

Korporativ maliyyəyə giriş

Bu kitab korporasiyaların maliyyə qərarlarını necə verdiklərindən bəhs edir. Kitab ilkin olaraq maliyyə qərarlarının özünün nə olduğunu və bu qərarların əsas mahiyyətinin nədən ibarət olduğunu izah edir.

Korporasiyalar, əsasən, gəlir formalaşdırıcı real aktivlərə investisiya edir. Bu aktivlər isə maddi və qeyri-maddi aktivlər olmaqla iki yere bölünür. Məsələn, zavodlar və maşınlar şirkətlərin balans hesabatında qeyd edilən əsas maddi aktivlərdir; digərləri, məsələn, marka adları və patentlər isə şirkətlərin balans hesabatlarında qeyd edilən qeyri-maddi aktivlərdir. Korporasiyalar nəzərdə tutulan investisiyalarını maliyyələşdirmək üçün borc götürür, pul axınına düzgün idarə edir və yenidən investisiya edir. Bütün bunlarla yanaşı, onlar investisiya edilməsi nəzərdə tutulan layihələrin maliyyələşdirilməsinə görə əlavə maliyyə vəsaitinin cəlb olunması məqsədilə korporasiyanın səhmdarlarına əlavə səhmlər satmaq yolu ilə də vəsait əldə edirlər. Beləliklə, korporasiyanın maliyyə meneceri iki əsas maliyyə dilemması ilə qarşılaşır. Birincisi, hansı layihələr korporasiya üçün gəlir gətirir və korporasiya hansı layihələrə investisiya etməlidir? İkincisi, bu layihələr hansı vəsaitlə maliyyələşdirilməlidir? İnvestisiya qərarları pulun düzgün xərclənməsini təşkil etmək, düzgün maliyyələşdirmə qərarları vermək və əlavə dəyər yaratmaq üçün atılan addımları əhatə edir. Böyük korporasiyanın yüz minlərlə səhmdarı ola bilər. Bu səhmdarlar sərvət, risk toleranlığı və investisiya uzaqgörənliyi kimi bir çox cəhətlərə görə fərqlənir, amma eyni maliyyə məqsədini bölüşürlər. Çünki onların əsas məqsədi pul qazanmaq olur və onlar şirkətin maliyyə menecerindən korporasiyanın və onun cari səhmlərinin dəyərini artırmasını gözləyirlər.

Beləliklə, maliyyə idarəetməsində əsas məqsəd dəyər yaratmaq, şirkətin dəyərini artırmaqdır. Bunu demək asandır, lakin bu bəş etmir. Real addımlar atmaq lazımdır. Maliyyə menecerine dəyər artırmağı tövsiyə etmək bir investora səhm bazarından “ucuz al, baha sat” məsləhətini verməsi kimidir. Əsas problem bu “alqı-satqı” işlərinin düzgün təşkilidir. Elə ixtisas növləri var ki, bir dərsləri oxuyub onu “icra etmək” mümkündür, lakin maliyyə idarəetməsi həmin ixtisaslardan deyil. O daha dərin və öyrənilməsi vaxt aparan ixtisasdır. Buna görə də maliyyəni öyrənməyə dəyər. Kim qərar vermə, təcrübə, yaradıcılıq və bir az da şans üçün yerin olmadığı bir sahədə işləmək istəyər? Bu kitab bütün

bunları müfəssəl şəkildə öyrənməyə zəmanət verə bilməyə də, yaxşı maliyyə qərarlarını idarə edən konsepsiyaları əhatə edir və müasir maliyyənin alətlərindən necə istifadə etməyin təcrübəsini sizinlə bölüşür.

Bu fəsil tanınmış korporasiyalar tərəfindən son dövrlərdə verilmiş konkret investisiya və maliyyələşdirmə qərarlarının nümunələri ilə başlayır. Fəsil korporasiyanın maliyyə hədəfini bildirməklə bitir ki, bura da bazar dəyərini artırmaq və ideal halda onu maksimuma çatdırmaq daxildir. Bu fəsil qeyd edilən hədəflərin niyə məntiqli olduğunu izah edir. Fəsilin ortasında korporasiyanın nə olması və onun maliyyə menecerlərinin nə iş görməsi məsələləri əhatə olunur. Maliyyə menecerləri korporasiyanın səhmdarlarının özləri üçün qazana biləcəklərindən daha yüksək gəlir əldə edə biləndə dəyər yaradırlar. Səhmdarların korporasiyadan *kənarda* olan investisiya imkanları korporasiya *daxilindəki* investisiyalar üçün standartı müəyyən edir. Buna görə də maliyyə menecerləri səhmdarlar tərəfindən yatırılmış kapitalın *əlavə gəlir* vədinə istinad edirlər. Əlbəttə, menecerlər öz maraqları və fərqli baxışları olan insanlardır; onlar həmişə səhmdarlara mükəmməl formada xidmət edən işçilər olmur. Buna görə də korporasiyalar bütün menecerlərin və işçilərin – yalnız maliyyə menecerlərinin deyil – birgə şəkildə dəyəri artırmağa çalışmasını idarəetmə qaydaları və prosedurlarla tənzimləməlidir.

Yaxşı idarəetmə və uyğun marketing idarəetməsi eyni zamanda səhm qiymətini qanunsuz və ya qeyri-etik yollarla artırmaq ehtimalını aradan qaldırmağa kömək edir. Daha məsuliyyətli, daha düşüncəli səhmdarlar mümkün olan ən yüksək səhm qiymətini deyil, ən yüksək real səhm qiymətini istəyirlər.

Bu fəsil kitab boyunca müxtəlif formalarda və vəziyyətlərdə dəfələrlə fərqli misallarla izah edilən, adları aşağıda qeyd olunan beş əsas mövzunu əhatə edir:

1. Korporativ maliyyənin əsas məqsədi olan şirkət dəyərini maksimuma çatdırmaq.
2. İnvestisiya qərarlarının qəbulunda nəzərə alınması vacib olan kapitalın alternativ gəlir dərəcəsi üzrə standartlar.
3. Risksiz dolların riskli dollardan daha üstün olması.
4. Ağıllı investisiya qərarlarının ağıllı maliyyələşdirmə qərarlarından daha çox dəyər yaratması.
5. Yaxşı idarəetmənin əhəmiyyəti.

1-1

Korporativ investisiya və maliyyələşdirmə qərarları

Korporasiya biznesi davam etdirmək üçün sonsuz çeşiddə **real aktivlərə** ehtiyac duyur. Bu aktivlər göydən düşmür; onları əldə etmək lazımdır. Korporasiya real aktivləri əldə etmək üçün bu aktivlərin və gələcəkdə formalaşdıracağı pul axınları əsasında qiymətləndirmə aparır. Həmin bu real aktivlər **maliyyə aktivləri** və ya **qiymətli kağızlar** adlanır. Məsələn, buna misal olaraq bank kreditlərini götürək. Bank korporasiyaya nağd pul verir, əvəzində maliyyə aktivini, yəni korporasiyanın kreditinin faizlə birlikdə geri qaytarılacağı vədini alır. Lakin adi bank krediti qiymətli kağız deyil, çünki o, bank tərəfindən verilən nağd vəsaitlərdir, hər hansı maliyyə bazarlarında satılmır və ya ticarət edilmir ki, qiymətli kağız adlandırılınsın.

İkinci nümunə kimi korporativ istiqrazı götürək. Korporasiya özünə məxsus olan istiqrazı investorlara satır və əvəzində satdığı istiqrazın nominal dəyərinə uyğun hesablanmış faiz dərəcəsinə investora ödəmək, istiqrazın vaxtı başa çatanda isə onun nominal dəyərini geri ödəmək öhdəliyini üzərinə götürür. Belə olan halda alqı-satqı edilən istiqraz maliyyə aktivini adlanmaqla bərabər eyni zamanda qiymətli kağız sayılır, çünki o, maliyyə bazarlarında bir çox investorlar tərəfindən saxlanıla və ticarət edilə bilər. Yəni qısa olaraq, bankdan götürülən kredit maliyyə aktivini olsa da, qiymətli kağız adlanmır, çünki həmin kredit nağd pul şəklində götürülür və həmin nağd pul alınıb-satılır. Qiymətli kağızlar, məsələn: istiqrazlar, səhm payları və müxtəlif xüsusilaşmış maliyyə alətləri isə bazarda alınıb-satılır. İstiqrazlar haqqında 3-cü fəsildə, səhmlər haqqında 4-cü fəsildə və digər qiymətli kağızlar haqda sonrakı fəsillərdə ətraflı məlumat veriləcək.

