

DOI: <https://doi.org/10.36719/2663-4619/98/35-40>

Əlövsəd Əsgərov
Azərbaycan Dövlət Aqrar Universiteti
iqtisad üzrə fəlsəfə doktoru
alovsad.asgarov@mail.ru
Bəsti Novruzova
Azərbaycan Dövlət Aqrar Universiteti
elekberlimehemmed@mail.ru

KAPİTAL STRUKTURU NƏZƏRİYYƏLƏRİ VƏ MÜASİR KAPİTAL STRUKTURU PROBLEMLƏRİ

Xülasə

İşğaldan azad olunmuş ərazilərdə fəaliyyət göstərən sahibkarlıq subyektlərində kapital qoyuluşunun təhlili həyata keçirilir. İnvestisiya qoyuluşlarının maliyyə vəsaitlərinin istehsal sahələrinin yaradılmasında idarəetmə aparatının işini təşkil edir. Kənd təsərrüfatının işğaldan azad edilən rayonlarımızda bərpaasını həyata keçirilməsini təhlil edir. İnvestisiya qoyuluşlarının sürətləndirilməsini təmin edir. Azərbaycanda kapital qoyuluşunun maliyyələşdirilməsinə yardım edir. İqtisadiyyatının artım tempini daha da sürətləndirilməsini təmin edir. Kapital qoyuluşunun və investisiyanın maliyyələşdirilməsi yollarını araşdırır.

Açar sözlər: *iqtisadiyyatın şaxələndirilməsi, investisiya qoyuluşu, innovasiyalar, maliyyə mənbələri, sahibkarlıq subyektləri, istehsalat, xarici investisiya*

Aloysad Asgarov
Azerbaijan State Agrarian University
PhD in economics
alovsad.asgarov@mail.ru
Bəsti Novruzova
Azerbaijan State Agrarian University
elekberlimehemmed@mail.ru

Theories of capital structure and modern problems of capital structure

Abstract

An analysis of capital investments in business entities operating in the territories liberated from occupation is carried out. This organizes the work of the management apparatus to create production sites of investment funds. He stops and analyzes the restoration of agriculture in our regions liberated from occupation. Acceleration of investments is ensured. This helps in financing capital investments in Azerbaijan. This ensures further acceleration of economic growth. This explores ways to invest capital and finance investments.

Keywords: *economic diversification, investment, innovation, financial sources, business entities, production, foreign investment*

Giriş

Müəssisələr tərəfindən səmərəli kapital strukturunun yaradılması, şəxsi, cəlb olunmuş və borc maliyyə kapitalları arasında optimal seçilmiş struktura əsaslanır. Kapital strukturuna ənənəvi yanaşma, praktiki müşahidələr əsasında formalaşaraq bu cür əsaslandırılmışdır ki, şirkətin məcmu kapitalında cəlb olunmuş borc vəsaitlərinin xüsusi çəkisi müyyən bir səviyyəyə çatana qədər şirkətin şəxsi kapital üzrə xərclərini artırmır, lakin borc kapitalının sonrakı artımı şəxsi kapital üzrə xərclərin sürətlə bahalaşmasına səbəb olur. Beləliklə ənənəvi nəzəriyyə şəxsi, cəlb olunmuş və məcmu kapitalların dəyərlərində baş verən dəyişikliklərin yalnız ümumi istiqamətini müəyyən edir və riyazi modeli olmadığı üçün, məcmu kapitalın optimal strukturunu müəyyən etmir (1).

