

## **BİZNESİN (MÜƏSSISƏNİN) QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ ÜZRƏ M E T O D İ K G Ö S T Ə R İ Ş L Ə R**

### **Giriş**

Bu Metodik göstərişlər "Auditor xidməti haqqında" Azərbaycan Respublikasının Qanununa müddəalarına uyğun olaraq auditorların göstərdiyi xidmətlərin keyfiyyətinin yüksəldilməsinə yardım məqsədilə hazırlanmışdır. Auditorlar hazırki Metodik göstərişlərdən həm müvafiq əlaqəli xidmətlər göstərdikdə, həm də maliyyə aləti kimi istifadə olunan üçüncü tərəf səhmlərinin qiymətləndirilməsinin düzgünlüyü haqqında mülahizə formalaşdırdıqları zaman faydalana bilirlər.

### **Metodik göstərişlərin məqsədi**

Metodik göstərişlərin əsas məqsədi Azərbaycan Respublikasının ərazisində fəaliyyət göstərən sərbəst auditorlar və auditor təşkilatları tərəfindən biznesin dəyərinin müəyyən edilməsinə sistemli yanaşmanın təmin edilməsidir. Belə yanaşma korporativ maliyyə nəzəriyyəsinə və beynəlxalq praktikada mövcud olan metodlara mükəmməl yiyələnməyi, bazar şəraitindən asılı olaraq adekvat qiymətləndirmə metodunun seçilməsini və biznesin dəyərinin müəyyənləşdirilməsinin etibarlılığını şərtləndirən bazar amillərinin nəzərə alınmasını tələb edir.

### **Metodik göstərişlərin istifadəçiləri**

Metodik göstərişlər sərbəst auditorlar və auditor təşkilatları, habelə auditor fəaliyyəti ilə məşğul olan və həmin fəaliyyətdən istifadə edən (mövcud və potensial) maraqlı tərəflərin istifadəsi üçün nəzərdə tutulmuşdur.

Metodik göstərişlərin müddəaları audit sahəsini tənzimləyən, ona nəzarət edən qurumlar və bu sahədə peşəkar fəaliyyət göstərən şəxslər tərəfindən tətbiq edilmək üçün nəzərdə tutulur. Bu Metodik göstərişlərin müddəaları Azərbaycan Respublikasında dövlət qeydiyyatından keçmiş məcburi auditin subyektivi olan aşağıdakı hüquqi şəxslərə və hüquqi şəxs yaratmadan sahibkarlıq fəaliyyətini həyata keçirən fiziki şəxslərə auditor və məsləhət xidməti göstərilməsi ilə bağlı tətbiq olunur:

- Səhmdar cəmiyyətləri;
- Məhdud məsuliyyətli cəmiyyətlər;
- Xarici hüquqi şəxslərin filialları;
- kredit təşkilatları;
- sığortaçı, təkrarsığortaçı və sığorta vasitəçiləri;

- qiymətli kağızlar bazarının peşəkar iştirakçıları olan brokerlər, qiymətli kağızların idarə olunması üzrə peşəkar fəaliyyəti həyata keçirənlər;
- lizinq xidmətləri göstərən kredit təşkilatları;
- investisiya fondları;
- özəl investorlar;
- dövlət orqanları (müəssisənin özəlləşməyə hazırlanması; müxtəlif vergi növləri üçün vergitutma bazasının müəyyən edilməsi; müflisləşmə proseduru vasitəsilə məcburi ləğvetmədən gəlirlərin müəyyən edilməsi; məhkəmə məqsədləri üçün qiymətləndirmə)və s.

Metodik göstərişlərin müvafiq təlim və tədris prosesində istifadəsi tövsiyyə olunur.

### **Biznesin qiymətləndirilməsində tətbiq olunan yanaşmalar**

Biznesin (müəssisənin)qiymətləndirilməsinə aşağıdakı yanaşmalar tətbiq edilə bilər:

- xərc yanaşması
- bazar yanaşması
- gəlir yanaşması.

**Xərc və ya əmlak yanaşması** çəkilmiş xərclər nöqtəyi-nəzərindən müəssisənin dəyərini müəyyən edir. Əvvəlcə ayrı-ayrılıqda hər bir balans aktivinin ədalətli bazar dəyərinin qiymətləndirilməsi aparılır. Sonra öhdəliklərin cari dəyəri müəyyən edilir. Bundan sonra isə müəssisənin aktivlərinin əsaslandırılmış bazar dəyəri məbləğindən bütün öhdəliklərin dəyəri çıxılır. Nəticədə xüsusi kapitalın qiymətləndirilən dəyəri alınır. Xərc yanaşmasında bazar dəyəri aşağıdakı kimi hesablanır:

**$XK = A - \ddot{O}$**

burada **XK** - xüsusi kapital, **A**- aktivlər,  **$\ddot{O}$**  – öhdəliklərdir.

**Qeyd.** Bu yanaşma inkişaf və ya satışların/gəlirlərin əhəmiyyətli dərəcədə artırılması perspektivləri olmayan və sabit bazar mühitində fəaliyyətdə göstərən müəssisələr üçün tətbiq edilə bilər. Əks halda, alınan nəticə digər yanaşmaların tətbiqi ilə aparılmış qiymətləndirmənin nəticələrindən kəskin fərqlənə bilər. Bu halda müəssisənin fəaliyyətinin fasiləsizliyi mülahizəsi də inkar edilmiş olacaq.

### **Müəssisənin dəyərinin qiymətləndirilməsinə müqayisə yanaşması**

Müqayisə yanaşması əvəzetmə prinsipinə əsaslanır: əgər müəssisənin dəyəri onunla eyni faydalılığa malik oxşar obyekt bazarında həmin obyektin əldə olunması xərclərini ötüb keçirsə, onda alıcı bu obyekti almır. Bir qayda olaraq bu yanaşma alqı – satqı sövdələşmələri haqqında kifayət qədər aktiv bazar məlumatlarına malik olduqda istifadə edilir.

#### **Müqayisə yanaşmasının üstünlükləri :**

- 1)** Qiymətləndirici faktiki qiymətlərə əsaslanır. Qiyməti bazar diktə edir, qiymətləndirici analoqun qiymətləndirilən obyektə müqayisəliliyini təmin edən düzəlişlərlə kifayətlənir.
- 2)** Qiymətləndirmə retroinformasiyalara əsaslanır və müəssisənin istehsal – maliyyə fəaliyyətinin faktiki nəticələrini əks etdirir.
- 3)** Faktiki başa çatmış sövdələşmənin qiyməti bazardakı vəziyyəti nəzərə alır, tələb və təklifin real əksi sayılır.

Müqayisə yanaşmasının tətbiqi mümkünlüyü aktiv maliyyə bazarının mövcudluğundan, maliyyə və qiymət informasiyalarını toplayan xidmətlərdən, eləcə də belə informasiyaların əldə edilməsi mümkünlüyündən asılıdır. Müqayisə üçün şirkətlərin seçimi aşağıdakı meyarlar üzrə həyata keçirilir:

- bu və ya digər sahəyə, regiona məxsusluğu;

- buraxılan məhsul və ya xidmətlərin növləri;
- məhsul və ya xidmətlərin diversifikasiyası;
- şirkətin həyat tsikli fazası;
- şirkətlərin ölçüləri, onların strategiyası, maliyyə göstəriciləri.

### **Biznesin (müəssisənin) qiymətləndirilməsində gəlirlərin kapitallaşdırılması yanaşması**

Gəlirlərin kapitallaşdırılması yanaşması (**GK**) kapitallaşdırma əmsalının köməyi ilə obyektin istifadəsindən alınan gələcək gəlirlərin cari dəyərinin hesablanmasından ibarətdir :

$$D = V / R$$

burada, D –dəyər ;V –dövri gəlir; R –kapitallaşdırma əmsalıdır.

Riyazi cəhətdən kapitallaşdırma əmsalı dövr ərzində mənfəət və ya pul axınının kəmiyyətinin dəyər göstəricisinə çevrilməsi üçün tətbiq olunan böləndir.

Qeyd etmək lazımdır ki, birbaşa kapitallaşdırma yanaşması ciddi nöqsanlara malikdir. Cari dəyərin hesablanması düsturunda illik gəlirdən istifadə olunur. Bu gəlir potensial ümumi gəlirdən bütün mümkün itkilər və əməliyyat məsrəfləri (əvəzetmə ehtiyatları daxil olmaqla ) çıxdıqdan sonra alınır. Müvafiq informasiya kommersiya sirlərinə aid olduğuna görə onun əldə edilməsi son dərəcə məhduddur. Beləliklə, bazar sövdələşmələri haqqında informasiyaların yığılması və kapitallaşdırılma əmsalının hesablanması mürəkkəb problem sayılır. Metodun tətbiqi zamanı bir sıra problemlər meydana gəlir:

- müəssisənin xalis gəlirini necə müəyyən etməli ?
- kapitallaşdırma dərəcəsini necə seçməli?

