
თავი - 25

დაფინანსების წყაროები: საკუთარი კაპიტალი

შინაარსი

- ❖ შესავალი;
- ❖ სააქციო კაპიტალის სახეობები;
- ❖ საკუთარი კაპიტალის დაფინანსება;
- ❖ დაფინანსების წყაროების ირიბი გზები;
- ❖ საკუთარი კაპიტალის დაფინანსების წყაროებს შორის არჩევანის გაკეთება;
- ❖ აქციების შეფასების მოდელი;
- ❖ დივიდენდის შეფასების მოდელი (DVM);
- ❖ სადივიდენდო პოლიტიკა;
- ❖ დაფინანსების პრობლემები მცირე ბიზნესში.

25. 1 . შესავალი

ფინანსების საჭიროება ბიზნესისათვის

კომპანიებს სახსრები სჭირდებათ იმ შუალედის ამოსავსებად, რომელიც არსებობს პროდუქციის წარმოებისათვის თანხის გადახდასა და კლიენტებისაგან თანხის მიღებას შორის (სამუშაო კაპიტალი). მათ ფინანსები სჭირდებათ ასევე საქმიანობისათვის აუცილებელი ძირითადი აქტივების შესაძენად, როგორიცაა მანქანა-დანადგარები, მიწა, შენობა-ნაგებობები (გრძელვადიანი კაპიტალი).

დაფინანსების უმთავრესი წყაროა გაუნაწილებელი მოგება, რომელიც შესაძლებელია გამოყენებულ იქნეს როგორც სამუშაო კაპიტალისათვის, ასევე გრძელვადიანი აქტივებისათვის, რადგან ისინი წარმოადგენენ ფონდებს, რომელიც მუდმივად კომპანიის მფლობელობაშია. თუმცა, ეს არასაკმარისია ბიზნესის, განსაკუთრებით ახლის, დასაფინანსებლად, რომელსაც ჯერ კიდევ არ ჰქონია გაუნაწილებელი მოგებისგან რეზერვის შექმნის შესაძლებლობა.

მოკლე და საშუალოდონიანი დაფინანსების მოძიება ხდება სავალუტო ბაზრებზე, როგორც ეს ქვემოთაა განხილული. კომპანიას გრძელვადიანი დაფინანსების მოპოვება შეუძლია კაპიტალის ბაზრების გამოყენებით და ახალი აქციების ან ობლიგაციების გამოშვებით.

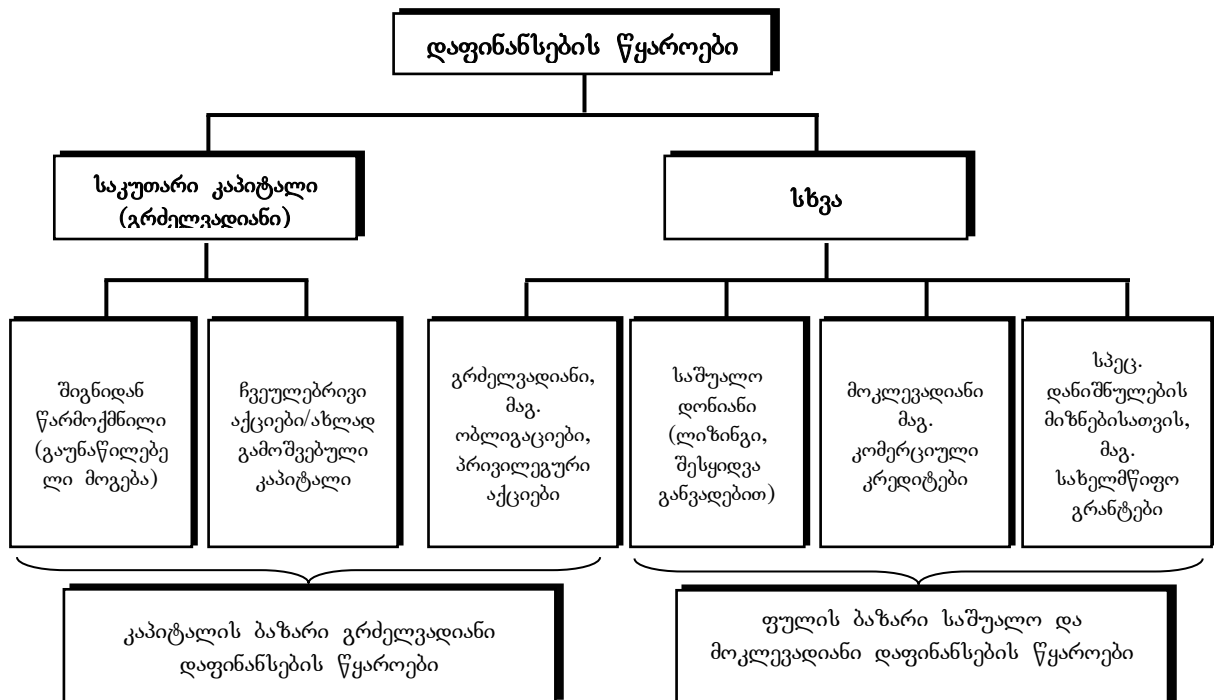
დაფინანსების წყაროების კლასიფიკაცია

არსებობს დაფინანსების წყაროთა მრავალნაირი კლასიფიკაცია, მაგრამ ამ ტექსტში უმთავრესად ხდება სამი ტიპის განსხვავების გამოყოფა.

- განსხვავება საკუთარ კაპიტალსა და სხვა სახის ფინანსებს შორის.
- საკუთარი კაპიტალის დაყოფა შიდა აკუმულირებულ ფონდებად და ახლად გამოშვებულ აქციებად.
- არაკაპიტალური დაფინანსების დაყოფა გრძელ, საშუალო და მოკლევადიან და სპეციალურ კატეგორიებად.

გთავაზობთ დიაგრამას, რომელიც გვიჩვენებს ამ კლასიფიკაციას

სქემა 1



დაფინანსების წყაროების არჩევის კრიტერიუმები

კომპანიების წინაშე არსებობს ფონდების მოზიდვის მრავალი შესაძლებლობა და ახალი განვითარება ხდება ყოველდღიურად. შესაძლო დაფინანსების წყაროებთან გაცნობამდე, სასარგებლო იქნება იმ კრიტერიუმების განხილვა, რომელიც მათ შორის არჩევის გაკეთებაში გვეხმარება.

დანახარჯი. რაც მეტია დანახარჯი ფონდების მოზიდვაზე, მით ნაკლებია ფირმის მოგება. **სესხის** გზით დაფინანსება, ჩვეულებრივ, უფრო **იაფია**, ვიდრე საკუთარი კაპიტალით. ეს იმის გამო ხდება, რომ სესხის მომწოდებლები უფრო **ნაკლებს რისკვენ**, ვიდრე საკუთარი კაპიტალის მომწოდებლები, და აქედან გამომდინარე, ნაკლები უკუგებაც გააჩნია. აგრეთვე სასესხო პროცენტი, ჩვეულებრივ, სარგებლობს **მოგების გადასახადის შეღავათით შეღების ხარჯში**, ხოლო საკუთარ კაპიტალზე უკუგება დივიდენდი – არა (ნაწილდება დაბეგრილი მოგებიდან).

ხანგრძლივობა. დაფინანსება შესაძლებელია განხორციელდეს სხვადასხვა პერიოდისათვის. ჩვეულებრივ (მაგრამ არა უცვლელად), გრძელვადიანი ფინანსები **უფრო ძვირია**, ვიდრე მოკლევადიანი ფინანსები. ეს ხდება იმიტომ, რომ გამსესხებლები გრძელვადიან სესხს აღიქვამენ უფრო სარისკოდ. თუმცა გრძელვადიან დაფინანსებას გააჩნია დაცულობის უპირატესობა. დავიმახსოვროთ “ცერა თითის” წესი (პრაქტიკული მეთოდი), რომელიც ამბობს:

“გრძელვადიანი აქტივები უნდა დაფინანსდეს გრძელვადიანი ფონდებით, ხოლო მოკლევადიანი აქტივები – მოკლევადიანი ფონდებით.”

აქედან გამომდინარე, ბუნებრივი იქნება სამუშაო კაპიტალის მოკლევადიანი საშუალებებით დაფინანსება, როგორცაა ოვერდრაფტი, ხოლო გრძელვადიანი აქტივებისა –

გრძელვადიანი ფონდებით. ეს წესი ხშირად ირღვევა იაფი მოკლევადიანი ფინანსების მოსაპოვებლად, მაგრამ საჭიროა აგრეთვე რისკის გათვალისწინება.

