

Тақырып-8. Корпоративтік капиталдың құны

1. Сырттан тартылған капиталдар құны

1.1 Коммерциялық несие және коммерциялық несиелерінің құны

1.2 Банк несиесі және банктік несиенің құны

1.3 Облигация мен облигациялардың құны

2. Меншікті капиталдың құны

2.1 Ақциялар шығарылымымен қамтамсыз етілген ресурс құнының дивидендтік моделімен

2.2 Бөлінбеген пайда құны

3. Капиталдың орташа өлшенген құны

Мақсаты: *корпорацияның капиталы туралы және оның құрылымы мен тағайындауы туралы түсінік алу; корпорацияның әр түрлі капиталының түрлерін жіктеу; корпорацияның капитал көздерін қалыптастыруды анықтау; капиталдың құнын бағалаудың негізгі қағидаларын сипаттау; капиталдың орташа өлшенген құнының есебін көрсету және анықтама беру.*

1. Сырттан тартылған капиталдар құны

Капитал құны – бұл кәсіпорынға капитал салумен қамтамсыз етілген таза ақша ағындары, талап етілетін таза кассалық операцияларға теңестіретін дисконттау мөлшерлемесі. Тартылған қаражаттар ақша қаражаттарының ағымы бойынша, әр түрлі болып аталады. Егер банктік несиесі мен облигациялар сияқты сырттан тартылған қаражаттар қарастырылатын болса, онда қаражат көзінен пайыздар мен бастапқы сомма талап етіледі де, ал меншікті капитал бұл үшін талап етілетін, ақша қаражаттарының ағымынан дивидендтерді төлеу болады.

Капиталдың құнын білу - кәсіпорындар үшін өмірлік маңызды мәселе болып табылады. Себебі, арақатынас ретінде капиталдың құны - бұл кәсіпорын өз инвестицияларынан күтетін тиімділіктің минималды коэффициенті. Инвестициялық жобаларды бағалаудағы анықтама нүктесі қаржылық стандарт болып табылады.

Кәсіпорынның капитал құны дегеніміз – бұл инвестицияның рентабельділігі капитал құнынан жоғары болса, екіншісі жоғарылайды, ал ол төмен болған кезде мәні төмендейді. Капитал мөлшері инвестициядан күтілетін ақша ағындарының келтірілген құнынан аспауы керек және ең төменгі келтірілген құнға тең болуы керек.

Коммерциялық несие, банктік несие, қаржыландыру вексельдері мен облигациялар сырттан тартылған капиталдарға мысалдар бола алады. Бұл қаражатты пайдалануға беру және белгілі бір уақыт ішінде пайдалану үшін төленген барлық шығындар сырттан тартылған капиталдардың құнын құрайды.

Сырттан тартылған капиталдар құнының маңызды бөлігі – пайыз болып табылады. Пайыз - бұл салық заңдары бойынша шығыс ретінде қарастырылатын төлем деп аталады. Пайыздық шығыстарды жіберу кәсіпорындардың салықтық базасын азайтады және олардың аз салық төлеуге мәжбүр етеді. Пайыз шығыс ретінде жазылса, кәсіпорынның қолдағы пайдасы салықты үнемдеу тиімділігі деп аталады. Салықты үнемдеудің тиімділігі пайдаланылатын капиталдың құнын төмендететін элемент болып табылады.

Бұл жағдайда сырттан тартылған капиталдар құны: **салыққа дейінгі** және **салықтан кейінгі** болып екіге бөлінеді.

Салық тиімділігі ескерілмесе, кәсіпорын шығындары (мысалы, банктен алынған 30% пайыздық несиені пайдалану) салыққа дейінгі шығындар болып табылады. Егер пайыздардың, салықты үнемдеу тиімділігі ескерілсе, салықтан кейінгі шығынға қол жеткізіледі, бұл салыққа дейінгі құннан төмен ставка болып табылады.

Мысалы, егер кәсіпорынның корпоративті салық ставкасы 20% болса, салықтан кейінгі сырттан тартылған капиталдардың құны 24% болады $30\% * (1-20\%)$. Пайыздық салықты үнемдеу тиімділігі 6% құрайды және бұл сырттан тартылған капиталдардың құнын төмендетуге әсер етеді.

1.1 Коммерциялық несиелері

Кәсіпорындар қолма-қол ақшамен қатар әр түрлі өндіріске қол жеткізе алады. Несие арқылы сатып алу дегеніміз, сатушы мен алушылар бизнеске несие береді. Коммерциялық (жеткізуші) несиесі: қолма-қол ақшаны төлемей, сатушы сатып алушыға төлемнің белгілі бір сомасын ұсынуы коммерциялық несие немесе сатушының несиесі деп аталады.

Коммерциялық (жеткізуші) несиесі кәсіпорын үшін шығынсыз капитал деп ойлау дұрыс емес. Өйткені, коммерциялық (жеткізуші) несиелерін ұзақ мерзімге пайдалану бизнесте балама құнға ие болады. Бұл балама құн - бұл бизнесте жоқ ақшаны (ақшаны) дисконттау болып табылады.

