərin məcmusu kimi deyil, bütövlükdə qiymətləndirilir.

Digər tərəfdən, şirkətin gözlənilən gələcək mənfəəti adi səhmlərin daxili dəyərinə təsir göstərən daha əsaslı vahid amil kimi çıxış edir. Şirkət mənfəətdən dividendlər formasında istifadə edə bilər və yaxud onu fəaliyyətin genişlənməsi məqsədinə investisiya kimi yönəldə bilər. Dividend siyasətindən asılı olaraq şirkətin daxili dəyəri əhəmiyyətli dərəcədə dəyişə bilər. Şirkətin daxili dəyərinə heç də az əhəmiyyətli təsir etməyən şirkət fəaliyyətinin inkişaf perspektivləridir ki, bu da investor üçün xeyli maraq kəsb edir.

Əgər şirkətin bazar dəyəri onun analitik tərəfindən müəyyən olunan daxili dəyər səviyyəsindən aşağıdırsa, onda hesab edilir ki, bu cəmiyyətin səhminin əldə edilməsi buna əks olan meylin aldığı vəziyyətə nisbətən daha əlverişlidir.

Həmçinin onu da qeyd etmək vacibdir ki, mövcud müəssisənin dəyərinin müəyyən edilməsi müəssisənin vəziyyətinə aid ehtimal kimi çıxış edir. O göstərir ki, şirkət və ya fəaliyyət növü öz xüsusi aktivlərinə, daimi işçi qüvvəsinə malik fəaliyyət göstərən təsərrüfat vahidi kimi qiymətləndirilir. Bu təsərrüfat vahidi isə zəruri işgüzar əməliyyatlar aparır və öz fəaliyyətinin kəsilməsi təhlükəsi altında yerləşmir.

Səhmdar kapitalın ləğvetmə dəyəri hesablanarkən zəruri olaraq komissiya ödəmələri, şirkətin işinə dəstəkdən başlamış onun ləğvinin başa çatdırılmasına qədər bütün inzibati xərcləri, vergiləri, eləcə də yardımçı hüquqi və mühasibat xidmətlərinin ödənilməsi ilə bağlı məsrəfləri də nəzərə alır. Aktivlərin satışından gözlənilən xalis gəlirlərin bununla bağlı riski nəzərə alan faiz üzrə

diskontlaşdırılması xalis gəlirin alınması gözlənilən andan qiymətləndirmə tarixinə qədər həyata keçirilə bilər. Bu cür yanaşma bütöv əmlak kompleksi kimi şirkətin ləğvetmə dəyərini müəyyən etməyə imkan verir, lakin onun istifadəsi şirkət aktivlərinin satışından gəlirlərin məbləği üzrə dəyərin qiymətləndirilməsinə nisbətən daha aşağı nəticələrə gətirib çıxarır.

Beləliklə, müasir şəraitdə qovuşma və udulma proseslərinin idarə edilməsi üçün makroiqtisadiyyatda, eləcə də regionlararası və sahələrarası səviyyələrdə maddi və dəyər proporsiyalarının vəhdətini əks etdirən dəyər göstəricilərindən daha fəal istifadə etmək zəruridir.

Ölkəmizdə dəyər göstəricilərinin işlənilib hazırlanması və istifadəsi üzrə toplanmış tarixi təcrübə, eləcə də bazar iqtisadiyyatının formalaşmaqda olan tələbatı xalq təsərrüfatında qiymətləndirmə fəaliyyəti institutunun təşəkkülü və inkişafı üçün obyektiv əsaslar yaradır. Cari bazar dəyəri üzrə səhmdar kapitalı aktivlərinin qiymətləndirilməsinə tələbat getdikcə özəlləşdirmə deyil, həm də şirkətin tranaksiyaları ilə bağlı bir çox təsərrüfat vəzifələrinin həllində meydana çıxır. Nəticədə qiymətləndirmə fəaliyyətinin keçirilməsi sıx şəkildə Azərbaycan iqtisadiyyatının struktur cəhətdən yenidən qurulması ilə əlaqələndirilir.

Yuxarıda qeyd edildiyi kimi, qeyri-sabit iqtisadi və sosial sistemlərdə sahibkarlıq fəaliyyətinin həyata keçirilməsi iqtisadi agentlərin davranışı üzrə baza prinsiplərinin təshihini, eləcə də iqtisadi risklərin qiymətləndirilməsi üzrə istifadə olunan metodların əlavə adaptasiyasını tələb edir. Axı risklər nəzəriyyəsinə istifadə edilən təhlil metodlarının əksəriyyəti bazar sisteminin nisbi sabillik şəraitində tətbiqi üçün işlənilib hazırlanmışdır, müvafiq olaraq, keçid dövrü şəraitində istifadə zamanı onların səmərəliliyi əhəmiyyətli dərəcədə aşağı düşür.

Bununla əlaqədar olaraq, investisiya risklərinin aşkara çıxarılmasına və aşağı salınmasına yönəldilmiş tədbirlərin aşağıdakı ardıcılıqla aparılmasını məqsəduyğun sayırıq: 1) İntestisiya risklərinin aşağı salınması məqsədinin müəyyən edilməsi; 2) İntestisiya risklərinin keyfiyyət və kəmiyyət təhlili; 3) Risklərin aşağı salınması metodlarının seçilməsi; 4) Alınmış nəticələrin təhlili.

Məqsədin qoyuluşu mərhələsi iqtisadi konyukturanın təhlili və proqnozlaşdırılması metodlarının istifadəsi ilə, subyektlərin imkan və ehtiyaclarının aşkara çıxarılması ilə xarakterizə olunur.