İndi isə gəlin aşağıdakı maliyyə qaydalarına nəzər yetirək:

Investisiya qərarı = real aktivlərin alınması
Maliyyələşdirmə qərarı = maliyyə aktivlərinin satışı

Göründüyü kimi, bu qaydalar elə də sadə deyil. İnvestisiya qərarları həm də mövcud aktivləri idarə etməyi və əgər mənfəət azalarsa, aktivləri bağlamağı, onu satmaq vaxtını müəyyən etməyi əhatə edir. Korporasiya həmçinin investisiyalarının risklərini idarə və onlara nəzarət etməlidir. Maliyyələşdirmə qərarı təkcə bu gün nağd pul toplamağı deyil, həm də keçmişdə maliyyələşdirməyə töhfə vermiş banklara, istiqraz sahiblərinə və səhmdarlara qarşı öhdəlikləri yerinə yetirməyi əhatə edir. Məsələn, korporasiya borclarını vaxtında geri qaytarmalıdır. Əgər bunu edə bilməsə, sonda müflis və iflas vəziyyətinə düşər. Gec-tez korporasiya səhmdarlarına da nağd pul ödəmək istəyəcək.¹

Cədvəl 1.1-də dünyanın müxtəlif yerlərində fəaliyyət göstərən 9 korporasiya qeyd edilib. Bu misalda böyük ictimai korporasiyaları seçmişik ki, sizə tanış şirkətlər olsun. Yəqin ki, “Exxon” yanacaq doldurma məntəqəsində ən azı bir dəfə yanacaq doldurmuş və ya “Walmart” mağazalar şəbəkəsində alış-veriş etmişiniz, yaxud “Crest” diş məcunundan istifadə etmişiniz.

İnvestisiya qərarları

Cədvəl 1.1-in ikinci sütunu hər bir korporasiya üçün son dövrlərdə qəbul edilmiş mühüm investisiya qərarını göstərir. Bu investisiya qərarlarına tez-tez **uzunmüddətli investisiyalar** və ya **kapital xərcləri (CAPEX)** qərarları deyilir, çünki əksər böyük korporasiyalar investisiya üçün təsdiq edilmiş əsas layihələri siyahıya alan illik kapital büdcəsi hazırlayır. Cədvəl 1.1-dəki investisiyaların bəziləri, məsələn, “Walmart”ın yeni mağazaları və ya “Union Pacific”in yeni lokomotivləri toxunula bilən (*fiziki olaraq mövcud olan*) maddi aktivlərin alışıni əhatə edir. Lakin korporasiyalar həmçinin tədqiqat və inkişaf (T&İ, *ing.* R&D), reklam və marketinq kimi qeyri-maddi aktivlərə də investisiya etməlidir. Məsələn, “GlaxoSmithKline” və digər böyük əczaçılıq şirkətləri hər il yeni dərmanlar üçün tədqiqat və inkişafa milyardlar sərf edir. Eynilə “Procter & Gamble” kimi bir çox istehlak malları şirkətləri məhsullarının

¹ Biz korporasiyanın sahiblərini “səhmdarlar” və “maraqlı tərəflər” adlandırırıq. Bu iki termin eyni mənə daşıyır və bir-birini əvəz edəcək şəkildə istifadə olunur. Korporasiyalar “şirkətlər,” “firmalar” və ya “bizneslər” kimi qeyri-rəsmi şəkildə də adlandırılır. Biz də bu kitabda həmin terminlərdən bir-birini əvəz edəcək şəkildə istifadə edirik.

Şirkət	Son investisiya qərarları	Son maliyyələşdirmə qərarları
Boeing (ABŞ)	İnkişaf xərclərinə təxminən 30 mlrd. \$ sərf edildiği bildirilən ilk "Dreamliner"-i təhvil verir.	1,7 mlrd. \$ mənfəəti yenidən investisiya edir.
Exxon Mobil (ABŞ)	"Alberta", "Fort McMurray" kimi ərazilərdə neft istehsalını inkişaf etdirmək üçün 7 mlrd. \$ investisiya edib.	Səhmlərin geri alınması üçün 12 mlrd. \$ dəyərində investisiya edib.
GlaxoSmithKline (Böyük Britaniya)	Yeni dərmanlar üçün tədqiqat və inkişafa 4 mlrd. \$ dəyərində investisiya edib.	Dividend ödənişləri (bu barədə növbəti fəsillərdə ətraflı danışılacaq) üçün 3,2 mlrd. \$ investisiya edib.
LVMH ² (Fransa)	İtalyan qızıl şirkəti olan "Bulgari"-ni 5 mlrd. \$-a alıb.	Bu alqı ödənişini nağd pul və səhm vasitəsilə ödəyib.
Procter & Gamble (ABŞ)	Reklama 8 mlrd. \$ xərcləyir.	Maliyyələşdirmə məqsədilə 100 milyard yapon yeni dəyərində beşillik istiqraz buraxılışı edib.
Tata Motors (Hindistan)	Hindistanda dünyanın ən ucuz avtomobili olan "Nano" avtomobilini istehsal etmək üçün yeni zavod açır. Zavodun dəyəri 400 mln. \$-dır.	Zavodun tikintisinə lazım olan 400 mln. \$-ı əldə etmək üçün yeni səhmlərlə bazara daxil olur və onun satışından lazım olan vəsaiti toplayır.
Union Pacific (ABŞ)	100 yeni lokomotiv, 10 000 yük maşını və əsas hissələrinə 330 mln. \$ investisiya edir.	Borcunun 1,4 mlrd. \$ olan hissəsini geri qaytarmışdı.
Vale (Brazil)	Braziliyanın Salobo regionunda böyük bir mis mədəni açır. Layihə təxminən 2 mlrd. \$-a başa gəlir.	Şirkətin istənilən vaxt 1,6 mlrd. \$-a qədər borc ala biləcəyi kredit xətləri açır.
Walmart (U.S.)	Dünya üzrə 458 yeni mağaza açmaq üçün 12,7 mlrd. \$ investisiya edir.	Qısamüddətli kommersiya kağız borclarını qaytarmaq üçün 5 mlrd. \$-lıq uzunmüddətli istiqraz emissiya edir.

» CƏDVƏL 1.1 Böyük ictimai korporasiyalar tərəfindən son dövrlərdə qəbul edilmiş investisiya və maliyyələşdirmə qərarlarının nümunələri

reklamı və marketinqinə böyük məbləğdə investisiyalar edir. Bu xərclərin əsas məqsədi sonda dəyər yaratmaqdır, çünki bu investisiyalar şirkətlərin uzunmüddətli brend tanınmasına və reputasiyanın inkişafına xidmət edir.

Bu günün kapital investisiyaları gələcəkdə pul axınları yaradır. Bəzən pul daxilolmaları onilliklər boyu davam edir. Məsələn, ABŞ-nin bir çox nüvə-elektrik stansiyaları əvvəlcə Nüvə Tənzimlənməsi Komissiyası tərəfindən 40 il fəaliyyət göstərmək üçün lisenziyalaşdırılıb, indi isə 20 ildən də uzun müddət istifadə edilməsi üçün lisenziya alırlar ki, bu da onların ümumilikdə 80 il səmərəli fəaliyyət göstərməsi üçün əsas yaradır.

Lakin 40 ildən çox davam edən pul daxilolmaları axını da kifayət etməyə bilər. Məsələn, "Southern" iki yeni nüvə zavodu tikmək üçün icazə alıb. Zavodların dəyəri 14 mlrd. \$ qiymətləndirilib. Tikinti təxminən 7 il çəkəcək. Beləliklə, "Southern" əgər yenə davam edərsə, ən azı 14 mlrd. \$ investisiya etməli, hər hansı gəlir əldə etmək üçün ən azı 7 il gözləməlidir. Pulun geri qayıdışını gözləmək nə qədər uzun sürsə, investisiyanı möhkəmləndirmək, əsaslandırmaq üçün tələb olunan pul daxilolmaları da bir o qədər çox olmalıdır. Beləliklə, maliyyə meneceri yalnız məcmu miqdara yox, həm də pul daxilolmalarının zamanlamalarına diqqət yetirməlidir.

Əlbəttə, bütün investisiyaların gəlirləri uzunmüddətli olmur. Məsələn, "Walmart" hər il tətil mövsümündən əvvəl mağazalarını və anbarlarını məhsul ehtiyatları ilə doldurmaq üçün təxminən 40 mlrd. \$ xərcləyir. Şirkətin bu investisiyadan geri qayıdışı bir neçə ay ərzində olur, çünki o, anbarlara vurduğu məhsulları qısa zamanda satır və qoyduğu investisiyaları geri götürə bilər.