### **Biznesin (müəssisənin) qiymətləndirilməsində opsiyon yanaşması**

Opsionlar nəzəriyyəsinin yaranması ənənəvi yanaşma və metodların çatışmazlıqları ilə bağlıdır. Əgər şirkətin səhmləri müəyyən dəyərə malik olmaqla birjada kotirovka olunursa yaxud xalis aktivlər metodu ilə qiymətləndirilən şirkətin dəyərinin mənfə olmasına (öhdəliklərin dəyərinin şirkətin aktivlərinin dəyərindən yüksək olmasına) baxmayaraq investorlar tərəfindən alınarsa xərc yanaşmasından istifadə əksər hallarda ziddiyyətə səbəb olur. Qeyd olunan uyğunsuzluq fəaliyyətdə olan biznesin qiymətləndirilməsinə xalis aktivlər metodunun düzgün tətbiq olunmaması ilə bağlıdır. Beləki, xalis aktivlər metodu xərc yanaşmasına aiddir və qiymətləndirmənin nəticələri mövcud müəssisənin dəyərini deyil, bu biznesin əmlak kompleksinin ayrılıqda götürülmüş elementlərinin dəyəri olur. Qudvillin və qeyri-maddi aktivlərin real qiymətləndirilməsində xalis aktivlər metodunun tətbiqi daha adekvat nəticə verir. Lakin bu da müəssisənin dəyərinə əlverişli bazar konyukturəsindən irəli gələn idarəetmə qərarlarının təsirini uçota almağa imkan vermir.

Pul axınlarının diskontlaşdırılması metodu dolayı şəkildə nəzərdə tutur ki, müəssisələr real aktivləri passiv şəkildə saxlayırlar. Bu zaman real aktivlərə qoyulan opsiyonlar uçota alınmır (təcrübəli menecerlər müvafiq üstünlüklərdən istifadə edə bilirlər). Ənənəvi yanaşma və metodlardan fərqli olaraq opsiyon yanaşması müəssisənin dəyərinə onun istehsal-təsərrüfat xarakteristikalarına münasibətdə xarici şəraitin təsirini qiymətləndirməyə imkan verir.

Opsionların və onlara uyğun alətlərin (varrantların və s.) yaranması ilə investorlar mövcud şəraitdən uğurla istifadə etmək və itkiləri azaltmaq imkanı əldə edirlər. Müstəqil qərarlar qəbul etmək hüququ qeyri-müəyyənlik şəraitində dəyər kəsb edir. Opsionlar nəzəriyyəsi biznesin qiymətləndirilməsində mühüm rol oynayır, yüksək texnologiyalı firmaların, problemlə müəssisələrin, hasilatla məşğul olan şirkətlərin fəaliyyətlərinin

təhlilində və müəssisənin fəaliyyət göstərdiyi iqtisadi şəraitin dəyişməsinin uçota alınmasında faydalı ola bilən perspektivləri təmin edir.

Opsion qiymətmələgəlmə modeli opsion xarakterli, lakin müəyyən məhdudiyyətlərə malik istənilən aktivin qiymətləndirilməsi üçün istifadə oluna bilər:

- Müxtəlif aktivlərə (birja aktivlərinə opsionlar);
- Səhmlər (firmanın aktivlərinə yaxud borc əmlakının hissəsinə opsion);
- Opsion xarakteristikalı alətlər (istiqrazların bəzi növləri);
- Patentlər (məhsullara opsionlar kimi baxılır);
- Faydalı qazıntılar və bəzi digər təbii resurslar;
- Əmlak sığortası sferasında;
- Maliyyənini idarə edilməsində;
- Şirkətlərin birləşməsi prosesinin səmərəliliyinin təhlilində.

Opsiona qiymətmələgəlmə metodikası mürəkkəb riyazi aparata əsaslanır. Bir sıra hallarda,

xüsusən qeyrimüəyyənlik şəraitində metodun tətbiqi kifayət qədər əməktutumludur.

## **Biznesin qiymətləndirilməsində tətbiq olunan metodlar**

A. Xərc yanaşmasının metodları aşağıdakılardan ibarətdir:

- xalis aktivlərin dəyəri metodu (*Book Value*);
- ləğvetmə dəyəri metodu (*Liquidation Value*).

A1. Xalis aktivlərin dəyəri metodu qiymətləndirilən şirkətin məlumatlarına əsaslanır. Metodun mahiyyəti öhdəliklərin bazar dəyəri çıxılan balans məlumatlarının təshihə yolu ilə aktivlərin bazar dəyərinin müəyyən edilməsindən ibarətdir. Metodun modifikasiyasında aktivlərin bazar dəyərinə qazanc metodu ilə müəyyən edilən **qudvill** əlavə olunur (bu zaman xalis kapitalın sahə üzrə orta rentabelliliyini əks etdirən informasiya lazımdır). Metodun üstünlükləri onun sadəliyindən, nisbətən yüksək olmayan əmək tutumluluğundan və məhdudiyyətin olmamasından ibarətdir. Onun çatışmazlığı isə keçmiş xərclərin heç də müəssisənin (biznesin) alışıının əsas səbəbi kimi nəzərə alınmamasıdır. Biznesin qiymətləndirilməsinə xərc yanaşmasının tətbiqi mərhələlər üzrə aşağıdakı kimi aparılır:

**1. Firmanın maliyyə hesabatlarının təhlili.** Əgər maliyyə hesabatları auditor tərəfindən təsdiq olunmayıbsa, onda müstəqil auditor dəvət edilməlidir. **Beynəlxalq və ya Milli maliyyə hesabatları standartlarına (IFRS, MMUS) müvafiq olaraq tərtib edilmiş maliyyə hesabatlarında aktivlərin və öhdəliklərin ədalətli dəyəri müəyyən edilməlidir.**

**2. Müəssisənin dəyərinin müəyyən edilməsi.** Müəssisənin dəyəri bərabərdir: aktivlərin ədalətli dəyəri çıxılacaq öhdəliklərin ədalətli dəyəri.

A2. Ləğvetmə dəyərinin (fəaliyyətsiz müəssisənin dəyəri) hesablanması metodikası aktivlərin və öhdəliklərin bazar dəyərinin qiymətləndirilməsinə əsaslanır. Xalis aktivlərin dəyəri metodundan onun fərqləri müəssisənin vəziyyətindəki fərqlərlə müəyyən edilir. Ləğvetmə dəyərinin hesablamaları zamanı qudvillin dəyəri çıxılır. Digər qeyri – maddi aktivlərin dəyəri sıfıra bərabər olur (belə ki, alıcılar olmaya bilər). Əsas fərq ondan ibarətdir ki, aktivlərin ləğv olunması (satışı) üçün müəssisə demontaj üçün görə xərc çəkməli, vasitəçilərə komissiyon haqlar ödəməli, likvidliyi təmin etmək üçün qiyməti bazar qiymətindən aşağı salmalıdır. Satılmış aktivlərin dəyərindən (müsbəqə çəkisindən) xərclər (o cümlədən idarəetmə heyətinin saxlanmasına çəkilən xərcləri), öhdəliklərin dəyəri, əmlakın satışına vergilər, vasitəçilərə ödənilən komissiyon haqlar çıxılır. Bütün gəlirlər və xərclər qiymətləndirmə anına gətirilir (diskontlaşdırılır).

## B. Müqayisə (bazar) yanaşması üç əsas metoda əsaslanır:

- sahəvi əmsallar metodu.
- kapital bazarı metodu;
- sövdələşmə metodu;

B1. Sahəvi əmsallar metodu ondan ibarətdir ki, biznesin satışı təcrübəsinin təhlili əsasında bu və ya digər sahədə satış qiyməti ilə hər hansı digər göstərici arasında asılılıq aşkar olunur. Metod əsasən kiçik şirkətlərin qiymətləndirilməsi üçün istifadə edilir və köməkçi xarakter daşıyır. Ümumiləşdirmələr nəticəsində qiymətləndirilən müəssisənin dəyərinin müəyyən edilməsinin nisbətən sadə düsturları işlənib hazırlana bilər.

Qərb firmalarının təcrübəsi göstərir ki:

- reklam agentlikləri və mühasibat firmaları müvafiq olaraq illik gəlirlərinin 0,5 və 0,7 mislinə;
- restoranlar və turist agentlikləri müvafiq olaraq ümumi gəlirlərinin 0,25-0,5 və 0,04-0,1 mislinə;
- yanacaq doldurma stansiyaları aylıq gəlirin 1,2- 2,0 mislinə;
- pərakəndə satış müəssisələri - xalis gəlir məbləğinin, avadanlıq və ehtiyatların dəyərinin 0,75- 1,5 mislinə;
- maşınqayırma müəssisələri xalis gəlir məbləğinin və ehtiyatların dəyərinin 1,5-2,5 mislinə bərabər qiymətlərlə satılırlar.