Коммерциялық (жеткізуші) несиелерінің құны

Фьючерстерді сатып алатын кәсіпорындар, төлемдерді белгіленген мерзімде жасаған кезде сатушылар ұсынған дисконт мөлшерлемесін қолдана алмайды. Кәсіпорында жеңілдікті пайдалана алмайтындықтан, жеңілдіктерден бас тартып, мерзімінен бұрын төлеуді қаласа, коммерциялық (жеткізуші) несиелерінің құны шығады.

Жеңілдік жасаған кәсіпорынның мақсаты - қолма-қол ақшаны белгіленген мерзімге дейін жеткізу. Бұл кәсіпорынға арналған дисконттық өтінімнің артықшылығы - бұл төлемге мерзімінен бұрын жиналған салымның дисконттық өтінімде қалдырылған сату бағасының құнынан көп болуы. Дисконттық қосымшаның тауарды сатып алатын бизнес үшін, тиімді болатындығына байланысты, кәсіпорын төлеген ақшаның құны оның мерзімінен бұрын төленуіне байланысты беретін артықшылықтан аз болуы керек.

Ақшалай жеңілдік - бұл белгілі бір мөлшерде қарызын төлеген жағдайда алынатын дисконттау мөлшерлемесі.

Кәсіпорын жеңілдіктерден пайда көрмейді, бірақ, **коммерциялық (жеткізуші) несиесін пайдаланудың жылдық номиналды құнын** төмендегі теңдеумен есептеуге болады.

$$r = \left(\frac{d}{100 - d} \right) \left(\frac{360}{T - n} \right) \quad (*)$$

мұндағы;

r = коммерциялық несиенің құны (жылдық),

d = жеңілдік мәні

T = Қалыпты мерзім

n = жеңілдік сатылған күннен бастап қолданылатын күндер санын көрсетеді.

Теңдеудің бірінші бөлігіндегі $d / (100 - d)$ өрнегі жеңілдіктен бас тартудың пайыздық құнын, ал екінші бөлігіндегі $360 / (T - n)$ өрнегі оның жылына қанша рет болғанын көрсетеді. Екі мәлімдеменің нәтижесі дисконтты берудің жылдық номиналды құнына тең болады.

1-мысал.

2/10, нетто 45 жағдайда сатып алушыға мерзімді сату құнын есептеңіз.

$$r = \left(\frac{2}{100 - 2} \right) \left(\frac{360}{45 - 10} \right) = 20,9\%$$

Компанияның жеңілдіктен бас тартуының номиналды құны 20,9% құрайды. Егер кәсіпорын 20,9% -дан аз несие ала алса, онда ол сатушы ұсынған несиені пайдаланбауы керек және жеңілдікке ие болуы керек.

Жылдық тиімді құнын келесідей табуға болады.

$$r = \left(1 + \left(\frac{2}{100 - 2} \right) \right)^{360/(45 - 10)} - 1 = 23\%$$

1.2 Банктік несиелер

Банк несиелері бизнесті қаржыландырудың маңызды көздерінің бірі болып табылады. Қолданудың әртүрлі формалары бар. Олар банкке кепіл ретінде әкімшілігінің тауар ақша ала түрінде банк несиесі пайдалануға мүмкіндігі бар бағалы қағаздар, банк несиелері немесе ауыл шаруашылығы және коммерциялық тауарлар бойынша аванстық түрінде банктерге берілген кепілдіктер бойынша қайтару, қол қою үшін алмасу берілген ашық несиесі түрінде банктік несиелерді пайдалануға болады.

Банктік несиесі қысқа мерзімді, бірақ оларды бірдей шарттармен жаңартуға болады. Несиені ұзарту туралы шешім банктің жаңа бағасына байланысты. Бұл бағалаудағы ерекше назар бизнестің қаржылық құрылымында нашарлаудың бар-жоғын және бизнестің өтелетін міндеттемелерін орындай алатындығында болып табылады.

Егер бизнестің қаржылық құрылымын нақты бағалау мүмкін болмаса немесе белгілі бір күмәндар туындаса, қаржылық кепілдемелер бизнестен сұралуы мүмкін. Кәсіпорынның қаржылық тұрақтылығы, жеткілікті қаражат жинай алмайды деген күдік және менеджменттің жеткіліксіздігінен туындаған тәуекелдер қосымша кепілдіктер тудырады. Бұл кепілдіктердің кейбіреуі жылжымайтын мүлік немесе банкте берілген несиенің бір бөлігі болуы мүмкін. Ол банктердің ұзақ мерзімді инвестициялық несиелерінде жиі кездесетін депозиттік шотта сақталады. Кәсіпорын несиенің барлығына пайыз төлегенімен, ол пайдаланған бөлігі бойынша пайда алуға тырысады. Бұл несиесі құнын арттыратын фактор болады.

$$\text{Қарыз сомасы} = \frac{\text{қорға қажеттілік}}{(1 - \text{резервтік мөлшерлемесі})}$$

2-мысал.