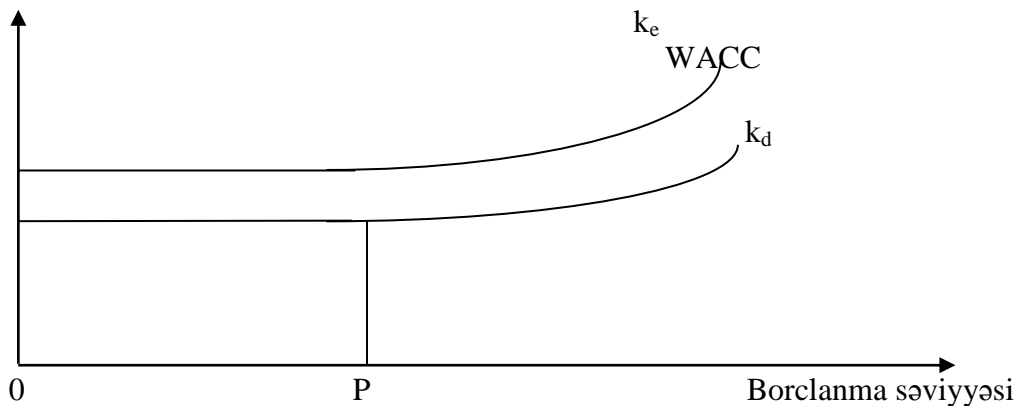
Beləliklə, investisiyaların mahiyyəti, maliyyə iqtisadiyyatı meyarları, investor davranışı, maliyyə investisiyaları, iqtisadi investisiyalar, şirkətlərin investisiya təhlili, investisiylara təsir edən əsas amillər, inflyasiyanın investisiyalara təsiri, investisiya və kapital qoyuluşu arasında mövcud olan fərqlər və bu sahədə yaranan problemlər haqqında məlumatlar verilmişdir. Müasir kapital strukturu nəzəriyyələrinin mahiyyəti, Modelyani-Millerin ilkin və təkmilləşdirilmiş kapital strukturu nəzəriyyələri, kapitalın orta çəkili dəyəri və maliyyə leverici, vergi qalxanı və vergi qalxanın kapital strukturuna təsiri, kapital strukturuna müxtəlif xərclərlə cəlb edilən maliyyə vəsaitlərinin optimal həddinin müəyyənləşdirilməsi kapital strukturunun tətbiqi istiqamətlərində və yaranan problemlərin mahiyyəti haqqında məlumatlar açıqlanmışdır (Novruzov, Hüseynov, 2007).

Maliyyə kapitalının optimal strukturunun müəyyən edilməsi ilə bağlı elmi nəzəriyyələr XX əsrin ortalarından sonra formalaşmağa başlamışdır. Bu problemin tədqiqatı ilə dərinlən məşğul olan iqtisadçı alimlər kimi Maykl Censen, Stuart Mayers, Merton Miller, Franko Modilyani, Stefan Ross və digərlərini qeyd etmək olar. Lakin aparılmış tədqiqatların nəticələri və səslənmiş elmi nəzəriyyələrin əhatəliyinə baxmayaraq, kapital strukturu və onun şirkətin bazar dəyərinə göstərdiyi təsir, bu günədək müzakirə mövzusu (Frederik, Mişkin, 2021: 700).

Kapital strukturunun optimallaşdırılmasına dair bütün nəzəriyyələr öz yanaşma üsuluna görə statik və dinamik yanaşmalara bölünür. Statik yanaşmada şirkət üçün məqsədli kapital strukturunun formalaşdırılması və dəstəklənməsi şərtlərini tədqiq edir. Burada aparıcı və bir birinə alternativ hesab edilən iki nəzəriyyə mövcuddur: kapital strukturunun ənənəvi nəzəriyyəsi və Franko Modelyani və Merton Miller nəzəriyyəsi (Frederik, Mişkin, 2021: 700).

Dinamik yanaşma, müəyyən zaman kəsiyində şirkətin məqsədli kapital strukturundan kənarlaşmalar etməyə imkan verir və optimal kapital strukturumüxtəlif zaman kəsiklərində mövcud iqtisadi vəziyyətə uyğun formalaşdırılır. İqtisadi təhlil əsasında kapitalın məqsədli strukturu müəyyən edilir, lakin maliyyə mənbələrinin idarəedilməsi, sırf məqsədli strukturun dəstəklənməsi ilə kifayətlənmir və daha geniş məqsədlərin həll edilməsinə xidmət edir (misal üçün: qısa və uzun müddətli maliyyə mənbələrinin tənzimlənməsi və sair). Dinamik yanaşma Stefan Rossun, Stuart Mayersin, N.Maylufavə D.Uelşin işarə modelləri adlandırılan yanaşmalar əsasında nəzərdən keçirilir (Sadıqov, Hüseynov, Zeynalov, 2007).