Bu metod oxşar şirkətlərin səhmlərinin bazar qiymətlərinə əsaslanır. Fərz edilir ki, investor əvəzetmə prinsipi üzrə (və ya alternativ investisiyalar) fəaliyyət göstərməklə ya bu şirkəti, ya da qiymətləndirilən firmanı investisiyalaşdırır. Metod qiymətləndirilən və müqayisə olunan şirkətlərin maliyyə təhlilindən ibarətdir.

Analoq müəssisələrin seçimi zamanı aşağıdakı əlamətlər nəzərə alınır:

- istehsal olunan məhsulun eyniliyi;
- istehsal olunan məhsul həcmnin və keyfiyyətinin eyniliyi;
- öyrənilən dövrlərin eyniləşdirilməsi;
- müəssisənin inkişaf fazalarının və istehsal güclərinin ölçülərinin eyniliyi;
- müəssisənin inkişaf strategiyasının eyniliyi;
- iqlim və ərazi müxtəlifliklərinin uçotunun bərabər səviyyəsi;
- müəssisənin maliyyə xarakteristikalarının müqayisə edilənliliyi.

B2. Kapital bazarı metodu üzrə qiymətləndirmənin vacib tərkib hissəsi müəssisənin **maliyyə vəziyyətinin təhlili** sayılır. Təhlil üçün informasiya yazılı tələbnamə və ya müəssisədə müsahibə gedişində əldə olunmuş məlumatlar ola bilər. Müəssisənin maliyyə vəziyyətinin təhlili zamanı istifadə olunan müqayisənin analitik göstəricilər və meyarlar sistemi qiymətləndirmə metodologiyası əsasında da müəyyən edilir.

Belə ki, vergitutma məqsədilə qiymətləndirilməsi zamanı daha vacib göstəricilər aşağıdakılardan ibarətdir:

- müəssisənin əmlakının strukturu;
- aktivlərin və məhsulların rentabelliliyi.

Müəssisənin alqı-satqısı zamanı aşağıdakılar mühüm əhəmiyyət kəsb edirlər :

- müəssisənin ödəniş qabiliyyətliliyi;
- aktivlərin likvidliyi;

Müəssisənin yenidən təşkili zamanı hər şeydən əvvəl aşağıdakılar nəzərə alınır:

- kapitalın strukturu;
- işgüzar fəallıq.

Müəssisənin maliyyə hesabatının tərtibi zamanı mühasibat uçotunun aparılması prinsiplərinə əsaslanır. Eyni zamanda ümumi prinsiplər və qaydalar hər bir müəssisədəki şəraitdən və fəaliyyət xüsusiyyətlərindən asılı olaraq konkretləşdirilir ki, bu da uçot siyasətində əks olunur. Mühasibat uçotunun qəbul edilən metodlarından asılı

olaraq həm mənfəətin kəmiyyəti, həm də ayrı-ayrı aktivlərin dəyəri fərqlənəcəkdir. Bu, balans hesabatının ayrı-ayrı maddələrinin kəmiyyətində əks olunur. Ona görə də analoq müəssisələrin və qiymətləndirilən müəssisənin balans hesabatlarının təhlili zamanı mühasibat uçotunun tətbiq olunan metodlarındakı fərqləri diqqət mərkəzində saxlamaq və balans hesabatının müvafiq maddələrinə təşihlər aparmaq lazımdır. Müqayisə yanaşması maliyyə təhlilinin bütün metodlarını istifadə edir.

Müəssisənin xüsusi kapitalının bazar dəyərinin müqayisə yanaşması ilə müəyyən edilməsi qiymət multiplikatorlarının istifadəsinə əsaslanır.

**Qiymət multiplikatoru-** müəssisənin və ya səhmlərin bazar qiyməti ilə maliyyə bazası arasında nisbəti ifadə edir. Qiymət multiplikatorunun maliyyə bazası müəssisənin maliyyə fəaliyyətinin nəticələrini əks etdirən göstəricilər sayılır. Onlara mənfəət, pul axını, dividend ödəmələri, reallaşmadan gəlirlər və s.daxildir.

**Multiplikatorun hesablanması** üçün ardıcıl olaraq aşağıdakıları həyata keçirmək lazımdır:

- analoq kimi seçilən bütün şirkətlər üzrə səhmin qiymətini müəyyən etmək (bu düsturda sürətin kəmiyyətini verir);
- müəyyən dövr ərzində və ya qiymətləndirmə tarixindəki vəziyyətə görə maliyyə bazasını (mənfəət, reallaşmadan gəlirlər, xalis aktivlərin dəyəri və s.) hesablamaq (məxrəcin kəmiyyətini verir).

**İnterval multiplikatorları.** Buraya aşağıdakılar daxildir:

- qiymət/mənfəət;
- qiymət/pul axını ;
- qiymət/dividend ödəmələri;
- qiymət/reallaşdırmadan gəlir.

**An multiplikatorları.** Buraya aşağıdakılar daxildir:

- qiymət/aktivlərin balans dəyəri ;
- qiymət/aktivlərin xalis dəyəri .

An multiplikatorlarının seçimi konkret vəziyyətdən asılıdır.

Bura aşağıdakılar daxildir:

- **P/R** (qiymət/ümumi gəlirlər) – Qiymətləndirilən və müqayisə olunan şirkətlər xidmət sferasında oxşar əməliyyat gəlirlərinə malik olduqda tətbiq edilir.
- **P/EBT** (qiymət/vergitutmaya qədərki mənfəət) – Oxşar vergi şərtlərinə malik olan şirkətlərin müqayisəsi üçün daha məqbuldur.
- **P/E** (qiymət/pul axını) –Amortizasiya ilə müqayisədə nisbətən az gəlirə malik şirkət üçün daha münasib sayılır.
- **P/BV** (qiymət/xüsusi kapitalın balans dəyəri) – Balansında aktivlərin əhəmiyyətli kəmiyyətinə malik olan şirkətlərdə daha çox tətbiq edilir. Eləcə də balans dəyəri göstəriciləri və şirkət tərəfindən yaradılan gəlir arasında dayanıqlı əlaqə olduqda istifadə olunur.

Qiymətin müəyyən edilməsi üçün “qiymət/mənfəət” və “qiymət/pul axını” multiplikatorlarından istifadə etmək daha məqbuldur. Bu isə qiymətləndirilən müəssisə və analoq müəssisələr üzrə zəruri informasiyanın mövcudluğu ilə şərtlənir. Qiymətləndirmə təcrübəsində obyektiv məlumatlar almaq üçün eyni vaxtda bir neçə multiplikator tətbiq edilir.

**B3. Sövdələşmələr metodu –**kapital bazarı metodunun xüsusi halıdır. O, analoq şirkətlərin səhm nəzarət paketlərinin alqı- satqı qiymətlərinin öyrənilməsinə əsaslanır. Metodun əsasında maliyyə təhlili və proqnozlaşdırma köməyi ilə multiplikatorların müəyyən edilməsi dayanır.

Sövdələşmələr (satış) metodu - kapital bazarı metodundan onunla fərqlənir ki, o, nəzarət səhm paketinin dəyərini müəyyən edir ki, bu da müəssisəni tam idarə etməyə imkan verir. Kapital bazarı metodu nəzarət paketi səviyyəsində müəssisənin dəyərini müəyyən edir. Metodun istifadəsi zamanı müəssisənin multiplikatorların köməyi ilə

alınmış dəyərinə, qeyri-əməliyyat aktivlərinə, ölkə riskinə və xüsusi vəsaitlərin artıqlığına (çatışmazlıqlarına) görə düzəlişlər etmək lazımdır.

1) Nəzarət səhm paketinin (bütövlükdə müəssisənin) dəyəri aşağıdakı metodlarla müəyyən edilir :

- sövdələşmə metodu;
- diskontlaşdırılmış pul axınları metodu;
- nəzarət paketinə görə mükafat əlavə etməklə (30-40%) capital bazarı metodu;
- aktivlərin yığılması metodu.

2) Açıq Səhmdar Cəmiyyətləri üçün nəzarət səhm paketinin (və ya bir səhmin) dəyəri. Kapital bazarı metodu ilə müəyyən edilir. Eyni zamanda sövdələşmə metodundan, aktivlərin yığılması metodundan, diskontlaşdırılmış pul axını metodundan istifadə etmək olar. Bu zaman nəzarət paketinə güzəşt (20-25%) edilməlidir.

3) Qapalı Səhmdar Cəmiyyətləri üçün nəzarət səhm paketinin dəyəri və ya açıq fond bazarlarında səhmləri satılmayan digər müəssisələrin nəzarətsiz payı.

