

ТАҚЫРЫП 11. КАПИТАЛ ҚҰНЫ

Сұрақтар:

1 Кәсіпорын капиталының жіктелуі.

2 Капиталды басқарудың мәні мен міндеттері.

3 Капитал құны: құраушылары, бағалануы мен қажеттілігі.

4 Капиталдың шекті құны



ТЕОРИЯЛЫҚ АҚПАРАТ

Капитал — пайда табу мақсатында өндіріске авансталған құн.

Кәсіпорынның капиталы оның активтерінің қалыптасуына материалды және материалдық емес формадағы инвестицияланған ақша қаражатының жалпы құнын сипаттайды.

Капитал — компанияның қысқа мерзімді және ұзақ мерзімді міндеттемелерді, жай және артықшылығы бар акцияларды қоса алғанда активтері мен барлық операцияларын қаржыландыру үшін қолданылатын барлық қаражаттар.



ФИРМАНЫҢ БАҒАСЫНЫҢ ЕКІ БАҒАЛАУ ТҮРІН АТАП КЕТСЕ БОЛАДЫ:

- баланстық, баланста көрсетілген.
Мысалы, баланстағы жарғылық капитал көлемі акцияның номиналды құнымен есептегенде;

- нарықтық бағалау көп жағдайда баланстыққа қарағанда өзгешеленеді, оның үстіне кез келген бағытқа – акцияның нарықтық бағасы.

Қаржылық менеджменттің пікірі бойынша, кәсіпорын капиталы құралдардың бүкіл құнының ақшалай, материалдық және материалдық емес формаларын анықтайды.



КАПИТАЛДЫҢ ТОЛЫҚТАЙ ЖІКТЕМЕСІ ТӨМЕНДЕГІДЕЙ:

- 1. кәсіпорын иелігіне қарай:** өзіндік және қарыз капиталы;
- 2. мақсатты қолданылуына қарай:** өндірістік және ссудалық;
- 3. инвестициялау формасына қарай:** қаржылық формадағы капитал, материалдық формадағы капитал, материалдық емес формадағы капитал;
- 4. инвестициялау объектісіне қарай:** негізгі және айналым;
- 5. айналым үрдісіндегі формаға қарай:** ақшалай формадағы капитал, материалдық формадағы капитал, тауарлы формадағы капитал;
- 6. меншік формасына қарай:** жеке меншік және мемлекеттік;
- 7. ұйымдық-құқтық формасына қарай:** акционерлік, пайлық, жеке дара;
- 8. тарту көзіне қарай:** ұлттық және шет елдік капитал.



КАПИТАЛДЫ ҚҰРУДАҒЫ ПРИНЦИПТЕР:

- кәсіпорын іс-әрекетінің дамуындағы келешектегі есебі;
- капиталды қамту көлемінің арақатынасындағы және құралатын активтер көлемімен қамтамасыз ету;
- капиталдың қолайды құрылымымен қамтамасыз ету;
- капиталды құруға кеткен шығындардың минимизациясын ету;
- өндірістік – шаруашылық іс-әрекет үрдісіндегі капиталды тиімді пайдалануды қамтамасыз ету.



КАПИТАЛДЫҢ ҚАЙНАР КӨЗДЕРІ

Ішкі көздер
– пайда және
амортизация



Сыртқы көздер –
несиелер,
бағалы
қағаздар
ЭМИССИЯСЫ

СЫРТТАЙ ҚАРЖЫЛАНДЫРУ-
БҰЛ МЕМЛЕКЕТТІК
ҚАРЖЫЛАРДЫ ҚОЛДАНУ,
ҚАРЖЫЛЫҚ-НЕСИЕЛІК
ҰЙЫМДАР, ҚАРЖЫЛЫҚ ЕМЕС
КОМПАНИЯЛАР ЖӘНЕ
АЗАМАТТАРДЫҢ ҚАРЖЫЛАРЫ.