Егер банктік қарыз номиналды жылдық 14% болса, резервтік мөлшерлемесі 10% несиенің тиімді пайыздық мөлшерлемесін есептеңіз.

$$\text{Тиімді пайыздық мөлшерлемесі} = \frac{\text{номиналды пайыздық мөлшерлемесі}}{(1 - \text{резервтік мөлшерлемесі})} = \frac{0.14}{(1 - 0.10)} = 15.5\%$$

Банк несиелерінің құны

Жалпы алғанда, банк несиелерінің құны - несиесі таза ақша ағындарының келтірілген құнын талап ететін ақшалай қаражаттардың ағымдарының келтірілген құнына тең болатын дисконттау мөлшерлемесі. Мысалы, 3 жыл мерзімге, бастапқы қарызды мерзім аяқталғаннан кейін төленуі үшін, келесі **теңдеуді** жазуға болады.

$$I = \frac{C_1}{(1+k)^1} + \frac{C_2}{(1+k)^2} + \frac{C_3}{(1+k)^3} + \frac{P_3}{(1+k)^3} \quad (**)$$

мұндағы;

I = несиесі бойынша таза ақша ағындары

C = жылдық пайыздық төлемі

P = бастапқы қарызды өтеу

k = несиенің құны.

Банк несиелері үшін оның құны екі жолмен есептеледі: **салыққа дейінгі құн (k_d)** және **салықтан кейінгі құны (k_i)**. Банк несиесі үшін талап ететін пайыздық мөлшерлемесі - салыққа

дейінгі шығын болып табылады. Кәсіпорындардағы қаржылық шешімдер үшін талап етілетін шығын салықтан кейінгі шығындар болып табылады.

Несиенің салықтан кейінгі құны = Несиенің салыққа дейінгі құны * (1 - салық ставкасы). ($k_i < k_d$)

$$k_i = k_d * (1-t) \quad (***)$$

3-мысал.

Бір кәсіпорынның несиенің салықтан кейінгі құны 18% пайыздық мөлшерлеменде, ал салық ставкасы 20% болса, салықтан кейінгі құны анықтаңыз:

$$k_i = 0,18 * (1-0,20)$$

$$k_i = 0,144$$

4-мысал.

АВС кәсіпорынның, Х банктен 5 жылдық мерзімге, 40% пайыздық мөлшерлемен бастапқы қарызды соңғы екі жылда тең үлестермен төлеу керек және 50 мың теңге несие алды. Кәсіпорынның салық ставкасы 40% құрайды. Несиенің кәсіпорынға берілген құнын есептеңіз.

Бұл мысалды үш түрлі жолмен шешуге болады:

1.жолы:

Несиенің фирмаға салыққа дейінгі құны 40% болса, салықтан кейінгі құны онда 24% болады.

$$k_i = k_d * (1-t)$$

$$= 40\% * (1-40)$$

$$= 24\%$$

2.жолы: Ақша ағындарын есепке алғанда салық тиімділігін қолдану:

	1	2	3	4	5
Пайыздық шығындар	20000	20000	20000	20000	10000
Салықты үнемдеу	(8000)	(8000)	(8000)	(8000)	(4000)
Бастапқы қарызды өтеу	-	-	-	25000	25000
Салықты үнемдегеннен кейін ақшаның таза шығуы	12000	12000	12000	37000	31000

$$50\ 000 = \frac{12000}{(1+k_i)^1} + \frac{12000}{(1+k_i)^2} + \frac{12000}{(1+k_i)^3} + \frac{37000}{(1+k_i)^4} + \frac{31000}{(1+k_i)^5}$$

i) арнайы қаржы калькуляторымен ақша ағындарын енгізіп есептеуге болады. Ақша ағымдары мен ақшаның кетуін теңестіретін дисконттау мөлшерлемесі сұралады. Ол $k_i = 24\%$ болады.

ii) несиенің салықтан кейінгі құнын **интерполяция әдісі** арқылы табуға болады. Интерполяциялық дискретті құндылықтарды қол жетімді жиынтығы мәндер үшін аралық мәндерін есептеу тәсілі болып табылады.

$k_i = 22\%$ мөлшерлемесі қойылса, ақшалай қаражаттың келтірілген құны 52,68 мың теңгені құрайды.

