



Հայաստանի աուդիտորների և փորձագետ հաշվապահների պալատ

Քննական առարկա 5
ՏԻՆԱՆՍԱԿԱՆ ԿԱՌԱՎԱՐՈՒՄ

Քննաթերթ - պատասխաններ

<i>Հարցեր 1-5</i>	<i>10 միավոր</i>
<i>Խնդիր 1</i>	<i>20 միավոր</i>
<i>Խնդիր 2</i>	<i>20 միավոր</i>
<i>Խնդիր 3</i>	<i>20 միավոր</i>
<i>Խնդիր 4</i>	<i>30 միավոր</i>
<i>Ըդամենը</i>	<i>100 միավոր</i>

Հունվար, 2026թ.

Ջրացեր 1-5

1 Գ - 49%

ԳԿՇ = Միջին տարեկան հաշվապահական շահույթ/Միջին ներդրում

Միջին տարեկան հաշվապահական շահույթ = $(16,500 + 23,500 + 13,500 - 1,500)/4 = \$13,000$

Հաշվապահական շահույթը հաշվարկվում է մաշվածությունից հետո, ուստի ճշգրտում անհրաժեշտ չէ:

Միջին ներդրում = $(\text{նախնական ներդրում} + \text{մնացորդ})/2 = (\$46,000 + \$7,000)/2 = \$26,500$

ROCE = $13,000/26,500 = 49\%$

2 Ա - 1 տարի 7 ամիս

Ժամկետ		Շահույթ	Մաշվածություն*	Դրամական հոսք	Կուտակային դրամական հոսք
տ		\$	\$	\$	\$
0	Ներդրում			(46,000)	(46,000)
1	դրամ. ներհոսք	16,500	9,750	26,250	(19,750)
2	դրամ. ներհոսք	23,500	9,750	33,250	13,500

* Մաշվածություն = $(\$46,000 - \$7,000)/4$

Հետզևման ժամկետ = $1 + (19,750/33,250) = 1.59$ տարի կամ 1 տարի 7 ամիս (ամենամոտր) .

3 Գ - \$20,000

Կազմակերպությունը կրնտրի աշխատուժի ամենաեժան աղբյուրը:

Արժեք = $\$20 \times 1,000$ ժամ = $\$20,000$

Գոյություն ունեցող աշխատուժի վերահասցեավորման արժեքը = կորցրած ներդրում + աշխատուժի ծախս, այսինքն՝ $(\$10 + \$15) \times 1,000$ ժամ = $\$25,000$

Հետևաբար, ամենաեժան տարբերակը 20,000-ն է:

4 Ա - \$14,000.

Վարձակալության ներկա արժեքը կազմում է 5000 դոլար: Վարձակալության նոր զուտ արժեքը կկազմի $(17,000$ դոլար + $5,000$ դոլար – $3,000$ դոլար) = $19,000$ դոլար:

Այսինքն արժեքը կկազմի՝ $19,000$ դոլար – $5,000$ դոլար աճը = $14,000$:

5. Դ- Ոչ առաջինը, որ երկրորդը

ԳԿՇ (ROCE) հաշվարկը

Տարեկան մաշվածություն = $\$9,000/5$ տարի = $\$1,800$

Տարեկան շահույթ = $\$3,000 - \$1,800 = \$1,200$

ԳԿԾ = \$1,200/\$9,000 = 13.33%

ԳԿԾ նպատակային ցուցանիշը 15% է, հետևաբար նախագիծը կմերժվի:

Հետզնման ժամկետ = \$9,000/\$3,000 = 3 տարի

Հետզնման նպատակային ցուցանիշը 2.5 տարի է հետևաբար նախագիծը կմերժվի.

Խնդիր 1

		Միավոր
(Ա)	Հասույթի արագ աճ	1
	Դեբիտորական պարտք. օրերի աճ	1
	Պաշարների օրերի աճ	1
	Շահութաբերության նվազում	1
	Ընթացիկ ակտիվների արագ աճ	1
	Կարճաժամկետ ֆին. կախվածության աճ	3
	Իրացվելիության նվազում	3
	Եզրակացություն գերառևտրի վերաբերյալ	<u>1</u>
		12
(Բ)	Շրջանառու կապիտալում ներդրումային քաղաքականություն	4
	Շրջանառու կապիտալի ֆինանսավորման քաղաքականություն	<u>4</u>
		<u>8</u>
		<u><u>20</u></u>