ӨЗІН-ӨЗІ ҚАРЖЫЛАНДЫРУ

1. Меншікті капиталдың таза пайдасының қосымша ғұламасы арқасында кәсіпорынның қаржы орнықтылығы жоғарылайды.
2. Меншікті құралдардың құрастырылуы тұрақты жыл бойы болады.
3. Сыртқы қаржыландыру бойынша шығындарды минимизациялайды (несие берушілерге қарыздың қызмет көрсетуі бойынша) .
4. Қосымша инвестицияларының арқасында кәсіпорын дамуының басқарушылық шешімдерді қабылдау процесі оңайланады, өйткені инвестициялық шығындардың жамылғы көздері алдын ала белгілі.



Капитал құны (бағасы) (Cost of Capital, CC) - белгілі көздерден алынған қаражатты қолданғаны үшін төленуге қажетті соманың сол көзден алынған жалпы қаражат сомасына қатынасы (пайызбен өрнектеледі).

Капитал құны (cost of capital) – капитал нарығынан тартылған ресурстар мөлшерін пайдаланғаны үшін төленетін, мөлшері пайызбен есептелінетін қаражаттардың жалпы сомасы.

Отандық әдебиетте сондай-ақ «капитал бағасы» деген ұғымды кездестіруге болады. Негізінде ол «капиталдың өзіндік құнын» білдіреді.

Капитал құны көрсеткіші шаруашылықтың жеке субъектілері үшін түрлі экономикалық мағына береді:

а) инвесторлар мен несие берушілер үшін қолданысқа ұсынылатын капиталдың талап етілетін табыстылық нормасын сипаттайды;

б) шаруашылық жүргізуші субъектілері үшін қолданылатын қаржылық ресурстарды тарту және оларға қызмет көрсету жөніндегі үлестік шығындарды сипаттайды. Яғни, капиталды пайдаланғаны үшін төленетін баға.

Қаржылық менеджментінде капитал құны негізгі көрсеткіштердің бірі болып, көптеген міндеттерді шешуде пайдаланады, себебі ол:

- салынған ресурстарға инвесторлар талап еткен қайтарымды береді;
- инвестициялардың бірнеше нұсқаларынан өзінің ұтымды таңдауын жасауға мүмкіндік береді;
- таза ақша ағынының сомасын осы (нақты) құнға келтіретін дисконттау ставкасы ретінде де қызмет атқарады;
- қаржыландыру көздерінің құрылымын басқарудың негізінде жатады;
- қаржылық инвестициялау процесін жүзеге асырғанда жеке қаржылық құралдардың нақты нарықтық құнын және пайдалылықты бағалағанда қолданылады;
- кәсіпорын өзінің айналым активтерін қаржыландыру және қалыптастыру саясатын таңдау кезінде шешім қабылдау үшін қолданылады.

Кәсіпорынның капитал құнын анықтау бірнеше кезеңдерді қамтиды:

- 1) фирма капиталын қалыптастырудың көздері болып табылатын негізгі компоненттерді сәйкестіндіреді;
- 2) әр көздің жеке бағасын есептейді;
- 3) инвестицияланған капиталдың жалпы сомасындағы әр компоненттің (құраушының) жеке салмағы негізінде капиталдың орташа өлшенген бағасын анықтайды;
- 4) капитал құрылымын оңтайландыру және оның мақсаттық құрылымын қалыптастыру бойынша шараларды әзірлейді.



Капиталдың орташа өлшенген құны – WACC
(Weighted Average Cost of Capital) келесі формула арқылы анықталады:

$$WACC = \sum (K_i * d_i)$$

мұнда

WACC – капитал құны, %;

K_i – i -қаражаттар көзінің бағасы, %;

d_i – пассивтер құрылымындағы i -ші қаражат көзінің үлес салмағы, коэфф.;

i – қаржыландыру көзінің реттік нөмірі, бір.;

n – кәсіпорын қолданатын қаржыландыру көздерінің жалпы саны, бір.



WACC – тің экономикалық маңызы:

Егер де рентабельділік деңгейі капиталдың орташа өлшемді құны көрсеткішінің ағымдағы мәнінен төмен болмаса, кәсіпорын кез келген, оның ішінде инвестициялық сипаттағы шешімдерді де қабылдай алады.

Капитал құнын анықтау үшін н оны қалыптастыратын келесі көздер аса маңызды болйы келеді:

- қарыз қаражаты (облигациялық займдар мен ұзақ мерзімді несиелер);
- меншікті қаражат (жай және артықшылығы бар акциялар, бөлінбеген пайда).