Riskin təhlili mərhələsində keyfiyyət və kəmiyyət təhlilinin müxtəlif metodlarından istifadə edilir: etibarlı informasiyaların, işləmələrin, toplanmış informasiyaların yığılması metodları, statistik və ehtimal metodları, iqtisadi riskin funksional asılılıqlarının nəzəri modelləşdirilməsi və s.

Növbəti mərhələdə iqtisadi risklərin aşağı salınmasının müxtəlif metodlarının səmərəliliyinin müqayisəsini aparmaq məqsədəuyğundur: layihənin iştirakçıları arasında riskin bölüşdürülməsi (riskin bir hissəsinin həmicraçılara verilməsi), layihə parametrlərinin və iqtisadi normativlərin təshihə, qabaqcadan görünməyən məsrəflərin örtülməsinə vəsaitlərin ehtiyatda saxlanması və sığortası.

Yekunda nəticə, qəbul edilən qərarları təhlil etməyə və zərurət daxilində əvvəllər istifadə olunmuş təhlil metodlarına yenidən baxılmasına imkan verən risk haqqında yeni bilik olmalıdır.

### **3.3. Maliyyə investisiyalarının iqtisadi səmərəliliyinin hesablanmasında risklərin uçotu istiqamətləri**

Bir sıra metodiki təşkilatlar risklərin qarşısının alınmasında gəlir normasını nəzərə alır. Bu üsul layihənin reallaşdırılmasının effektivliyini, ümumi gəliri qiymətləndirərkən artır. Gəlirlərin formalaşması uçotu zəruridir. Belə ki, realizə olunmuş layihəni dəqiqliklə təsvir edir.

Riskin əks olunmasının təkrar əks olunmasının qarşısını almaq üçün, gəlir normasına itkilərin kompensə olunması lazımdır. Bu risklərin qarşısının alınması maşın və avadanlıqların etibarlılığını, resursların təmin olunmasını və s. qarşılıdır.

Əsas xərclər maşın və avadanlıqlardan istifadə zamanı maddi texniki təminatın əldə edilməsi üçündür. Bu cür xərclər daxil olan informasiyada öz əksini tapır.



Həmçinin statistik və ekspert metodları ilə də risk ehtimallarını gəlir normasında əks etdirmək olar. Əvvəla riski belə qiymətləndirmək olar: avadanlığın iş etibarlılığı ilə bağlı, istehsal olunan məhsulun keyfiyyəti ilə və zay məhsullarla bağlı yaranan risklər statistik qanunauyğunluğu təbii fəlakətlərə, təsadüfi qəzalara uyğunlaşdırmaq olar.

Statistik metodlarla yanaşma elementlərə və aqrekat yanaşma növlərinə bölünür . Elementlərə görə tədqiqat ayri-ayri növ risklərə fərdi yanaşır. Hər risk amilinin gəlir normasında əks olunmasını, risklərin nomenklaturasının təyin olunmasını və həcmi təyin edir. digər metodla isə təbii riskləri, qəza və digər təsadüfi hallarda yaranan itkiləri ümumilikdə tədqiq edir.

İndi isə nəzəri baxımdan tədqiq edək. Risk - mümkün olan kateqoriyadır. Ona görə də riskə baş vere biləcək hal kimi bılır.

Əvvəla variasiya göstəricisi  $\sigma^2$ - dır. Bu vahid investisiyanın effektivliyi göstəricisindən orta genişlənmədən olan dispersiyayı ölçür. Variasiyanın qiyməti artdıqca dispersiya da artır. Nəzərə alsaq ki, bu üsul risk mükafatlarının ölçülməsində tətbiq olunur.

Variasiya orta genişlənmədən kvadratik uzaqlaşmanı göstərir. Effektivlik əmsalı olaraq variasiya investitorlarda hesablama zamanı çətinlik yaradır, ona görə bu göstəricini orta kvadratik uzaqlaşma ilə ölçülür. ( $\sigma$ ) Bu əmsal variasiyanın kökaltı ifadəsinə bərabər olur:

$$\sigma = \sqrt{\sum_{i=1}^n (P - P_{orta})^2 \times B_i} \quad (3.1)$$

n - müşahidələrin sayı;

P - layihənin daxili və xarici mühitinin müxtəlif vəziyyətlərində investisiyanın səmərəliliyi göstəricisinin hesablanmış kəmiyyəti;

$P_{orta}$  - layihənin səmərəliliyi göstəricisinin orta gözlənilən (riyazi) kəmiyyəti;

$B_i$  - P-yə uyğun olan ehtimal kəmiyyətidir;

(QAMMA) aşağıdakı kimi hesablanır:

$$B_i = \frac{K_i}{\sum_{i=1}^n K_i} \quad (3.2)$$

$B_i$ - hadisənin başvermə sayı;

$n$  -uçota alınan nəticələrin ümumi sayı.

Statistik metodun çatışmazlığını aradan qaldırmaq üçün vahidlərin sayı çox olmalıdır. Çünki bu halda məcmuu vahiddən kənarlaşma daha az olur. Ona görə də praktikada çox vaxt ekspert metodunun istifadə edilir.

Ekspert metodunun mahiyyəti mütəxəsislərin proqnozlarının işlənilib plana uyğunlaşdırılmasından ibarətdir.