საპროცენტო განაკვეთის განმაპირობებელი სტრუქტურა ასახავს დამოკიდებულებას სხვადასხვა ხანგრძლივობის სესხების საპროცენტო განაკვეთებს შორის.

მიუხედავად იმისა, რომ მოკლევადიანი ფინანსები, როგორც წესი, უფრო იაფია, საჭიროა გრძელვადიანი სესხის საპროცენტო განაკვეთების გადამოწმება.

წარმოვიდგინოთ სიტუაცია, როდესაც სავალუტო ბაზრებზე მოელიან საპროცენტო განაკვეთის დაცემას გრძელვადიან პერიოდში და მის მაღალ განაკვეთს – მოკლევადიან პერიოდში. ამ შემთხვევაში მოკლევადიანი სესხები შესაძლოა საკმაოდ ძვირი აღმოჩნდეს.

ლევერიჯი. ლევერიჯის კოეფიციენტი გამოსახავს სესხის საკუთარ კაპიტალთან თანაფარდობას. ლევერიჯი მოგვიანებით უფრო საფუძვლიანად იქნება განხილული. მანამდე უნდა აღვნიშნოთ, რომ თუმცა მაღალი ლევერიჯი კოეფიციენტი გულისხმობს იაფ სასესხო დაფინანსებას, მაგრამ მას აგრეთვე ახასიათებს რისკი -სესხის პროცენტისა და მისი ძირითადი ნაწილის აუცილებელ რეგულარულ გადახდასთან დაკავშირებით. თუკი კომპანია ამას ვერ გადაიხდის, მას შეიძლება დაემუქროს გაკოტრება.

მეორეს მხრივ, ძალიან მცირე სესხმა შეიძლება გამოიწვიოს შემოსავლების შემცირება. მაგალითად, ახალი პროექტის დაფინანსებისათვის დიდი რაოდენობით აქციების გამოშვებამ შეიძლება გამოიწვიოს აქციაზე შემოსავლის შემცირება – მთლიანი შემოსავლების ზრდის მიუხედავად.

ხელმისაწვდომობა. ყველა კომპანიას არ მიუწვდება ხელი ნებისმიერი სახის დაფინანსებაზე. მცირე კომპანიებს, როგორც წესი, უჭირთ საკუთარი კაპიტალის გაზრდა და გრძელვადიანი სესხის გზით დაფინანსება. ეს პრობლემები განხილული იქნება მოგვიანებით, მაგრამ გახსოვდეს, რომ მრავალ ფირმას არ გააჩნია ფინანსების მოძიების შეუზღუდავი არჩევანი.

კოტირებული კომპანიის აქციები ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია საფონდო ბირჟაზე და, აქედან გამომდინარე, აქციები წარმოადგენენ მაღალი ლიკვიდობის მქონე აქტივებს. ეს თავის მხრივ, გაცილებით ადვილებს ახალი ინვესტორის მოზიდვას, მათზე კომპანიის მიერ გამოშვებული ახალი აქციების მიყიდვის გზით, რადგან იციან, რომ ისინი ყოველთვის შეძლებენ საკუთარი აქციების გაყიდვას ინვესტიციის რეალიზებისათვის.

არაკოტირებულ კომპანიაში ჩადებული ინვესტიცია წარმოადგენს არა მაღალი ლიკვიდობის მქონე ინვესტიციის შესყიდვას. ამ მიზეზის გამო, ამ ტიპის კომპანიებისათვის, გაცილებით რთულია ხალი აქციების გამოშვების გზით ფინანსების მოზიდვა.

შემდგომი განყოფილებები დაკავშირებულია როგორც კოტირებულ, ასევე არაკოტირებულ კომპანიებთან. თუმცა, ყოველთვის უნდა გვახსოვდეს მათი განსხვავებული მდგომარეობა.

25.2. სააქციო კაპიტალის სახეობები

ტერმინი **საკუთარი კაპიტალი** უკავშირდება მხოლოდ ჩვეულებრივ აქციებს. არსებობს სააქციო კაპიტალის სხვა ტიპებიც, რომელიც დაკავშირებულია პრივილეგიური აქციების

სხვადასხვა სახეობასთან. ისინი არ განიხილება როგორც საკუთარი კაპიტალის ნაწილი, რადგან მათ მასწავლებლებს მეტი მსგავსება აქვთ სესხის დაფინანსებასთან. სააქციო კაპიტალის მთავარი ტიპები მოტანილია ქვემოთ:

სქემა 2

სააქციო კაპიტალის სახეობა	უზრუნველყოფა ან ხმის უფლება	შემოსავალი	კაპიტალის მოცულობა
ჩვეულებრივი აქციები	ჩვეულებრივ, იძლევა ხმის უფლებას კომპანიის საერთო კრებაზე. ლიკვიდაციის შემთხვევაში იფარება ყველა კრედიტორისა და პრივილეგირებული აქციის შემდეგ	დივიდენდი,რომელიც გადაიხდება ღირებულების გადაწყვეტილებით (ექვემდებარება სანქციონირებას აქციონერებისგან), გაუნაწილებელი მოგებიდან. დივიდენდები გროვდება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა ინტერესებისათვის.	უფლება კაპიტალის ნებისმიერ ნაბეჭდზე, რომელიც რჩება პირველადი მოთხოვნების დაკმაყოფილების შემდეგ.
აკუმულირებადი პრივილეგიური აქციები	საერთო კრებაზე ხმის უფლება მხოლოდ დივიდენდების ნაწილში დაგალოანების შემთხვევაში ან აქციების კანონიერი უფლებების შეცვლის გადაწყვეტილებების არსებობისას. ლიკვიდაციის შემთხვევაში იფარება ყველა კრედიტორის შემდეგ, მაგრამ, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა წინ.	ღირებულების მიერ დადგენილი და აქციონერების მიერ სანქციონირებული ფიქსირებული წლიური თანხა, რომელიც გადაიხდება დივიდენდების გადახდის წესის შესაბამისად; დაგალოანებები დავროვილი და გადახდილი უნდა იქნეს ჩვეულებრივ აქციებზე დივიდენდების გადახდამდე. გადახდილი დივიდენდები არ აკლდება კორპორაციის დასაბეგრ მოგებას.	ფიქსირებული თანხა აქციაზე.
არაკუმულირებადი პრივილეგიური აქციები	ჩვეულებრივ, იძლევა ხმის უფლებას ყველა შემთხვევაში. ლიკვიდაციის შემთხვევაში იფარება ისევე, როგორც კუმულირებადი.	ფიქსირებული წლიური თანხა, როგორც ეს ნაჩვენებია ზემოთ; დაგალოანება არ გროვდება	ფიქსირებული თანხა აქციაზე

25.3. საკუთარი კაპიტალის დაფინანსება

არსებობს საკუთარი კაპიტალის დაფინანსების სამი ძირითადი წყარო:

- შიდა აკუმულირებული ფონდები – გაუნაწილებელი მოგება;
- ახალი აქციების გამოშვება - განთავსება, გასაყიდად წარდგენა და ა.შ.
- აქციების უფლებითი ემისიით.

შიდა აკუმულირებული ფონდები

კომპანიისათვის შიდა აკუმულირებული ფონდები შეიძლება წარმოადგენდეს დაფინანსების ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან წყაროს, როგორც მოკლე, ასევე გრძელვადიანი დაფინანსებისათვის.

მსგავსი დაფინანსების მოზიდვა იაფი და სწრაფად ხდება; არ მოითხოვს გარიგების დანახარჯებს; კვალიფიციურ დახმარებასა და დროში გადავადებას. თუმცა იმის განსაზღვრისას, თუ წლიური მოგების რა რაოდენობა უნდა ღარჩეს გაუნაწილებელი, არსებითია კომპანიის სადივიდენდო პოლიტიკის გათვალისწინება.

ამ საკითხს მოგვიანებით უფრო დეტალურად განვიხილავთ. თუმცა, ზოგადად, კოტირებული კომპანიების აქციონერები, უპირატესობას ანიჭებენ სტაბილურად მზად სადივიდენდო პოლიტიკას. დივიდენდების ყოველმა მოულოდველმა შემცირებამ, თუნდაც პოტენციურად მომგებიანმა, შეიძლება გამოიწვიოს უარყოფითი შედეგები, აქციის ფასის დაცემის თვალსაზრისით.

რა თქმა უნდა, შესაძლოა დიდი საინვესტიციო პროექტებისათვის საკუთარი კაპიტალის უფრო დიდი დაფინანსება გახდეს საჭირო, ვიდრე ეს შესაძლებელია შიდა წყაროებით; ამ შემთხვევაში აუცილებელია გარკვეული ფორმის აქციების გამოშვება.