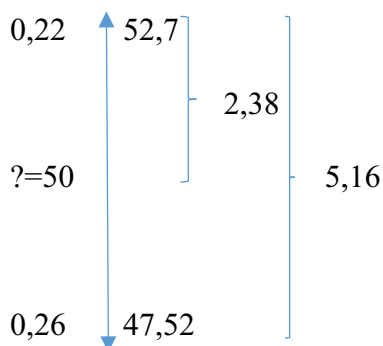
$$BD = \frac{12000}{(1+0,22)^1} + \frac{12000}{(1+0,22)^2} + \frac{12000}{(1+0,22)^3} + \frac{37000}{(1+0,22)^4} + \frac{31000}{(1+0,22)^5}$$

$$BD = 52,68 \text{ мың тг.}$$

k_i орнына 26% қойсақ, **дисконтталған құны 42,52 мың тг-ге** тең болады.

$$BD = \frac{12000}{(1+0,26)^1} + \frac{12000}{(1+0,26)^2} + \frac{12000}{(1+0,26)^3} + \frac{37000}{(1+0,26)^4} + \frac{31000}{(1+0,26)^5}$$

$$BD = 42,52 \text{ мың тг.}$$



$$k_i = 22\% + \left(\frac{2,68}{5,16} * 4\%\right) = 24,07$$

Интерполяция әдісіндегі жылдамдық диапазоны неғұрлым қысқа болса, қателіктің маржасы да соғұрлым аз болады.

3 жолы: Ақша ағымдарындағы салық әсерін есепке алмай, салықтан кейінгі құнын түрлендірмей салыққа дейінгі құнын табу.

	1	2	3	4	5
Пайыздық шығындар	20000	20000	20000	20000	10000
Бастапқы қарызды өтеу	-	-	-	25000	25000
Салыққа дейінгі қолма-қол ақша	20000	20000	20000	45000	35000

$$50\ 000 = \frac{20000}{(1+k_d)^1} + \frac{20000}{(1+k_d)^2} + \frac{20000}{(1+k_d)^3} + \frac{45000}{(1+k_d)^4} + \frac{35000}{(1+k_d)^5}$$

i) Қаржылық калькуляторда теңдеуді шешу. $k_d = 40\%$

Табылған құн - салық салынғанға дейінгі құн. Компания үшін несиенің нақты құны; Бұл салық салынғанға дейінгі құнның коэффициентке қатынасына тең $(1-t)$.

$$\begin{aligned} k_i &= k_d * (1-t) \\ &= 40\% * (1-40) \\ &= 24\% \end{aligned}$$

ii) интерполяция арқылы k_d мәнін табыңыз;

$$k_d = 38\%$$

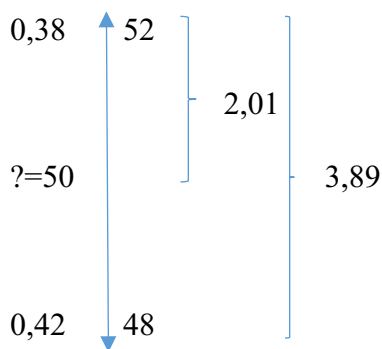
$$BD = \frac{20000}{(1+0,38)^1} + \frac{20000}{(1+0,38)^2} + \frac{20000}{(1+0,38)^3} + \frac{45000}{(1+0,38)^4} + \frac{35000}{(1+0,38)^5}$$

$$BD = 52,01 \text{ bin TL}$$

$$k_d = 42\%$$

$$BD = \frac{20000}{(1+0,42)^1} + \frac{20000}{(1+0,42)^2} + \frac{20000}{(1+0,42)^3} + \frac{45000}{(1+0,42)^4} + \frac{35000}{(1+0,42)^5}$$

$$BD = 48,12 \text{ bin TL}$$



$$k_d = 38\% + \left(\frac{2,01}{3,89} * 4\% \right) = 40,06$$

$$\begin{aligned} k_i &= k_d * (1-t) \\ &= 40,06\% * (1-40) \\ &= 24,03\% \end{aligned}$$

1.3 Облигациялар

Облигациялар капитал нарығы дамыған елдердегі компанияларды қаржыландырудың негізгі көздерінің бірі болып табылады. Облигациялар; бұл мемлекеттік немесе корпоративті кәсіпорындардың қаржыландыру қажеттіліктерін қанағаттандыру үшін және мерзім аяқталғаннан кейін инвестор белгілі бір мерзімге өзгермелі немесе белгіленген пайыздық мөлшерлеме беретін инвестициялық нысаны. Мерзімі 1 жылдан асатын облигациялар - бұл жазбаша облигация. Облигация ұстаушысы болып табылатын инвестор облигация эмитентінің кредиторы болып табылады.

Фирмалар ұзақ мерзімді қарызды тұрақты кірісті алғысы келетіндерге сатады және фирмаға капиталды несие беруден гөрі несие беруші болуды қалайды. Облигацияның нарықтық бағасы - болашақ ақша ағындарының ағымдағы құны. Бұл ақша ағындары облигация иесіне төленген пайыздардан және облигацияның иегеріне төленген негізгі сомадан тұрады. Дисконтталған құн облигациядан күтілетін кіріс мөлшерлемесімен болашақ ақша ағындарын дисконттау арқылы табылады.