Bundan əlavə, maliyyə menecerləri pul qazanmağın həmişə zəmanətli olmadığını da bilir. Belə ki, risklər həmişə mövcud olur və bu risklər özünü hər an göstərə bilər. Investisiya böyük uğur qazana və ya kədərli bir uğursuzluğa çevrilə bilər. Məsələn, dünya miqyasında ani telefon bağlantıları təklif edən "Iridium" rabitə peyk sistemi 1998-ci ildə fəaliyyətə başlamazdan əvvəl 5 mlrd. \$ investisiya edilməsi nəticəsində son məhsulunu bazara çıxara bilməmişdi.

² "LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton" (adətən, qısaca LVMH adlandırılır) şir və kosmetika, şərab və digər spirtli içkilər, saatlar və digər moda və lüks malları bazara çıxarır. Bəli, bu sizə qərribə gəlir. Bilirik ki, LVMH-in açılışını bilmirdiniz, ancaq, həqiqətən də, onun açılışı "Moët Hennessy Louis Vuitton"dur.

Qarşılığını almaq üçün 400 000 abunəçiyə ehtiyacı var idi, lakin bu sayın yalnız kiçik bir hissəsini cəlb edə bildi. “Iridium” borcunu ödəyə bilmədi və 1999-cu ildə iflasını rəsmən elan etdi. “Iridium” sistemi bir il sonra cəmi 25 mln. \$-a satıldı (hazırda şirkət fəaliyyət göstərir və bazarda genişlənməyə davam edir).³

Bütün zamanların ən pis investisiyalarından biri sayılan investisiya nümunəsi “Bank of America”-nın 2008-ci ildə 2,5 mlrd. \$-a ipoteka kreditləri verən “Countrywide Financial Corp.” şirkətini alması idi. “Bank of America” “Countrywide”-in aktivlərindən 2011-ci ilə qədər təxminən 18 mlrd. \$ zərər edib və “Countrywide”-in ipoteka təminatlı istiqrazlarına sahib olan investorlara 20 mlrd. \$-dan çox kompensasiya ödəyib. “Bu, verdiyimiz ən pis qərar oldu”, – deyər direktorlardan biri bildirmişdi.⁴ Əlbəttə, “Bank of America” güclü maliyyə fırtınası – 2007-2009-cu illərin maliyyə böhranı zamanı “Countrywide” almaq üçün pis şərtlərlə qarşılaşmışdı. Bunu və maliyyə böhranını 14-cü fəsilə geniş müzakirə edəcəyik.

Maliyyə menecerləri böyük investisiya qərarlarını təkbəşinə vermirlər. Onlar istehsalat, marketinq və digər biznes funksiyalarından olan mühəndis və menecerlərdən ibarət bir qrupun tərkibində işləyərək ümumi qərar verirlər. Həmçinin maliyyə menecerinin hər gün milyard dollarlıq investisiyalar etməsi barədə düşünməyin. Əksər investisiya qərarları daha kiçik və sadədir, məsələn, yük maşını, dəzgah və ya kompüter sistemi alınması kimi. Korporasiyalar hər il minlərlə bu formada kiçik investisiya qərarları qəbul edir. Ancaq unutmamaq olmaz ki, kiçik investisiyaların ümumi miqdarı cədvəl 1.1-də göstəriləndi kimi böyük investisiyalar qədər böyük ola bilər.

Maliyyələşdirmə qərarları

Cədvəl 1.1-in üçüncü sütunu hər bir korporasiyanın verdiyi son maliyyələşdirmə qərarını göstərir. Korporasiya nəzərdə tutulmuş layihənin maliyyələşdirilməsi üçün lazım olan vəsaiti borcverənlərdən (investorlardan) və ya səhmdarlardan qiymətli kağızlar vasitəsilə əldə edə bilər. Əgər onlar bu vəsaiti borcverənlərdən götürürsə, onda borcverənlər korporasiyalara ödənişi nağd pul şəklində verirlər və əvəzində korporasiya əsas borcu, üstəgəl sabit faiz dərəcəsini geri ödəməyi vəd edir. Əksinə, əgər lazım olan vəsaiti səhmdarlardan nağd pul formasında əldə edərsə, onlar sabit gəlirə yox, səhm sahibi olaraq gələcək mənfəət və pul axınının bir hissəsinə şərik olurlar. Səhmdarlar *kapital investorlarıdır*, onlar *kapital maliyyələşdirməsinə* töhfə verirlər. Beləliklə, yuxarıda göstərilən borclanma formalarının arasında seçim etmək şirkət üçün **kapital strukturu** qərarı adlanır. Burada *kapital* dedikdə şirkətin uzunmüddətli maliyyələşdirmə mənbələrində olan vəsait nəzərdə tutulur.

Bugünkü maliyyə dünyasında böyük korporasiyalar özlərinə lazım olan vəsaiti toplamaq üçün bir çox mənbələrdən asanlıqla vəsait toplaya bilər. Bu fürsət onlara sonsuz imkanlar yaradır. İndi burada aydın bir sual yaranır: şirkət həyata keçirmək istədiyi bir layihəni icra etmək üçün özünə lazım olan vəsaiti hansı mənbədən cəlb etməlidir? Bankdan borc götürməlidir, yoxsa investorlar tərəfindən alınıb-satıla bilən istiqrazlar buraxaraq lazımı vəsaiti toplamalıdır? Digər sual ondan ibarətdir ki, bu borc hansı müddətə götürülməlidir: 1 il üçün, yoxsa 20 il üçün? Əgər 20 il üçün borc götürürsə, faiz dərəcələri düşdüğü zaman borcu vaxtından əvvəl ödəmək hüququ əldə edirmi? Borcu haradan götürməsi ona sərfəli olur? Parisdən avro ilə, yoxsa Nyu-Yorkdan dollarla borc götürməli və ödəməlidir? Cədvəl 1.1-də göstəriləndi kimi, “Procter & Gamble” yapon yeni ilə borc götürdü, lakin dollar və ya avro ilə də götürə bilərdi.

Korporasiyalar kapital maliyyələşdirməsinə iki yolla nail ola bilər. Birincisi, onlar bazara yeni səhmlər emissiya etməklə daxil ola bilərlər. Beləliklə, yeni səhmlərlə bazara daxil olan şirkətlərdən investorlar nağd pul ödəməklə şirkətin səhmini alır və həmin səhmlər üzrə qazanılacaq gələcək pul axınlarına və mənfəətin əvvəlcədən müəyyən edilmiş bir hissəsinə şərik olurlar. İkinci yol isə şirkətin mövcud aktivlərindən əldə etdiyi pul axını vasitəsilə özünə lazım olan vəsaiti əldə edə bilməsidir. Bu halda şirkət mövcud səhmdarların adından yenidən investisiya edir və bazara yeni səhm emissiyası ilə daxil olmağa ehtiyac yaranmır.

Bəs mövcud aktivlər üzrə əldə olunan nağd pul axınları korporasiya tərəfindən yenidən investisiya edilmədiyi zaman nə baş verir? Belə olan halda şirkət həmin vəsaiti gələcək

³İflas etmiş sistemi alan özəl investorlar parakəndə müştərilərdən çox aviasiya, dənizçilik və müdafiə bazarlarına diqqət yetirdilər. 2010-cu ildə peyk sistemini dəyişdirmək və təkmilləşdirmək üçün 1,8 mlrd. \$ yeni maliyyələşdirmə təşkil etdilər.

⁴Den Fitspatrikdən sitat gətirilib: “Banks Haunted by Houses”, *The Wall Street Journal*, June 30, 2011, ss. C1-C2.

investisiyalar üçün qısamüddətli dövr ərzində saxlaya və ya həmin pulu dividend şəklində cari səhmdarlarının arasında bölüşdürə bilər. Məsələn, cədvəl 1.1-də bununla bağlı nümunəyə baxa bilərik. Belə ki, 2010-cu ildə “GlaxoSmithKline” cari layihələrdən əldə etdiyi nağd pulun 3,2 mlrd. \$-nı dividend kimi ödəyib. “Exxon Mobil” isə həmin il satdığı səhmlərini investorlardan geri alaraq 12 mlrd. \$ geri ödəmə edib. Bu zaman şirkət nağd pul formasında dividend kimi 9 mlrd. \$ ödəyib. Dividendlərin ödənilməsi və ya səhmlərin geri alınması qərarı *geri ödəniş qərarı* adlanır. Bu barədə 16-cı fəsildə ətraflı məlumat verilir.