შიდა აკუმულირებული ფონდები არის დაფინანსების იაფი და სწრაფი წყარო; თუმცა, მისი გამოყენების ხარისხის განსაზღვრისას, აუცილებელია კომპანიის სადივიდენდო პოლიტიკის გათვალისწინება.

ახალი აქციების გამოშვება

კომპანიის მდგომარეობის მიხედვით, შესაძლებელია ახალი აქციების სხვადასხვა გზით გამოშვება.

ახალი აქციები შესაძლებელია გამოშვებულ იქნეს დაზღუდული მოლაპარაკებების, განთავსების, ან გასაყიდად წარდგენის გზით ან აქციების უფლებითი ემისიით.

არაკოტირებადი კომპანიების ახალი აქციების გამოშვება. ტრადიციულად, არაკოტირებადი აქციების მქონე კომპანიები, თავიანთ დაფინანსებას იღებენ საკუთრების მფლობელებისაგან ან მდიდარი სპონსორებისაგან, რომლებიც თანახმა არიან თავიანთ თავზე აეღოთ რისკი, რათა მიიღონ საშუალოზე მეტი უკუგება.

თუმცა თანამედროვე ბიზნესში, არაკოტირებადი აქციების მქონე მცირე კომპანიებისათვის, სულ უფრო ძნელი ხდება გაზარდონ სააქციო კაპიტალი, გარე ინვესტორების მოზიდვის

მეშვეობით. საინვესტიციო ინსტიტუტები არ გამოირჩევიან დიდი ენთუზიაზმით, რომ დააბანდონ ფული არაკოტირებადი აქციების მქონე კომპანიებში, შემდეგი მიზეზების გამო:

- აქციები ძნელად იყიდება
- შესაძლებელია დანახარჯების შენარჩუნება დაბალ დონეზე, თუ ინვესტირება მოხდება აქციების დიდ პაკეტში და არა მრავალ მცირე კომპანიას შორის განაწილებისას.
- მცირე ფირმები გაცილებით რისკულად ითვლება (მაგალითად, მათ შეიძლება არ გააჩნდეთ ფინანსური კონტროლის შესაბამისი სისტემა).

თუმცა, შესაძლებელია აქციების ინსტიტუტებში განთავსების ორგანიზება. ზოგადად, ეს შესაძლებელია მაშინ, როდესაც არსებობს პერსპექტივა, რომ დროთა განმავლობაში შესაძლებელი იქნება კოტირების მიღება საფონდო ბირჟაზე.

მცირე ფირმების სააქციო კაპიტალის პრობლემები დაწვრილებით განხილული იქნება მოგვიანებით, ამავე თავში.

კოტირების მიღება (რეგისტრაცია საფონდო ბირჟაზე)

კომპანიები მიისწრაფვიან, რომ დარეგისტრირდნენ საფონდო ბირჟაზე, რათა გააფართოვონ თავიანთი პოტენციური ინვესტორების წრე. კომპანია თავის აქციების ღიად წარდგენას მხოლოდ მაშინ შეძლებს, თუ ის დარეგისტრირებული იქნება საფონდო ბირჟაზე.

ბუნებრივ განვითარებად ითვლებოდა შემდეგი თანმიმდევრობა: კოტირება მცირე საწარმოთა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე და შემდეგ სრული კოტირება საფონდო ბირჟაზე.

ქვემოთ ჩამოთვლილია გაერთიანებული სამეფოს საფონდო ბირჟაზე კოტირების მიღების შესაძლო მეთოდები.

აქციების გასაყიდად წარდგენა პროსპექტის მეშვეობით

ხდება აქციების ფიქსირებული ფასით შეთავაზება ფართო საზოგადოებისათვის (ინსტიტუტების ჩათვლით). პროსპექტი შეიცავს ინფორმაციას კომპანიის წარსული საქმიანობისა და მომავალი პერსპექტივების შესახებ, როგორც ეს განსაზღვრულია საფონდო ბირჟის წესებით (მაგალითად გაერთიანებული სამეფოს საფონდო ბირჟის “ყვითელ წიგნში” – ცნობარში).

აქციების გასაყიდად ტენდერზე წადგენა

აქციები ფართო საზოგადოებას წარედგინება (ინსტიტუტების ჩათვლით), მაგრამ ფიქსირებული ფასი არ დგინდება. პოტენციური ინვესტორები აქციაზე ფასს თავიანთი შეხედულებისამებრ ადგენენ. “შესრულების ფასი”, რომლითაც იყიდება აქცია, განისაზღვრება მათზე მოთხოვნის მიხედვით.

განთავსება

განთავსება შეიძლება გამოყენებულ იქნეს აქციების მცირე გამოშვებისათვის (15 მილიონ ლოლარამდე თანხისათვის). კომპანიის მომსახურე ბანკი ირჩევს ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს, რომელთა შორისაც “განთავსდება” ანუ გაიყიდება აქციები.

აქციის წარდგენა ბირჟის მეშვეობით

ბირჟის მეშვეობით აქციის წარდგენა გამოიყენება მაშინ, როცა არ ხდება აქციების ახალი პარტიის გამოშვება და საზოგადოება უკვე ფლობს კომპანიის აქციების სულ მცირე 25%-ს მაინც (მინიმალური მოთხოვნა საფონდო ბირჟაზე რეგისტრაციისათვის). აქცია იღებს კოტირებას და საზოგადოების წევრებს შეუძლიათ შეიძინონ ისინი არსებული აქციონერებისაგან.

ახალი აქციების გამოშვება ინსტიტუციონალური მრჩეველების მეშვეობით

პროსპექტის მომზადებისას, ბუღალტერთა დახმარების გარდა, ახალი აქციების გამოსაშვებად, შესაძლოა საჭირო გახდეს საემისიო სახლების და სავაჭრო ბანკის მომსახურება.

- ა) საემისიო სახლები. კომპანია, რომელსაც სურს თავისი კაპიტალის გაზრდა აქციების პირდაპირ გასაყიდად წარდგენის გზით, უპირველეს ყოვლისა, უნდა დაუკავშირდეს ერთ-ერთ საემისიო სახლს, რომელიც სპეციალიზირებულია ასეთი სახის საქმიანობაზე.

ზოგიერთ შემთხვევაში საემისიო სახლი საკომისიოს გამოიმუშავებს ახალი აქციების საზოგადოებაზე შეთავაზების ორგანიზების გზით; სხვა შემთხვევებში იგი კომპანიისაგან შეიძენს იმავდროული გადახდით აქციების ბლოკს (მსხვილ პარტიას), ხოლო შემდეგ “წარუდგენს გასაყიდად” ფართო საზოგადოებას. ამასთან, პირობები განისაზღვრება იმგვარად, რომ უზრუნველყოფილ იქნეს მოგების მიღება.

არსებობს საემისიო სახლების ასოციაციის დაახლოებით 50-60 წევრი, რომლებიც მოიცავენ ყველა მნიშვნელოვან სავაჭრო ბანკს. ის ფაქტი, რომ გამოიშვება განხორციელებულია ერთ-ერთი ასეთი ბანკის ან მაღალი რეპუტაციის მქონე სხვა სახლის მიერ, თავისთავად წარმოადგენს ფაქტორს, რომელიც ზრდის ასეთი საწარმოს წარმატების შანსებს.

- ბ) სავაჭრო ბანკები. გაერთიანებული სამეფოს სავაჭრო ბანკები ასრულებენ გარანტირებული განთავსების (ანდერრაიტინგის), მარკეტინგისა და ახალი გამოშვების ფასწარმოქმნის ფუნქციებს.

➤ გარანტირებული განთავსება – ემისიის განმახორციელებელი სავაჭრო ბანკი ორგანიზებას უკეთებს აქციების ახალი გამოშვების გარანტირებულ განთავსებას საფინანსო ინსტიტუტების მეშვეობით. თუ ხელმოწერა არ განხორციელდა მთლიან გამოშვებაზე, გრანტები (ანდერრაიტერები) საკომისიოს იღებენ მათ მიერ შეძენილი აქციების ღირებულებიდან.

➤ მარკეტინგი – ახალი გამოშვებების მარკეტინგი და გაყიდვის ორგანიზება წარმოადგენს კომერციული საქმიანობის დამოუკიდებელ სახეობას, სავაჭრო ბანკები მომსახურებას უწევენ პროფესიონალურ ექსპერტიზაში.