Облигацияның құны

Облигацияның құны дегеніміз - облигация ұсынған таза ақша ағындарының дисконтталған құнын, облигация талап ететін пайыздар мен негізгі қарыз сияқты таза ақша ағындарының келтірілген құнына тең келетін дисконттау мөлшерлемесі. Егер теңдікті білдіргісі келсе:

$$I_b = \frac{C_1}{(1+i_b)^1} + \frac{C_2}{(1+i_b)^2} + \dots + \frac{C_n}{(1+i_b)^n} + \frac{P}{(1+i_b)^n} = \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+i_b)^t} + \frac{P}{(1+i_b)^n} \quad (****)$$

Теңдеуде:

I_b = облигациялар шығарумен қамтамасыз етілген таза ақша ағындары

C = мерзімді пайыздық төлем

P = мерзім соңындағы бастапқы төлем

i_b = облигацияның құны.

5-мысал.

ABS компаниясы, 4 жылдық мерзімге 30% пайыздық мөлшерлемемен, соңғы екі жылда бастапқы қарызды өтейді, номиналды құны 1000 теңге 5% шығарумен 1000 дана облигацияларын сатты. Облигацияны сату кезінде, брокерлік фирмаға номиналды бағадан 1% комиссия төленді,

30000 теңге облигацияларды шығару шығындары (басып шығару, хабарландыру және т.б.) төленді. Кәсіпорынның салық ставкасы 40% болғандықтан, облигацияның құны қанша болады?

Аталмыш облигация 5% эмиссиялық сыйлықақымен сатылатындықтан, ABC компаниясы, облигацияны номиналды құны 1000 тг мен 950 тг-ге сатты.

1.жолы: Ақша ағындарын есепке алғанда салық тиімділігін қолдану:

		(мың.тг)
Ақша ағындары	$= (1000 * 95\%) * 1000 =$	950
Комиссиялық шығыстар	$= 1000 * 1000 * 1\% =$	(10)
Басқа шығындары	$=$	(30)
Шығындардың салық үнемдеу тиімділігі	$= (10+30) * 40\% =$	16
Салықтан кейінгі таза ақша ағындары		926

	Мың.тг			
	1	2	3	4
Пайызды төлеу	300	300	300	150
Пайыздардан салықты үнемдеу тиімділігі (пайызды төлеу * 0.40)	(120)	(120)	(120)	(60)
Бастапқы қарызды өтеу	-	-	500	500
Салықтан кейінгі ақшаның таза шығуы	180	180	680	590

Кәсіпорын облигацияларды шығарудан 950 000 теңге ақша ағындары қамтамасыз етілгенімен, 1 000 000 теңгеден астам қарыз алды. Осылайша, пайыздық төлемдер 1 000 000 тг номиналды құнынан жоғары есептеледі. бастапқы қарызды өтеу номиналды құны бойынша да жүзеге асырылады. Кәсіпорын 3 және 4-ші жылдары 500 000 тг бастапқы қарыз төленді. 1, 2 және 3-ші жылдары, кәсіпорынның қарызы 1 000 000 тг болғандықтан, пайыздық төлем $1\ 000\ 000\ \text{тг} * 30\% = 300\ 000\ \text{тг}$. бастапқы қарыздың жартысы үшінші жылдың аяғында төленгендіктен, 500 000 тг қарыз қалды. Кәсіпорын 4-ші жылы қалған 500 000 тг қарызының пайызын төлейді. Басқаша айтқанда, 4-ші жылы төленетін пайыз $500\ 000\ \text{тг} * 30\% = 150\ 000\ \text{тг}$ болады.

$$926 = \frac{180}{(1 + k_i)^1} + \frac{180}{(1 + k_i)^2} + \frac{680}{(1 + k_i)^3} + \frac{590}{(1 + k_i)^4}$$

i) интерполяция әдісі арқылы табыңыз;

Салықтан кейінгі облигацияның болжамды құны $= \frac{180}{926} = 19,44\%$

$k_i = 19\%$

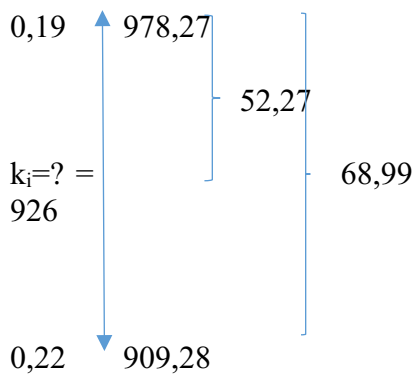
$$BD = \frac{180}{(1 + 0,19)^1} + \frac{180}{(1 + 0,19)^2} + \frac{680}{(1 + 0,19)^3} + \frac{590}{(1 + 0,19)^4}$$

$$BD = 978,27$$

$k_i = 22\%$

$$BD = \frac{180}{(1 + 0,22)^1} + \frac{180}{(1 + 0,22)^2} + \frac{680}{(1 + 0,22)^3} + \frac{590}{(1 + 0,22)^4}$$

$$BD = 909,28$$



$$k_i = 19\% + \left(\frac{52,27}{68,99} * 3\%\right) = 21,27\%$$

2.жолы: Ақша ағындарын есепке алғанда салық тиімділігі ескерілмейді:

		(мың.тг)
Ақша ағындары	$= (1000 * 95\%) * 1000 =$	950
Комиссиялық шығыстар	$= 1000 * 1000 * 1\% =$	(10)
Басқада шығындары	$=$	(30)
Ақшалай қаражаттың таза түсімі	$=$	910

	Мың.тг			
	1	2	3	4
Пайызды төлеу	300	300	300	150
Бастапқы қарызды өтеу	-	-	500	500
Салыққа дейінгі қолма-қол ақша	300	300	800	650

$$910 = \frac{300}{(1 + k_d)^1} + \frac{300}{(1 + k_d)^2} + \frac{800}{(1 + k_d)^3} + \frac{650}{(1 + k_d)^4}$$

i) Қаржылық калькуляторда теңдеуді шешу; $k_d = 34,86\%$

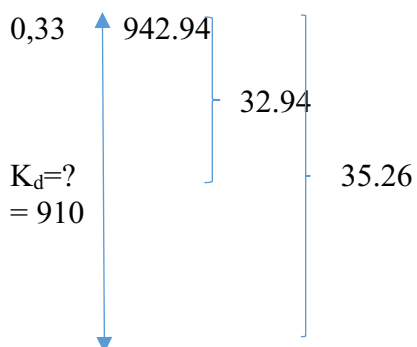
$$\begin{aligned} k_i &= k_d * (1 - t) \\ &= 34,86\% * (1 - 40) \\ &= 20,92\% \end{aligned}$$

ii) интерполяция әдісі арқылы табыңыз

жуық шамамен; $k_d = \frac{300}{910} = 33\%$

$k_d = 33\% \rightarrow BD = 942,94 > 910; k_d > 33\%$

$k_d = 35\% \rightarrow BD = 907,68 < 910; k_d < 35\%$



0,35 907.68

$$k_i = 33\% + \left(\frac{32.94}{35.26} * 2\% \right) = 34.86\%$$

$$\begin{aligned} k_i &= k_d * (1-t) \\ &= 34.86\% * (1-40) \\ &= 20.92\% \end{aligned}$$

Ақшалай ағындарда салық тиімділігін ескерілгенде, шығындар 21,27% дейін төмендеді, ал басқа әдіспен 20,92 дейін төмендеді. Мұның себебі, салықтық шығыстардың әсері бірінші әдіспен салықты үнемдемейді деген болжамға салық әсерін есепке алмайтын салық шығыстарын бөлу арқылы, екінші әдіспен жылдарға бөлу арқылы ескеріледі. Демек, құны тағы да төмен болады.

2. Капитал құны

Меншікті капитал нақты құны емес, балама құн болып табылады. Акционерлер бизнеске капиталды екі жолмен береді. Оның біріншісі - бизнестің акцияларын сатып алу, екіншісі - таза пайдадан дивидендтер алу емес, оны бизнесте қалдыру, басқаша айтқанда, бизнеске қаражат салу. Екі жағдайда да акционерлер бизнесті қаржыландырады. Осы инвестицияның арқасында кәсіпорын мен акционерлер арасында күту пайда болады. Акционерлер бұл инвестицияларды (акцияларды сатып алу және таза пайданы дивиденд ретінде емес, бизнесте ұстап қалу үшін) жасауды күтетін жалғыз фактор - бұл олар күткен кірістілік нормасы.

Компанияның меншік капитал құнын әр түрлі модельдер көмегімен есептеуге болады. Уильям Шарпе, Джон Линтер және Джек Трейнор жасаған Myron Gordon-дың «Пайда үлесін бөлу моделі» және «Капитал активтерін бағалау моделі» акциялар құнын есептеуде ең көп қолданылатын модель болып табылады.

Пайда үлесін бөлу моделін қолдана отырып, акциялар шығарумен қамтамасыз етілетін капиталдың құнын есептеу

Акцияны шығару арқылы берілген капитал құнын есептеу қарыздың құнын есептеуден гөрі қиын. Бұл қиындық белгілі бір уақыт кезеңіне акцияны шығарудан (бизнестің өмір сүру мерзімі шексіз) және дивидендтер туралы белгісіздіктен туындайды. Болашақ кезеңдерде акцияларға дивидендтер төлеу туралы белгісіздік және оның мөлшері төленетін жылдары белгілі болмайтындығы акцияларды шығару арқылы берілген ресурстардың құнын есептеуді қиындатады.