Maliyyələşdirmə qərarları bəzi cəhətlərinə görə investisiya qərarlarından daha az əhəmiyyətli olur. Bununla bağlı maliyyə menecerləri “dəyər, əsasən, balansın aktiv tərəfindən əldə edilir, nəinki passivlər olan tərəfindən” deyirlər. Əslində, ən uğurlu korporasiyalar bəzən çox sadə maliyyələşdirmə strategiyalarına sahib olur. Məsələn, “Microsoft” şirkətinə baxaq. O, dünyanın ən çox dəyər yaradan korporasiyalarından biridir. 2011-ci ilin sonunda “Microsoft” səhmlərinin hər biri birjalarda 26\$-a alınıb-satılırdı. Şirkətə məxsus təxminən 8,4 milyard səhm dövriyyədə idi. Buna görə də “Microsoft”-un ümumi bazar dəyəri səhmin sayı ilə onun dəyərinin ümumi hasilinə bərabər idi. Şirkətin səhminin dəyərinin 26\$, onun sayının isə 8,4 milyarda bərabər olduğunu nəzərə alsaq, o zaman şirkətin *bazar dəyərinin* nə az, nə çox – $26 \times 8,4$ milyard = 218 mlrd. \$-a bərabər olduğunu görürük. Bəs bu bazar dəyəri haradan formalaşdı? Bu dəyər “Microsoft” şirkətinin məhsul inkişafından, onun marka adından və dünya miqyasında müştəri bazasından, tədqiqat və inkişafa etdiyi investisiyadan və gələcəkdə gəlirli investisiyalar etmək qabiliyyətindən irəli gəlmişdi. Ancaq unutmmaq olmaz ki, bu dəyər mürəkkəb maliyyələşdirmə nəticəsində meydana *gəlməmişdi*. “Microsoft” şirkətinin maliyyələşdirmə strategiyası çox sadədir: şirkət ona maneçilik törədən heç bir borcu yox idi, hətta əksinə, demək olar ki, bütün pul axınlarını əldə saxlamaq və yenidən investisiya etmək yolu ilə layihələrini maliyyələşdirirdi.

Maliyyələşdirmə qərarları yaxşı investisiya qərarları ilə müqayisədə çox dəyər yarada bilər, lakin bu qərar düzgün verilməyəndə və ya gözlənilməz bir pis hadisə baş verdiyi zaman mövcud dəyər məhv ola bilər. Məsələn, daşınmaz əmlak maqnatı Sem Zell 2007-ci ildə “Chicago Tribune”-u satın alanda qəzet təxminən 8 mlrd. \$ əlavə borc götürmüşdü. Bu çox da yanlış bir qərar deyildi, lakin şirkət üçün ölümcül oldu. 2008-ci ilin tənəzzülündə reklam gəlirləri azaldıqca “Tribune” artıq borcunu ödəyə bilmirdi. Qəzet 2008-ci ilin dekabrında 7,6 mlrd. \$ aktivləri və 12,9 mlrd. \$ borcu ilə iflasını rəsmən elan etdi.

Bütün bizneslər təbii olaraq risklidir. Maliyyə meneceri riskləri müəyyən etməli və onların düzgün idarə olunduğuna əmin olmalıdır. Məsələn, borcun üstünlükləri var, lakin “Chicago Tribune”-un başına gəldiyi kimi, çox borc şirkəti iflasa sürükləyə bilər. Şirkətlər tənəzzül halları, əmtəə qiymətlərinin, faiz dərəcələrinin və valyuta məzənnələrinin dəyişməsi, yaxud neqativ siyasi proseslər səbəbindən də iflasa uğraya və ya ciddi formada dəyər itirə bilər. Lakin bu risklərin bəzilərini hədc etmək və ya birbaşa sığortalamaq mümkündür. Bütün bunları 26 və 27-ci fəsillərdə müzakirə edəcəyik.

Korporasiya nədir?

Əvvəlki bölümlərdə “korporasiyalar” haqda geniş formada danışdıq. Onların növləri barədə bəzi əsas qaydaları aşağıda təqdim edirik. Təfəsilatlı məlumatlar sonrakı fəsillərdə veriləcək.

Korporasiya hüquqi bir şirkətə deyilir. Qanun nöqteyi-nəzərdən o, səhmdarları tərəfindən formalaşdırılan bir hüquqi *şəxsdir*. Korporasiya hüquqi şəxs kimi müqavilələr bağlaya, biznes fəaliyyətini yerinə yetirə, borc götürə və ya borc verə bilər. Bütün bunlarla yanaşı, korporasiyalar məhkəməyə müraciət edə və ya məhkəməyə verilə bilər. Bir korporasiya digərini satın almaq üçün təklif verə və sonrakı mərhələdə bu iki biznesi bir biznes altında birləşdirə bilər. Onlar vergiödəyiciləridir, lakin seçkilərdə iştirak etmək hüququna malik deyillər!

ABŞ-də korporasiyalar dövlət qanunlarına uyğun olaraq, biznesin məqsədini, onun necə idarə olunacağını və işlədiləcəyini müəyyən edən *nizamnamə* əsasında yaradılır.⁵ Məsələn,

⁵ ABŞ-də korporasiyalar “Corporation”, “Incorporated” və ya “Inc.” etiketi ilə müəyyən edilir, məsələn, “US Airways Group, Inc.”. Böyük Britaniyada ictimai korporasiyalar “plc” (qısaldılmış “Public Limited Corporation”) ilə müəyyən edilir. Fransız korporasiyaları “SA” (“Société Anonyme”) sonluğu ilə tanınır. Almaniya isə müvafiq etikətlərdən “GmbH” (“Gesellschaft mit beschränkter Haftung”) və ya “AG” (“Aktiengesellschaft”) şəklində istifadə olunur.



Biznes təşkilatlarının digər formaları

» Korporasiyalar mütləq cədvəl 1.1-də göstərilən şirkətlər kimi tanınmış, beynəlxalq bizneslər olmalıdır deyərək bir qayda yoxdur. Əgər siz zəhmət çəkmək istəyirsinizsə, yerli santexnika podratçısı və ya bərbər dükanını da korporasiya kimi təşkil edə bilərsiniz. Lakin əksər korporasiyalar daha böyük bizneslər və ya böyüməyi arzulayan bizneslərdir. Kiçik “ailə” biznesləri, adətən, fərdi sahibkarlıq kimi təşkil edilir.

Bəs orta yol necədir? Fərdi sahibkarlıq üçün çox böyük olan, lakin korporasiya kimi yenidən təşkilatlanmaq istəməyən bizneslər necə olsun? Məsələn, siz dostlarınız və ya biznes tərəfdaşlarınızla pul və təcrübəni birləşdirmək istəyirsinizsə, həll yolu *ortaqlıq* (*partnership*) yaratmaq və qərarların necə qəbul ediləcəyini və mənfəətin necə bölüşdürülməcəyini müəyyən edən ortaqlıq müqaviləsi bağlamaqdır. Fərdi sahibkarlar kimi ortaqlar da limitsiz məsuliyyətlə üzləşirlər. Əgər biznes çətinliklərlə qarşılaşarsa, hər bir tərəfdaş biznesin *bütün* borclarına görə məsuliyyət daşıya bilər.

Ortaqlıqların vergi üstünlüyü var. Korporasiyalardan fərqli olaraq, ortaqlıqlar gəlir vergisi ödəmək məcburiyyətində deyillər. Ortaqlar, sadəcə, mənfəət payları üzrə şəxsi gəlir vergisi ödəyirlər. Bəzi bizneslər ortaqlıqların vergi üstünlüyü ilə korporasiyaların məhdud məsuliyyət

üstünlüyünü birləşdirən hibrid biznes formalarıdır. *Məhdud ortaqlıqlarda* tərəfdaşlar ümumi və ya məhdud tərəfdaşlar kimi təsnif edilir. Ümumi tərəfdaşlar biznesi idarə edir və onun borcları üçün limitsiz şəxsi məsuliyyət daşıyır. Məhdud tərəfdaşlar isə yalnız investisiya etdikləri məbləğ üçün məsuliyyət daşıyır və idarəetmədə iştirak etmirlər.

ABŞ-nin bir çox ştatlarında *məhdud məsuliyyətli ortaqlıqlara* (LLP) və ya eyni dərəcədə *məhdud məsuliyyətli şirkətlərə* (LLC) icazə verilir. Bu ortaqlıqlarda bütün tərəfdaşlar məhdud məsuliyyətə malikdir. Bu mövzunun başqa bir variasiyası isə *professional korporasiya* (PC) adlanır və adətən, həkimlər, vəkillər və mühasiblər tərəfindən istifadə olunur. Bu halda biznesin məhdud məsuliyyəti var, lakin mütəxəssislər, məsələn, peşə xətası üçün hələ də şəxsən məhkəməyə verilə bilər.