4) Qapalı səhmdar cəmiyyətlər yaxud səhmləri açıq fond bazarlarında satın alınmayan digər müəssisələrin nəzarətsiz payları üçün nəzarət səhm paketinin (yaxud bir səhmin) dəyəri müəssisənin aktivlərinin aşağı likvidliyinə görə güzəştlər (30-40%) çıxılmaqla kapital bazarı metodu ilə, eləcə də səhm paketinin nəzarət xarakterinə görə güzəştlərlə aktivlərin toplanması, sövdələşmə və pul axınlarının diskontlaşdırılması metodu ilə müəyyən edilir.

#### **B4. Biznesin (müəssisənin) qiymətləndirilməsində diskontlaşdırılmış pul axınları (DPA) metodu.**

Diskontlaşdırılmış pul axınları metodu (DPA) – bu metod gəlirlərin kapitallaşdırılmış dəyərini müəyyən edilməsi metodu olub, bu zaman ardıcıl olaraq hər bir gəlir və ya gəlirlər qrupu öz diskontlaşdırma dərəcələri ilə onların cari dəyər məbləğinə bərabər kəmiyyətə gətirilir. Bu metodu həm də **ardıcıl diskontlaşdırma metodu** adlandırmaq olar. Diskontlaşdırılmış pul axınları metoduna uyğun olaraq müəssisənin dəyərini müəyyən edərkən qiymətləndirici 2 məsələni həll etməlidir:

1. Daxilolmaların strukturu, kəmiyyəti, vaxtı və tezliyi baxımından gələcək pul gəlirləri axınlarını təhlil etmək və proqnozlaşdırmaq;

2. Onlar üzrə diskontlaşdırılması zəruri olan dərəcələri müəyyən etmək.

DPA metodu aşağıdakı hallarda istifadə edilir:

- Gələcək pul gəlirləri səviyyəsinin cari səviyyədən əhəmiyyətli dərəcədə fərqlənməsi gözlənildikdə;
- Daşınmaz əmlakdan cari pul axınlarını əsaslandırılmış şəkildə qiymətləndirmək mümkün olduqda;
- Əgər obyekt tikilirsə və ya yeni tikildikdə;
- Əgər müəssisə özündə iri çoxfunksiyalı kommertiya obyektini ehtiva edirsə;
- Gəlir və xərc axınları mövsümi xarakterə malik olduqda.

Bu metod mehmanxana, gəmi və s. tipli böyük kommertiya obyektləri üçün istifadə edilir və dürüst nəticələr verir.

Diskontlaşdırılmış pul axınları metodu nəzəri baxımından investisiya layihələrinin işlənilib hazırlanmasında və qiymətləndirilməsində optimal metod sayılır. Lakin bu metod çox əməktutumludur.

Müəssisənin DPA metodu ilə qiymətləndirilməsinin əsas mərhələləri aşağıdakılardır:

- Pul axınları modelinin seçimi;
- Proqnoz dövrünün uzunluğunun müəyyən edilməsi;
- Reallaşdırmadan ümumi gəlirin retrospektiv təhlili və proqnozu;
- Gəlirlərin təhlili və proqnozu;
- İntestisiyanın təhlili və proqnozu;
- Proqnoz dövrün hər bir ili üçün pul axını kəmiyyətinin hesablanması;
- Diskont dərəcəsinin müəyyən edilməsi;

- Postproqnoz (qalıq) dövründə dəyər kəmiyyətinin hesablanması;
- Gələcək pul axınlarının cari dəyərini və postproqnoz (qalıq) dövründə dəyərini hesablanması;
- Yekun düzəlişlərin aparılması.

Biznesin qiymətləndirilməsi zamanı pul axınlarının 2 modelindən biri tətbiq oluna bilər:

- Xüsusi kapital üçün pul axını;
- İstifadə edilən bütün kapital üçün pul axınları.

Xüsusi kapital üçün pul axını aşağıdakı kimi hesablanır:

Vergi ödədikdən sonra xalis mənfəət +Amortizasiya ayırmaları+Xüsusi dövriyyə kapitalının artımı və ya azalması+Uzunmüddətli borcun artımı və ya azalması=Cəmi:**Pul axını**

İnvestisiya olunmuş bütün kapital üçün pul axınının istifadəsi zamanı müəssisənin xüsusi və borc kapitalları fərqləndirilmir, məcmuu pul axınları hesab olunur ki, bura da mənfəətin hesablanması zamanı əvəllər çıxılmış borclar üzrə faiz ödəmələri əlavə olunur. Belə ki, borc üzrə faizlər vergi ödənilənə qədərki mənfəətdən çıxılır, onları qaytarmaqla mənfəət vergisi kəmiyyəti məbləğində onların məbləğini azaltmaq lazımdır. Bu model üzrə hesablamaların yekunu müəssisənin bütün investisiya olunmuş kapitalının bazar dəyəri sayılır.

Pul axını həm cari qiymətlərdə, həm də inflyasiya nəzərə alınmaqla hesablanıla bilər. Əgər hesablama  $t_0$  ilinin qiymətlərində (sabit və ya real qiymətlər) həyata keçirilirsə və illik inflyasiya indeksləri  $I_{t/t-1}$  məlumdursa, onda

$$CF_{nom.t} = CF_{real t} * I_{t_0},$$

$$I_{t/t_0} = I_{t/t-1} * I_{t-1/t-2} \dots * I_{t_0/t_0} = 1 / t_0$$

burada,  $CF_{nom.t}$ ,  $CF_{real t}$  - pul axının nominal və real t-ci elementidir.

Nəzərə almaq lazımdır ki, inflyasiya təkə illər üzrə deyil, həm də iqtisadiyyatın sektorları üzrə müxtəlifdir. Əgər  $I_{məh t/t-1}$  – qiymətləndirilən firmanın əsas məhsuluna (xidmətinə) qiymətlərin artımı indeksləri,  $I_{xərc t/t-1}$  – xərc indeksləridirsə, onda inflyasiya nəticəsində xalis mənfəətin dəyişməsi indeksi aşağıdakı kimi müəyyən olunur:

$$I_{mənfəət/t-1} = (V_0 I_{məh t/t-1} - S_0 I_{xərc t/t-1}) / (V_0 - S_0)$$

burada,  $V_0$ ,  $S_0$  – baza dövrünün gəlirləri və xərcləridir. Eləcə də pul axınının digər elementlərinin inflyasiya tərkiblərini hesablamaq olar.

Diskontlaşdırılmış pul axınları metoduna uyğun olaraq müəssisənin dəyəri gələcək pul axınlarına əsaslanır. Ona görə də qiymətləndiricinin vəzifəsi cari ildən başlayaraq hər hansı gələcək vaxt dövrünə pul axını proqnozunun işlənməsi sayılır. Proqnoz kimi o dövr tətbiq edilir ki, bu dövrdə şirkətin gəlirlərinin artım tempi hələ ki sabitləşmiş (ehtimal edilir ki, postproqnoz dövründə sabit uzunmüddətli artım templərinin və ya gəlirlərin sonsuz axınının öz yeri olmalıdır). Proqnoz dövrü nə qədər qısa olarsa, bir o qədər böyük sayda müşahidələr olar və riyazi nöqtəyi-nəzərdən müəssisənin cari dəyərini yekun kəmiyyəti daha əsaslandırılmış görünər. Lakin proqnoz dövrü nə qədər uzun olarsa, konkret gəlir kəmiyyətlərini, inflyasiya templərini, xərclərini, pul vəsaitləri axınlarını proqnozlaşdırmaq bir o qədər müəkkəb olacaqdır. Bazar iqtisadiyyatlı ölkələrdə proqnoz dövrü 5- 10 il, keçid iqtisadiyyatlı ölkələrdə proqnoz dövrü 3 ilə qədər qısaldılır.

Ümumi gəlirin proqnozu müəssisənin və ya bütövlükdə sahənin retrospektiv fəaliyyət göstəriciləri ilə məntiqi cəhətdən uyğundur. Proqnozlara əsaslanan qiymətləndirmələr nəzərə çarpacaq dərəcədə tarixi meyllərlə fərqlənirlər və onlar dəqiq deyillər.

Ümumi gəlirin təhlili və proqnozu aşağıdakı amillərin müfəssəl baxılmasını və uçuğunu tələb edir:

- buraxılan məhsulun nomenklaturası;
- istehsal həcmi və məhsulların qiymətləri;
- müəssisənin retrospektiv artım templəri;
- məhsula olan tələb;



- inflyasiya səviyyəsi;
- mövcud istehsal gücləri;
- kapital qoyuluşlarının perspektivləri və mümkün nəticələri;
- iqtisadiyyatda tələbin perspektivini müəyyən edən ümumi vəziyyət;
- mövcud rəqabət səviyyəsi nəzərə alınmaqla konkret sahədə vəziyyət;
- bazarda müəssisənin payı;
- postproqnoz dövründə uzunmüddətli artım dinamikası;
- müəssisənin menecment planı.