ფასის დადგენა – ახალი ემისიის განთავსების ორგანიზებისას, ყველაზე მეტად რთულად გადასაწყვეტია გამოშვების ფასის სწორად განსაზღვრა. თუ ფასი ძალზედ დაბალია, მაშინ მოხდება დაგეგმილ მოცულობაზე ზემოთ ხელმოწერა და აქციონერთა ხელთ არსებული აქციების პაკეტი მეტად “გაზავდება”, ვიდრე ეს აუცილებელია. თუ ფასი ძალზედ მაღალია და გამოშვება წარუმატებელია, გრანტები იძულებულნი გახდებიან თავად მოაწერონ ხელი

აქციებს, ხოლო ამას უარყოფითი გავლენა ექნება საემისიო სახლისა და კომპანიის რეპუტაციაზე. ფასის სწორად განსაზღვრა მნიშვნელოვანია და სავაჭრო ბანკებს გააჩნიათ საშუალება – გაუწიონ რეკომენდაციები, რომელიც დაფუძნებულია გამოცდილებასა და პროფესიონალურ ცოდნაზე. გამოშვების ფასის პრობლემის აცილების ერთ-ერთ გზას წარმოადგენს ტენდერზე წარდგენა.

25.4. დაფინანსების წყაროების ირიბი გზები

აქციის უფლებებითი ემისია შესაძლოა განახორციელოს კოტირებულმა და არაკოტირებულმა კომპანიამ, რომელიც ეძებს დაფინანსებას.

კომპანიების წესდება მოითხოვს, რომ აქციების შეთავაზება ჯერ უნდა მოხდეს არსებულ აქციონერებზე და მხოლოდ შემდეგ – საჯაროდ. ეს ყოველთვის იყო საფონდო ბირჟის მოთხოვნა, რომელიც ახლა უკვე ვრცელდება ნებისმიერ კომპანიაზე. თუ კომპანია აპირებს საჯარო შეთავაზების გაკეთებას, ამისთვის აუცილებელია, რომ თავდაპირველად აქციონერებმა გასცენ ნებართვა ამ შეთავაზების გასაკეთებლად.

კორპორაციას შეუძლია გამოუშვას მოწმობა, რომელიც მის მფლობელებს აძლევთ დროში შეზღუდულ უფლებას დადგენილი ფასით (ვარანტი) ჩვეულებრივი აქციების შესყიდვაზე. მაგალი-თად, მოწმობამ მის მფლობელს შეიძლება მისცეს კომპანიის ჩვეულებრივი აქციების 25 დოლარად შესყიდვის უფლება 4 წლის განმავლობაში. თუ ამ პერიოდში კომპანიის აქციების ფასი, ვთქვათ, 31 დოლარამდე გაიზრდება, ოფციონის მფლობელს შეუძლია ისინი 25 დოლარად შეიძინოს და შემდეგ 31 დოლარად გაყიდოს, მიიღებს რა 6 დოლარის მოგებას. ოფციონის სახით მოზიდული თანხა ზრდის კაპიტალს. თავად ეს მოწმობაც შეიძლება გახდეს ყიდვა-გაყიდვის საგანი, ისევე როგორც სხვა ფასიანი ქაღალდები.

ბონუსური ემისია

ბონუსური ემისია წარმოადგენს სააქციო კაპიტალის ცვლილების მეთოდს ფულადი სახსრების გაზრდის გარეშე. ეს ხორციელდება კომპანიის რეზერვების სააქციო კაპიტალში გარდასახვის გზით.

ბონუსური ემისიის განაკვეთი, ჩვეულებრივ, გამოისახება ახალი აქციების რაოდენობით, რომელიც გამოშვებულია მფლობელობაში მყოფი ყოველი აქციის შესაბამისად, მაგალითად, ერთი - ორისათვის (ერთი ახალი აქცია, ამჟამად მფლობელობაში მყოფი ორი აქციისათვის).

აშშ-ში, კაპიტალიზაციური ემისია, ჩვეულებრივ, გამოისახება გამოშვების შემდეგ მფლობელობაში მყოფი აქციების რაოდენობით, გამოშვებამდე მფლობელობაში მყოფ აქციებთან შედარებით. ამრიგად, ერთი - ორისათვის ხელმოწერითი ემისია გამოსახული იქნება როგორც სამი ორის დანაწევრებით. ჩვენ უნდა ვიცნობდეთ როგორც ბრიტანულ, ასევე ამერიკულ ტერმინოლოგიას.

მაგალითი:

ბრიტანული ტერმინოლოგია	გამოშვებადღე	ახალი აქციები	გამოშვების შემდეგ	აშშ ტერმინოლოგია
1 – 2-სათვის	2	1	3	3 - 2-ის დანაწევრებით
2 – 5-სათვის	5	2	7	7 - 5-ის დანაწევრებით
3 – 10-სათვის	10	3	13	13 - 10-ის დანაწევრებით

კაპიტალიზაციური ემისია არ ცვლის კომპანიაში აქციონერების საკუთრების პროცენტულ თანაფარდობას.

- ამაღლოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე აქციის რეალიზებადობა, რამდენადაც იზრდება გამოშვებული აქციების რაოდენობა და, აქედან გამომდინარე, მცირდება ყოველი აქციის საბაზრო ფასი. ესაა ყველაზე წონითი მიზეზი, რომელიც სპეციფიკურია გაერთიანებული სამეფოსათვის. აშშ-სა და გერმანიაში, მაგალითად არაფერი უჩვეულო არ არის იმაში, რომ ფლობდე ერთადერთ აქციას, რომელიც კოტირებულია რამდენიმე ასეულ გირვანქა სტერლინგად.
- გაზარდოს კომპანიის მუდმივი კაპიტალის თანხა – მისი აქტივების ზრდის შესაბამისად. რა თქმა უნდა, ამ არგუმენტს გააჩნია თავისი ძლიერი მხარე, მაგრამ ასევე საეჭვოა, რომ აქციონერთა უმეტესობა მოელოდეს “გაუნაწილებელი მოგების” მთლიან გადანაწილებას დივიდენდების სახით.

დივიდენდი ფასიანი ქაღალდების ფორმით

ერთმანეთში არ ავურიოთ ხელმოწერითი ემისია და დივიდენდი ფასიანი ქაღალდების ფორმით, რომელიც გაიცემა პორთფელში არსებული აქციებიდან.

აქციონერისათვის სარგებელს აქ წარმოადგენს ის, რომ მას უმტკივნეულოდ შეუძლია გაზარდოს თავისი აქციების პაკეტი კომპანიაში ბროკერზე საკომისიო გადასახადის ან აქციის შეძენისას მოსაკრებლის გარეშე.

კომპანიისათვის სარგებელს წარმოადგენს ის, რომ მას არ მოუწევს ფულადი სახსრების გაღება დივიდენდების გადასახდელად, ხოლო ზოგიერთ შემთხვევაში მას შეუძლია ეკონომია გასწიოს გადასახადის თვალსაზრისითაც.

აქციების დანაწევრება. ბონუსური ემისიის მსგავსად, აქციების დანაწევრება (რომელიც ასევე იწოდება სააქციო კაპიტალის დაყოფად) არ წარმოშობს დამატებით ფულად თანხებს.

აქედან გამომდინარე, სააქციო კაპიტალი გაცილებით იოლად რეალიზებადი ხდება ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე. მაგალითად, კომპანია, რომლის აქციებსაც გააჩნია ნომინალური ღირებულება 1 გირვანქა სტერლინგი, მაგრამ საბაზრო ფასი 10 გირვანქა სტერლინგი, შეუძლია დაყოს ყოველი ერთი გირვანქა სტერლინგიანი აქცია 10 ცალ 0,10 სტერლინგიან აქციადა ამით ყოველი აქციის საბაზრო ფასი 1 გირვანქა სტერლინგი.

საწინააღმდეგო პროცედურა შეიძლება სასარგებლო აღმოჩნდეს მაშინ, როდესაც აქციის საბაზრო ფასი ძალზედ დაბალია. ეს პროცედურა იწოდება როგორც აქციების კონსოლიდაცია.

25. 5 . საკუთარი კაპიტალის დაფინანსების წყაროებს შორის არჩევანის გაკეთება

საკუთარი კაპიტალის დაფინანსების წყაროებს შორის არჩევანის გაკეთებისას, გათვალისწინებული უნდა იქნეს ისეთი ფაქტორები, როგორებიცაა ფინანსების ხელმისაწვდომობა, გამოშვებასთან დაკავშირებული პროცედურებზე დანახარჯები, გამოშვებული აქციების შეფასება, კონტროლი და სადივიდენდო პოლიტიკა.

ხელმისაწვდომობა

ფინანსების რაოდენობა, რომელიც შესაძლებელია მოიზიდოს არაკოტირებულმა კომპანიამ აქციების უფლებითი ემისიის გზით, შეზღუდულია არსებული აქციონერების რაოდენობით და მათ ხელთ არსებული რესურსებით. სიტუაციის ცვალებადობის გამო, შეუძლებელია გათვლების გაკეთება, თუ რა რაოდენობის ფინანსები შეიძლება იქნეს მოზიდული. კოტირებული კომპანიისათვის, რომელსაც უფლებების გაყიდვა შეუძლია, ეს ნაკლებად პრობლემატური საკითხია.