“Morgan Stanley” və “Goldman Sachs” kimi böyük investisiya bankları ilk vaxtlarında biznesə ortaqlıq kimi başlayıb. Lakin bu şirkətlər və onların maliyyələşdirmə tələbləri, nəhayət, çox böyüyüb və ortaqlıq kimi davam edə bilməyib, buna görə də onlar korporasiya kimi yenidən təşkil olunub. Ortaqlıq təşkilat forması olaraq mülkiyyətin geniş yayıldığı, həmçinin mülkiyyət və idarəetmə bölgüsü vacib olduğu zaman çox da yaxşı işləmir.

ƏLAVƏ ÇALIŞMA



Zipcar's bylaws

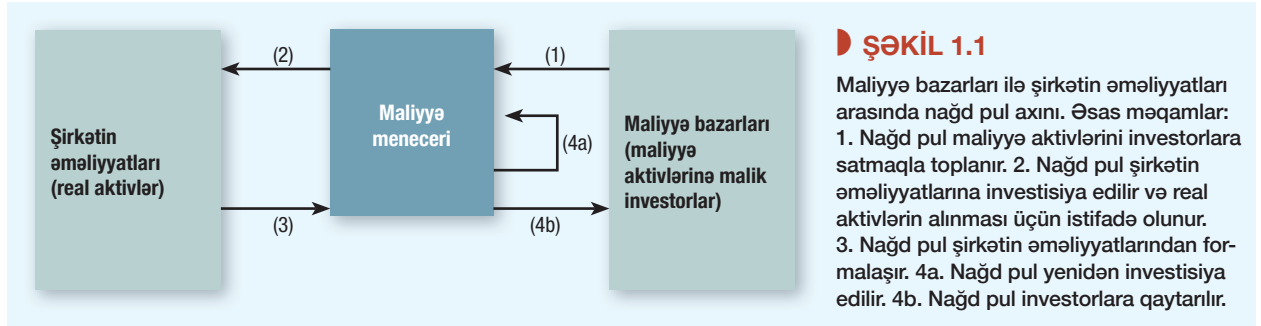
mhhe.com/brealey12e

nizamnamə idarə heyətinin tərkibini və rolunu müəyyən edir.⁶ Korporasiyanın direktorları səhmdarlar tərəfindən seçilir. Onlar yüksək rəhbərliyi, baş menecerləri seçir, məsləhət verirlər. Bütün bunlarla yanaşı, korporasiyalar digər şirkətlərlə birləşmələr və səhmdarlara dividendlərin ödənilməsi kimi bəzi mühüm qərarların qəbulunda əsas korporativ hərəkətləri də təsdiqləyir.

Korporasiyanın sahibliyi səhmdarlara aiddir, lakin hüquqi baxımdan onlardan ayrılır. Buna görə də səhmdarların **məhdud öhdəliyi** var, yəni onlar korporasiyanın borclarına görə şəxsi məsuliyyət daşımır. ABŞ-nin maliyyə korporasiyası “Lehman Brothers” 2008-ci ildə iflas elan edəndə heç kim onun səhmdarlarına şirkətin böyük məbləğdəki borclarını ödəmək üçün heç bir tələb irəli sürmədi. Belə olan halda şirkətin səhmdarları korporasiyaya etdikləri bütün investisiyalarını itirə bilərlər, ancaq bundan artığını itirməyə məcbur deyillər.

Korporasiya ilk dəfə yaradıldığı zaman onun səhmləri kiçik bir investor qrupuna, şirkətin menecerlərinə və bir neçə dəstəkçi investora aid ola bilər. Bu halda səhmlər ictimai şəkildə alınıb-satılır və şirkət səhmləri qapalı formada səhmdarlar arasında alınıb-satılır. Nəhayət, şirkət böyüdüyi halda əlavə vəsaitlər cəlb etmək məqsədilə yeni səhmlər emissiya etməklə bazara daxil olur və öz səhmlərini Nyu-York Birjası kimi bir çox ictimai maliyyə bazarlarında alıb-satırlar. Bu formada korporasiyalar dövlət (ictimai) şirkətləri kimi tanınır. ABŞ-də ən tanınmış korporasiyalar geniş yayılmış səhmdarlara malik dövlət şirkətləridir. Digər ölkələrdə isə böyük korporasiyaların şəxsi əllərdə qalmasına daha çox rast gəlinir və bir çox dövlət şirkətləri yalnız bir neçə investor tərəfindən idarə oluna bilər. Buna misal olaraq “Fiat”, “Peugeot”, “Benetton”, “L'Oréal” və “Swatch Group” kimi tanınmış şirkətləri göstərmək olar.

Bütün yuxarıda qeyd edilənlərlə yanaşı deyək ki, böyük bir ictimai korporasiyanın yüz minlərlə səhmdarı ola bilər. Onlar korporasiyanın idarə edilməsinə, qərarların qəbuluna



birbaşa və ya dolayı yolla nəzarət və ya təsir edə bilməzlər. Çünki mülkiyyət və nəzarətin bu formada qəbul edilmiş bölgüsü korporasiyalara davamlılıq, dayanıqlılıq gətirir. Menecerlər işdən çıxsalar və ya işdən kənarlaşdırılıb yeniləri ilə əvəz olunsalar belə, korporasiya mövcudluğunu davam etdirir. Bu günün səhmdarları bütün səhmlərini yeni investorlara sata bilərlər ki, bu da biznesin fəaliyyətini pozmadan baş verir.

Korporasiyalar prinsip etibarilə əbədi yaşaya və praktiki olaraq bir çox insan ömürlərini aşsa bilər. Ən qədim korporasiyalardan biri olan “Hudson’s Bay Company” 1670-ci ildə Kanadanın şimalı ilə İngiltərə arasında kürk ticarətindən mənfəət əldə etmək məqsədilə yaradılıb. Şirkət hələ də Kanadanın aparıcı pərakəndə satış şəbəkələrindən biri kimi fəaliyyət göstərir.

Mülkiyyət və nəzarətin ayrılmasının da öz mənfi tərəfləri ola bilər. Bu, menecer və direktorlara, səhmdarların maraqlarına deyil, öz maraqlarına uyğun hərəkət etmələri üçün qapı açır. Bu problemə fəslin növbəti hissələrində yenidən qayıdacağıq.

Korporasiyanın digər mənfi cəhətləri də var. Bunlardan biri korporasiyanın hüquqi mexanizminin həm zaman, həm də pul baxımından idarə edilməsi xərçidir. Bu xərclər xüsusilə kiçik bizneslər üçün ağır yük ola bilər. ABŞ-də korporasiyalar üçün vacib bir vergi çatışmazlığı da mövcuddur. Korporasiya ayrı bir hüquqi şəxs olduğu üçün ayrı-ayrılıqda vergiyə cəlb olunur. Beləliklə, korporasiyalar mənfəətlərinə görə vergi ödəyir və səhmdarlar şirkətdən dividend götürdükləri və ya səhmlərini mənfəətlə satdıqları zaman bir daha vergiyə cəlb olunur. Halbuki inkorporasiya edilməmiş bizneslər tərəfindən yaradılan gəlir yalnız bir dəfə fərdi gəlir kimi vergiyə cəlb olunur.

Maliyyə menecerinin rolu

Maliyyə menecerinin əsas rolu nədir? Şəkil 1.1 bu suala cavab verir. Şəkil pulun investorlar tərəfindən korporasiyaya və yenidən investorlara necə dövr edərək gəldiyini izah edir. Göründüyü kimi, axın nağd pulun investorlardan toplandığı zaman başlayır (şəkilə ox 1). Pul banklardan və ya maliyyə bazarlarında investorlar üçün satılan qiymətli kağızlardan gələ bilər. Bu puldan sonra korporasiyanın biznesi üçün lazım olan real aktivləri (investisiya layihələrini) ödəmək üçün istifadə olunur (ox 2). Daha sonra biznes fəaliyyət göstərdikcə aktivlər pul daxilolmaları yaradır (ox 3). Bu pul ya yenidən investisiya edilir (ox 4a), ya da əvvəlcə pulu təmin edən investorlara geri qaytarılır (ox 4b). Təbii ki, ox 4a və 4b arasında seçim ox 1-də pul toplanarkən verilmiş vədlərlə məhdudlaşdırılır. Məsələn, əgər şirkət ox 1-də bankdan borc götürürsə, o bu pulu və faizləri ox 4b-də geri ödəməlidir.