Cədvəl 3.1

Riskin növləri və xüsusiyyətləri	riskə görə mükafatın artırılması
Əvvəldən məlum olmayan nəticələr:	
1. 1 ildən az;	3-6 %
2. 1 ildən yuxarı:	
✓ Elmi-tədqiqat və təcrübi-konstruktor işləri bir ixtisaslaşdırılmış şirkətin gücü ilə yerinə yetirilir;	7-15 %
✓ Elmi-tədqiqat və təcrübi-konstruktor işləri kompleksarakter daşıyır və bir neçə ixtisaslaşdırılmış şirkətin gücü ilə yerinə yetirilir	11-20%
Tətbiq olunan texnologiyanın xarakterinə görə:	
• ənənəvi;	0%
• azad bazara malik yeni resursların tətbiqi;	2-4 %
• ənənəvi resurslardan fərqli inhisarlaşdırılmış resurslar tələb edən, yeni	5-10 %
• yeni, monopol resurslardan fərqli resurslar.	1-3 %
stehsal edilən məhsula tələbin həcmnin və qiymətin qiymətin qeyri-müəyyənliyi	
✓ mövcud olan;	0-5 %
✓ yeni.	5-10 %
Əmtəyə tələbə qeyri-sabit	0-3 %
Layihənin reallaşdırılmasında xarici(dağ-geoloji, iqlim və sair təbii şərait)	0-5 %
Tətbiq edilən və texnologiyanın mənimsənilməsi prosesinin qeyri-müəyyənliyi	0-3%

Cədvəldə əsasən yeni texnikanın hazırlanması ilə bağlı yaranan risklər əks olunub. Ancaq burada bəzi statistik qanunauyğunluğa tabe olmayan risk növləri də vardır ki, onları da proqnozlaşdırmaq mümkün deyil. Gəlir normalarını formalaşdıranda bu riskləri nəzərə almaq vacib deyil.

Aqreqatlaşmış risk mükafatının təyini üçün ekspert metodu geniş tətbiq olunur. Bu halda investisiyanın məqsədyönlü istiqamətlənməyi, həmçinin tətbiq olunan avadanlığın yeniliyi və mürəkkəbliyi nəzərə alınmalıdır. Risk mükafatının təqribi ölçülərini təyin etmək üçün, bəzi Amerika sənaye şirkətlərinin tədqiqat materiallarından istifadə etmək olar, gəlir normasının investisiya dərəcəsindən asılılığı. (8.5) Nəzərə alsaq ki, xarici ölkələrdə gəlir normasının minimum mümkün səviyyəsi 5%-dir, onda risk mükafatının ölçüsünü investisiya səviyyələrinə görə təyin etmək olar.

Növbəti risk göstəricisi olan variasiya əmsalı (CV) aşağıdakı kimi hesablanır:

$$CV = \frac{\sigma}{P_{orta}} \quad (3.3)$$

Xarici investorlar risk mükafatının ölçüsündə ölkə riskini nəzərə almağa can atırlar. Bu halda bəzi ölkələrdə risksiz gəlir normasını iki dəfə artırmaq tövsiyyə olunur.

Ekspert metodunun çatışmazlığı - subyektiv ekspertin qiymətə təsirindədir. Buna baxmayaraq bu risklərin qiymətləndirmə metodu istifadədə çox sadə və asandır.

Ümumiyyətlə, investisiya qoyuluşları onu reallaşdıran subyektdən, yaxud da maliyyələşdirmə mənbəyindən asılı olmayaraq, konkret layihələr formasında əks olunur. Hansı ki, həmin layihələr də ilkin ideyadan başlayaraq tam reallaşdırmaya qədər üç fazadan ibarət bir dövr kim təsvir edilir.

İnvestisiyaqabağı fazada layihənin texniki, tenoloji və digər mühüm əhəmiyyət kəsb edən aspektlərinin əsaslandırılması baxımından tədqiqatlar aparılır. İnvestisiya layihələrinin reallaşdırılması baxımından tədqiqatlar aparılır. İnvestisiya layihəsinin reallaşdırılmasının ən çox xərc tələb edən fazası investisiya

fazasıdır. Bu mərhələdə hüquqi, maliyyə və təşkilati əsasın yaradılması, bina və avadanlıqların təmini, texnika və texnologiyaların mənimsənilməsi, onların quraşdırılması və nəhayət obyektin istismara verilməsi həyata keçirilir. Son mərhələ olaraq layihənin reallaşdırılması istismar fazasına daxil olur.

Bazar iqtisadiyyatı şəraitində Sənayenin İnkişafı üzrə BMT-nin işləyib hazırladığı və Ümumdünya Bankının istifadə etdiyi layihəkarının qiymətləndirilməsinin keçid iqtisadiyyatı şəraitinə uyğunlaşdırılmış kriteriyaları formalaşdırılmışdır. Məsələn, UNIDO-nun (United Nation Industrial Development Organization) təqdimatı üzrə işlərə sərf olunacaq bütün vaxt sayılır və onun başlanması layihə üzrə fəaliyyəti əks etdirir. Son isə birmənalı qəbul edilmir. Belə ki, bu istiqamətdə iki nöqteyi nəzər hökm sürür. Bir halda obyektin istismara verildiyi vaxt layihənin sonu sayılır. Lakin, daha geniş yayılmış müddəaya əsasən layihənin istismarı prosesi də onun həyati tsiklinə aid edilir.

Müasir dövrdə investisiya qoyuluşların layihə səviyyəsində iqtisadi səmərəliliyinin müəyyən edilməsi istiqamətində müxtəlif metodlardan istifadə olunur ki, onlarda diskontlaşdırılmış qiymətləndirilməyə və uçot qiymətləndirməyə və uçot qiymətləndirməyə əsaslanan iki qrupa bölünür. Diskontlaşdırma "xərclər-faydalar" və "alternativ dəyər" konsepsiyasına əsaslanır və bütün xərclərin uçotunu nəzərdə tutur. Bu zaman yalnız bu hiss olunan material xərcləri deyil, mənəvi məsrəflər də nəzərə alınır. Faydaların və məsrəflərin qiymətləndirilməsi zamanı layihə həyata keçirildikdən sonrakı vəziyyət deyil, layihənin həyata keçirilməsinin son nəticəsi araşdırılır. Layihə həyata keçirilərkən istifadə olunan istənilən resurs digər üsullarla da istifadə oluna bilər. Məsələn, qiymətli kağızlar alınabilir. Beləliklə, layihənin həyata keçirilməsindən alınan fayda yalnız xərclərin ödənilməsinə təmin etməməli, həm də resursların digər mümkün üsullarla istifadəsindən alınan gəlirdən artıq olmalıdır. Buna nail olmaq üçün diskontlaşdırma adlanan üsuldan və hesablamaların nəticəsi kimi diskontlaşdırma üsulundan istifadə edilir. Diskontlaşdırma vasitəsilə investisiya qoyuluşunun səmərəsi nisbətən yüksək olan layihələrin seçilməsi prosesində daha düzgün qərar çıxarmağa imkan