უფრო დიდი რაოდენობით სახსრები შესაძლებელია მოზიდულ იქნეს აქციათა განთავსების გზით, ეს არის აქციების საჯარო შეთავაზება, რომელიც წარმოაჩენს ბაზრის მთლიან ფინანსურ რესურსებს.

გამოშვების პროცედურათა დანახარჯები და სირთულეები

შიდა აკუმულირებული ფონდების გამოყენება ყველაზე მარტივი და იაფი მეთოდია. დანახარჯების თვალსაზრისით, ახლად გამოშვებული აქციებიდან, ყველაზე მომხიბვლელია აქციათა განთავსება, შემდეგ მოდის აქციების უფლებითი ემისია და ბოლოს, ყველაზე ძვირი მეთოდია აქციათა საჯარო შეთავაზება.

ფასდადგენა. აქციათა ახალი გამოშვების საჯარო წარდგენისას, ერთ-ერთი უმთავრესი პრობლემაა ფასის სწორად დაწესება. თუ ფასი გადამეტებულია, მაშინ გამოშვება არ იქნება მთლიანად ათვისებული დამისი ნაწილი დარჩება გარანტებთან. თუ ფასი, პირიქით, დაწეულია, მაშინ გარკვეულ სარგებელს პროექტიდან, რომლისთვისაც ხდება ფინანსების მოზიდვა, ძველი აქციონერების ნაცვლად მიიღებენ ახლები.

ახალ გამოშვებებთან დაკავშირებული იმავე ფასდადგენის პრობლემები არსებობს განთავსებასთან მიმართებაშიც. რა თქმა უნდა, არ არსებობს ნაკლები რაოდენობის აქციათა გაყიდვის საშიშროება, რადგან განთავსება ხდება გამოშვების პირობების შეთანხმების შემდეგ. თუმცა, ფასი წინასწარ იქნება შეთანხმებული, რათა იგი უფრო საინტერესო იყოს შემსყიდველი ინსტიტუტებისათვის. თითქმის გარდაუვალია, რომ გამოსაშვები ფასი ნაკლები იქნება საბაზრო ფასზე, გამოშვების ფასის მიმზიდველობის გამო.

აქციების უფლებითი ემისია, მეორე მხრივ, მთლიანად იცილებს ფასის პრობლემას. რადგანაც აქციების შეთავაზება ხდება არსებულ აქციონერებზე, მნიშვნელობა აღარ აქვს, ფასი გასაყიდ ბაზარზე ნაკლები იქნება თუ არა. მართლაც, ეს ნორმალური მოვლენაა.

ნებისმიერი სახის მოგება ახალ აქციებზე, აქციების უფლებითი ემისიის გზით, მიუვა არსებულ აქციონერებს.

ახალი გამოშვების ფასდადგენა კიდევ უფრო რთულია არაკონტრირებული კომპანიებისათვის. აქციათა ბაზარზე პირველად შესულ კომპანიას საორიენტაციოდ არ ექნება აქციათა საბაზრო ფასი და მათი ღირებულების განსაზღვრა მიახლოებით მოუწევს.

კომპანიის კონტროლი

შიდა აკუმულირებული ფონდები და აქციების უფლებითი ემისია არ იწვევს აქციონერთა შეცვლას, რადგან მათ არსებული აქციონერები იღებენ. მეორე მხრივ, განთავსება და საჯარო მიყიდვა წარმოშობს ახალ აქციონერებს.

რომელი მეთოდია უმჯობესი – დამოკიდებულია ფინანსების მოზიდვის მიზნებზე. თუ არსებობს არსებული აქციონერების მიერ კონტროლის შენარჩუნების სურვილი, მაშინ უმჯობესია აქციების უფლებითი ემისია. თუ სასურველია კონტროლის დივერსიფიკაცია, მაშინ უმჯობესი იქნება აქციების საჯარო შეთავაზება.

სადივიდენდო პოლიტიკა

შიდა აკუმულირებული ფონდების გამოყენებამ შეიძლება გამოიწვიოს სადივიდენდო პოლიტიკის შეცვლა, რამაც პრაქტიკულად, შეიძლება მავნე ზეგავლენა იქონიოს აქციის ფასზე. თუმცა, არსებობს თეორიული არგუმენტი, რომ ეს ასე არ მოხდეს.

არ არსებობს ზუსტად განსაზღვრული წესები ფინანსების არჩევისათვის. შიდა აკუმულირებული ფონდების გამოყენება საუკეთესო გზაა, მაგრამ მისი პრობლემა ხელმისაწვდომობა და სადივიდენდო პოლიტიკაა. ახალი გამოშვების შემთხვევაში, უპირატესობა მიენიჭება აქციების უფლებით ემისიას, განთავსებას და შემდეგ საჯაროდ გასაყიდად წარდგენას. როგორც კი მოხდება ხელმისაწვდომი ფონდების სრულად გამოყენება, საჭირო ხდება სხვა წყაროების გამოყენება.

25.6. აქციების შეფასების მოდელი

გადაწყვეტილებების მიღებისას – გამოიყენოს თუ არა შიდა აკუმულირებული სახსრები საკუთარი კაპიტალის დასაფინანსებლად, საფინანსო საქმიანობის მმართველმა უნდა გაითვალისწინოს დივიდენდების შემცირების შესაძლო ეფექტი აქციის ფასზე. ამ იდეის უფრო მეტად განვრცობამდე, უნდა გავეცნოთ აქციებისა და სხვა ფასიანი ქაღალდების შეფასების თეორიას.

აქციონერი ან გამსესხებელი, თავის ინვესტიციის შეფასებისას, გამოიყენებს ნაღდი ფულის შემოდინების დიკონტირების მეთოდს.

რა ტიპის უკუგების დიკონტირება ხდება?

მოთიანი უკუგება ინვესტიციიდან შეიცავს ორ კომპონენტს – ნაღდი ფულს და კაპიტალის ნამეტს. საკუთარ კაპიტალში ინვესტირებისას ეს ორი კომპონენტი შეიცავს შემდეგს:

უკუგების კომპონენტი

ნაღდი ფული

კაპიტალის ნამეტი

უკუგების ტიპი

აქციის გაყიდვამდე მიღებული დივიდენდები

შემოსავალი აქციის გაყიდვიდან

აქციების შეფასების ძირითადი მოდელი

თუკი ინვესტორი აპირებს მოგების მიღებას P_0 ფასის მქონე აქციაში ინვესტირებიდან, მას უნდა სჯეროდეს, რომ აქციის ღირებულება (მომავალი შემოსავლების დღევანდელი ღირებულების თვალსაზრისით), მისთვის სასურველი უკუგების i განაკვეთით უფრო მეტია, ვიდრე აქციის მიმდინარე ფასი P_0 .

$$\text{მიმდინარე ფასი, } P_0 < \frac{\text{დღევანდელი გაყიდვამდე} + \text{გასაყიდი ფასი}}{\text{დისკონტირებულია "i" განაკვეთით}}$$

ალგებრული გამოთვლით, თუ აქცია ინახება n წლის განმავლობაში, შემდეგ იყიდება n ფასად, ხოლო წლიური დივიდენდები n წლის განმავლობაში არის $D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$.

მაშინ:

$$p_0 < \frac{D_1}{1+i} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \frac{D_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+i)^n}$$

ანალოგიური ლოგიკით, აქციების გამყიდველი დარწმუნებული უნდა იყოს, რომ:

$$p_0 > \frac{D_1}{1+i} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \frac{D_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+i)^n}$$

ამ ორ განსხვავებულ თვალსაზრისს ადგილი აქვს შემდეგი მიზეზებიდან გამომდინარე:

- სხვადასხვა ინვესტორის მიერ სხვადასხვაგვარად ხდება $D_1, D_2, D_3, \dots, D_n$ -ის და p_0 -ის პროგნოზირება.
- სხვადასხვა ინვესტორის მიერ გამოიყენება დისკონტირების სხვადასხვა განაკვეთი.

თუმცა, რამდენადაც აქციის ფასი, ჩვეულებრივ, წონასწორობაში მოდის, ამდენად ინვესტორთა უმეტესობისათვის, ვინც არც ისე აქტიურად ვაჭრობს ფასიანი ქაღალდებით:

$$p_0 = \frac{D_1}{1+i} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \frac{D_3}{(1+i)^3} + \dots + \frac{D_n + P_n}{(1+i)^n}$$

25.7. დივიდენდის შეფასების მოდელი (DVM)

დივიდენდებით შეფასების მოდელი წარმოადგენს აქციების შეფასების ზემოთ აღწერილი ძირითადი მოდელის განვრცობას.