Cədvəl 1.1-də ox 4a və 4b nümunələrini görə bilərsiniz. “Walmart” şirkəti yeni mağazalarına olan investisiyasını qazandığı mənfəətlərini yenidən investisiya etməklə maliyyələşdirdi (ox 4a). “Exxon Mobil” şirkəti isə səhmlərini geri alaraq nağd pulu səhmdarlarına qaytarmağa qərar verdi (ox 4b). O bunun əvəzinə əlavə nağd dividendlər ödəmək yolunu da seçə bilərdi.

Maliyyə menecerinin şirkətin və xarici investorların arasında necə dayandığına diqqət yetirin. Maliyyə meneceri bir tərəfdən şirkətin əməliyyatlarını idarə etməyə kömək edir, xüsusilə də yaxşı investisiya qərarları verməyə kömək etməklə öz işini yüksək səviyyədə yerinə yetirir, digər tərəfdən isə yalnız səhmdarlarla deyil, həm də banklar kimi maliyyə institutları və Nyu-York Birjası kimi maliyyə bazarları ilə də əlaqə saxlayır.

ƏLAVƏ ÇALIŞMA



S-corporations

mhhe.com/brealey12e

ƏLAVƏ ÇALIŞMA



The financial managers

mhhe.com/brealey12e

1-2

Korporasiyanın maliyyə hədəfi

ƏLAVƏ ÇALIŞMA



The financial managers

mhhe.com/brealey12e

Səhmdarlar menecerlərin şirkətin bazar dəyərini maksimuma çatdırmasını istəyirlər

“Walmart” şirkətinin təxminən 300 000 səhmdarı var. Bu səhmdarların idarəetmədə fəal iştirak edə bilməsi mümkün deyil; bu, Nyu-York şəhərini şəhər yığıncaqları vasitəsilə idarə etməyə çalışmaq kimi bir şey olardı. Bunun baş verməməsi üçün səlahiyyət peşəkar menecerlərə verilməlidir. Belə olan halda qarşıya ““Walmart” şirkətinin menecerləri necə qərarlar qəbul edə bilirlər ki, bu qərarlar bütün səhmdarları qane etsin?” sualı çıxır. Həç bir iki səhmdar tamamilə eyni deyil. Onlar yaş, zövq, sərvət, zaman çərçivəsi, risk tolerantlığı və investisiya strategiyası baxımından eyni ola bilməzlər, əksinə, fərqlənirlər. Şirkətin idarə olunmasının peşəkar menecerlərə həvalə edilməsi yalnız o halda işlək üsul ola bilər ki, səhmdarların ortaq bir məqsədi olsun. Xoşbəxtlikdən, demək olar ki, bütün səhmdarların razılaşdığı təbii bir maliyyə məqsədi var: səhmdarların şirkətdəki investisiyasının cari bazar dəyərini maksimuma çatdırmaq.

Ağıllı və effektiv menecer şirkətin səhmlərinin cari dəyərini və səhmdarların sərvətini artıran qərarlar qəbul edir. Bu artmış sərvətdən sonra səhmdarların istədiyi məqsədlər üçün istifadə edilə bilər. Onlar pullarını xeyriyyəçiliyə sərf edə və ya gecə klublarında xərcləyə bilirlər; onu sonraya saxlaya və ya indi xərcləyə bilirlər. Şəxsi zövqləri və ya məqsədləri nə olursa olsun, səhmlərinin dəyəri artdığı zaman onların sərvətinə sərvət əlavə olunur və onlar da bu sərvət vasitəsilə istədikləri qanuni hərəkəti edə bilirlər.

Səhmdar sərvətinin maksimuma çatdırılması səhmdarların yaxşı işləyən maliyyə bazarlarına çıxışı olduğu zaman məntəqli bir hədəfdir.⁷ Maliyyə bazarları onlara riskləri bölüşmək və nağd pul axınlarını (yığımları) zaman boyunca ötürmək imkanı verir. Maliyyə bazarları onlara öz yığımlarını və investisiya planlarını idarə etmək üçün çeviklik şansı verir. Beləliklə, korporasiyanın maliyyə menecerlərinə yalnız bir vəzifə qalır: bazar dəyərini artırmaq.

Bir korporasiyanın səhmdar siyahısında, adətən, həm riskdən qaçan, həm də riskə tolerant investorlar olur. Siz riskdən qaçanların belə deyəcəyini gözləyə bilərsiniz: “Əlbəttə, dəyər maksimuma çatdırın, amma çox yüksək riskli layihələrə toxunmayın”. Digərləri isə əksini deyəcəklər: “Riskli layihələr yaxşıdır, yetər ki, gözlənilən mənfəət riskləri kifayət qədər kompensasiya etsin. Əgər bu şirkət mənim zövqümə görə çox riskli olsa, mən investisiya portfelimi daha təhlükəsiz etmək üçün tənzimləyəcəyəm”. Məsələn, riskdən qaçan səhmdarlar portfellerinin daha çox hissəsini ABŞ dövlət istiqrazları kimi təhlükəsiz aktivlərə yönləndirə bilirlər. (QEYD: *ABŞ dövlət istiqrazlarının riski yoxdur, çünki onlara ABŞ dövləti zəmanət verir. Defolt olma riski sıfıra bərabərdir*). Onlar həmçinin riskli şirkətin səhmlərini satın daha təhlükəsiz bir şirkətin səhmlərini alaraq riskləri ilə asanlıqla vidalaşa bilirlər, ancaq onda gəlirləri də azalacaq.

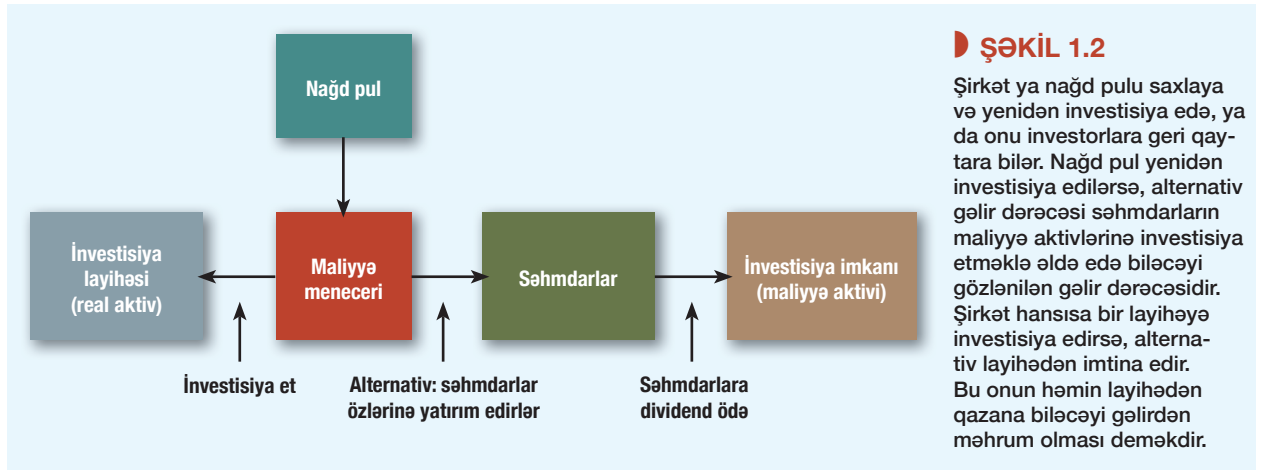
Fundamental nəticə

Səhm dəyərini maksimuma çatdırmaq hədəfi həm nəzəriyyədə, həm də təcrübədə geniş qəbul olunur. Bunun niyə belə olduğunu anlamaq vacibdir. Gəlin maliyyə menecerinin şirkətin sahiblərinin, yəni səhmdarların maraqlarına uyğun hərəkət etməli olduğunu fərz edərək, arqumenti addım-addım nəzərdən keçirək.

1. Hər bir səhmdar üç şeyi istəyir:

- Mümkün qədər varlı olmaq, yəni mövcud sərvətini maksimuma çatdırmaq.
- Bu sərvəti ən arzuolunan istehlak zaman kəsiminə uyğunlaşdırmaq, ya borc alaraq indi xərcləmək, ya da investisiya edərək sonra xərcləmək.
- İstehlak planının risk xüsusiyyətlərini idarə etmək.