yanarır. Çünki, onun köməyi ilə layihənin realizə olundunaacağı dövrə həm pul axının kütləsi, həm də onun illər üzrə bölgüsü haqqında mühüm məlumat əldə etmək mümkün olur.

Ümumiyyətlə, investisiya xarakterli qərarların qəbul olunması prosesində əsasında, nəzərdə tutulan investisiya ilə gələcəkdə daxil olacaq vəsaitin müqayisəsi və qiymətləndirilməsi durur. Müqayisə edilən göstəricilər müxtəlif vaxt anlarına aid olduğundan, burda əsas problem onların uyğunluğudur. Mövcud obyektiv və subyektiv şəraitdən, o cümlədən inflyasiya tempindən, inflyasiya həcmindən, nəzərdə tutulan daxilolmalardan, proqnozlaşdırma müddətdən və s. asılı olaraq problemə müxtəlif cür yanaşmaq olar. Odur ki, investisiya layihələrinin iqtisadi səmərəliliyinin qiymətləndirilməsinin əsasında dayanan başlıca yanaşmaları nəzərdən keçirək.

Bazar iqtisadiyyatı şəraitində investisiya layihələrinin iqtisadi səmərəliliyinin qiymətləndirilməsində xalis cari dəyər (net present value) NPV metodu üstünlük təşkil edir. Bu metod son investisiyanın (İC) ölçüsünün proqnozlaşdırılan müddətdə ondan əmələ gələn diskontlaşdırılmış xalis pul daxilolmalarının ümumi məbləği ilə müqayisəyə əsaslanır. Pul vəsaitlərinin daxilolmaları vaxt üzrə bölüşdürüldüyündən onlar investor tərəfindən sərbəst olaraq investisiya etdiyi kapitalla görə ala biləcəyi və ya almaq istədiyi illik geri qayıdış faizi nəzərə almaqla  $r$  əmsalının köməyi ilə diskontlaşdırılır.

Qeyd etmək lazımdır ki, gəlirlərin illər üzrə proqnozlaşdırılması zamanı layihə ilə bağlı olan bütün daxilolmaların nəzərə alınması zəruridir. Belə ki, kapital sahibi üçün investisiya fəaliyyətindən əldə olunan gəlir ilə bank faizləri arasındakı fərqinin əhəmiyyəti vardır. Başqa sözlə, həmin fərqin böyüklüyü və investisiyanın xeyrinə olması kapital sahiblərinin investisiya fəaliyyətinin genişləndirilməsində sövq etmiş olur. Gəlirləri üzrə proqnozlaşdırarkən layihə ilə bağlı olan bütün istehsal və qeyri-istehsal xarakterli daxilolmaları nəzərə almaq lazımdır. Belə ki, layihənin realizə olunduğu dövrün sonuna avadanlığın dəyəri və yaxud dövriyyə vəsaitlərinin daxil olması planlaşdırılırsa, onlar uyğun dövrün gəlirləri kimi

göstərilməlidir. Yəni, NPV göstəricisi baxılın layihənin qəbulu zamanı iqtisadi potensialın dəyişməsinə proqnoz qiymətini əks etdirir. Bu göstərici aspektində müəyyənləşə bilər, yəni müxtəlif layihələrin NPV-ni cəmləmək olar. bu çox vacib xüsusiyyət olub kriteriyanı digərlərindən fərqləndirmək onu investisiya portfelinin optimallığının təhlili zamanı əsas kimi istifadə etməyə imkan verir.

İnvestisiya layihələrinin iqtisadi səmərəliliyinin qiymətləndirilməsinin metodlarından biri də daxili mənfəət norması metodudur. Daxili mənfəət norması (internal rate of return-İRR) metodu mahiyyət etibarilə layihənin xalis cari dəyərinin sifirə bərabər olan zaman diskontlaşdırma əmsalının qiymətini əks etdirir. İnvestisiyaların səmərəliliyinin təhlili zamanı bu əmsalın hesablanması əhəmiyyəti ondan ibarətdir ki, daxili mənfəət norması göstərilən layihə ilə əlaqədar xərclərin maksimal mümkün nisbi səviyyəsini göstərir. Məsələn, əgər layihə tamamilə kommersiya bankının vəsaiti hesabın maliyyələşdirilsə, onda İRR göstəricisi bank faiz dərəcəsinin icazə verilən yuxarı hədd vəziyyətini göstərir, bu həddi keçmə layihəni ziyanlı edir.