დივიდენდებით შეფასების მნიშვნელოვანი მხარე არის იმ ფაქტის აღიარება, რომ აქციები, თავის მხრივ, წარმოადგენს მუდმივი ძეგლობისათვის შესყიდვის საგანს. ცალკეულმა ინვესტორმა შესაძლოა შეისყიდოს და გაყიდოს ისინი, მაგრამ მათი საბოლოო გამოსყიდვა ძალზედ იშვიათად ხდება.

ცალკეული ინვესტორის უკუგების ნაწილი შეიცავს შემოსავალს, მოღებულს **n** დროის შემდეგ, **P_n**-ს, რომელიც განსაზღვრული იქნება აქციის შემდგომში მყიდველის მიერ მომავალი მისაღები დივიდენდების და ფლობის დროს მიღებული შემოსავლის მიმდინარე ღირებულების მიხედვით. ამ უკანასკნელის შემოსავალი გაყიდვებისას, თავის მხრივ, განსაზღვრული იქნება მყიდველის მიერ – მომავალი დივიდენდების ნაკადის და შესყიდვის მომენტიდან მისაღები შემოსავლების მიხედვით და ა.შ.

ეს ნიშნავს, რომ აქციის მიმდინარე ღირებულება დამოკიდებულია დივიდენდების უსასრულო შემოდინებაზე.

რა შეიძლება ითქვას ამ აქციების მფლობელი სხვადასხვა ინვესტორების მიერ გამოყენებული დისკონტირების განაკვეთებზე? იმისათვის რომ შევადგინოთ მოდელი, საჭიროა მოვახდინოთ დაშვება, რომ რადგანაც ინვესტორები ყველანი რაციონალურად აზროვნებენ და ყველას ერთნაირად მიუწვდება ხელი ინფორმაციაზე რისკის დონოს შეფასებისათვის და ა.შ., ამიტომ მათ ყველას ერთნაირი მოთხოვნა ექნება ერთსა და იმავე ინვესტიციიდან უკუგებაზე.

ამ მოსაზრებებს მივყავართ დასკვნამდე, რომ აქციის მიმდინარე ღირებულება არის დივიდენდების უსასრულო ნაკადის მიმდინარე ღირებულება, დისკონტირებული ზოგადად დადგენილი უკუგების *r* განაკვეთით (ცნობილი, როგორც საკუთარი კაპიტალის ღირებულება).

ალგებრულად (**P**-ს, როგორც უმნიშვნელოს უგულებელყოფას)

$$P_0 = \frac{D_1}{1+i} + \frac{D_2}{(1+i)^2} + \frac{D_3}{(1+i)^3} + \dots \quad \text{უსასრულობამდე}$$

მომავალი დივიდენდების სტრუქტურა

ზემოთ განხილულ ძირითად მოდელში, ყოველი წლის დივიდენდი ცალ-ცალკე უნდა იქნეს პროგნოზირებული. ეს საკმაოდ მოცულობითი სამუშაოა და შესაძლოა არარეალური მეთოდი, რომელითაც ინვესტორმა შეიძლება იხელმძღვანელოს პროგნოზის გაკეთებისას.

ყველაზე გავრცელებული დაშვებაა, რომ დივიდენდები:

- რჩება მუდმივი ან
- იზრდება მუდმივი წლიური განაკვეთით, **g**.

დივიდენდების გადახდის უსასრულო მწკრივზე მანიპულაციის საშუალებით, შესაძლებელია ვაჩვენოთ, რომ აქციის ფასი **P₀**, შესაძლებელია გამოვხატოთ შედარებით უფრო მარტივი ფორმულით:

- 1) დივიდენდები აქციაზე უცვლელია:

$$P_0 = \frac{d}{r}$$

- 2) დივიდენდები აქციაზე იზრდება მუდმივი **g** განაკვეთით:

$$P_0 = \frac{d(1+g)}{r}$$

$$r - g$$

სადაც: p_0 არის აქციის ფასი დივიდენდის გაცემის შემდეგ
 d არის აქციაზე გადახდილი დივიდენდი
 r არის ინვესტორების მიერ ნავარაუდები საკუთარ კაპიტალზე უკუგების ნორმა (კაპიტალის ღირებულება).

ეს მოდელი გულისხმობს, რომ დივიდენდების გადახდა ხდება ყოველწლიური ინტერვალებით.

ამ ფორმულების შეზღუდულობა

დივიდენდების ქცევის განსაზღვრის მარტივ მოდელს, რა თქმა უნდა გააჩნია თავისი ნაკლოვანებები. კერძოდ:

➤ g უნდა იყოს r -ზე ნაკლები

თუ g უდრის r -ს, აქციის ფასი უსასრულოდ დიდი გამოდის, რაც უაზრო შედეგია. მაგრამ, აღსანიშნავია, რომ ასეთი მაღალი ზრდის მუდმივი ნორმა ასევე შეუძლებელია. ეს გულისხმობს, რომ კომპანია ძალიან მოკლე პერიოდში მთლიანად შთანთქავს მთელ მსოფლიოს. პრაქტიკულად კომპანიებს, დროთა განმავლობაში, სხვადასხვა ზრდის ნორმა ექნებათ.

აქციის ფასები დივიდენდის გარეშე და დივიდენდის ჩათვლით

თუ აპირებენ, რომ აქციაზე სულ მალე უნდა იქნეს გადახდილი დივიდენდი, მაშინ ინვესტორი, რომელიც აპირებს დივიდენდიანი აქციის შეძენას, იღებს უფლებას დივიდენდზე. ინვესტორს, რომელიც ყიდულობს დივიდენდის გარეშე აქციას, არ გააჩნია უფლება დივიდენდზე. დივიდენდს იღებს აქციის გამყიდველი.

დივიდენდი აქციაზე გადაიხდება პერიოდულად. დივიდენდების გადახდამდე პერიოდის განმავლობაში, აქციის ფასი იზრდება დივიდენდის გადახდის მოლოდინში. ამ ეტაპზე ფასი არის დივიდენდის ჩათვლით.

დივიდენდის გადახდის შემდეგ გარკვეული ხნის განმავლობაში აქცია იქნება დივიდენდის გარეშე და ფასი ეცემა მიმდინარე დივიდენდის ღირებულებით, რომელსაც მყიდველი ვერ მიიღებს.

ამრიგად:

$$\begin{aligned} & \text{დივიდენდის გარეშე აქციის ფასი} \\ & + \\ & \text{გადახდას დაქვემდებარებული დივიდენდი} \\ & = \\ & \text{აქციის ფასი დივიდენდის ჩათვლით.} \end{aligned}$$

დივიდენდის გარეშე აქცია გახდება დივიდენდის გადახდამდე ახლო პერიოდში. ნებისმიერი პირი, რომელიც აქციას იძენს ამ მომენტის შემდეგ, არ მიიღებს დივიდენდს და იგი

გადახდილი იქნება აქციის ყოფილ მფლობელზე. მიზეზი მდგომარეობს იმაში, რომ კომპანიას სჭირდება დროის გარკვეული მონაკვეთი, რათა დივიდენდების გადახდამდე მოახდინოს თავისი წევრების რეგისტრაციის კორექტირება.

როდესაც აქცია კოტირებულია როგორც დივიდენდიანი, ფასი შეიცავს როგორც დივიდენდის გარეშე აქციის საფუძველში მდებარე ღირებულებას (0), ასევე დივიდენდს, რომლის გადახდის ვადაც მალე დადგება (დ). აქედან გამომდინარე, დივიდენდის შეფასების მოდელი და მიღებული ფორმულები მოითხოვენ დივიდენდის გარეშე აქციის ფასის ცოდნას, რათა დადგინდეს 0-ის ფასი.

დივიდენდების ზრდის განაკვეთის შეფასება

DVM-ში გამოსაყენებელი ზრდის განაკვეთის შეფასება შესაძლებელია ორი გზით: წარსული/ისტორიული დივიდენდების მიხედვით და მომავალი რეინვესტირებისა და მოგების შენარჩუნების განაკვეთების მიხედვით.

ისტორიული დივიდენდების გამოყენება

მაგალითი:

კომპანია ამჟამად იხდის დივიდენდს 0.32 ევროს ოდენობით, ხოლო ხუთი წლის წინ დივიდენდ 0.20 ევრო იყო.

შევაფასოთ დივიდენდების წლიური ზრდის განაკვეთი (g).