Капитал көздерінің бағасын анықтау

1. Банктің ұзақ мерзімді несиелерінің бағасы пайдаға салынатын салықты есепке алып, анықталуы тиіс:

$$K_1 = p * (1 - T),$$

мұнда p – банктің ұзақ мерзімді несиелері бойынша пайыздық ставка;

T – пайдаға салынатын салық ставкасы.

Пайыздар шығындар кезеңіне қосылғандықтан, банк кредиттерінің бағасының толық есебінің пайдасын қарастыру қажет:

$$k_{кр} = r * (1 - t_n),$$

мұндағы t_n – пайдаға түсетін салықтың есеп ставкасы.



Шаруашылық субъектінің облигациясының бағасы төленетін пайыздың көлеміне шамамен тең болады. $P_H > P_m$ дисконттық облигациясында қайтадан жоспарланған облигацияның шығарылуының қарызы есеп кезінде оның бағасын есептегенде номиналды баға P_H және жүзеге асыру бағасының (ағымдағы баға P_m) арасындағы айырманы ескеру қажет

$$k_{ia} = \frac{P_H * r + (P_H - P_m) / n * (1 - t_H)}{(P_H + P_m) / 2},$$

мұндағы $k_{об}$ – кәсіпорынның құралдарының қайнар көзінің облигациялық бағасы;
 n – қарыздың мерзімі (уақыты).



Артықшылығы бар акциялардың құны акционерлерге төленетін дивидендтер шамасына тең. Артықшылығы бар акциялар бойынша бекітілген пайыз төленеді, сондықтан олардың құны келесі формуламен анықталады:

$$K3 = D/P,$$

мұнда D – акциялар бойынша жылдық дивиденд;
 P – акцияның ағымдағы нарықтық бағасы (орналастыру шығындарын ескермегенде).

Акциялар бойынша дивидендтерге салық салынады, сондықтан олар бойынша салықтық түзетулер жасалмайды.



Жай акциялармен берілген Акционерлік капиталдың құнын нақты анықтау мүмкін емес, себебі олар бойынша төленетін дивиденд мөлшері алдын ала белгісіз және де кәсіпорынның қызметінің нәтижесіне байланысты.

Қаржылық менеджмент теориясында келесі 2 теория қолданылады:

1. Қаржылық активтердің табыстылығын бағалау үлгісі (САРМ).
2. Дисконтталған ақша ағымы үлгісі (Гордон үлгісі).



САРМ моделінің негізгі алғышарттары мыналар:

- 1) инвесторлар тәуекелдіктен қашуға тырысады;
- 2) әр инвестордың негізгі мақсаты кірістің күтілген мағынаны және баламалы инвестициялық портфельдердің орташа квадраттық ауытқуларын бағалау арқылы жоспарланған кезең соңында өз капиталы өсімін максимизациялау;
- 3) инвесторлардың барлығы жалпы активтер табыстылығының ковариациясын, дисперсиясын және күтілген мағынаның көлемін бірдей бағалайды; яғни бұл көрсеткіштерді болжамдау бойынша инвесторлар бірдей жағдайларда тұратындығын білдіреді;
- 4) барлық активтер абсолютті түрде бөлінеді әрі олардың өтімділігі жоғары (яғни өз бағасы бойынша нарықта әр уақытта сатылуы мүмкін);
- 5) барлық инвесторлар бағаны берілген экзогендік мөлшер ретінде қарастырады (яғни барлық инвесторлар олардың бағалы қағаздарды сату және сатып алуы бойынша бағалы қағаздар бағасының деңгейіне әсер етпейді деп ойлайды);
- 6) барлық қаржылық активтердің саны алдын ала анықталған және бекітілген.
- 7) трансакциялық шығындар жоқ;
- 8) сауда салықтармен де, реттеу тәртіптерімен де шектелмеген.



Алға қойған шарттарға сәйкес активтердің табыстылығын бағалау моделі төмендегідей:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_m) - R_f],$$

мұндағы, $E(R_i)$ – i активінің болашақ табыстылығы;

R_f - тәуекелсіз актив табыстылығы;

β_i – i активінің жүйелі тәуекел көрсеткіші;

$E(R_m)$ – нарық қоржынының болашақ табыстылығы.