İnvestisiya layihələrin iqtisadi səmərəliliyinin qiymətləndirilməsinin metodlarından digəri ödənilmə müddəti metodudur (payback method-PB) bu metod uçot-təhlil təcrübəsində geniş tətbiq edilən və pul daxilolmalarının vaxt ardıcılığı nəzərdə tutmayan ən sadə metoddur. Ödənilmə vaxtının hesablaması alqoritmi investisiyadan proqnozlaşdırılan gəlirlərin bölgüsünə əsaslanır. əgər gəlir illər üzrə bərabər bölüşdürülsə, onda ödənilmə dövrü eyni vaxtlı xərcləri illik gəlirin ölçüsünə bölməklə hesablanır. əgər mənfəət qeyri bərabər bölüşdürülsə, onda ödənilmə dövrü kumulyativ təsirlərlə investisiyanın ödəniləcəyi illərin birbaşa hesablanması yolu ilə tapılır. bununla yanaşı olaraq illər üzrə gəlir eyni olmaya da bilər. Bu zaman ödənilmə müddəti hesablanmış konkret illərdə investisiyanın ödənilməsinə qədər davam edir. investisiyaların ödənilmə dövrü göstəricisi hesablamada çox sadə olsa da, bir sıra çatışmazlıqlara malikdir və onları təhlil zamanı nəzərə almaq lazımdır. Belə ki, son dövrlərin göstəriciləri nəzərə alınmır.

İnvestisiya qoyuluşunun səmərəliliyinin qiymətləndirilməsində istifadə olunan metodlardan biri də mənfəət indeksi metodudur. Bu metod xalis cari dəyər metodunun nəticəsidir və konkret formulla hesablanır. Əgər mənfəət indeksi (PI) vahidən böyükdürsə, layihənin qəbul olunması, kiçikdirsə imtina olunması məqsəduyğundur. Əgər o, vahidə bərabərdirsə, onda layihə nə gəlirlidir, nə də zərərli. Bu metod alternativ layihələr içərisindən ən səmərəlisinin seçilməsində mühüm əhəmiyyət kəsb edir.

İnvestisiyanın orta ölçüsü kapital qoyuluşunun son məbləğini ikiyə bölməklə tapılır. Bütün kapital xərclərinin layihənin realizə müddəti başa çatdıqda silinir, əgər qalıq və yaxud təvsiyyə dəyəri (RV) qalır, onda onun qiyməti çıxılır. Bu onunla əlaqədardır ki, o pul axının vaxtını nəzərə almır. Əsasən bu metod eyni orta illik mənfəət məbləği, lakin illər üzrə mənfəət məbləği fərqli olan layihələr, həmçinin eyni orta illik mənfəət olan, lakin müxtəlif illər üzrə mənfəəti artan layihələr arasında fərq qoymur.

Beləliklə, göründüyü kimi investisiya qoyuluşlarının həm miqyas baxımından, həm də ayri ayri parametrlər üzrə iqtisadi səmərəliliyin müəyyənləşdirilməsinin geniş spektrli metodları vardır. Onların təcrübədə istifadə olunması isə konkret şəraitlə əlaqədardır. İnvestisiya qoyuluşlarının iqtisadi səmərəliliyinin müəyyənləşdirilməsində makro səviyyədə yanaşılması zərurətdən irəli gəlir. Məhz buna görə də yuxarıda ümumilikdə investisiya qoyuluşlarının iqtisadi səmərəliliyinin müəyyənləşdirilməsinə dair istifadə olunan metodların şərhini verməklə, tədqiqat işimizdə həmin metodlardan istifadə edilmiş və makro səviyyədə neft sənayesinə yönəldilmiş investisiya qoyuluşlarının iqtisadi səmərəliliyi müəyyənləşdirilmiş və onun daha da yüksəldilməsi istiqamətində müvafiq tövsiyələr irəli sürmüşdür.

Təklif edilən sxemdə baza elementi riskin nəzəri-metodoloji təhlil mərhələsi sayılır. Belə ki, investisiya riskinin keyfiyyət təhlilinin həyata keçirilməsi zamanı riskin səviyyəsinin dəyişməsinə əhəmiyyətli təsir göstərməyə qabil amilləri müəyyən etmək zəruridir:

- iqtisadi qanunvericiliyin və cari iqtisadi vəziyyətin, investisiyalaşma və mənfəətdən istifadə şərtlərinin dəyişməsi;
- xarici iqtisadi fəaliyyətə: ticarətə və göndərişlərə, sərhədlərin bağlanması məhdudiyətlər qoyulmasının mümkünlüyü;
- ölkədə və ya regionda siyasi vəziyyətin qeyri-müəyyənliyi, əlverişsiz sosial-siyasi dəyişikliklər;
- bazar konyunkturunun, qiymətlərin, valyuta məzənnələrinin və s. tərəddüdləri;
- təbii iqlim şəraitinin qeyri-müəyyənliyi, təbii fəlakətlərin mümkünlüyü;
- istehsal-texnoloji itkilər (qəzalar, istehsal zayırları və s.)

Xarici ölkələrin təcrübəsində investisiya qoyuluşunun səmərəliliyinin qiymətləndirilməsini, daha doğrusu, investisiya kapitalının geri qaytarılmasını xarakterizə edən göstərici ilk növbədə pul daxilolmalarıdır. Bunlar isə öz növbəsində xalis gəlir və investisiya layihəsi dövründə amortizasiya ayırmalarından ibarətdir ki, ikincisinin də bura daxil edilməsi bir qədər mübahisəli məsələdir. İkinci xarakterik xüsusiyyət həm kapital qoyuluşunu, həm də pul daxilolmalarını cari qiymətə çevirməkdən ibarətdir. Üçüncü xüsusiyyət müxtəlif investisiya layihələri üçün pul daxilolmalarını diskontlaşdırmaq məqsədilə faiz normasını (diskont normasını) seçməkdən irəli gəlir. İntestisiyadan daxil olan gəlirin miqdarına dörd amil təsir göstərir: orta real depozit, inflyasiya, risk və aşağı nağdlaşdırma norması (faizi). Odur ki, dünya təcrübəsində riski böyük olan layihəyə yüksək diskont norması tətbiq olunur. Qeyd edilənlər uzunmüddətli investisiya qoyuluşu tələb edən layihələrə də aid olunur. Dördüncü xüsusiyyət qiymətləndirmənin məqsədindən asılı olaraq diskontlaşdırma üçün istifadə edilən faiz normasının tərəddüd etməsidir. Bu isə o deməkdir ki, investisiya qoyuluşunun müxtəlif səmərəlilik göstəriciləri üçün faiz norması kimi orta kredit və ya depozit norması, inflyasiyanı, riski və nağdlaşdırma səviyyəsini nəzərə almaqla fərdi gəlirlilik norması, digər mümkün investisiyalar üzrə alternativ gəlirlilik norması və s. istifadə oluna bilər.