Qərb standartları üzrə proqnozun 5 ilə yerinə yetirilməsinə üstünlük verilir. Bu dövr ərzində biznesin bir çox sahələrində əmtəə və xidmətlərin nomenklaturası təzələnir. Odur ki, marketing tədqiqatları gəlirin proqnoz səviyyəsinin təminatı üçün zəruri olan şərtləri (o cümlədən investisiyaları ) özlərində ehtiva edə bilirlər. Əgər obyekt ehtimal xarakteristikalarına müvafiq müəyyən gəlirlərə uyğun qiymətləndirilsə, onda proqnozun keyfiyyəti yüksələcəkdir.

Bu mərhələdə qiymətləndirici aşağıdakıları nəzərə almalıdır:

- retrospektiv qarşılıqlı asılılıqları və meylləri ;
- xərclərin strukturunu (hər şeydən əvvəl, sabit və dəyişən xərclərin nisbətini);
- hər bir xərc kateqoriyası üçün inflyasiya gözləmələrinin qiymətləndirilməsini;
- əvvəlki illərdə maliyyə hesabatında rast gəlinə bilən birdəfəlik və fəvqəladə xərc maddələrini;
- aktivlərin mövcudluğundan, onların gələcək artımı və sıradan çıxmasından irəli gələn amortizasiya ayırmalarının müəyyən edilməsini;
- borcun proqnozlaşdırılan səviyyəsi əsasında faizlərin ödənilməsinə xərclər;
- proqnoz xərclərinin rəqib müəssisənin müvafiq göstəriciləri ilə və ya analoji orta sahəvi göstəricilərlə müqayisəsini.

Diskontlaşdırılmış pul axınları metodunun investisiyanın təhlili və proqnozu mərhələsi özündə aşağıdakıları birləşdirir:

- şirkətin xalis dövriyyə kapitalının artıqlığının və ya çatışmazlığının müəyyən edilməsi (artıqlıq şirkətin bazar dəyərini yüksəldir, çatışmazlıq isə azaldır və ona görə də tamamlanmalıdır);
- əsas kapitalın aşınma dərəcəsi üzrə dəyişdirilməsi və istehsal güclərinin genişləndirilməsi məqsədilə kapital qoyuluşunun təhlili;
- uzunmüddətli borcun dəyişməsinin hesablanması (xüsusi kapital tərəfindən gətirilən pul axını modeli üçün).

Proqnoz dövrünün illəri üzrə pul axınının hesablanması keçmiş dövrlərin nəticələri üzrə həyata keçirilir. Xüsusi capital üçün pul axını proqnozu daha realdır, hansı ki, bu zaman adətən ekstrapolyasiya metodları tətbiq edilmir, belə ki, pul axınının kəmiyyəti hər hansı təcrübəyə əsaslanmayan modelə tabe edilməyən investisiyadan asılıdır. Gəlir, xərc və investisiyalar

haqqında məlumatlar üzrə proqnoz dövrünün illərinə görə pul axınının elementlərinin hesablamalarını aparmaq lazımdır.

Pul vəsaitləri axını kəmiyyətinin hesablanması iki əsas metodu mövcuddur.

**Dolaylı metod** fəaliyyət istiqamətləri üzrə pul vəsaitlərinin hərəkətini təhlil edir. O, aydın sürətdə mənfəətin

istifadəsinin pul vəsaitlərinin investisiya olunmasını nümayiş etdirir. **Birbaşa metod** gəlir və xərc (mühasibat hesabları) maddələri üzrə pul vəsaitlərinin təhlilinə əsaslanır. Riyazi nöqtəyi nəzərdən **diskont dərəcəsi** – gələcək pul axınlarının biznesin bazar dəyərinin müəyyən edilməsi üçün baza sayılan cari dəyərin vahid kəmiyyətinə yenidən hesablanması məqsədilə istifadə olunan faiz dərəcəsidir.

İqtisadi baxımdan diskont dərəcəsi rolunda risk səviyyəsinə görə müqayisə edilən sərmayə qoyulmuş obyektlərə sərf olunmuş kapitalla görə investorların tələb etdiyi gəlir dərəcəsi və

yaxud da qiymətləndirmə tarixinə müqayisə olunan riskin səviyyəsi ilə mövcud alternativ investisiya variantları üzrə tələb edilən gəlir dərəcəsi çıxış edir.

**Diskont dərəcəsi** (və ya cəlb olunma dəyəri) üç amil nəzərə alınmaqla hesablanır:

- müəssisələrin çoxunda cəlb olunan müxtəlif kapital mənbələrinin mövcudluğu, bu isə müxtəlif səviyyəli kompensasiyalar tələb edir;
- investorlar üçün vaxta görə pul dəyərinin nəzərə alınması zəruriliyi;
- risk amili və ya gələcəkdə gözlənilən gəlirlərin alınmasının ehtimallılıq dərəcəsi.

Diskont dərəcəsinin müəyyən edilməsinin müxtəlif metodları mövcuddur. Bunlardan daha geniş yayılanı aşağıdakılardır:

- xüsusi kapital üçün pul axını üzrə - kapital aktivlərinin qiymətləndirilməsi modeli (CAPM) və kumulyativ düzülüş metodu;
- investisiya olunmuş bütün kapital üçün pul axını üzrə - kapitalın orta çəki dəyəri modeli (WACC).

Diskont dərəcəsinin hesablanması qiymətləndirmə üçün məlumat bazası kimi pul axınının hansı tipindən istifadə olunmasından asılıdır.

Bütün investisiya olunmuş kapitalla görə pul axını üçün diskont dərəcəsi istifadə olunur ki, bu da xüsusi kapitalla və borc vəsaitlərinə, çəkili verim dərəcələrinin məbləğinə bərabərdir (borc vəsaitlərinə verim dərəcəsi kreditlər üzrə bankın faiz dərəcəsi sayılır). Burada çəkilər kimi kapitalın strukturunda borc və xüsusi vəsaitlərin payları çıxış edir. Diskontun bu dərəcəsi kapitalın orta çəkili dəyəri sayılır və aşağıdakı kimi müəyyən edilir:

$$\text{WACC} = K_d(1 - t_c)V_d + K_pV_p + K_sV_s,$$

burada, **K<sub>d</sub>** – borc kapitalının cəlb olunma dəyəri; **t<sub>c</sub>** – müəssisənin mənfəət vergisi dərəcəsi; **V<sub>d</sub>** - müəssisənin kapitalının strukturunda borc kapitalının payı; **K<sub>p</sub>** – səhmdar kapitalının cəlb olunma dəyəri (imtiyazlı səhmlər); **V<sub>p</sub>** – müəssisənin kapitalının strukturunda imtiyazlı səhmlərin payı;

**K<sub>s</sub>** – səhmdar kapitalın cəlb olunma dəyəri (adi səhmlər); **V<sub>s</sub>** müəssisənin kapitalının strukturunda adi səhmlərin payı.

Xüsusi kapitalla görə pul axını üçün diskont dərəcəsi tətbiq olunur ki, bu da mülkiyyətçi tərəfindən qoyulmuş kapitalla görə tələb olunan verim dərəcəsinə bərabərdir. Kapital aktivlərinin qiymətləndirilməsi modelinə (CAPM) əsasən diskont dərəcəsi aşağıdakı düsturla hesablanır :

$$R = R_f + \beta(R_m - R_f) + S_1 + S_2 + C$$

Burada R- investor tərəfindən tələb olunan gəlir dərəcəsi (xüsusi kapitalla); **R<sub>f</sub>** – risksiz gəlir dərəcəsi ; **β** – beta əmsalı (ölkədə baş verən makroiqtisadi və siyasi proseslərlə bağlı sistemik risk dərəcəsi sayılır); **R<sub>m</sub>**- bütövlükdə bazarın ümumi gəlirliliyi (qiymətli kağızların orta bazar portfeli); **S<sub>1</sub>** – kiçik müəssisələrin mükafatı; **S<sub>2</sub>** – ayrıca şirkət üçün xarakterik olan riskə görə mükafat; **C**- ölkə riski.

Kapital aktivlərinin qiymətləndirilməsi modeli fond bazarının informasiya kütləsinin təhlilinə, konkret halda sərbəst halda dövr edən səhmlərin gəlirlilik dəyişmələrinin təhlilinə əsaslanır. Modelin istifadəsi zamanı qapalı şirkətlər üçün diskont dərəcəsinə almaq üçün əlavə düzəlişlərin aparılması tələb olunur.