SARМ моделі қаржылық талдау мен жоспарлаудың барлық саласында қолданылады. Оны капитал құнының инвестициялық мүмкіндігін талдау үшін және инвестициялық жобалар тәуекелдігін бағалау үшін қолдануға болады. Модель құрылғыны сатып алу немесе жалдау арасындағы таңдауды жүргізуге де қолайлы.



- β коэффициенті активтің (акцияның немесе облигацияның) немесе қоржынның нарықтағы өзгеруін есептейтін тәуекелдік көрсеткіші.
- Әрбір бағалы қағаздар портфелінің β коэффициенті, β_p орташа арифметикалық салмақтық формуласымен есептелінеді:

$$\beta_p = \sum_{i=1}^n \chi_i \beta_i$$

мұндағы, χ_i - портфель де, i - бағалы қағаздың үлесі.

САРМ бір факторлы модель болып табылады. Бұл тәуекелді бағалы қағаз табыстылығы мен нарықтық табыстылық арасындағы тәуелділікті көрсететін β коэффициентінің функциясы екенін көрсетеді. Бұл жағдайда акцияның талап етілген табыстылығы бір емес бірнеше факторлардың функциясы болуы мүмкін.



Доходность
активов, %

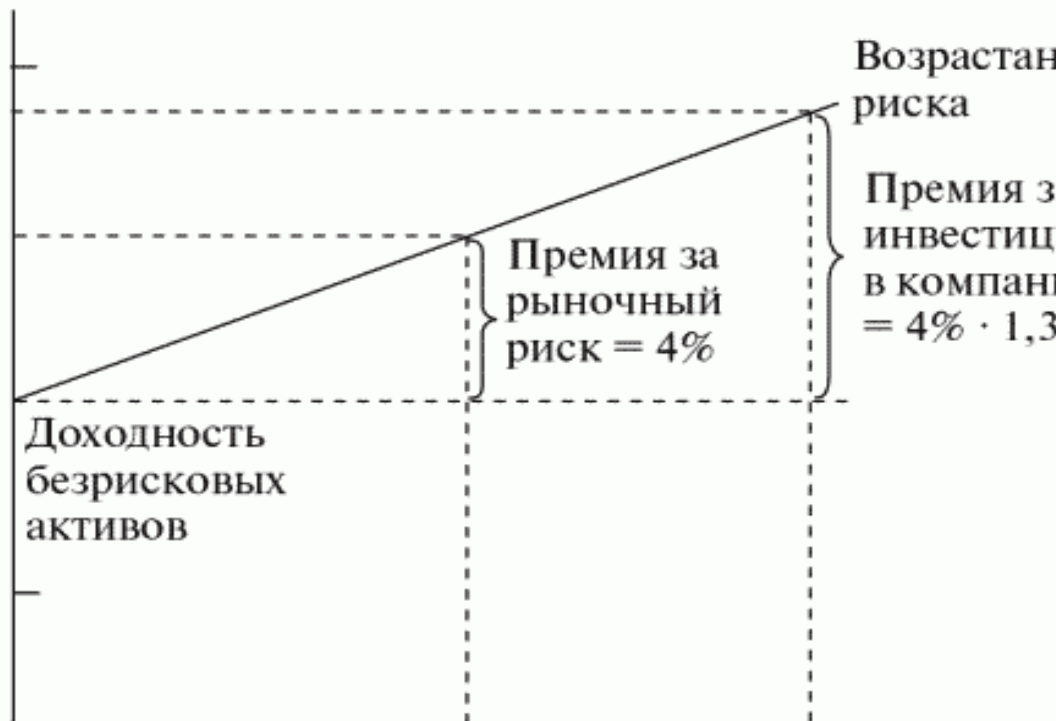
16

15

12

8

4



Возрастание
риска

Премия за риск
инвестиций
в компанию =
 $= 4\% \cdot 1,3$

Доходность
безрисковых
активов

1,0

1,3

β



ТАҚЫРЫПТЫ ПЫСЫҚТАУ

Мысал 1. ABC кәсіпорыны $\beta = 0,5$ тең қалыпты жұмыс істейтін кәсіпорын болып табылады.

Тәуекелсіз капитал салу нұсқасының пайыздық ставка мөлшері 6 %-ға тең, қор нарығы бойынша орташа пайыздық мөлшерлеме – 9 %.