İnvestisiya səmərəliliyinin qiymətləndirilməsinin beynəlxalq təcrübəsi pulun vaxt dəyəri konsepsiyasına söykənməklə aşağıdakı prinsiplərə əsaslanır:

1. İnvestisiya olunan kapitalın istifadəsinin səmərəliliyi pul axınının müqayisəsi yolu ilə qiymətləndirilir ki, bu da investisiya layihəsinin və ilkin investisiyanın reallaşdırılması prosesində formalaşır. Layihə o vaxt səmərəli sayılır ki, ilkin investisiya məbləğinin qayıdışı və kapital qoyan investorlar üçün tələb olunan gəlirlilik təmin edilsin.

2. İnvestisiya olunan kapital pul axınına bərabər olmaqla indiki zamana və ya müəyyən hesabat ilinə gətirilir.

3. Kapital qoyuluşlarının və pul axınlarının diskontlaşdırılması prosesi müxtəlif diskont dərəcələri üzrə həyata keçirilir ki, bu da investisiya layihələrinin xüsusiyyətlərindən asılı olaraq müəyyən edilir. Diskont dərəcəsini müəyyən edərkən investisiyanın strukturu və kapitalın ayrı-ayrı tərkib ünsürlərinin dəyəri nəzərə alınır.

Dünya təcrübəsində investisiya layihəsinin qiymətləndirilməsi, bir qayda olaraq, özündə alternativlərdən seçimi əks etdirir. Amerika iqtisadçısı Maykl Bromviçin “Kapital qoyuluşunun iqtisadi səmərəliliyinin təhlili” kitabında təklif olunan qərarın təhlili və qəbulu prosesinin ümumi modeli investisiya layihələrinin qiymətləndirilməsinin bəzi problemləri haqqında təsəvvür verir.

İnvestisiya layihəsi obyektinin qiymətləndirilməsi zamanı obyektin inşa olunması mərhələsində gəlir axınları yoxdur və bu gəlirləri əldə etmək niyyətində olan investor kapital qoyuluşlarını həyata keçirir. Bu prosesin nə qədər davam edəcəyini aydınlaşdırmaq üçün işlərin yerinə yetirilməsi qrafikləri nəzərdən keçirilməli, kapital qoyuluşlarının mənbələri, borc vəsaitləri üzrə faiz dərəcələri, ödəniləcək faizlərin ümumi məbləği müəyyən edilməlidir.

Gəlir axınlarının başlanması müddəti müəyyən olunduqdan sonra bu prosesin nə qədər davam edəcəyi proqnozlaşdırılmalıdır. Bunun üçün obyektin təyinatı və müvafiq tip obyektlərin bazara təklif olunma ehtimalı, investorun işgüzarlığı, tipik icarə müqavilələrinin qüvvədə olan müddətləri və s. aydınlaşdırılmalıdır.

Ən mühüm məsələlərdən biri də gələcək pul gəlirləri axınlarının gözlənilən həcmnin təmin olunması ehtimalıdır. Məlum olduğu kimi, istənilən proqnozun qeyri-müəyyənlik elementləri vardır və bunların məcmusu risk anlayışı ilə ifadə olunur. Çox vaxt bu anlayış itkilərlə əlaqələndirilsə də, risk həcmnin gəlirlərin proqnozlaşdırıldığından artıq olmasını da ifadə edir.

İnvestisiya layihəsi obyektini üzərində sahiblik dövrü başa çatdıqdan sonra onun satılmasından əldə oluna biləcək pulun məbləği hesablanarkən aşağıdakı amillər nəzərə alınmalıdır:

- obyektin yerləşdiyi ərazidə torpağın qiymətinin artması və yaxud azalması ehtimalı;
- alqı-satqı anında obyektin fiziki və funksional köhnəlməsi;
- satıldığı zaman obyektin öhdəliklərlə yüklüü;
- aqıtı-saqtı müqaviləsinin bağlanmasına və həyata keçirilməsinə görə vasitəçilərə ödəniləcək mükafatların məbləği;
- iqtisadiyyatda baş verə biləcək inflyasiya səviyyəsi barədə proqnozlar.

## Nəticə və təkliflər

İqtisadi nəzəriyyədən məlumdur ki, resurslar nə qədər məhdud olarsa, onun daha da səmərəli istifadə olunmasına tələb artar. Bu nöqteyi nəzərdən dövlətin investisiya qoyuluşlarını maliyyələşdirməsi məhdudluğu aktualıq kəsb edir. Onun bir hissəsi dövlətin məqsədli investisiya proqramları çərçivəsində reallaşdırılan sosial təyinatlı (faktiki mənfəət təmin etməyən) layihələrin reallaşdırılmasına gedir. Digər hissəsi isə inkişaf büdcəsi vəsaitləri hesabına reallaşdırılan kommersiya tipli layihələri əhatə edir ki, onun bərpa olunmasına da dövlətin investisiya siyasətinin bir istiqaməti kimi baxmaq olar. Bu büdcə vasitəsilə dövlət investisiyalarının reallaşdırılmasının əsas şərtləri reallaşdırılan layihələrin yüksək iqtisadi səmərəliliyi, onun maliyyələşdirilməsinin istisna işgüzar xarakteri, dövlətin risklərinin şəxsi kapitalla diversifikasiyası, müsabiqəlilik, zərurilik, ayrılan vəsaitin ödənməsi və geri qaytarılmasıdır.