Dünya təcrübəsində risksiz gəlir dərəcəsi kimi uzunmüddətli dövlət borc öhdəlikləri (istiqrazlar və ya veksellər) üzrə gəlir dərəcəsi istifadə olunur. Hesab olunur ki, dövlət öz öhdəlikləri üzrə ən etibarlı zəmin sayılır (onun iflasına uğrama ehtimalı praktiki olaraq istisnad edilir). Lakin Azərbaycan şəraitində dövlət qiymətli kağızları risksiz olaraq qəbul edilmir. Diskont dərəcəsinin risksiz kimi müəyyən edilməsi üçün riskin daha aşağı səviyyəsi ilə xarakterizə olunan sərmayələr üzrə dərəcə qəbul edilə bilər. Qərb şirkətləri üçün risksiz dərəcəyə əsaslanmaq olar, lakin bu halda Azərbaycan üçün real investisiyalaşma şəraitini nəzərə almaq məqsədilə ölkə riskini mütləq əlavə etmək lazımdır. Investor üçün o özündə alternativ gəlir dərəcəsinə ehtiva edir ki, bu da riskin yoxluğu və yüksək likvidlik dərəcəsi ilə xarakterizə olunur. Risksiz dərəcə hesablama nöqtəsi kimi istifadə edilir ki, bu da həmin müəssisəyə qoyulan sərmayeni xarakterizə

edən müxtəlif risk növlərinin qiymətləndirilməsinə bağlanır. Bunun əsasında tələb olunan gəlir dərəcəsi müəyyən edilir.

1) **Kiçik müəssisəyə sərmayenin riskinə görə əlavə mükafat (S1).** Bu mükafat qeyri-kifayət kredit qabiliyyətliliyi ilə izah olunur, daha doğrusu, nəzərdən keçiriləcək layihə üzrə gələcək kapital qoyuluşlarının maliyyələşdirilməsi üçün planlaşdırıla bilən kreditlərin əmlak təminatı üçün kifayət qədər aktivlərin olmaması ilə, eləcə də böyük olmayan həcmdə nizamnamə kapitalına malik müəssisənin maliyyə dayanıqsızlığı ilə izah olunur. Mükafatın kəmiyyəti ssuda faizinin nominal risksiz dərəcəsinin 75 %-nə qədərini təşkil edə bilər.

2) **Ayrıca şirkət üçün xarakterik olan riskə görə mükafat(S2).** Miqdar kəmiyyəti ssuda faizinin nominal risksiz dərəcəsinin 75 %-nə qədərini təşkil edə bilər(S1 mükafatında olduğu kimi).

3) **Ölkə riskinə görə əlavə mükafat (C).** Bu mükafatı diskontun fərdi dərəcəsində investordan həmin ölkənin rezidenti və ya xarici rezident olub – olmamasından asılı olmayaraq nəzərə almaq lazımdır.

Ölkə riski adətən aşağıdakı hallarda nəzərdən keçirilir:

- əmlakın müsadirəsi zamanı ;
- gözlənilən gəlirlərin azalmasına gətirib çıxaran (məsələn, vergilərin dəyişdirilməsi zamanı) qanunvericiliyin dəyişilməsi;
- dövlət və yerli idarəetmə orqanlarında heyətin dəyişilməsi .

Fərdi diskont dərəcəsinin bu metodu kapital aktivlərinin qiymətləndirilməsi modelindən onunla fərqlənir ki, həmin dərəcənin strukturunda ssuda faizinin nominal risksiz dərəcəsinə investisiya riskinə görə məcmuu mükafat əlavə olunur ki, bu da məhz həmin layihəyə aid edilən ayrı-ayrı “qeyri- sistemik” risklərə görə mükafatdan ibarətdir.

1) **Müəssisənin menecerləri və ya onun investorlarını yoxlayanların tərkibində “əsas fiqurun” riski.** Bu risk əslində <<əsas fiqurun>> olmaması və ya onun qabaqcadan xəbər verilə bilinməməsi, nəzarət altında olmaması, ədalətsizliyi və s. anlamına gəlir.

2) **Kifayət qədər diversifikasiya olunmayan risklər.** Bura aşağıdakılar daxildir:

- müəssisənin satış bazarlarının kifayət qədər diversifikasiya olunmaması;
- alınmış resursların əldə edilməsi mənbələrinin kifayət qədər diversifikasiya olunmaması;
- müəssisənin məhsullarının kifayət qədər diversifikasiya olunmaması.

3) **Kontrakt riskləri.** Öz məhsullarını reallaşdırmaq üçün müəssisə tərəfindən bağlanmış və özündə vicdansızlıq, ödəniş qabiliyyətsizliyi risklərini ehtiva edən müqavilələrin riskləri.

4) **Maliyyələşmə mənbələri dəstinin məhdudluğu riskləri.** Bu risklər hər şeydən əvvəl, lazımi amortizasiya fondunun formalaşmasında və onun özünü maliyyələşdirmə mənbəyi kimi, istifadə olunmamasında, cəlb olunmuş vəsaitlərin vacibliyinin qiymətləndirilməməsində maliyyələşmə sxemlərinin istifadə olunmamasında özünü göstərir.

5) **Firmanın dayanıqsızlıq riskləri.** Bura dövriyyənin öz dövriyyə vəsaitləri vasitəsilə kifayət dərəcədə təmin edilməməsi, qısamüddətli borcların öz dövriyyə vəsaitləri vasitəsilə kifayət dərəcədə örtülməməsi və s. risklər daxildir.

Kumulyativ düzülüşün riyazi metodunu aşağıdakı kimi ifadə etmək olar:

**J= J baza +ΣdJi**

burada, **J baza** – baza dərəcəsi(risksiz və ya az riskli dərəcə); **dJi** – i-nci düzəlişdir.

Daşınmaz əmlakın inkişaf etmiş bazarının növcüdü olduğu zamanı baza dərəcəsinə düzəlişlərin müəyyən edilməsinin əsas metodu kimi ekspert qiymətləndirmə metodu istifadə olunur. Risklərin qiymətləndirilməsi bu risklərə görə müvafiq mükafatların müəyyən edilməsinə gətirib çıxarmalıdır. Ayrıca göstərilən risklərə görə mükafat

Avropanın inkişaf etmiş ölkələrində və ABŞ –da ssuda faizinin nominal risksiz dərəcəsinin 50-60 % -nə gəlib çatır.

Ümumi şəkildə xüsusi kapitala diskont dərəcəsi (**Jx**) aşağıdakı kimi olacaqdır:

**Jx = Jrisksiz + Jqeyri –likvidlik + Juğursuzluq + Jsair** ,

burada, **Jrisksiz** – risksiz faiz dərəcəsi; **Jqeyri–likvidlik** – qeyri-likvidlik riskinə görə mükafatın dərəcəsi; **Juğursuzluq** – investisiya menecmentində uğursuzluğa görə mükafatın dərəcəsi;

**Jsair** - sair (əlavə) risklərə görə mükafatın dərəcəsidir.

Kumulyativ düzülüş metodu inkişaf etmiş bazar şəraitində yaxşı nəticələr verir.

Postproqnoz dövründə dəyər müəyyən edilməsi biznesin həтта proqnoz dövrünün sonuna qədər gəlir gətirməyə qabil olması anlamına əsaslanır. Ehtimal olunur ki, proqnoz dövrü qurtardıqdan sonra biznesin gəlirləri sabitləşir və qalıq dövründə də uzunmüddətli artım templərinə və ya sonsuz bərabər gəlirlərə yer olacaqdır. Postproqnoz dövründə biznesin inkişaf perspektivindən asılı olaraq diskont dərəcəsinin hesablanması aşağıdakı metodlarından istifadə olunur:

**1) Ləğvetmə dəyəri üzrə hesablama metodu.** Bu metod postproqnoz dövründə şirkətin malik olduğu aktivlərin sonrakı satışı ilə onun iflasa uğramasının gözlənilməliyi halda tətbiq olunur. Mənfəət gətirən, eləcə də artım fazasında yerləşən mövcud müəssisənin qiymətləndirilməsi üçün bu yanaşmadan istifadə olunur.

**2) Xalis aktivlərin dəyəri üzrə hesablama metodu.**

Hesablama texnikası ləğvetmə dəyərinin hesablamalarına oxşardır, lakin burada ləğvetmə xərcləri və şirkətin aktivlərinin təcili satışına görə güzəşt nəzərə alınmır. Metodun basılıca xarakteristikası xeyli material aktivləri sayılan stabil biznes üçün istifadə oluna bilər.

**3) Ehtimal edilən satış metodu.** Müqayisə edilən şirkətlərin satışı üzrə retrospektiv məlumatların təhlilindən alınan xüsusi əmsalların köməyi ilə dəyər göstəricilərində pul axınlarının yenidən hesablanmasından ibarətdir. Nə qədər ki, Azərbaycan bazarında şirkətlərin satışı praktikası son dərəcə zəifdir, bu metodun son dəyərin müəyyən edilməsinə tətbiqi kifayət dərəcədə problemlə olacaqdır.