Капиталды активтердің құндық үлгісі бойынша меншікті капитал құны:

$$S_{СК} = 0,06 + (0,09 - 0,06) \times 0,5 = 7,5 \%$$



Кәдімгі акциялар бойынша дивиденттер өлшемін алдын ала анықтау мүмкін емес, сол үшін Гордон моделіне негізделген дисконтталған ақша ағымы әдісін қолданамыз. Бұл екінші әдіс – дивидендтердің болжамды өсімі үлгісі.

Меншікті капиталды есептеу келесі формулаға сүйенеді:

$$C_{ск} = D_1/P + g$$

Мұнда $C_{ск}$ – меншікті капитал құны;

P – бір акцияның нарықтық бағасы;

D_1 – дивидендтік төлемдердің жопарлы көлемі, мың теңге;

g – болжамданған жылсайынғы дивиденд өсімі



Мысал 2. Компанияның бір жай акциясының ағымдағы бағасы 40 доллар. Акция бойынша келесі жылы күтілетін дивиденд мөлшері 4 доллар. Сонымен қатар, кәсіпорын дивидендтердің 4 % көлемінде жылсайынғы өсімін жоспарлап отыр.

формула (2) бойынша:

$$C_{ск} = 4/40 + 0,04 = 0,14 = 14 \%$$

Бұл үлгі дивидендтерінің өсімінің мөлшері тұрақты компаниялар үшін ғана қолданылуы мүмкін. Егер дивидендтер өсімінде тұрақтылық байқалмаса, бұл үлгіні қолданған дұрыс емес.



Есеп 1. Төмендегі мәліметтер негізінде капиталдың орташа өлшенген құнын анықтау қажет.

Қаражат көзі	Қаржыландыру көзінің бағасы, %	сома, мың теңге	Қаражат көзінің үлес салмағы, %
Акциялар эмиссиясы	10	1000	
Облигациялық қарыз	18	200	
Банктік несие	20	3000	
Жиыны			

$W_{oa} = 10\%$, $W_{obl} = 18\%$, $W_k = 20\%$, $W_{oa} = 0,2381$, $W_{obl} = 0,0476$, $W_k = 0,7143$.

$WACC = 10 * 0,2381 + 18 * 0,0476 + 20 * 0,7143 = 17,5238\%$

Средневзвешенная стоимость капитала составляет 17,52%.

Қаражат көзі	Қаржыландыру көзінің бағасы, %	сума, мың теңге	Қаражат көзінің үлес салмағы, %
Акциялар эмиссиясы	10	1000	23,81
Облигациялық қарыз	18	200	4,76
Банктік несие	20	3000	71,43
Жиыны		4200	

Есеп 2

Дәстүрлі тәсіл негізінде, берілген мәліметтер бойынша капиталдың оғтайлы құрылымын анықтаңыз:

Көрсеткіштер	Қаржыландыру нұсқалары			
	1	2	3	4
Меншікті капитал үлесі, %	20	25	35	50
Қарыз капитал үлесі, %	80	75	65	50
Меншікті Капитал бағасы, %	12	15	13	18
Қарыз капитал бағасы, %	18	14	22	16

Шешуі:

Қаржыландырудың әр бір нұсқасы үшін WACC-ты анықтаймыз:

$$WACC = \sum C_i * W_i ,$$

мұнда C_i - қаржыландыру көзінің бағасы, %

W_i - қаржыландыру көзінің үлес салмағы, үлес

$$WACC_1 = 12 * 0,20 + 18 * 0,80 = 16,8\%$$

$$WACC_2 = 15 * 0,25 + 14 * 0,75 = 14,25\%$$

$$WACC_3 = 13 * 0,35 + 22 * 0,65 = 18,85\%$$

$$WACC_4 = 18 * 0,5 + 16 * 0,5 = 17,0\%$$

Қорытынды

Дәстүрлі тәсілге сәйкес 2-ші нұсқаны талдау қажет, себебі сол нұсқа WACC-тың минималды мәнін қамтамасыз етеді.



Есеп 3. Төмендегі шарттар жағдайында капиталдың орта өлшенген құнын анықтаңыз.