⁷ Burada “maliyyə bazarları” ifadəsindən iqtisadiyyatın maliyyə sektorunun qısaldılmış forması kimi istifadə edirik. Dəqiq desək, “yaxşı işləyən maliyyə bazarlarına və institutlarına çıxış” deməliyik. Bir çox investorlar, əsasən, banklar, sığorta şirkətləri və ya investisiya fondları kimi maliyyə institutları ilə işləyirlər. Maliyyə institutları öz növbəsində səhmlər və istiqraz bazarları daxil olmaqla maliyyə bazarlarında fəaliyyət göstərir. Bu institutlar fərdi investorlar adından maliyyə vasitəçiləri kimi çıxış edir.



- Lakin səhmdarların ən yaxşı istehlak axınına nail olmaq üçün maliyyə menecerinin köməyinə ehtiyacları yoxdur. Əgər rəqabətçi maliyyə bazarlarına sərbəst çıxışları varsa, onlar bunu müstəqil olaraq da edə bilirlər. Onlar həmçinin daha riskli və ya az riskli qiymətli kağızlara investisiya etməklə istehlak planlarının risk xüsusiyyətlərini seçə bilirlər.
- Maliyyə meneceri şirkətin səhmdarlarına necə kömək edə bilər? Yalnız bir yolla: onların sərvətini artırmaqla. Bunun üçün isə, sadəcə olaraq, şirkətin bazar dəyərini və səhmlərinin cari qiymətini artırmaq lazımdır.

İqtisadçılar bu dəyərin maksimuma çatdırılması prinsipini böyük dəqiqlik və ümumiliklə sübut edəblər. Bu fəslə oxuduqdan sonra fəslin “Əlavə”sinə nəzər salın. Orada bununla bağlı digər bir nümunə də var. Nümunə sadə olsa da, dəyərin maksimumlaşdırılması prinsipinin formal iqtisadi məntiqdən necə ortaya çıxdığını göstərir.

Beləliklə, bu fəsilə səhmdarların kasıb deyil, daha varlı olmaq istədikləri tezisini irəli sürdük. Lakin bəzən menecerlərin səhmdarların fərqli məqsədlərə malik olması haqda dediklərini eşidə bilərsiniz. Məsələn, menecerlər deyə bilirlər ki, onların işi “mənfəəti maksimuma çatdırmaq”dır. Bu, məntiqli səslənir. Axı səhmdarlar şirkətlərinin mənfəətli olmasını istəyirlər. Lakin sözün əsl mənasında götürüldükdə, mənfəətin maksimuma çatdırılması ən azı iki səbəbdən yaxşı təyin olunmuş maliyyə məqsədi deyil:

- Mənfəəti maksimuma çatdırmaq? Hansı ilin mənfəətini? Bir korporasiya cari mənfəəti texniki xidmət və işçi təlimləri üçün ayrılan xərcləri azaltmaqla artırabilir, lakin bu xərclər uzunmüddətli dəyər yarada bilər. Beləliklə, bu, çıxış yolu deyil. Əgər uzunmüddətli mənfəətə xələl gələcəksə, səhmdarlar qısamüddətli yüksək mənfəəti qəbul etməyəcəklər.
- Şirkət bu ilin dividendini azaldıb sərbəst nağd pulu şirkətin investisiyalarına yönəltməklə gələcək mənfəəti artırabilir. Lakin şirkət yalnız həmin puldan cüzi gəlir əldə edərsə, bu, səhmdarların maraqlarına uyğun deyil.

İnvestisiya mübadiləsi

İndi gəlin əsas məqsədi bazar dəyərini maksimuma çatdırmaq kimi götürək. Bəs niyə bəzi investisiyalar bazar dəyərini artırır, digərləri isə azaldır? Cavab şəkil 1.2-də aydın verilib, korporativ investisiya qərarları üçün əsas mübadilədən bəhs edir. Korporasiyanın təklif edilən bir investisiya layihəsi (real aktiv) var. Tutaq ki, layihəni maliyyələşdirmək üçün əlində kifayət qədər nağd pul var. Maliyyə meneceri layihəyə investisiya edib-etməmək barədə qərar verməyə çalışır. Əgər maliyyə meneceri investisiya etməməyə qərar versə, məsələn, korporasiya nağd pulu səhmdarlara əlavə dividend kimi ödəyə bilər (şəkil 1.2-dəki investisiya və dividend oxları şəkil 1.1-dəki oxlar 2 və 4b-dir).

Tutaq ki, maliyyə meneceri korporasiyanın sahiblərinin, yəni səhmdarların maraqlarına uyğun hərəkət edir. Bu səhmdarlar maliyyə menecerindən nə etməsini istəyirlər? Cavab investisiya layihəsinin gəlir dərəcəsi və səhmdarların maliyyə bazarlarında investisiya edərək əldə edə biləcəkləri gəlir dərəcəsi arasındadır. Əgər investisiya layihəsinin təklif etdiyi gəlir səhmdarların özlərinin investisiya edərək əldə edə biləcəyi gəlir dərəcəsi ilə yüksək olsa, səhmdarlar investisiya layihəsinin lehinə səs verərlər. Əgər investisiya layihəsi səhmdarların özlərinin əldə edə biləcəyi gəlirdən daha aşağı gəlir təklif etsə, səhmdarlar layihəni ləğv edib, əvəzinə nağd pulu almaq istəyirlər.

Şəkil 1.2, məsələn, “Walmart” şirkətinin yeni pərakəndə mağazalara investisiya etmək qərarlarına tətbiq oluna bilər. Tutaq ki, “Walmart” 2014-cü ildə 100 yeni mağaza tikmək üçün nağd pul ayırıb. O, yeni mağazalarla irəliləyə və ya investisiya layihəsini ləğv edib, əvəzinə nağd pulu səhmdarlarına ödəyə bilər. Əgər o, nağd pulu ödəsə, səhmdarlar sonra özləri üçün investisiya edə bilərlər.

Tutaq ki, “Walmart” şirkətinin yeni mağaza layihəsi ABŞ səhm bazarı qədər risklidir və səhm bazarına investisiya 10% gözlənilən gəlir dərəcəsi təklif edir. Əgər yeni mağazalar daha yüksək gəlir dərəcəsi, məsələn, 20% təklif etsə, “Walmart”-ın səhmdarları şirkətin nağd pulu saxlayıb yeni mağazalara investisiya etməsinə razı olurlar. Əgər yeni mağazalar yalnız 5% gəlir təklif edərsə (gözlənilən gəlir dərəcəsi), səhmdarlar nağd pulla hətta yeni mağazalar olmadan da daha yaxşı gəlir əldə etmiş olurlar; bu halda maliyyə meneceri investisiya layihəsindən imtina etməlidir.

Bir korporasiyanın təklif etdiyi investisiyalar səhmdarların səhm bazarında (və ya digər maliyyə bazarlarında) özləri üçün qazana biləcəkləri gəlir dərəcəsi ilə yüksək gəlir təklif etdikdə səhmdarlar bu investisiyaları alqışlayacaq və səhm qiyməti artacaq. Lakin şirkət aşağı gəlir əldə etsə, səhmdarlar narazılıq edəcək, səhm qiyməti düşəcək və səhmdarlar pullarını geri tələb edəcək ki, özləri daha yüksək gəlir vəd edən layihələrə investisiya edə bilsinlər.

Bizim nümunəmizdə “Walmart” şirkətinin yeni mağazalar üçün qəbul edilə bilən minimum gəlir dərəcəsi 10%-dir. Bu minimum gəlir dərəcəsi minimum qəbul edilə bilən gəlir dərəcəsi və ya *kapitalın dəyəri* adlanır. Əslində, bu, **kapitalın alternativ gəlir dərəcəsidir**, çünki investorların maliyyə bazarlarında mövcud olan *alternativ* investisiya imkanlarından asılıdır. Burada əsas məntiq ondan ibarətdir ki, bir korporasiya/şirkət yeni layihəyə nağd pul investisiya etdiyi zaman səhmdarlar həmin nağd pulu özləri üçün investisiya etmək imkanını itirirlər. Korporasiyalar kapitalın alternativ gəlir dərəcəsi ilə daha çox gəlir gətirən bütün investisiya layihələrini qəbul edərək dəyəri artırır.

Qeyd etmək lazımdır ki, kapitalın alternativ gəlir dərəcəsi təklif edilən investisiya layihəsinin riskindən asılıdır. Niyə? Bu, sadəcə, səhmdarların riskdən qaçan olmalarına görə deyil. Həm də ona görədir ki, səhmdarlar özləri investisiya etdikdə risklə gəlir arasında mübadilə aparmalıdırlar. Ən təhlükəsiz investisiyalar, məsələn, ABŞ dövləti tərəfindən zəmanət verilən ABŞ dövlət istiqrazları aşağı gəlir dərəcələri təklif edir. Daha yüksək gözlənilən gəlir dərəcələri olan investisiyalar – məsələn, səhm bazarı – daha risklidir və bəzən ağırlı itkilər verə bilər (məsələn, ABŞ səhm bazarı 2008-ci ildə 38% aşağı düşüb). Digər investisiyalar isə daha da risklidir. Məsələn, yüksək texnologiya şirkətlərinin səhmləri daha yüksək gözlənilən gəlir dərəcələri vəd edir, ancaq bu şirkətlərin defolt olması və investorların itkilərlə qarşılaşması ehtimalı da yüksək olur. Qısaı, yüksək gəlir yüksək risk deməkdir. Bunu unutmayın!