Пайда үлесін бөлу моделіне сәйкес; Белгіленген дисконттау мөлшерлемесі бар жылдар бойынша төленетін дисконтталған дивидендтер акцияның ағымдағы нарықтық бағасына тең. Акцияны сатудан кәсіпорынның инвесторлары үшін күтілетін табыс акцияны шығаратын компания үшін акция шығарумен қамтамасыз етілген капиталдың құны болады.

$$P_0 = \frac{D_1}{(1+k_e)^1} + \frac{D_2}{(1+k_e)^2} + \dots + \frac{D_\infty}{(1+k_e)^\infty} + \frac{P_\infty}{(1+k_e)^\infty} \quad (*****)$$

тендеуде:

P_0 = акцияның нарықтық құны (акцияларды сатудан алынған қаражат)

k_e = акция құны

$D_t = t$ уақытында төленуге тиісті дивидендтің мөлшері

P_∞ = акциялардың шексіз бағасы.

Дивидендтер жыл сайын бір қалыпты өсуі

Дивидендтер жыл сайын тұрақты деңгейде (g) өседі деп саналады, ал егер ағымдағы жылы бөлінген дивиденд D_0 болса, келесі жылға арналған дивиденд

$D_1 = D_0 (1 + g)^1$ болады.

$$P_0 = \frac{D_1}{k_e - g}$$

k_e теңдеуді қайта жазған кезде, меншікті капиталдың құны:

$$k_e = \frac{D_0 (1 + g)}{P_0} + g, \text{ немесе } k_e = \frac{D_1}{P_0} + g \quad (\text{*****})$$

Осы теңдеуге сәйкес меншікті капиталдың құны (акция үшін инвестордан күтілетін табыс нормасы) пайдадағы үлесті қайтару мөлшерлемесіне (D_1 / P_0) және пайдадағы күтілетін өсу қарқынына (g) тең болады.

6-мысал.

АВС кәсіпорын, акциялардың ағымдағы құны - 10 тг және осы жылы төленген дивиденд - 2 тг. Дивидендтік төлемдер жыл сайын 5% -ға өседі деген болжам бар. Фирмаға акция шығарумен қамтамасыз етілген капиталдың құнын есептеңіз.

$$k_e = \frac{D_0 (1 + g)}{P_0} + g$$

$$k_e = \frac{2 (1 + 0,05)}{10} + 0,05 = 26 \%$$

7-мысал.

Кезеңнің таза пайдасының 50% -ын дивиденд ретінде төлей отырып, фирма өзінің кірісін үздіксіз 5% арттырады деп күтілуде. Бір акцияға шаққандағы пайда - 10 тг, акция бағасы - 30 тг. Акция шығарумен қамтамасыз етілетін капиталдың құнын есептеңіз.

$D_0 = \text{Hisse başına kar} * \text{temettü oranı}$

$$= 10 \text{ TL} * 50\% = 5 \text{ TL}$$

$$k_e = \frac{D_0 (1 + g)}{P_0} + g = \frac{5 (1 + 0,05)}{30} + 0,05 = 22,5\%$$

Дивидендтер жыл сайын пайданың тең үлесін қамтамасыз етеді (нөлдік өсу)

Егер дивидендтердің өсуі байқалмаса, егер ол мәңгі тұрақты болса (нөлдік өсу), P_∞ мәні нөлге тең болады және акцияның келтірілген құнын беретін теңдеу келесідей болады.

$$P_0 = \frac{D_0}{k_e} \quad (\text{*****})$$

8-мысал.

АВС кәсіпорын, акциялардың ағымдағы құны - 8,50 тг, және дивидендтер әр акция үшін 1,5 тг төленеді деп есептеледі. Тиісінше, акция шығарумен қамтамасыз етілген капиталдың құны есептіңіз:

$$k_e = \frac{D}{P_0}$$

$$P_0 = \frac{1,50}{8,50} = 17,6 \%$$

Кәсіпорындар акция шығаруда белгілі бір шығындарды көтереді. Мысалы, брокерлік андеррайтинг келісіміне сәйкес олар акцияларды сатуда делдал болған қаржы институттарына белгілі бір мөлшерлемелер төлейді. Шығарылымның осындай шығынын (F), акциялар шығарылымынан $P_0 \cdot (1-F)$ таза ақша ағындарын және капиталдың құнын ескере отырып, төмендегі теңдеу шығады.

$$k_e = \frac{D_1}{P_1 (1-F)} + g$$

2.2 Бөлінбеген пайда құны

Бөлінбеген пайда бизнес үшін шығынсыз капитал деп ойлау дұрыс емес. Бөлінбеген пайда өзіндік құнға ие және бұл мүмкіндіктің құны десекте болады.

Салық жоқ жерде, бөлінбеген пайда (k_s) меншікті капиталдың құнына тең болады ($k_e = k_s$). Алайда, егер пайда бөлінсе, егер акционер t_g -ға дейін төлесе, онда меншікті капиталдың құны $k_s = k_e \cdot (1 - t_g)$ болады.