**4) Qordon modeli.** Proqnozdan sonrakı dövrün illik gəliri diskont dərəcəsi və uzunmüddətli artım templəri arasında fərq kimi hesablamaq kapitallaşdırma əmsalının köməyi ilə dəyər göstəricisində kapitallaşdırılır. Kapitallaşdırma əmsalı artım templəri olmadıqda diskont dərəcəsinə bərabər olacaqdır. Qordon modeli qalıq dövründə stabil gəlirlərin alınması proqnozuna əsaslanır, aşınma və kapital qoyuluşları kəmiyyətlərinin bərabər olduğunu nəzərdə tutur. Qordon modelinə uyğun olaraq son dəyərin hesablanması aşağıdakı düsturla aparılır:

$$V = \frac{CF(t+1)}{(K - g)},$$

burada, **V**- postproqnoz dövründə dəyər; **CF(t+1)** –postproqnoz (qalıq ) dövrünün birinci ilində gəlirlərin pul axını; **K** –diskont dərəcəsi ; **g** –pul axınının uzunmüddətli artım templəridir.

Son dəyər (V) Qordon modeli üzrə müəyyən edilməsi proqnoz dövrünün son anına görə aparılır.

Biznesin dəyərinin ilkin kəmiyyəti aşağıdakı tərkibə malikdir:

- 1) proqnoz dövrü ərzində pul axınlarının cari dəyəri ;
- 2) proqnozdan sonrakı dövrdə dəyərin cari kəmiyyəti.

Müəssisənin dəyərinin son kəmiyyətinin alınması üçün bir sıra düzəlişlər aparılmalıdır.

### C. Gəlirlərin kapitallaşdırılması metodu

Gəlirlərin kapitallaşdırılması (**GK**) metodu pul gəlirləri axınları metodundan (**PGA**) fərqli olaraq pul gəlirlərinin proqnozunu tələb etmir. Onun üstünlüyü (sadəliyi, hesablama səhvlərinin istinası) və çatışmazlığı da (perspektivdə pul axını retrospektivdən xeyli fərqlənə bilər) məhz bundan ibarətdir.

Birbaşa kapitallaşdırma (BK) metodu o hallarda istifadə olunur ki, gəlirlərin qiymətləndirilməsi üçün kifayət qədər məlumatlar mövcuddur, gəlir ya sabit sayılır, ya da cari pul gəlirlərinin təxminən gələcək pul gəlirlərinə bərabər olması, yaxud da onların artım templerinin orta olması gözlənilir. Cari dəyərin əmsal dəyişmələrinə son dərəcə həssas olması səbəbindən onun istifadəsi üçün bu kəmiyyətə dəqiq bazar göstərişləri zəruridir.

Kapitallaşdırma metodunun tətbiqi aşağıdakı mərhələlərdən keçir :

- Maliyyə hesabatının təhlili.
- Kapitallaşdırılacaq mənfəət kəmiyyətinin seçimi.
- Dəyərin ilkin kəmiyyətinin müəyyən edilməsi.
- Fəaliyyət göstərməyən aktivlərin mövcudluğuna görə düzəlişlərin aparılması.
- Qiymətləndirilən payın nəzarət və ya qeyri-nəzarət xarakterinə, eləcə də likvidliyinə görə düzəlişlərin aparılması.

Birbaşa kapitallaşdırma metodunun əsas üstünlüyü hesablamaların sadəliyindədir. Bundan başqa, birbaşa kapitallaşdırma metodu bu və ya digər dərəcədə bazar konyukturunu əks etdirir. Bu onunla əlaqədardır ki, onun tətbiqi zamanı daşınmaz əmlakla sövdələşmələrin kifayət qədər böyük kəmiyyəti götrülür və onların gəlir və dəyər baxımından təhlili aparılır.

Birbaşa kapitallaşdırma (BK) metodunun aşağıdakı hallarda istifadəsi məqsədəuyğundur:

- bazar sövdələşmələri haqqında informasiyalar mövcud olmadıqda;
- obyekt əgər hələ tikilməyibsə və deməli, sabit gəlirlər rejiminə çıxmayıbsa;
- təbii fəlakət nəticəsində obyekt ciddi dağıntılara məruz qaldıqda (daha doğrusu, ciddi yenidənqurma tələb olunur).

Xalis gəlirin hesablanması zamanı hesablamaların aparıldığı vaxt dövrünün düzgün seçilməsi zəruridir. Bu keçmiş dövr (adətən 5) dövr ərzində gəlirlər haqqında məlumatlar və yaxın gələcəyə proqnozlar ola bilər.

Mənfəətin kapitallaşdırılan kəmiyyəti kimi vergilərin ödənilməsindən sonrakı xalis mənfəət və ya vergilər ödənilənə qədər mənfəət və ya pul axınının kəmiyyəti çıxış edir. Gəlir bazası (mənfəət, pul axını və s.) biznesin spesifik cəhətinə uyğun gəlməlidir. Gəlir bazası kimi kapital tutumu müəssisələr üçün amortizasiya ayırmalarının xeyli rolu ilə əlaqədar olaraq pul axınını istifadə etmək olar. Konsaltinq, reklam biznesində, sığorta agentliklərinin, hüquqi kontorların və s. qiymətləndirilməsində gəlir bazası xidmətlərin həcmi sayıla bilər. ABŞ və Qərbi Avropa qiymətləndiriciləri gəlir bazası kimi vergilərin ödənilməsinə qədər mənfəəti və kreditlərə görə faizləri nəzərə alırlar. Aydın ki, gəlir bazası qiymətləndirilən şirkətə rəğmən ölçülə bilən olmalıdır.

Gəlir bazasının görünüşünü əsaslandırmaqla bir neçə illər ərzində onun kəmiyyətini hesablamaq lazımdır ki, bu da biznesin dəyərinin müəyyən edilməsi üçün istifadə olunacaqdır. Bu halda mühasibat məlumatları müəyyən təshihlər aparılmasını tələb edir: qeyri –istehsal və birdəfəlik (qeyri –tipik ) məsrəflər çıxarılmalı və mühasibat uçotunun vahidliyi təmin olunmalıdır

(vahid uçot siyasəti, gəlirin müəyyən edilməsi sistemi, amortizasiya normaları və s.). İnflyasiyanın təsirini çıxarmaq (qiymət və xərclər sabit qəbul edilmişdir) və ya inflyasiya indekslərinə daha keçmiş dövrlərin göstəricilərini təshih etmək lazımdır. Təcrübədə kapitallaşdırılan kəmiyyət kimi çox vaxt son hesabat dövrünün mənfəəti seçilir.

#### D. Opsion metodu

Opsion metodunun baza düsturu aşağıdakı kimidir:

$$NPVs = NPVp + ROV,$$

burada, NPVs- NPV-nin strateji göstəricisi; NPVp- NPV-nin ənənəvi pul axınlarının diskontlaşdırılması metodu ilə hesablanmış passiv kəmiyyəti; ROV- qiymətləndirilən müəssisənin opsiyonlarının dəyəridir.

Opsion yanaşmasından bir sıra istiqamətlərdə istifadə olunur.

Onlardan ən başlıcası aşağıdakılardır:

1. Patentli məhsulların dəyərini müəyyən edilməsi;
2. Müəssisənin səhmlərinin (xüsusi kapitalının) qiymətləndirilməsi;
3. Təbii resursların hasilatına investisiyalarla bağlı müəssisələrin qiymətləndirilməsi.

Yuxarıda göstərilənlərlə bərabər real opsionlar metodikasının özünü doğrultmadığı hallar da mövcuddur. Həmin hallar idarəetmə qərarlarının qəbulunda operativlik imkanlarının olmaması yaxud həmin imkanlardan istifadənin tələb olunmaması ilə bağlıdır.

### **Qiymətli kağızlar bazarında iştirak etməyən özəl biznesin (müəssisələrin) qiymətləndirilməsi xüsusiyyətləri**

Azərbaycanda qiymətli kağızlar bazarının inkişaf səviyyəsi biznesin qiymətləndirilməsi zamanı nəzərə alınmalıdır. Yuxarıda göstərilən yanaşma və metodlar əsasən inkişaf etmiş qiymətli kağızlar bazarına aid məlumatlara istinad edir. Azərbaycanda fəaliyyət göstərən müəssisələrin səhmləri (payları) isə aktiv bazarda dövriyyədə olmadığı üçün onlar özəl şirkət hesab olunmalıdır.

Özəl şirkətin qiymətləndirilməsində motiv amili mühüm rol oynayır və qiymətə təsir edə bilər. Məsələn, səhmdar cəmiyyətin dəyəri onun fiziki şəxsə, digər səhmdar cəmiyyətə və ya ilkin açıq yerləşdirmə üçün təklif olunmasından asılı olaraq dəyişə bilər. Yəni, qeyri-likvidlik, diversifikasiya olunmamış risk və ya nəzarət paketinə görə mükafat üzrə diskontun tətbiqi qiymətləndirmə motivindən asılıdır.

Açıq bazarda səhmləri dövriyyədə olan şirkətlərin və özəl şirkətlərin qiymətləndirilməsində ümumi cəhətlərlə yanaşı, qiymətləndirməyə təsir edə biləcək bir sıra xüsusiyyətlər də mövcuddur.