Kapital strukturu nəzəriyyəsinin inkişafında müasir istiqamət - “davranış maliyyə nəzəriyyəsidir” hansı ki, klassik yanaşmalardan fərqli olaraq investorların maliyyə bazarında rəşional davranmalarını qəbul etmir. Bu nəzəriyyə çox illik müşahidələr nəticəsində investorların və şirkət rəhbərlərinin müxtəlif bazar şəraitlərində verdikləri qərarlara əsaslanır. Bu cür tədqiqatlar M.Treysi, M.Beyker, Corc Vuqler və Corc Soros tərəfindən son 20 ildə aparılmışdır. Corc Sorosun məşhur “Refleksivlik nəzəriyyəsi” ümumiyyətlə maliyyə bazarlarında sabitlik anlayışının olmaması və investorların sırf gözləmələr və bazar məlumatları əsasında qərar qəbul etdiklərinə iftixarını irəli sürmüşdür (Frederik, Mişkin, 2021: 700). Kapitalın orta çəkili dəyəri-şirkətin cəlb etdiyi maliyyə mənbələri üzrə məcmu kapitalın orta çəkili dəyərini ifadə edir. Bu termin Modelyani-Miller tərəfindən ilk dəfə 1958-ci ildə istifadə olunmuşdur (Abbasov, 2005). Kapital üzrə xərclər.

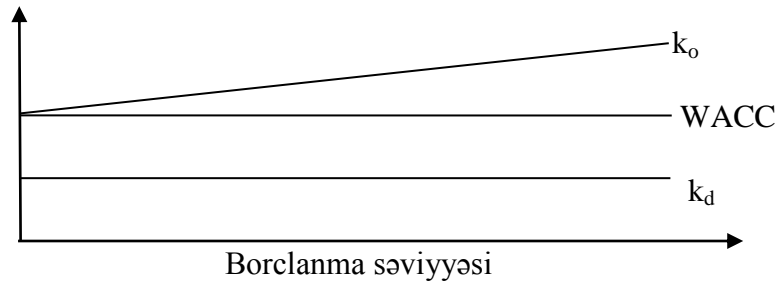


Kapital strukturuna aid ən fundamental nəzəriyyələrdən biri 1958-ci ildə F.Modilyani və M.Millerin dərc etdikləri və bu günə qədər də müasir maliyyə menecmentinin əsasını təşkil edən “M&M” nəzəriyyəsi təşkil edir. Bu nəzəriyyə dünyaya maliyyə idarəetmə praktikasına daha böyük təsir göstərmişdir, nəinki bundan öncə dərc olunmuş elmi əsərlər (Məmmədov, 2021).

Modilyani-Miller nəzəriyyəsi mükəmməl kapital bazarının çoxlu sayda istisnalarına əsaslanır. Haradək vergi tutulmaları nəzərə alınmır və şirkətin il ərzində əldə etdiyi gəlir onun sahibləri arasında dividend şəklində bölüşdürülür. Bundan əlavə bütün şirkətlər risk və gələcək gəlir gözləmələri baxımından eyni siniflərə aid edilir. Digər istisnalardan biridə budur ki, bazar-mükəmməl bazar hesab edilir və investorlar rəşional davranış nümayiş etdirirlər. Rəşional davranış budur ki, investorlar qiyməti bahalaşmağa doğru meyilli olan və az riskli aktivləri alır və ucuzlaşan aktivləri satırlar. Bu əməliyyatların sonu bazarda maliyyə aktivləri qiymətlərinin tarazlaşmasına səbəb olur (Frederik, Mişkin, 2021: 700).