Мысалы, егер X кәсіпорынның меншікті құны 0,20 болса, акционерлердің шекті табыс салығы 0,25 құрайды, ал акционердің комиссиялық құны 2% болса, бөлінбеген пайданың өзіндік құнынан төмен болады.

$$k_s = 0,20 \cdot (1 - 0,25) = 0,15$$

Өзінің дивидендтерін жинаған инвестор нарыққа әр түрлі шығындармен инвестициялай алады. Ол жаңа инвестициялар үшін (g) арқылы білдіретін комиссиялық және ұқсас төлемдерді жасады деп болжаса, k_s үшін келесі теңдеуді жазуға болады.

$$k_s = k_e (1 - t_g) \cdot (1 - g) \quad (*****)$$

теңдеуде:

k_s = бөлінбеген пайда құны

k_e = мүмкіншілік құны (акция құны)

t_g - үлестірілген пайдаға акционер төлейтін табыс салығы.

g = жаңа инвестициялар үшін шығындар мөлшерлемесі.

$$k_s = 0,20 (1 - 0,25) \cdot (1 - 0,02) = 14,7\%$$

3. Капиталдың орташа өлшенген құны (*WACC : Weighted Average Cost of Capital*)

Капиталдың (ресурстардың) құны - бұл бизнес үшін қаржылық стандарт, инвестициядан талап етілетін минималды табыс нормасы. Бұл стандартты объективті көрсеткіш капиталдың орташа өлшенген құны болып табылады. Капиталдың орташа өлшенген құны - бұл кәсіпорын пайдаланатын барлық капиталдың құнына өлшенген қатынасы болып табылады.

$$k_a = W_d k_d + W_b k_b + W_e k_e + W_s k_s \quad (*****)$$

теңдеуде:

k_a = Капиталдың орташа өлшенген құны,

W_d = Банк несиесінің жалпы капиталдағы салмағы,

W_b = Облигацияның жалпы капиталдағы салмағы,

W_e = Акциялар бойынша жалпы капиталдағы салмағы,

W_s - Бөлінбеген пайданың жалпы капиталдағы салмағы,

k_d = банктік несиесінің салықтан кейінгі құны,

k_b = облигацияның салықтан кейінгі құны,
 k_e = акция құны,
 k_s = бөлінбеген пайда құны.

Мысал:

Z кәсіпорынның қаражат суммасы және әр қаражатқа салықтан кейінгі құны есептелінген. Капиталдың орташа төленген құнын анықтаңыз.

Капитал түрі	Суммасы	Салықтан кейінгі құны
Банк несиесі	100 000	20%
Акция	1 000 000	25%
Облигация	700 000	18%
Бөлінбеген пайда	200 000	22%
барлығы	2 000 000	

$$k_a = W_d k_d + W_b k_b + W_e k_e + W_s k_s$$

$$k_a = (20\% * \frac{100000}{2000000}) + (25\% * \frac{1000000}{2000000}) + (18\% * \frac{700000}{2000000}) + (22\% * \frac{200000}{2000000}) = 0,22\%$$

$$k_a = 0,22\%$$

Бақылау сұрақтары

1. Компанияның қаржылық жағдайының сипатында «меншікті капитал» түсінігіне не кіреді? Оның компоненттеріне салыстырмалы түсініктеме беріңдер.
2. Меншікті қаржылық ресурстарды қолдануда негізгі тиімділік көрсеткіштері қандай?
3. Корпорацияның қарыз қаражатын қалыптастыру көздерін сипаттаңыз, олардың жетістіктері мен кемшіліктері жеткізіңдер.
4. Әр түрлі банктік несиеге сипаттама беріңіздер.
5. Тауарлық несиені тарту мақсатын атаңыздар.
6. «Капитал құны», «капитал бағамы», «фирма құны», «нарықтық капиталдандыру» экономикалық терминдерге түсініктеме беріңіздер.
7. Олардың құны тұрғысынан коммерциялық ұйымның негізгі қызметінің қаржыландыру көздерін сипаттаңыз.
8. Ұзақ мерзімді сипатта шешімдерді қабылдау кезінде әр түрлі көздерден капитал құны қандай рөл атқарады?
9. Жекелеген қаржыландыру көздеріне қатысты капитал құны қалай есептеледі?
10. Меншікті немесе заемдық капиталдың қайсысы артығырақ және неліктен?

Әдебиеттер:

1. Э.Э.Михель, Р.А.Әмірханов, Г.А.Жолмырзаева. Корпоративті қаржы. Оқулық. Алматы. 2015
2. К.К.Жүйріков. Корпоративные финансы. Учебник. Алматы. 2016.
3. Уакпаева М.М. Корпоративтік қаржы. 6В04144-Қаржы мамандығы бойынша оқу құралы/ Қостанай, 2017. – 149 б.
4. А.С.Кокин, Н.И.Яшина и т.д. Корпоративные финансы. Учебное пособие./ Нижний Новгород: Нижегородский госуниверситет, 2019. – 800с.