Məqsədli proqramlar müasir tələblərə cavab verən qarışıq iqtisadiyyatın formalaşdırılması və inkişafında tənzimləmə prosesinin mühüm alətlərindən hesab olunur. Onlar struktur disproporsiyaların aradan qaldırılmasına, sosial sahələrin və maddi istehal sahələrinin səmərəliliyinin artırılmasına, təbii sərvətlərin rəşional istifadəsinə və ekoloji təhlükəsizliyin təmin olunmasına istiqamətləndirilir.

İnvestisiya aktivliyinin canlanmasında *xarici amillərin «saxlanması»* rublun rusiya iqtisadiyyatının rəqabət qabiliyyətliliyinin yüksəldilməsi prosesindən ayrılıqda ehtimal olunan sürətlənmiş möhkəmlənməsi prosesindən imtina edilməsi və əlverişli dünya bazarı konyukturunun saxlanmasına maksimal kömək etməkdir.

Balanslaşdırılmış büdcə və inflyasiyanın davamlı azalmasının təmin edilməsi əsasında iqtisadiyyatın real sektorunda investisiyaların iqtisadi səmərəliliyi səviyyəsinə qədər faiz dərəcələrinin aşağı salınması.

Mövcud olan vergi sisteminin qaydaya salınması və struktur yenidənqurulması, həmçinin amortizasiya siyasətinin təkmilləşdirilməsi

əsasında bazar subyektlərinin investisiya imkanlarının genişləndirilməsini nəzərdə tutan *vergi islahatının başa çatdırılması*.

«Effektiv mülkiyyətçi» probleminin həlli əsasında müəssisələrin investisiya cəlbediciliyinin artırılması.

İnvestisiya bazarının *infrastrukturunun inkişafı* və investisiya institutları ilə investorlar arasında qarşılıqlı etimad mühütünün formalaşdırılması.

İnvestorlar tərəfindən yaradılacaq müəssisələrin yerləşməsi seçimi və investisiya layihələrinin reallaşdırılmasının investisiyaqabağı mərhələsində zəruri olan razılığın alınmasında *bürokratik prosedurların sadələşdirilməsi*.

Daxili və xarici strateji investorların birbaşa investisiyalarının həmçinin əhalinin yığımlarının real investisiyaya transformasiyasının stimullaşdırılması məqsədilə, məhkəmə sisteminin möhkəmlənməsi və investorların hüquqlarının qorunmasına təminatın keyfiyyətə yüksəlməsi əsasında investisiya risklərinin azaldılmasının *təşkilati-hüquqi zəminin formalaşdırılması*.

Strateji perspektivliyini, ölkə iqtisadiyyatının inkişafı üçün prioritetliyini və investisiya axını nəticəsində sahələrarası qarşılıqlı zəncirvari təsir hesabına multiplikativ effekt alınması imkanını nəzərə almaqla, investisiya fəaliyyətinin müxtəlif sahələrdə stimullaşdırılması alətlərinin *differensial tətbiqi*.

Büdcə investisiyalarının effektiv istifadəsi və məqsədli proqramlar üzərində dövlət nəzarətinin gücləndirilməsi, məqsədli proqramların seçimi və reallaşdırılması, investisiya institutlarının, müəssisələrin və dövlətin maraqlarını təmin edən razılaşma mexanizmlərinin işlənməsinin yaxşılaşdırılması əsasında büdcə investisiya resurslarının istifadəsinin *səmərəliliyinin yüksəldilməsi*.

## İstifadə edilmiş ədəbiyyat siyahısı

1. İnvestisiya fəaliyyəti haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanunu (13 yanvar 1995-ci il, №952).
2. Qiymətləndirmə barədə metodik vəsait. Azərbaycan Qiymətləndiricilər Cəmiyyəti. Bakı, 2009.
3. Daşdəmirov M.Ə. «Bazar iqtisadiyyatı şəraitində müəssisələrin konseptual və real fəaliyyəti», Bakı, «Elm», 1999-cu il.
4. Erdal A.N., Kərimov V.X. İnvestisiya layihələrinin hazırlanması və qiymətləndirilməsi. Bakı: "Bakı Universiteti" nəşriyyatı, 2002, 151 s.
5. Əliyev A.Y., Mirzəyev B.S. «İnvestisiya qoyuluşunun əsaslandırılmasında iqtisadi təhlil», Bakı, «Çənlibel», 2000-ci il.
6. Əliyev F.B. İnvestisiya layihələrinin təhlili və dəyərləndirilməsi. Bakı, "Azər" nəşriyyatı, 2003 s.
7. Əliyev N.C., Daşdəmirov M.Ə, Mirzəyev V.S. İnvestisiya layihələrinin təhlili. Bakı, 2003, 182 s.
8. Əliyev R.B., Novruzov N.A., Məmmədov M.A. İnvestisiyanın maliyyələşdirilməsi və kreditləşdirilməsi. Bakı: 2003, 432 s.
9. Həsənov İ.Ç. «Azərbaycan Respublikasında bazar iqtisadiyyatına keçid şəraitində əsaslı tikintinin inkişafının bəzi məsələləri». (Dissertasiya), 2000-ci il.
10. Hüseynov T.Ə. Sənayenin iqtisadiyyatı. Dərslik. Bakı, Azər nəşr, 2000, 667 səh.
11. Xarici investisiyanın qorunması haqqında Azərbaycan Respublikasının Qanun (15 yanvar 1992 –ci il, 57 sayılı).
12. Арсланов Э.Ф. Повышение инвестиционного потенциала российского фондового рынка. М.: Изд. Института Экономики РАН, 2006, 98 с.
13. Азизова М.А., Мамедова С.Б. Методы оценки экономической эффективности инвестиционных проектов их анализ. AzMIU-nun 25 illik yubileyinə həsr olunmuş Beynəlxalq Elmi Konfransın Materialları. Bakı, 2001.
14. Беренс В., Хавренек П. Руководство по оценке эффективности инвестиций/ Пер. с англ. – М.: «АОЗТ Интерэксперт», 1995.
15. Берман Х., Смит С. «Решение капитального бюджета. Экономический анализ инвестиционных проектов», Перевод с англ., М.: 1998 г.
16. Бирман Г., Шмидт С. «Экономический анализ инвестиционных проектов» / перевод с англ./, М.: «ЮНИТИ», 1997 г.
17. Бизнес-план инвестиционного проекта: отечественный и зарубежный опыт./ Под ред. В.М. Попова. М.: Финансы и статистика, 2003, 432 с.