Modilyani və Millerin ilkin olaraq öz nəzəriyyələrini çoxlu sayda fərziyələr əsasında isbat etmişdirlər ki, buda bir çox maliyyəçilərin ciddi iradlarına səbəb olmuşdur. Belə ki, şəxsi kapital dəyərinin, vergilər nəzərə alınmadan sifir borc kapitalına çəkilən xərclər əsasında hesablanması, M&M nəzəriyyəsinin düzgünlüyünü şübhə altına almışdır (Məmmədov, Zeynalov, 2007; 8).

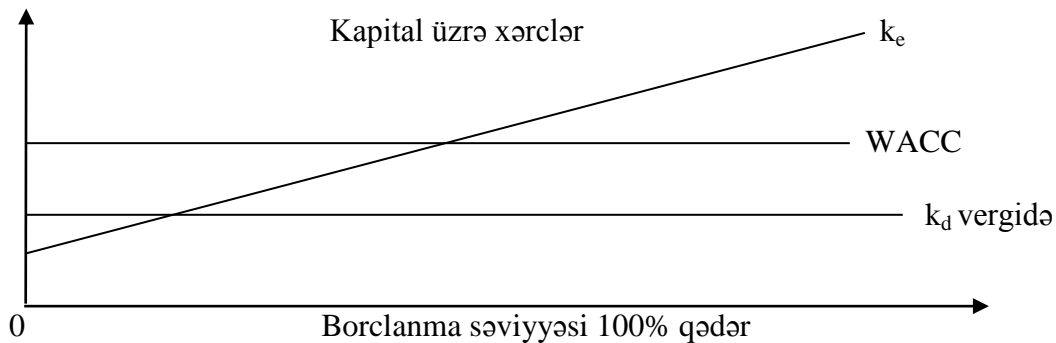
Kapital üzrə xərclər.



1963-cü ildə Modilyani və Miller bu iradları nəzərə alaraq öz nəzəriyyələrini dahada təkmilləşdirmişdirlər. Mühasibat qaydalarına əsasən şirkətin borc kapitalı üzrə ödənilən faiz məbləği, şirkətin xərclərinə aid edilir və bu məbləğ vergiyə cəlb edilmir. Nəticədə şirkət öz gəlirlərinə qənaət etmək imkanı əldə edir. Bu faktdan irəli gələrək Modilyani və Miller belə qənaətə gəlmişdirlər ki, eyni risk kateqoriyasına aid olan və borc kapitalı istifadə edən şirkətin dəyəri, borc kapitalını istifadə etməyən şirkətin dəyərindən, “vergi qalxanının” yaratdığı imtiyaz məbləği miqdarında böyükdür (Frederik, Mişkin, 2021: 700).

Başqa sözlərlə şirkətin bazar dəyəri, onun kapital strukturunda borc vəsaitlərinin xüsusi çəkisi artıqca, bahalaşmağa başlayır. M&M nəzəriyyəsinin müəllifləri qeyd olunan faktlar əsasında aşağıdakı əlavə nəticələrə gəlmişdirlər.

- şirkətin dəyəri onun kapital strukturundan aslıdır.
- borclanma səviyyəsi artıqca şəxsi kapital üzrə xərclər artacaq.
- borclanma səviyyəsi artıqca WACC göstəricisi azalacaq.
- şirkət öz dəyərinin ən yüksək həddinə, kapital strukturunu 100% borc vəsaiti hesabına formalaşdıranda nail ola bilər (Ataşov, Novruzov, İbrahimov, 2014: 84).