(Ա) Գերառևտրի նշաններ:

Վաճառքից հասույթի արագ աճ. Ալֆայի վաճառքից հասույթը աճել է 40%-ով՝ 20X0 թվականի 10,375 հազար դոլարից հասնելով 20X1 թվականի 14,525 հազար դոլարի: Եկամտի այս արագ աճը չի ապահովվում երկարաժամկետ ֆինանսավորման նմանատիպ աճով, որը աճել է ընդամենը 4.7%-ով (20X1 թվականին 16,268 հազար դոլար՝ համեմատած 20X0 թվականի 15,541 հազար դոլարի հետ):

Ընթացիկ ակտիվների արագ աճ. Ալֆայի ընթացիկ ակտիվները նույնպես գրեթե կրկնապատկվել են՝ 20X0 թվականի 2,826 հազար դոլարից աճելով մինչև 20X1 թվականի 5,349 հազար դոլար (89%): Սա զարմանալի է, հաշվի առնելով, որ երկարաժամկետ ֆինանսավորումն աճել է ընդամենը 4.7%-ով: Առևտրային դեբիտորական պարտքերը աճել են 85%-ով (20X0 թվականին՝ 1,734 հազար դոլար և 20X1 թվականին՝ 3,200 հազար դոլար), իսկ պաշարների մակարդակը աճել է 97%-ով (20X0 թվականի 1,092 հազար դոլարից՝ 2,149 հազար դոլար):

Պաշարների պահպանման օրերի աճ. Վերոնշյալի հետ կապված՝ պաշարների շրջանառությունը զգալիորեն դանդաղել է՝ 20X0 թվականի 60 օրից հասնելով 20X1 թվականի 75 օրվա, ինչը զգալիորեն գերազանցում է ոլորտի միջին 55 օրվա ցուցանիշը: Սա կարող է ցույց տալ, որ Ալֆային ապագայում սպասում է վաճառքի ծավալների հետագա աճ:

Դեբիտորական պարտքերի ստացման ժամանակահատվածի աճ. Ավելի մեծ մտահոգության առարկա, թերևս, այն փաստն է, որ առևտրային դեբիտորական պարտքերը շատ ավելի դանդաղ են մարվում: Դեբիտորական պարտքերի մարման օրերը 20X0 թվականի 61 օրվից աճել են մինչև 80 օր 20X1 թվականին, ինչը կրկին զգալիորեն գերազանցում է ոլորտի միջին ցուցանիշը: Հնարավոր է, որ վաճառքը խրախուսելու համար Ալֆան իր հաճախորդներին առաջարկել է ավելի բարենպաստ ապառիկ վճարման պայմաններ: Այնուամենայնիվ, ստացման օրերի աճը կարող է նաև ցույց տալ, որ Ալֆա ընկերությունը բավարար ռեսուրսներ չունի իր դեբիտորական պարտքերը արդյունավետ կառավարելու համար, և/կամ որ նրա հաճախորդները կարող են չկարողանալ ժամանակին մարել իրենց պարտքերը, քանի որ նրանք ֆինանսական դժվարություններ ունեն:

Շահութաբերության նվազում. Չնայած Ալֆայի վաճառքից հասույթը վերջին տարվա ընթացքում աճել է 40%-ով, նրա շահույթը մինչև տոկոսների և հարկերի վճարումը (PBIT) աճել է ընդամենը 8.9%-ով: Շահույթի մարժան իրականում նվազել է՝ 20X0 թվականի 36%-ից հասնելով 20X1 թվականի 28%-ի: Սա մասամբ կարող է պայմանավորված լինել նրանով, որ ընկերությունը վաճառքի ծավալները մեծացնելու համար վաճառում է ավելի ցածր մարժայով, բայց, ամենայն հավանականությամբ, վկայում է վաճառքի և շահագործման ծախսերի աճի մասին: Ավելի մեծ պաշարներ պահելու հետ կապված լրացուցիչ ծախսերի և օվերդրաֆտներից ֆինանսավորման ծախսերի աճի հետ մեկտեղ, ընկերության շահութաբերությունը, հավանաբար, ապագայում ավելի կտուժի:

Ընթացիկ պարտավորությունների (կարճաժամկետ ֆինանսավորման) աճ. Ալֆա ընկերությունը ավելի ու ավելի է ֆինանսավորվում ընթացիկ պարտավորությունների միջոցով, որոնք աճել են 131%-ով (20X0 թվականի 1,887 հազար դոլարից մինչև 20X1 թվականի 4,365 հազար դոլար), մինչդեռ երկարաժամկետ ֆինանսավորումը աճել է միայն աննշան՝ 4.7%-ով: Վաճառքից հասույթի/զուտ շրջանառու կապիտալի հարաբերակցությունը 20X1 թվականին աճել է 11 անգամից մինչև 15 անգամ: Մասնավորապես, օվերդրաֆտը 20X0-ից մինչև 20X1 թվականը աճել է 500%-ով:

Կրեդիտորական պարտքերի վճարման օրերը 90 օրից երկարել են մինչև 100 օր, ինչը ցույց է տալիս, որ Ալֆան ավելի դժվարանում է մարել առևտրային պարտքերը: Այս ամենը լրացուցիչ ճնշում կգործադրի ֆինանսավորման ծախսերի վրա՝ նվազեցնելով բաշխվող շահույթը: Ընկերության տոկոսային ծախսերը 292 հազար դոլարից աճել են մինչև 355 հազար դոլար:

Նվազած իրացվելիություն. Ալֆայի օվերդրաֆտներից կախվածության աճի և կրեդիտորական պարտքերի վճարման օրերի երկարացման պատճառով նրա իրացվելիության նվազումն է: Ալֆայի ընթացիկ իրացվելիության գործակիցը 1.5 անգամից նվազել է մինչև 1.2 անգամ՝ համեմատած ոլորտի միջին 1.7 անգամի հետ: Ավելի զգայուն արագ իրացվելիության գործակիցը 0.9 անգամից նվազել է մինչև 0.7 անգամ՝ համեմատած միջին 1.1 անգամի հետ: Սակայն Ալֆան դեռևս իրացվելիության դեֆիցիտ չունի, քանի որ նրա ընթացիկ ակտիվները դեռևս գերազանցում են ընթացիկ պարտավորությունները:

Եզրակացություն

Վերը քննարկված միտումներից կարող ենք եզրակացնել, որ Ալֆան կարելի է բնութագրել որպես գերառևտրային:

Գործակից	Բանաձև	20X1	20X0
Շահույթի մարժա	ՇՄՏՀ/Հասույթ × 100%	28%	36%
Ընթացիկ գործակից	Ընթ. ակտ./ընթ. պարտ	1.2 անգամ	1.5 անգ.
Արագ գործակից	(Ընթ. ակտ. – պաշար)/ընթ. պարտ.	0.7 անգ.	0.9 անգ.
Պաշարների օրեր	Պաշարներ/ինքնարժեք × 365	75 օր	60 օր
Դեբիտորներ- օրեր	դեբիտորներ/հասույթ × 365	80 օր	61 օր
Կրեդիտորներ-օրեր	կրեդիտորներ/ինքնարժեք × 365	100 օր	90 օր
Զուտ շրջանառու կապ.	Ընթ. ակտ – ընթ. պարտ	\$984,000	\$949,000
Հասույթ/ԶԾԿ	Հասույթ/ԶԾԿ	15 անգ.	11 անգ.

(Հասույթ/զուտ շրջանառու կապիտալ հարաբերակցությունը կարող է հաշվարկվել նաև առանց դրամական մնացորդների կամ օվերդրաֆտի):

(Բ) Շրջանառու կապիտալում ներդրումային քաղաքականությունը թելադրում է, թե որքան ներդրում է ընկերությունը կատարում շրջանառու ակտիվներում: Մյուս կողմից, շրջանառու կապիտալի ֆինանսավորման քաղաքականությունը որոշում է, թե ինչպես է ընկերությունը ֆինանսավորում իր առօրյա գործունեությունը. կարճաժամկետ, թե երկարաժամկետ աղբյուրներով: Հետևաբար, շրջանառու կապիտալի ներդրումային քաղաքականությունը ներդրումային որոշում է, մինչդեռ շրջանառու կապիտալի ֆինանսավորման քաղաքականությունը՝ ֆինանսավորման որոշում:

Ե՛վ շրջանառու կապիտալի ներդրումային քաղաքականությունը, և՛ շրջանառու կապիտալի ֆինանսավորման քաղաքականությունը նկարագրվում են պահպանողական, չափավոր և ագրեսիվ

տերմիններով: Սակայն այս տերմինները տարբեր իմաստներ ունեն ներդրումների և ֆինանսավորման համատեքստում:

Շրջանառու կապիտալում ներդրումների համատեքստում պահպանողական քաղաքականությունը նպատակ ունի նվազեցնել համակարգի խափանման ռիսկը՝ պահպանելով շրջանառու կապիտալի բարձր մակարդակ՝ հաճախորդների համար առատաձեռն ապառիկ պայմաններ, պաշարների բարձր մակարդակ և մատակարարներին արագ վճարումներ: Այս մոտեցումը կարող է հանգեցնել բարձր ֆինանսավորման ծախսերի և կարող է առաջացնել դրամական հոսքերի խնդիրներ: Ի տարբերություն դրա, ագրեսիվ մոտեցումը նվազեցնում է ֆինանսավորման ծախսերը և մեծացնում շահութաբերությունը՝ կրճատելով պաշարները, վաղաժամ գանձելով պարտքերը հաճախորդներից և հետաձգելով մատակարարներին վճարումները:

Շրջանառու կապիտալի ֆինանսավորման համատեքստում շրջանառու ակտիվները բաժանվում են հաստատուն շրջանառու ակտիվների (շրջանառու ակտիվների այն մակարդակը, որը ապահովում է գործարար գործունեության ստանդարտ մակարդակը) և տատանվող ակտիվների (շրջանառու ակտիվների այն մակարդակը, որը աճում և նվազում է անսպասելի գործարար պահանջարկի պատճառով):

Պահպանողական քաղաքականությունն օգտագործում է երկարաժամկետ ֆինանսավորում ընկերության ակտիվների մեծ մասը ֆինանսավորելու համար՝ դիմելով կարճաժամկետ ֆինանսավորմանը միայն այն դեպքում, երբ ընթացիկ ակտիվների տատանումները ընդհանուր ակտիվները որոշակի մակարդակից բարձր են դարձնում: Ի տարբերություն դրա, ագրեսիվ քաղաքականությունն կարճաժամկետ աղբյուրներից ֆինանսավորում է բոլոր տատանվող ընթացիկ ակտիվները և որոշ հաստատուն ընթացիկ ակտիվներ: Այս մոտեցումը ներկայացնում է իրացվելիության հետ կապված խնդիրների ավելի մեծ ռիսկ, բայց թույլ է տալիս ավելի ցածր ֆինանսավորման ծախսեր ունենալ: Դա պայմանավորված է նրանով, որ կարճաժամկետ ֆինանսավորումն ավելի էժան է, քան երկարաժամկետ ֆինանսավորումը:

Չետևաբար, շրջանառու կապիտալում ներդրումը և շրջանառու կապիտալի ֆինանսավորումը նկարագրում են շրջանառու կապիտալի կառավարման երկու տարբեր ասպեկտներ: Փաստորեն, ընկերության համար հնարավոր է ընդունել ագրեսիվ շրջանառու կապիտալի ներդրումային քաղաքականություն և պահպանողական շրջանառու կապիտալի ֆինանսավորման քաղաքականություն, կամ հակառակը:

Խնդիր 2

			Միավոր
(Ա)	(i)	% հարկումից հետո	1
		ՀՆՃՄ	1
		ՀՆՃՄ օգուտներ	1
		Սպասարկման հարկային օգուտ	1
		Հարկի ժամկետներ	1
		PV գնում	<u>1</u>
			6
	(ii)	Վարձակալության հարկային օգուտներ	1
		Վարձակալության ժամկետներ	1
		PV վարձակալություն	<u>1</u>
			3
	(iii)	Առաջարկություն	1
(Բ)	(i)	Խիստ նորմավորման պատճառներ	3
		Մեղմ նորմավորման պատճառներ	<u>3</u>
			6
	(ii)	Հաղթահարման ուղիներ	4
			<u>4</u>
			<u>20</u>

(Ա) (i) Չեղչ հարկից հետո = $8.6 \times (1 - 0.3) = 8.6 \times 0.7 = 6\%$ (կլորաց.)

Գնման վարկի արժեքի PV:

Տարի	0	1	2	3	4	5
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Գնում	(750,000)					
Մնացորդային արժեք					50,000	
Սպասարկման ծախս		(23,000)	(23,000)	(23,000)	(23,000)	
ՀՆՃՄ օգուտ			56,250	42,188	31,641	79,922
Սպ. ծախ. հարկ օգուտներ			6,900	6,900	6,900	6,900
Չուտ դր. հոսք	(750,000)	(23,000)	40,150	26,088	65,541	86,822
Չեղչ 6%	<u>1.000</u>	<u>0.943</u>	<u>0.890</u>	<u>0.840</u>	<u>0.792</u>	<u>0.747</u>
	<u>(750,000)</u>	<u>(21,689)</u>	<u>35,734</u>	<u>21,914</u>	<u>51,908</u>	<u>64,856</u>

PV գնման վարկի \$597,277.