ამოხსნა:

-5	-4	-3	-2	-1	0 (ახლა)
0.20 ევრო					0.32 ევრო
$X(1+g)$	$X(1+g)$	$X(1+g)$	$X(1+g)$	$X(1+g)$	

$$X(1+g)^5 = 0.32 \text{ ევრო}$$

$$\text{ანუ } (1+g)^5 = \frac{32}{20} = 1.60 \text{ ევრო}$$

$$1+g = 1.6^{1/5} \approx 1.1, \text{ ამიტომ } g = 0.1 \text{ ანუ } 10\%$$

ეს მიდგომა აკეთებს დაშვებას, რომ წარსულის ზრდის განაკვეთი წარმოადგენს მომავალი ზრდის ინდიკატორს, რაც, რა თქმა უნდა, გარდაუვალი არაა, განსაკუთრებით თუ ხდება ინვესტირების / სადივიდენდო პოლიტიკის ცვლილება.

მომავალი რეინვესტირებისა და მოგების შენარჩუნების განაკვეთების გამოყენება (RB მოდელი)

საკუთარი კაპიტალით დაფინანსებული კომპანიებისათვის, ზრდის განაკვეთი შესაძლებელია გამოისახოს RB-თი, სადაც R არის მიმდინარე უკუგების სააღრიცხვო ნორმა, ხოლო B – რეინვესტირებისათვის შენარჩუნებული მოგების ნაწილი.

მოდელი ეფუძნება პირობას, რომ რაც უფრო მაღალია კომპანიაში მოგების შენარჩუნების ნორმა, მით უფრო მაღალია პოტენციური ზრდის განაკვეთი. მიუხედავად იმისა რომ სააღრიცხვო მოგებაზე დაყრდნობა შეიძლება საეჭვოდ მოგვეჩვენოს, ეს მოდელი მაინც არ კარგავს აზრს. იგი განხილვას ახდენს გაუნაწილებელი მოგების ზრდის განაკვეთის მიხედვით (მთლიანად საკუთარი კაპიტალით დაფინანსებული კომპანიისათვის). თუ ყველა მაჩვენებელი მუდმივია, მაშინ შეიძლება ვაჩვენოთ, რომ “**g**”, დივიდენდების ზრდის განაკვეთი ტოლია მოგების ზრდის განაკვეთისა, ტოლია აქციათა ფასის ზრდის განაკვეთისა და ა.შ.

მაგალითი:

კომპანია მოელის სააღრიცხვო მოგების 60% შენარჩუნებას (**B**), რომელიც შესაძლებელია რეინვესტირებულ იქნეს უკუგების 10%-იანი სააღრიცხვო განაკვეთით (**R**).

დავუშვათ, კომპანიის მოგებაა 100 ევრო, მიმდინარე დივიდენდები იქნება $40\% \times 100 = 40$ ევრო. დარჩენილი 60 ევრო რეინვესტირებული იქნება 10%-იანი განაკვეთით და მომავალ წელს მოიტანს მთლიან მოგებას $100 + 6 = 106$ ევროს, რომლისგანაც 40% განაწილება დივიდენდებზე, ანუ 42,40 ევრო.

დივიდენდების ზრდა წარმოადგენს $2.40 \text{ ევრო} / 40 \text{ ევრო} = 6\%$ -ით ანუ $10\% \times 60\%$ (**RB**)

ამ მიდგომის უმთავრესი ნაკლი ისაა, რომ იგი ეყრდნობა სააღრიცხვო მოგებას და აკეთებს დაშვებას, რომ **R** და **B** იქნება მუდმივი.

25.8 . სადივიდენდო პოლიტიკა

ზემოთ აღვნიშნეთ ის კავშირი, რომელიც არსებობს შიდა აკუმულირებული ფონდების გამოყენებასა და კომპანიის დივიდენდურ პოლიტიკას შორის. ახლა ამ კავშირს უფრო დეტალურად განვიხილავთ.

თუკი კომპანია ირჩევს ახალი ინვესტიციების დაფინანსებას დივიდენდების შემცირებით, ნაცვლად დამატებითი კაპიტალის მოზიდვისა, რა ეფექტი ექნება ამას არსებული აქციონერების კეთილდღეობაზე?

- დივიდენდების ირელევანტურობის თეორია ირწმუნება, რომ აქციონერები გულგრილნი რჩებიან დაფინანსების ამ ორ მეთოდს შორის.
- რეალური ფაქტორები, ბაზრის არასრულყოფილების გათვალისწინებით, მიუთითებენ, რომ ცვლილებას სადივიდენდო პოლიტიკაში, განსაკუთრებით გასაცემი დივიდენდების შემცირებას, შესაძლოა უარყოფითი გავლენა ჰქონდეს აქციონერთა კეთილდღეობაზე.

არგუმენტები სადივიდენდო პოლიტიკის რელევანტურობის შესახებ

თეორიულად, დივიდენდების ღონე ირელევანტურია და იდეალური ბაზრისათვის, რთულია დივიდენდების ირელევანტურობის თეორიასთან დაპირისპირება. თუმცა, როდესაც ეს დაშვებები არ მოქმედებს, აღმოცენდება პრაქტიკული პრობლემები, და საჭირო ხდება სხვა არგუმენტების განხილვა.

დივიდენდებით მინიშნება

რეალურად, ინვესტორებს არ გააჩნიათ სრულყოფილი ინფორმაცია კომპანიის სამომავლო პერსპექტივის შესახებ. აქედან გამომდინარე, მრავალი სპეციალისტი ამტკიცებს, რომ დივიდენდების გადახდის სახეობა უმთავრესი ფაქტორი ხდება ინვესტორების მხრიდან, კომპანიის მომავალი საქმიანობის შეფასებისას.

მაგალითად, დივიდენდების ზრდა მიუთითებს მმართველების თავდაჯერებულობას კომპანიის მომავალში და შედეგად ინვესტორები მომავალი შემოსავლების შეფასებისას უფრო ოპტიმისტები არიან, რასაც შედეგად აქციის ფასის ზრდა მოჰყვება. დივიდენდების უეცარ შემცირებას, თავის მხრივ, შესაძლოა მნიშვნელოვანი ზეგავლენა ჰქონდეს საკუთარი კაპიტალის ღირებულებაზე.

ეს მოსაზრება გულისხმობს, რომ სადივიდენდო პოლიტიკა რელევანტურია. ფირმებმა უნდა სცადონ დაამკვიდრონ სტაბილური (ან მზარდი) დივიდენდების გაცემის პოლიტიკა და შეინარუნონ ინვესტორთა თავდაჯერებულობა.

მიმდინარე შემოსავლებზე უპირატესობის მინიჭება

მიმდინარე ხარჯების დასაფარვად, მრავალი ინვესტორი მოითხოვს დივიდენდებს ნაღდი ფულის სახით. ეს ეხება არა მარტო ცალკეულ ინვესტორს, რომელსაც ნაღდი ფული პირადი მიზნებისათვის სჭირდება, არამედ ინსტიტუციონალურ ინვესტორებსაც, როგორებიცაა საპენსიო ფონდები და სადაზღვევო კომპანიები, რომელთაც სჭირდებათ ნაღდი ფულის რეგულარული შემოდინება, რათა დაფარონ ყოველდღიური გასავლები პენსიისა და სადაზღვევო საზღაურების სახით. ეს გულისხმობს, რომ მრავალი აქციონერი უპირატესობას ანიჭებს კომპანიებს, რომლებიც რეგულარულად იხდიან დივიდენდებს ნაღდი ფულის სახით, და აქედან გამომდინარე, უფრო მეტად შეაფასებენ ასეთი კომპანიების აქციებს.

დივიდენდების ირელევანტურობის თეორიის მხარდამჭერები უპირისპირდებიან ამ მოსაზრებას და ამტკიცებენ, რომ ინვესტორებს, რომლებიც მოითხოვენ ნაღდ ფულს, შეუძლიათ მისი “საშინაო დივიდენდების სახით” მოზიდვა, აქციების გაყიდვის გზით. ამ მოსაზრებას გარკვეული ხიბლი გააჩნია, მაგრამ იგი არ ითვალისწინებს საოპერაციო ხარჯებს. აქციების გაყიდვა მოითხოვს საბროკერო ხარჯებს, და აქედან გამომდინარე, შეიძლება არ იყოს მიმზიდველი ბევრი აქციონერისათვის.

გადასახადები

ხშირად, დივიდენდური შემოსავალი განსხვავებულად იბეგრება, ვიდრე კაპიტალის ნამატის სახით შემოსავალი. პერსონალური დაბეგვის ამ ფორმამ შეიძლება გავლენა იქონიოს ინვესტორების მიერ უპირატესობის მინიჭებაზე.