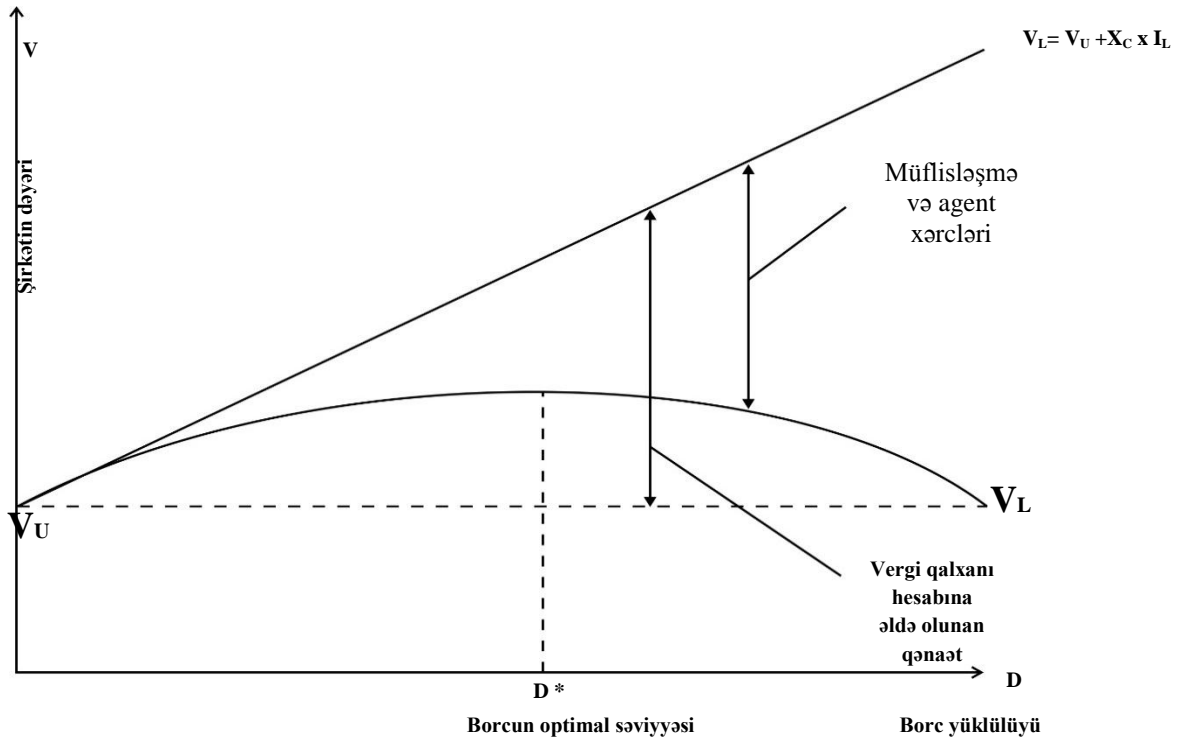
Kapital strukturunun alternativ nəzəriyyələri Modilyani-Millerin kapital strukturuna aid nəzəriyyədən başqa digər irəli sürülmüş alternativ nəzəriyyələrdə mövcuddur:

- stasionar nisbət modeli;
- assimetrik məlumat modeli;
- agent xərcləri modeli.

Bu nəzəriyyələrin irəli sürülməsi və təkmilləşdirilməsində bir çox alimlər iştirak etmişdir. Təkmilləşdirilmiş M&M nəzəriyyəsi, sonradan vergilər və risk xərcləri arasında kompromis nəzəriyyəsi adlandırılmışdır. Bu nəzəriyyə isbat etmişdir ki, şirkətin bazar dəyəri, kapital strukturunda borc vəsaitlərinin xüsusi çəkisi artıqca şirkətin dəyəri müyyən səviyyəyə qədər bahalaşmağa başlayır. Həmin bahalaşma kapital strukturunun optimal səviyyəsinə nail olunana qədər davam edir və başlıca səbəb “vergi qalxanın” xərclərə qənaət etməsindən irəli gəlir. Lakin kapital strukturunda borc kapitalının artması, maliyyə riskləri və müflüsləşmə ehtimalını artırır və müvafiq olaraq borcverən şirkətlər öz risklərinə görə daha yüksək gəlir (illik faiz dərəcəsini) səviyyəsinə tələb edirlər (Frederik, Mişkin, 2021: 700).