18. Бизнес: Оксфордский толковый словарь: Англо-русский: более 4000 терминов. – М.: Прогресс – Академия, Изд-во РПГУ, 1995.
19. Бочаров Л.А. Инвестиции. Учебное пособие. В.П: «Питер» 2002, 288 с.
20. Братищев И.М., Крашенников. Россия может быть богатой! М., ИД «Грааль», 1999.
21. Бромвич М. Анализ экономической эффективности капиталовложений. М.: ИНФРА-М, 1996.
22. Бузова И.А., Маховикова Г.А., Терехов В.В. Коммерческая оценка инвестиций / Под ред. Есипова В.Е. – СПб: Питер, 2003, 432 с.
23. Валдайцев С. Оценка бизнеса: учеб. Пособие. М.: ТК Велби, Изд-во «Прспект», 2006, 360 с.
24. Вахрин П. Инвестиции. Учебник. «Дашков и К», 2003, 384 с.
25. Виленский П.Л., Лившин В.Н., Смоляк С.А. Оценка эффективности инвестиционных проектов. – М.: Дело, 2002.
26. Волков И.М., Грачев М.В. «Проектный анализ». Учебник, М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1998 г.
27. Волков И.М., Грачев М.В. Проектный анализ: Продвинутый курс! М.: ИНФРА-М, 2004, 495 с.
28. Гаджиев Ш.Г. Азербайджан на пути к мировому сообществу: стратегия внешне экономического развития. Киев: «Экспресс-объява», 2000, 504 с.
29. Газеев М.Х., Смирнов А.П, Хрычев А.Н. Показатели эффективности инвестиции в условиях рынка.-М.:ПМБ ВНВННОЭНГ-а 1993.
30. Гейбуллаев Г.Р., Мамедова С.Б. Управление инвестиционными проектами и их методологические основы в условиях рынка. AzMİU-nun 25 illik yubileyinə həsr olunmuş Beynəlxalq Elmi Konfransın Materialları, Bakı, 2010
31. X.N.Kazımlı.Qiymətləndirmənin əsasları. Bakı 2008
32. М.И.Ример, А.Д.Касатов, Н.Н.Матуенко. Экономическая оценка инвестиций. 1 – е и 2 – е издание. М.: 2008
33. С.В.Валдайцев. Оценка бизнеса. М.:2008
34. М.А.Федотова, В.Ю.Рослов, О.Н.Щербакова, А.И.Мышанов. Оценка для целей залога. М.: «Финансы и статистика», 2008

**Садыгов Елджан Сакит оглы**

**Оценка эффективности финансовых инвестиций**

**РЕЗЮМЕ**

Развития национального фондового рынка и увеличение интереса к инвестированию различных видов ценных бумаг в свою очередь требует объективную оценку финансовых инструментов с целью координации участников рынка определения реальной стоимости отдельных видов ценных бумаг имеет важную роль. Посвящение данной магистерской диссертации к этой проблеме доказывает ее актуальность.

Магистерская диссертация состоит из введений, трех глав, выводы и предложений, также списка использованной литературы.

Во введении работы обоснован актуальность темы, определены предмет, метод, цель и задачи исследования. Здесь также указаны новизны исследовательской работы.

В первой главы работы изучена объективные основы и необходимость инвестирования а также определены факторы определяющие потребности на финансовые инвестиции. Здесь также исследованы механизм защиты инвестиции.

Вторая глава данной магистерской диссертации посвящено к изучению методов оценки различных видов акций и облигаций также законодательной базы защиты интересов участников рынка ценных бумаг.

Последовательно последняя глава данной работы отражает в себе важные направления совершенствования методологии оценки стоимости финансовых инвестиции с учетом рисков различного характера и инфляции.

В заключении даны некоторые рекомендации и предложения которые имеют практическую значимость для субъектов естественной монополии.

## SUMMARY

Development of the national stock market and the increasing interest in investments in various types of securities in turn requires an objective evaluation of financial instruments for the purpose of coordination of participants of the market determine the real value of certain types of securities is important. Dedication this master's thesis to this problem proves its relevance.

Master thesis consists of introduction, three chapters, conclusions and proposals, list of references. The introduction of the paper justifies the relevance of the topic, a subject, method, purpose and objectives of the study. It also indicated the novelty of the research work. In the first Chapter of the work studied objective basis and the need for investment and identified factors opredelyalsya requirements for financial investments.

It also investigated the protection mechanism of investment. The second Chapter of this master's thesis is devoted to the study of assessment methods of various types of stocks and bonds legislative framework protect interests of participants of the securities market. Consistently the last Chapter of this work reflects the important directions of improvement of methodology for assessing the value of financial investments with account of different kinds of risk and inflation. In conclusion, some recommendations and suggestions which are of practical importance for the subjects of natural monopolies.