კორპორაციული ხედვის თვალსაზრისით, ეს კიდევ უფრო ართულებს დივიდენდურ გადაწყვეტილებებს, რადგან აქციონერთა სხვადასხვა ჯგუფები მიანიჭებენ უპირატესობას დივიდენდების გადახდის სხვადასხვა სახეობას.

არსებობს მოსაზრება, რომ კომპანიებმა შესაძლოა ინვესტორთა ჯგუფი მოიზიდოს სადივიდენდო პოლიტიკის მიხედვით (საგადასახდო და სხვა მიზეზების გამო). ამ შემთხვევაში, კომპანიები ძალიან ფრთხილად უნდა მოეკიდონ სადივიდენდო პოლიტიკაში ცვლილებების შეტანას, რადგან ამან შეიძლება გამოიწვიოს ინვესტორთა აღელვება.

ამერიკაში ჩატარებული კვლევები ადასტურებენ “კლიენტურის ეფექტს”, რაც გამოიხატება იმაში, რომ მაღალი დივიდენდების გადამხდელი ფირმები იზიდავენ დაბალი საშემოსავლო გადასახადის მქონე ინვესტორებს, ხოლო დაბალი დივიდენდების გადამხდელი ფირმები იზიდავენ მაღალი საშემოსავლო გადასახადის მქონე ინვესტორებს.

დასკვნა დივიდენდების ირელევანტურობის თეორიის შესახებ

როდესაც ხდება ბაზრის არასრულყოფილობის გათვალისწილება, თავს იჩენს ის ფაქტი, რომ სადივიდენდო პოლიტიკა გავლენას ახდენს აქციონერთა კეთილდღეობაზე. თუ მივიღებთ კლიენტურის თეორიას, უნდა გავითვალისწინოთ შემდეგი სამი ძირითადი მოსაზრება:

- ა) დივიდენდების შემცირებამ შეიძლება ინვესტორებს გადასცეს “ცუდი სიახლე” (დივიდენდებით მინიშნება). დივიდენდების შემცირებამდე სერიოზულად უნდა იქნეს განხილული ფინანსების სხვა წყაროებიდან მოზიდვის შესაძლებლობანი.
- ბ) სადივიდენდო პოლიტიკაში ცვლილებები, კერძოდ შემცირება, შეიძლება უპირისპირდებოდეს ინვესტორთა მოთხოვნას ლიკვიდობის შესახებ.
- გ) სადივიდენდო პოლიტიკაში ცვლილებებმა შეიძლება არიონ ინვესტორის საგადასახადო გეგმები.

25.9. დაფინანსების პრობლემები მცირე ბიზნესში

შედგებული ადამიანების მიერ წარდგენილმა საკუთარმა ფინანსურმა სახსრებმა თავის დროზე ჩამოაყალიბა მცირე საწარმოების კაპიტალის ზრდის მნიშვნელოვანი წყარო. თუმცა, ბოლო ხანებში, აღნიშნული ფირმები მოწყვეტილი აღმოჩნდნენ კაპიტალის ასეთი წყაროსაგან, ორი ძირითადი მიზეზის გამო:

- ა) მზარდი გასავლები და საფონდო ბირჟაზე კოტირების მიღების სიძნელეები. სპეკულაციური აქციონერული ინვესტირების მიმზიდველობა რომელიმე კომპანიაში იზრდება, თუკი არსებობს დასაბუთებული შანსები კოტირებაზე, რითაც ხდება აქციების გაყიდვის შესაძლებლობების უზრუნველყოფა.
- ბ) გაერთიანებული სამეფოს საგადასახადო სისტემა ახალისებს კერძო პირებს მსხვილი ინვესტირების მეშვეობით დანაზოგების შენახვაში. მთელი რიგი მიზეზების გამო, ეს ინსტიტუტები უპირატესობას ანიჭებენ, ინვესტირება მოახდინონ მსხვილი კომპანიების ქცევაში, ვიდრე მცირე ფირმებში ან არასააქციო საწარმოებში, რადგან მსხვილ კომპანიებში განხორციელებული ინვესტიციები გაცილებით ადვილად რეალიზებადია, გააჩნია ნაკლები რისკი და ადმინისტრაციული დანახარჯები.

ამრიგად, შეძლებული პირები, რომლების ადრე წარმოადგენდნენ სარისკო კაპიტალის (იხილეთ ქვემოთ) ძირითად წყაროს მცირე საწარმოებისათვის, საგადასახადო სისტემის წყალობით მივიდნენ დასკვნამდე, რომ უმჯობესია თავიანთი თანხები ირიბად წარმართონ მსხვილ კომპანიებში.

პრობლემების გადაწყვეტის მცდელობა

მთავრობის მცდელობით მცირე ფირმების დაფინანსების მზარდი სიძნელეები უნდა გადაიჭრას ორ მთავარ პრობლემაზე უშუალო აქცენტის გადატანით:

აქციების ადვილადრეალიზებად აღქმვა

ინვესტირება მცირე ფირმების აქციებში, წახალისებულ იქნა მცირე ფირმების ბაზრის განვითარებით და საგადასახადო სტიმულირებით.

ამ მიმართულებით ყველაზე მნიშვნელოვანი განვითარება იყო გაერთიანებულ სამეფოში მცირე ფირმების ბაზრის, ისეთის, როგორიცაა ინვესტიციების ალტერნატიული ბაზარი (AIM), განვითარება.

არსებობს კომპანიების შესახებ კანონის 1985 (Companies Act 1985) დამატებითი დებულებები, რომელთა კომპანიებს საშუალებას აძლევს გამოისყიდონ საკუთარი აქციები. ამან უნდა გამოიწვიოს ის, რომ მცირე კერძო კომპანიების აქციები გაცილებით ადვილადრეალიზებადი გახდება და, აქედან გამომდინარე, მიმზიდველიც მცირე ინვესტორებისათვის. ამრიგად, შესაძლებელი იქნება თავიდან იქნეს აცილებული სიტუაცია, როდესაც აქციების საკონტროლო პაკეტის არმქონე აქციონერი ხვდება ასეთი კომპანიის ხაფანგში.

საგადასახადო სტიმულირება

მეწარმეობის ინვესტირების პროგრამა (EIS)

ვილსონის კომიტეტის რეკომენდაციების მიხედვით შეიქმნა ამჟამინდელი მეწარმეობის ინვესტირების პროგრამა (EIS), რომელიც საგადასახადო შეღავათებს აძლევს არაკოტირებული, მათ შორის AIM-ზე წარმოდგენილი, კომპანიების ჩვეულებრივი აქციების ინვესტორებს. ყოველ საგადასახადო წელს, ინდივიდუალს შეუძლია 150,000 გირვანქა სტერლინგამდე ინვესტიციის განხორციელება და მასზე 20%-იანი საგადასახადო შეღავათით სარგებლობა. ნებისმიერი სახის მოგება EIS აქციების 5 წლის შემდეგ გაყიდვისას თავისუფლდება კაპიტალის ნამატის გადასახდისაგან. შეღავათები საშემოსავლო და კაპიტალის ნამატის გადასახადისაგან ეხება დანაკარგსაც.

ეს პროგრამა ეხება ნებისმიერ კომპანიას გაერთიანებულ სამეფოში და აძლევს მათ ყოველწლიურად 1 მილიონ გირვანქა სტერლინგამდე მოზიდვის საშუალებას.

სარისკო კაპიტალის სასტარტო კომპანიები (VSTs)

VSTs არიან საინვესტიციო საზოგადოებების მსგავსი კოტირებული კომპანიები. სამი წლის განმავლობაში, მათი ინვესტიციების სულ მცირე 70% უნდა ჩაიღოს მცირე არაკოტირებულ კომპანიებში. VSTs ჩვეულებრივ აქციებზე პირველადი განაცხადის შემტან ინდივიდებს ეხებათ 20% შეღავათი საშემოსავლო გადასახადზე 100.000 გირვანქა სტერლინგამდე შემოსავლისას.

აქციებით წახალისების სქემა

გაერთიანებულ სამეფოში არსებობს სქემა, რომელიც სტიმულს აძლევს მუშაკებს, — იყენენ მათი დამქირავებელი კომპანიის აქციათა მფლობელები. ყველა ასეთი სქემა მოითხოვს შიდა შემოსავლების დეპარტამენტის თანხმობას.

სხვა საგადასახადო შეღავათები მცირე კომპანიებისათვის

შეღავათები მოიცავს:

- შემცირებულ საკორპორაციო გადასახადებს მცირე კომპანიებისათვის
- დღგ-ის გადამხდელად რეგისტრაციისათვის დაწესებული მინიმუმის გაზრდას.