Kapital strukturu nəzəriyyəsinə bu cür kompromis yanaşma, stasionar nisbət modeli (nəzəriyyəsi) adlandırılmışdır hansı ki, 1980-ci ildə Stuart Mayersin elmi əsərlərində araşdırılmışdır. Bu nəzəriyyənin digər həmmüəllifləri iqtisadçı alimlər M.Bredli və J.Jarel hesab edilirlər. Nəzəriyyəyə əsasən - şirkət üçün optimal kapital strukturunun elə səviyyəsi hesab edilir ki, “vergi qalxanın” yaratdığı əlavə dəyər, gözlənilən müflüsləşmə xərclərini tam ödəyə bilsin. Dediklərimizi qrafik üzərində təsvir edək. V_U – borc götürməyən şirkətin dəyəridir (Makkonel, Stenli, Bryu, 2009). $V_L = V_U + X_C \times I_L$ xətti borc götürən şirkətin artan dəyəridir. V_f əyrisi şirkətin faktiki dəyərini ifadə edir agent və müflüsləşmə xərcləri nəzərə alınaraq. Qrafikdən görüldüyü kimi D^* nöqtəsinə qədər “vergi qalxanının yaratdığı əlavə dəyər göstəricisi agent və müflüsləşmə xərcləri səviyyəsindən daha çox artır. Lakin D^* nöqtəsindən sonra borc səviyyəsi o qədər böyüyür ki, artan agent və müflüsləşmə xərclərini ödəyə bilmir. Bundan irəli gələrək belə nəticəyə gəlmək olar ki, Şirkətin optimal borclanma səviyyəsi D^* nöqtəsinə təsadüf edir (Frederik, Mişkin, 2021: 700).

Qrafik 1.



Asimetrik məlumat modeli - maliyyə bazarlarının məlumat səmərəliliyinin inkarına əsaslanır. Nəzəriyyə iddia edir ki, şirkətin ali yüksək vəzifəli rəhbərləri (top menecerlər) şirkətin fəaliyyəti ilə

bağlı daha yaxşı məlumatlıdırlar sahibkarlar və investorlarla müqayisədə. Bu üstünlük onlara öz mənafeələrinə qərar qəbul etmək imkanı yaradır. Bu fikir əsasında bir neçə nəzəriyyə modeli yaradılmışdır hansıları ki, şərti olaraq iki qrupa ayırmaq olar (Qruber, 2021):

- investisiya modeli
- işarə modeli.

İnvestisiya modeli Q.Donaldson, S.Mayers və N.Maylafaanın elmi işlərində öz əksini tapmışdır. Bu modelin məntiqi nəticəsi ondan ibarətdir ki, maliyyələşdirmə mənbəyinin seçilməsi haqqında menecerlər qərar qəbul etdikdə səhmdarların mənafeini yox, investisiya layihələrinin səmərəliliyini düşünürlər. Belə ki, dividend ödənişlərinə sabit mənfəət əmsalı təyin olunur, layihələrin maliyyələşdirilməsi isə bölüşdürülməmiş mənfəət və amortizasiya ayırmaları hesabına həyata keçirilir. Daxili maliyyə resursları kifayət etmədiyi təqdirdə, şirkət rəhbərliyi müəyyən olunmuş ardıcılıqda qiymətli kağızlar emissiyasına qərar verir. Həmin ardıcılıq aşağıdakı qaydada həyata keçirilir (Zeynalov, 2008):

- birinci növbədə imtiyazlı səhmlər emissiyaya buraxılır
- ikinci növbədə mübadilə olunan hibrid qiymətli kağızların emissiyası həyata keçirilir.
- üçüncü növbədə sadə səhmlər emissiyaya buraxılır.

Bu ardıcılığa riayət olunması iki əsas səbəblə izah olunur - borc qiymətli kağızlar emissiyasının iqtisadi üstünlüyü və borc kapitalının yaratdığı xərclərlə (Bağirov, Həsənlı, 2011: 174).