O da nəzərə alınmalıdır ki, kapitalın alternativ gəlir dərəcəsi, ümumiyyətlə, şirkətin bankdan götürdüyü kreditin faiz dərəcəsi deyil. Əgər şirkət riskli investisiya edərsə, alternativ gəlir dərəcəsi investorların maliyyə bazarlarında eyni risk səviyyəsində əldə edə biləcəyi gözlənilən gəlirdir. Riskli qiymətli kağızların gözlənilən gəliri bank kreditinin faiz dərəcəsi ilə, adətən, xeyli yüksək olur.

Menecerlər şirkətin investisiya layihələri üçün kapitalın alternativ gəlir dərəcəsi ilə ölçmək məqsədilə maliyyə bazarlarına baxırlar. Təhlükəsiz investisiyalar üçün kapitalın alternativ gəlir dərəcəsi cari təhlükəsiz (risksiz) borc qiymətli kağızlarının faiz dərəcəsinə baxaraq müşahidə edə bilərlər. Riskli investisiyalar üçün isə kapitalın alternativ gəlir dərəcəsi qiymətləndirilməlidir. Bunu 7-ci fəsilə daha geniş izah edəcəyik.

“Goldman Sachs” şirkəti səs-küyə səbəb olur

2006-cı ildə mənzil qiymətləri ilə bağlı pessimist olan böyük bir hedge fondu investisiya bankı olan “Goldman Sachs”a müraciət etdi. Bank da buna qarşılıq olaraq fonda 2 mlrd. \$-lıq aşağı faiz dərəcəli mənzil ipotekası kreditlərinin dəyərinin azalması şərtlə ödəniləcək mürəkkəb bir sövdələşmə qurmaqda kömək etdi. Sonra “Goldman” mənzil qiymətləri ilə bağlı nikbin olan (yəni mənzil qiymətinin artacağını proqnozlaşdıraraq) bəzi banklara yaxınlaşdı və onları bu müqavilənin digər tərəfi olaraq sığortaçı kimi çıxış etməyə dəvət etdi. Nəticədə mənzil qiymətləri kəskin şəkildə aşağı düşdü, bir çox ev sahibləri ipoteka kreditlərini ödəyə bilmədilər və hedge fondu təxminən 1 mlrd. \$ mənfəət əldə etdi. Sövdələşmənin digər tərəfində olan banklar isə böyük itkilərlə üzləşdi.

“Goldman” şirkətinin bu sövdələşmədəki rolu sonradan ciddi tənqidlərə məruz qaldı. Tənqidlərdən biri “Goldman”ın mənzil bazarı ilə bağlı hedge fondunun narahatlıqlarını bölüşməsi faktına fokuslandı və 2007-ci ildə treyderlərə daxili xəbərdarlıq məktubları göndərildi. Bəziləri buna görə sual etdilər: “Goldman”ın öz ticarət mövqelərində mənzil bazarına dair pessimist baxışa malik olması, eyni zamanda müştərilərinə çox dəyərləndirilmiş qiymətli kağızları satmağa davam etməsi etikdirmi? “Goldman”ın hüquqi və etik baxımdan nələri açıqlamaq məcburiyyətində olması ilə bağlı suallar da ortaya çıxdı. Banklardan biri ipoteka paketinin seçilməsində fəal iştirak etsə və paketin təklif olunan məzmununun bir çoxunu rədd etsə də, onların heç biri ipotekaların öncə hedge fondunun meneceri tərəfindən təklif edildiyini, buna görə də xüsusilə toksik ola biləcəyini bilmirdi.

Bir Senat altkomitəsi (SAK) bu sövdələşməni araşdıraraq “Goldman”ı “sərhədsiz acgözlük” səbəbindən sərt tənqid etdi və şirkətin “Las-Veqasda bir kazino nəzarətçisinin fəaliyyətindən də pis və az nəzarətlə” fəaliyyət göstərdiyini iddia etdi. SAK “Goldman”ı fırıldaqçılıqda və mühüm məlumatları gizlətməkdə və yanlış təqdim etməkdə ittiham etdiyini elan edəndə bankın səhm qiymətinin bazar dəyəri təxminən 10 mlrd. \$ azaldı ki, bu da şirkətin ödəməli olduğu hər hansı cərimədən daha çox idi. Görünür, investorlar “Goldman”ın nüfuzuna dəyən zərərin hər hansı bir cərimədən daha vacib olduğuna inanırdılar. Üç ay sonra bank yüksək faizli ipoteka kreditləri ilə bağlı marketing materiallarının “tam olmadığını” etiraf etdi və 550 mln. \$ cərimə ödəməyə razılaşdı.

Beləliklə, bu hadisədən sonra etik davranışla bağlı haqlı olaraq bir çox suallar ortaya çıxdı. Bir investisiya bankı yeni bir emissiya və ya birləşməyə dair məsləhət vermək üçün işə cəlb edildiyi zaman müştərinin bankın dürüst və qərəzsiz bir tövsiyə verəcəyinə etibar edə biləcəyi vacibdir. Lakin bank vasitəçi kimi çıxış etdiyi və ya qiymətli kağızlarla ticarət etdiyi zaman vəziyyət o qədər də aydın olmur. Buna görə də “Goldman” sövdələşməsi ilə bağlı müzakirələrin çoxu bankın, sadəcə olaraq, təcrübəli treyderlər arasında vasitəçi olub-olmadığı və ya daha dərin məsuliyyətlərinin olub-olmadığı məsələsinə yönəldi.*

* Bu məsələlər S.M.Davidson, A.D.Morrison və V.C.Vilhelm (kiçik) tərəfindən “Computerization and the ABACUS: Reputation, Trust, and Fiduciary Responsibility in Investment Banking” (yanvar 2011) məqaləsində “Goldman” sövdələşməsi kontekstində müzakirə olunur. Məqaləyə SSRN: [http://ssrn.com/abstract51747647] (http://ssrn.com/abstract51747647) ünvanında baxa bilərsiniz. Həmçinin Darrell Daffin [www.darrellduffie.com/creditrisk.cfm] (http://www.darrellduffie.com/creditrisk.cfm) saytındakı təqdimata baxa bilərsiniz.

Menecerlər səhmdarların maraqlarına xidmət etməlidirmi?

İndiyə kimi biz menecerləri səhmdarların öz adamı (agenti) kimi təsvir etdik və onların səhmdarların sərvətini maksimuma çatdırmaq istədiklərini qeyd etdik. Amma, bəlkə də, bu, sual doğuran məsələdir. Menecerlərin səhmdarların egoist maraqlarına uyğun hərəkət etməsi, doğrudanmı, *arzuolunandır*? Səhmdarları zənginləşdirməyə fokuslanmaq menecerlərin zəifləri və müdafiəsizləri acgöz muzdlu döyüşçülər kimi tapdalamaqlı olduğu mənasına gəlirmi?

Bu kitabın çox hissəsi dəyəri artıran maliyyə siyasətlərinə həsr olunub. Bu siyasətlərin heç biri zəifləri və müdafiəsizləri tapdalamağı tələb etmir. Əla iş görməklə (dəyəri maksimuma çatdırmaqla) yaxşı iş görmək arasında bəzən xırda ziddiyyət yaranır. Mənfəətli şirkətlər məmnun müştərilərə və sadıq işçilərə malik olanlardır; narazı müştərilərə və narazı işçi qüvvəsinə malik olan şirkətlər isə gec, ya tez azalan mənfəət və aşağı səhm qiyməti ilə üzləşəcək.

Əksər təsis edilmiş korporasiyalar müştəriləri ilə uzunmüddətli əlaqələr quraraq və ədalətli rəftar və maliyyə dürüstlüyü sahəsində nüfuz qazanaraq şirkətlərinə dəyər əlavə edə bilər. Əks halda, nüfuzu zədələyən bir hadisə baş verdiyi zaman şirkətin itirəcəyi məbləğ gözlənilməz formada çox böyük ola bilər.

ƏLAVƏ ÇALIŞMA



Ethical dilemmas

mhhe.com/brealey12e