- Açıq bazarda səhmləri dövriyyədə olan şirkətlər ciddi mühasibat standartlarına əməl edirlər. Özəl şirkətlər qarşısında bu mənada daha az tələb qoyulur və onlarda ayrı-ayrı maddələr üzrə mühasibat uçotunun aparılması fərqlənə bilər.

- Özəl şirkətlər haqqında məlumatlar daha qısa dövrü əhatə edir və ətraflı olmur. Məsələn, ABŞ-da özəl şirkətlər seqmentlər üzrə məlumatları öz maliyyə hesabatlarında açmaya bilərlər. Azərbaycanda da özəl şirkətlər üçün bu sahədə güzəştlər mövcuddur və ya onlar kiçik istisnalar olmaqla audit olunmuş maliyyə hesabatlarını təqdim etmirlər.

- səhmlərin dəyəri haqqında cari və tarixi məlumatların əldə edilməsi çətin və ya mümkün deyil.

- Açıq bazarda səhmləri dövriyyədə olan şirkətlərin səhmdarları bir neçə şirkətin səhmlərindən ibarət portfelə malik olmaqla kənar menecerləri idarəetməyə cəlb etdikləri halda, özəl şirkət sahibləri bütün sərvətlərini bir şirkətdə cəmləşdirərək özləri menecer funksiyasını yerinə yetirirlər. Bu zaman onların şəxsi xərclərinin şirkətin xərclərinə aid edilməsi ehtimalı yaranır, idarəetmə xərcləri və dividendlərin məbləği dəqiq müəyyən olunmur.

- Daha sonra, özəl şirkətlərin vergi dərəcələri açıq bazarda səhmləri dövriyyədə olan şirkətlər üçün müəyyən edilmiş vergilərdən fərqlənə bilər. Bu isə öz növbəsində nağd pul axınının müəyyənləşdirilməsi zamanı orta bazar şərtlərindən kənarlaşmaya səbəb olur.

- Açıq bazarda səhmləri dövriyyədə olan şirkətlərin səhmdarı öz investisiya portfelinin strukturunu dəyişmək və ya nağd vəsait əldə etmək istəsə, o zaman likvidlik göstəricisi yüksək olacaq və bu əməliyyat üçün xərclərin səviyyəsi birjada məlumdur. Özəl şirkətdə isə bu itkilər yüksək ola bilər. Qeyri-likvidlik əmsalı özəl şirkətin maliyyə vəziyyətindən, bazarda satışa çıxarılan aktivlərə olan tələbatdan, gələcəkdə öz səhmlərinin açıq bazarda satılması ehtimalından, şirkətin ölçülərindən, satışına məhdudiyət müəyyən edilmiş aktivlərin mövcudluğundan və s. asılıdır.

- Özəl şirkətin alıcısının statusu da qiymətləndirmədə rol oynayır. Alıcının açıq bazarda səhmləri dövriyyədə olan şirkət olduğu təqdirdə diskont dərəcəsi aşağı olacaq və şirkətin dəyəri yüksələcəkdir, çünki alıcının biznesinin diversifikasiya olduğu ehtimalı qəbul ediləcəkdir. Eyni zamanda, belə hal şirkətin idarəedicilərinin də dəyişməsinə səbəb ola bilər. Ona görə də, nəzarət paketinin həcminə görə düzəliş əmsallarının səviyyəsinə də baxılmalıdır.

Yuxarıda göstərilən fərqlər diskont dərəcəsinə, nağd pul axınına və gözlənilən artım templərinə təsir edə bilər. Ona görə də aşağıdakı parametrlərin müəyyənləşdirilməsi zamanı əsaslandırılmış yanaşmalardan istifadə etmək lazımdır:

- Borc kapitalının cəlb olunma dəyəri;
- Beta əmsalları;
- Borc faizi;
- borc kapitalının payı;
- Nağd pul axını;
- əməliyyat və inzibati xərclərin məbləği (şəxsi binalardan və avtomobildən istifadə, istehsal və xidmətlərin yerinə yetirilməsində ailə üzvlərinin iştirakı və s.);
- gələcək dövrün artım templəri;
- qeyri-likvidlik əmsalı;
- nəzarət paketinin səviyyəsinə görə düzəliş əmsalı.

### Təvsiyələr

Avropada aparılmış qiymətləndirmələrin təhlili göstərir ki, ekspertlər tərəfindən çoxsaylı qiymətləndirmə metodlarından ən çox aşağıdakı 7 metoda üstünlük verilir:

- satılmış səhm paketlərinin dəyərində istinad;
- diskontlaşdırılmış pul axınları;
- yəndən qiymətləndirilmiş xalis aktivlər;
- sövdələşmə multiplikatorları metodu;
- səhmin dəyəri;
- müqayisə metodu;
- dividend metodu.

Bunlardan da ən çox istifadə edilənlər ilk üç metoddur. Digər metodlardan isə alınmış nəticələrin əlavə yoxlanılması üçün istifadə edilir [1].

Beləliklə, biznesin qiymətləndirilməsinə cəlb edilən auditor və ekspertlər qiymətləndirmə metodlarını dərinləndirilməli, təcrübə və peşəkarlıq əsasında sifarişçilərin tələbatını ödəməlidirlər.

Bu zaman, ekspertlər texniki hesablamalardan əlavə, qiymətləndirilən şirkətin real maliyyə vəziyyətini nəzərdə tutaraq, aşağıdakılara diqqət yetirməlidirlər:

1. Bazar: şirkətin əməliyyatları apardığı bazar, onun rəqiblərinin əməliyyatları və gələcəkdə gözlənilən dəyişikliklər
2. Biznes Dəyərinin Aparıcı Qüvvələri: şirkətə ən çox dəyər qazandıran sahələrin müəyyənləşdirilməsi və onun maliyyə göstəricilərinin davamlı müşahidəsi;
3. Gəlirlərin Qorunması/Təmin Edilməsi: müştərilərlə münasibətlər və uzunmüddətli kontraktlar əsasında gəlirlərin sabitliyinin təmin edilməsi (imkanlar daxilində);
4. İqtisadi Səmərənin Təmin Edilməsi: iqtisadi səmərənin əldə olunacağına əminlik və bazardakı dəyişikliklərə qarşı müvafiq tədbirlərin görülməsi (məsələn, qiymət artımının müştəriyə ötürülməsi, xammalın dəyərinin hedgingi və daha əlverişli təchizatçıların seçilməsi və s.);
5. İntellektual Mülkiyyətin Müəyyənləşdirilməsi və Qorunması: İntellektual Mülkiyyətin dəyər yaradan amil olduğu üçün qorunmalıdır;
6. Əsas Kadrlar və Davamlılığın Təmin Edilməsi: Sahibkarın idarəetmədən çəkiləcəyi halda biznesin aparılması üçün komandanın mövcudluğundan əminlik.

### **İstifadə olunmuş ədəbiyyat:**

1. Olivier GRIVILLERS, partner at Crowe Horwath Audit France. Quantitative and qualitative analysis of valuation methods used by valuers and independent experts within the context of public offers (100 transactions). 2007.
2. İ.Q.Quliyev. BİZNESİN (MÜƏSSİSƏNİN) QIYMƏTLƏNDİRİLMƏSİ. Mühazirə mətnləri. Bakı, 2015.
3. Brad Higgs. Crowe Horwath Global Corporate Advisors. Preparing for a successful business sale. 2016.
4. *Aswath Damodaran. Stern School of Business. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. Valuing private firms. November 2006.*
5. *International Valuation Standards. IVSC, 2013.*
6. *Beynəlxalq Audit Standartları. Bakı, 2010.*

### **Tövsiyə olunan ədəbiyyat siyahısı**

1. X.H.Kazımlı "Qiymətləndirmənin əsasları", Bakı 2008.
2. A.B.Abbasov və başqaları "Biznesin təşkili və idarə edilməsi", Bakı 2011.
3. I.Q.Quliyev,S.I.Hümbətova. 'Biznesin(müəssisənin) qiymətləndirilməsi', metodik vəsait,Bakı 2015
4. М.В.Акулич «Оценка стоимости бизнеса», Питер Пресс, 2009.
- 5.Н.Е.Симонова, Р.Ю.Симонов. «Оценка стоимости предприятия» (бизнеса), Москва 2010.
- 6.В.А.Щербаков, Н.А.Щербакова «Оценка стоимостипредприятия»(бизнеса), Москва 2012.
7. С.В.Валдайцев «Оценка бизнеса»: учебник, М:ТК Велди: Проспект, 2008.
- 8.Козырь Ю.В. «Стоимость компании: оценка и управленческие решения», М: Альфа-Пресс, 2004.
9. Ечерев И.А. «Стоимость бизнеса: искусство управления», М. Дело, 2003.
10. Есипов В.Е., Маховикова Г.А., Терехова В.В. «Оценка бизнеса», СПб: Питер, 2001.