İşarə modeli iddia edir ki, qiymətli kağızlar bazarının məlumat səmərəsizliyindən irəli gələrək, fond birjasında maliyyə vəsaitlərinin qısa zamanda və səmərəli yerləşdirilməsi (bölüşdürülməsi) mümkün deyil. İqtisadi cəhətdən düzgün əsaslandırılmış layihələrin icrasına maliyyə vəsaitlərinin cəlb edilməsi prosesi, müəyyən "məlumat transfertlərindən" istifadə olunmasını tələb edir. Misal üçün şirkətin kapital strukturunda borc maliyyəsinin artıb azalması məlumatı, bazar üçün müəyyən işarədir (Sadıqov, Bədəlov, 2003). Bazar iştirakçıları belə qəbul edirlər ki, şirkətin borclanma səviyyəsinin artması dinamik inkişaf meyarıdır. Şirkət rəhbərliyi əmindir öz öhdəliklərinin vaxtılı-vaxtında yerinə yetirilməsindən və bunun üçün fəaliyyətin genişlənməsinə əlavə borc vəsaiti cəlb edir. Bu işarələr şirkət səhmlərinin bazar qiymətinin artmasına səbəb olur. İşarə modeli fikrini ilk dəfə iqtisadçı alim Stefan Ross, öz elmi işlərində əsaslandırmışdır (Bağirov, Həsənlı, 2011: 174).

Agent münafişləri şirkət daxili mülkiyyət hüququnun, idarəetmə və nəzarət funksiyalarının bölüşdürülməsi nəticəsində əmələ gələn prosesdir. Bildiyimiz kimi, maliyyə qərarlarının verilməsində şirkət menecmenti hər zaman səhmdarların mənafeələrini üstün tutmur. Buda öz növbəsində sahibkarların gəlir itkisinə səbəb olur və xüsusi növ xərclər kimi qiymətləndirilir. Bu xərclər- agent xərcləri adlandırılır. İqtisadçı alimlər M.Censen və U.Meklinq hesab edirdilər ki, kapital strukturu bu cür münaqişələrin aradan qaldırılmasının təsirli aləti ola bilər (Ataşov, Novruzov, İbarhimov, 2009: 85).

M.Censen və U.Meklinq mövcud olan agent problemlərini, borc kapitalı vasitəsi ilə həll edilməsini təklif etmişdirlər. Məlum olduğu kimi, şirkət menecerləri xalis mənfəəti dividend ödənişlərinə yox, yeni investisiya layihələrinin (hər zaman uğurlu olmayan) icrasına yönəltmək üstünlüyünü verirlər. Nəzəriyyə müəllifləri təklif edirlər ki, xalis mənfəətin böyük hissəsi səhmdarlara ödənilsin və yeni investisiya layihələri borc kapitalı hesabına icra olunsun (Zeynalov, 2008).

Borclanma səviyyəsinin artması şirkət rəhbərliyinə imkan vermir ki, səhmdarların sərbəst maliyyə vəsaitlərini riskli layihələrin maliyyələşdirilməsinə yönəldsin, belə ki, borclar üzrə ödənişlər icbari və müəyyən olunmuş xarakter daşıyır. Kreditorlar investisiya layihələrinin maliyyələşdirilməsinə çox ciddi yanaşırlar və heç zaman səmərəsiz layihələrin maliyyələşdirilməsinə yol verməzlər. Bundan əlavə borc vəsaiti şirkətə təqdim olunan andan, kreditorlar həmin borcun məqsədli sərf olunmasına nəzarət etmək hüququnu əldə edirlər və şirkət rəhbərlərinin strateji qərarlarına təsir göstərə bilirlər. Agent xərcləri nəzəriyyəsinin əsas nəticəsi bundan ibarətdir ki: müəssisənin optimal kapital strukturuna o vaxt nail olunur ki, iqtisadi layihələrin icrası ilə əlaqədar cəlb olunmuş borc və digər vəsaitlərin xərci, həmin layihələrdən əldə olunan gəlirlər hesabına tam ödənilir (Kərimov, Babayev, 2007).