Кәсіпорын қызмет етіп тұрған капитал құрылымын келесі қатынаста сақтауын жоспарлайды: жай акциялар – 30%, артықшылығы бар акциялар – 10%, бөлінбеген пайда – 20%, ұзақ мерзімді несие – 40%. Артықшылығы бар акциялар бойынша дивиденд мөлшері – 8% құрайтыны белгілі, жай акция бойынша дивиденд мөлшері – 120 теңге, жай акция бағасы – 1000 теңге. Жай акциялар бойынша дивидендтердің өсуі жылына 5 % деп күтілуде. Ұйымн жылдық 13% ставкасымен ұзақ мерзімді несие тарта алады, пайдаға салынатын салық – 20%



Шешуі:

1. Артықшылығы бар акцияларды шығару есебінен құрылған капитал құны 8%-ды құрайды.

2. Бөлінбеген пайда мен жай акциялардың эмиссиясы есебінен қалыптасқан капиталдың құны келесідей:

$$C_{oa} = (D_1 / C_{пр}) * 100 + g = (120/1000)*100+5 = 17\%$$

4. Ұзақ мерзімді несие есебінен тартылған капиталдың құны:

$$C_z = P_z * (1 - N_{пр}/100) = 13*(1-20/100) = 12,74\%$$

5. Капиталдың ора еселенген құны:

$$C_{ЦК} = 8*10/100 + 17*30/100 + 20/100 + 12,74 * 40/100 = 14,40\%$$



Мысал 4

А компаниясы қазіргі таңда 1 акцияға 7 теңгеден дивиденд төлейді. Болашақта дивидендтер әрқашан жылына 5%-ға өседі деп күтілуде.

Осындай тәуекелділік шартындағы басқа компанияның акциясының бүгінгі таңдағы күтілетін табыстылығы 12 %.

Сонда, А компаниясы акциясының ішкі құны қанша?



Шешуі:

Бұл есепті шешу үшін дивидендтерді дисконттау үлгісінің көмегіне жүгінеміз (DDM).

Есептің берілгені бойынша $D_0 = 7$ теңге., $g = 0,05$, $r = 0,12$.

Акцияның ішкі құнын Гордон үлгісі бойынша анықтаймыз, себебі дивидендтердің өсу қарқыны өзгермеген:

$$P = D_1 (1+g)/(r-g)$$

мұнда D_1 - дивидендтік төлемдердің жоспарлы көлемі, мың теңге.

g - дивидендтердің өсу қарқыны, үлестер

r - акционерлермен талап етілетін пайда нормасы, үлестер

$$D_1 = D_0 (1+g)$$

$$D_1 = 7 (1+0,05) = 7,35 \text{ теңге.}$$

$$P = 7.35 / (0,12 - 0,05) = 105 \text{ теңге.}$$

Сонымен, акцияның ішкі құны 105 теңге болды.



КОМПАНИЯНЫҢ ҚҰНЫН АНЫҚТАУДА ӘР СУБЪЕКТІНІҢ ӨЗІНІҢ МАҚСАТЫ БАР:

Менеджмент үшін :

- Шешімдерді бағалаудың объективті критерийі;
- Құнның маңызды факторларында жалпы назарды жұмылдыру арқылы, оперативті және стратегиялық шешімдердің сапасын жоғарылату;
- Жекелеген бөлімшелердің қызметін бақылау;
 - Компанияның құнын арттыру немесе жаңа құнды жасауға қажетті ақпаратты қалыптастыру.



ҚЫЗМЕТКЕР ҮШІН

- Құн жасалған еңбектің нақты көрінісі ретінде қызмет атқарады (тиісті мақсаттардың орындалуына сәйкес еңбекті бағалау және материалдық ынталандыру жүйесі);
- Корпоративті мәдениет элементі, құнның маңызды факторлары арқылы қызметкерлерді компанияның стратегиясын қалыптастыру мен жүзеге асыру процесіне тарту.



АКЦИОНЕРЛЕР ҮШІН:



- Құн – компания менеджментінің қызметінің объективті көрінісі;
- Табыстарын дивиденд түрінде де, курстық құн ретінде де өсіру;
- Компания мүлігін тиімді пайдалану да компанияның құнына ісер етеді;



НАЗАРЛАРЫҢЫЗҒА РАҚМЕТ!