Maliyyə leverici – əlavə aktivlərin əldə olunması üçün borc kapitalının istifadəsini nəzərdə tutur.

Maliyyə leverci əmsallı-muhasibat tarixinə aktivlərin səhmdar kapitalla olan nisbəti kimi müəyyənləşdirilir. Bəzi hallarda buna səhmdar kapitalın borclanma əmsalı deyilir (Kərimov, Babayev, 2007).

Nəticə

Kapital strukturu əmsalları-müəssisənin uzun müddətli öhdəliklərinin ödəmə qabiliyyətini xarakterizə etməklə müəssisəyə uzun müddətli maliyyə yatırımı etmiş kreditor və investorların maraqlarının qorunma dərəcəsini ifadə edir.

Sahiblik əmsalı-müəssisənin məcmu kapitalında, müəssisə kapitalının xüsusi çəkisini ifadə edir. Bu əmsalın optimal həddi 50% az olmamalıdır, belə ki, bu halda müəssisə bütün öhdəliklərini öz kapitalı hesabına ödəyə bilər.

Maliyyə asılılıq əmsalı-borc vəsaitlərinin müəssisənin məcmu kapitalında xüsusi çəkisini ifadə edir. Bu əmsal 50% çox olmamalıdır, belə ki bu həddən yuxarı olan əmsal müəssisənin müflis olma riskini artırır.

Kreditorların qorunma əmsalı-müəssisənin muhasibat mənfəətinin borc vəsaitləri üzrə ödəniləcək faizlərdən neçə dəfə çox olmasını ifadə edir. Bu əmsal 1-dən az olmamalıdır, bu halda müəssisənin mənfəəti faizləri tam ödəməyə imkan verir.

Ədəbiyyat

18. «İnvestisiya fəaliyyəti haqqında» Azərbaycan Respublikasının Qanunu.
19. Novruzov, N.A., Hüseynov, X.Ə. (2007). Maliyyə. Bakı.
20. Frederik, S., Mişkin. (2021). Pul, bank və maliyyə bazarlarının iqtisadiyyatı. Bakı: TEAS Press Nəşriyyat evi, 700 s.
21. Sadıqov, M., Hüseynov, A., Zeynalov, V. (2007). Korporativ maliyyə. Bakı.
22. Abbasov, A.N. (2005). Qiymətli kağızların formalaşması və inkişafı. Bakı.
23. Məmmədov, S.M. (2021). Rəqəmsal keçid və elmi texnoloji inkişafın sürətləndirilməsi zəruriliyi. Bakı.
24. Məmmədov, Z.F., Zeynalov, V.Z. (2007). Maliyyə pul tədavülü və kredit. Bakı.
25. <https://agroeeconomics.az/az/article/34/isgaldan-azad-olunan-erazilerimizde-kend-teserrufa/>
26. Ataşov, B., Novruzov, N., İbrahimov, E. (2014). Maliyyə nəzəriyyəsi. Bakı.
27. Makkonel, R., Stenli, L., Bryu. (2009). Ekonomiks, 19 – izdaniye.
28. Qruber, C. (2021) Dövlət maliyyəsi və dövlət siyasəti. Bakı: Worth Publishers, TEAS Press Nəşriyyat evi, 896 s.
29. Zeynalov, V.D. (2008). Maliyyənin əsasları. Bakı.
30. Bağırov, D, Həsənli, M. (2011). Maliyyə. Bakı, 184 s.
31. Sadıqov, M.M., Bədəlov, Q. (2003). Maliyyə resursları və maliyyə bazarı. Bakı.
32. Ataşov, B.X., Novruzov, N.A., İbarhimov, E.Ə. (2009). Müəssisənin maliyyəsi. Bakı, 85 s.
33. Zeynalov, V.D. (2008). Beynəlxalq maliyyə. Bakı.
34. Kərimov, A.E., Babayev, A.A. (2007). Qiymətli kağızlar bazarı. Bakı.

Göndərilib: 09.11.2023

Qəbul edilib: 01.01.2024