ՀՆՃՄ օգուտներ

Տարի	0	1	2	3	4	5
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Գնում	750,000					
ՀՆՃՄ		187,500	140,625	105,469	266,406*	
30% ՀՆՃՄ օգուտ			56,250	42,188	31,641	79,922

* $750,000 - 187,500 - 140,625 - 105,469 - 50,000 = \$266,406$

(ii) PV վարձակալություն:

Տարի	0	1	2	3	4	5
	\$	\$	\$	\$	\$	\$
Վարձակալություն	(200,000)	(200,000)	(200,000)	(200,000)		
Հարկային օգուտ			60,000	60,000	60,000	60,000
Չուտ դր. հոսք	(200,000)	(200,000)	(140,000)	(140,000)	60,000	60,000
Չեղչ 6%	1.000	0.943	0.890	0.840	0.792	0.747
	(200,000)	(188,600)	(124,600)	(117,600)	47,520	44,820

PV վարձակալություն \$538,460.

(iii) Վարձակալության ֆինանսական օգուտ = \$597,277 – \$538,460 = \$58,817

Ֆինանսական առումով վարձակալությունը գրավիչ է:

(A) (i) **Ներդրումային կապիտալի նորմավորման պատճառները**

Տեսականորեն, բաժնետերերի հարստությունը մաքսիմալացնելու նպատակին կարելի է հասնել կատարյալ կապիտալի շուկայում՝ ներդրումներ կատարելով բոլոր այն նախագծերում, որոնք ունեն դրական զուտ ներկա արժեք (NPV): Գործնականում ընկերությունները կապիտալի նորմավորման են ենթարկվում և սահմանափակված են ներդրումների առկա ֆինանսավորման ծավալով, ուստի բաժնետերերի հարստությունը չի մաքսիմալացվում:

Կապիտալի խիստ նորմավորումը պայմանավորված է արտաքին գործոններով, մինչդեռ մեղմ նորմավորումը պայմանավորված է ներքին գործոններով կամ կառավարման մարմինների որոշումներով:

Կապիտալի խիստ նորմավորման հիմնական պատճառները ազդում են շատ ընկերությունների վրա, օրինակ՝ նոր ֆինանսավորման հասանելիությունը կարող է սահմանափակ լինել, քանի որ բաժնետոմսերի գները ֆոնդային շուկայում անկում են ապրել կամ կառավարության կողմից բանկային վարկավորման սահմանափակումների պատճառով:

Եթե ընկերությանը անհրաժեշտ է միայն փոքր ծավալի ֆինանսավորում, երբեմն թողարկման ծախսերը կարող են այնքան բարձր լինել, որ արտաքին ֆինանսավորման աղբյուրների օգտագործումը գործնականում անհրաժեշտ չլինի:

Կապիտալի խիստ նորմավորման հիմնական պատճառները կարող են լինել ընկերությանը ընտրող, օրինակ՝ ընկերությունը կարող է չկարողանալ նոր պարտքային ֆինանսավորում ներգրավել, եթե բանկերը կամ ներդրողները ընկերությունը համարում են չափազանց ռիսկային վարկավորման համար: Ընկերությունը կարող է ունենալ բարձր լիքեր և ցածր տոկոսային ծածկույթ, կամ վատ վարկային պատմություն, կամ եթե վերջերս է հիմնադրվել, ընդհանրապես պատմություն չունենալ: Ծառայությունների ոլորտի ընկերությունները կարող են չկարողանալ առաջարկել ակտիվներով ապահովվածություն որպես նոր վարկերի ապահովության միջոց:

Կապիտալի մեղմ նորմավորման պատճառներից են նոր բաժնետոմսեր թողարկելու կառավարման մարմինների հակակրանքը, օրինակ՝ ընկերությունը կարող է ցանկանալ խուսափել իր մեկ բաժնետոմսի համար եկամտի (EPS) հնարավոր փոշիացումից կամ խուսափել կլանման թիրախ դառնալու հնարավորությունից: Այլընտրանքորեն, կառավարիչները կարող են դեմ լինել նոր պարտք թողարկելուն և ֆիքսված տոկոսադրույքների վճարումները մեծացնելու պարտավորություն ստանձնելուն, օրինակ, եթե նրա շուկաների տնտեսական հեռանկարը վատ է:

Կապիտալի մեղմ նորմավորումը կարող է առաջանալ նաև այն պատճառով, որ կառավարիչները ցանկանում են նոր ներդրումները ֆինանսավորել չբաշխված շահույթից, օրինակ՝ որպես վերահսկվող աճի քաղաքականության մաս, այլ ոչ թե հանկարծակի աճի պատճառով, որը կարող է առաջանալ դրական զուտ ներկա արժեք ունեցող բոլոր ներդրումները կատարելուց:

Կապիտալի մեղմ նորմավորման պատճառներից մեկը կարող է լինել այն, որ կառավարիչները ցանկանում են, որ ներդրումային նախագծերը մրցակցեն միջոցների համար՝ հավատարմով, որ դա կհանգեցնի ավելի ուժեղ, ավելի կայուն ներդրումային նախագծերի ընդունմանը:

(ii) **Կապիտալի նորմավորման հաղթահարման ուղիները**

Բետան փոքր ընկերություն է, այդ պատճառով կապիտալի խիստ նորմավորումը ՓՄԿ-ների համար տարածված խնդիր է, որը կոչվում է ֆինանսավորման բաց: Կապիտալի նորմավորման հաղթահարման առաջին քայլը կարող է լինել Բետա ընկերության կողմից ֆինանսավորման առկա աղբյուրների վերաբերյալ տեղեկատվության հավաքագրումը:

Ընկերության կապիտալի նորմավորման խնդրի հաղթահարման միջոցներից մեկը կարող է լինել բիզնես հրեշտակների ֆինանսավորումը: Այս ոչ պաշտոնական ֆինանսավորման աղբյուրը գալիս է հարուստ անհատներից կամ ներդրողների խմբերից, ովքեր ուղղակիորեն ներդրումներ են կատարում ընկերությունում և պատրաստ են ավելի բարձր ռիսկեր ստանձնել՝ ավելի բարձր եկամուտ ստանալու ակնկալիքով: Ֆինանսավորման այս ձևի տեղեկատվական պահանջները կարող են ավելի քիչ պահանջկոտ լինել, քան ֆինանսավորման ավելի տարածված աղբյուրների հետ կապվածները:

Բետա ընկերությունը կարող է դիտարկել քրաուդֆանդինգի հնարավորությունը, որի դեպքում շատ ներդրողներ ֆինանսավորում են տրամադրում բիզնես ձեռնարկության համար, օրինակ՝ ինտերնետային հարթակի միջոցով:

Բետան կարող է խնդրել օգնություն կառավարությանից կամ տարածաշրջանային աղբյուրից, որը կարող է կապված լինել որոշակի գործարար ոլորտի կամ որոշակի աշխարհագրական տարածքի տնտեսական վերականգնման հետ:

Բետան կարող է դիտարկել համատեղ ձեռնարկությունը որպես լրացուցիչ ֆինանսավորման անհրաժեշտությունը նվազեցնելու միջոց՝ կախված իր բիզնեսի բնույթից և բիզնես ծրագրերից, և այն բանից, թե արդյոք ընկերության տնօրենները պատրաստ են կիսել վերահսկողություն համատեղ ձեռնարկության գործընկերոջ հետ:

Խնդիր 3

		Միավոր
(Ա)	Պարտք	
	ՇՄՏՀ աճ	1
	Տոկոսի աճ	1
	ՇՄՀ աճ	1
	Շահույթը հարկից հետո աճ	1
	Վերանայված ՄԲՇ և կապիտալի աճ	2
	Սեփ. կապիտալ	
	ՇՄՀ աճ	1
	Վերանայված ՄԲՇ	1
	ՏԳԻԹ և կապիտալի աճ	2
	Առաջարկություններ	1
	Այլ քննարկում	1
		<u>12</u>
(Բ)	Պորտֆելի դիվերսիֆիկացիա	
	Համակարգային ռիսկ	2
	Ոչ համակարգային ռիսկ	2
		<u>4</u>
(Գ)	Դիվերսիֆիկացված պորտֆել	1
	Մեկ շրջան	1
	Կատարյալ կապիտալի շուկա	1
	Ռիսկազերծ դրույթաչափ	1
		<u>4</u>
		<u><u>20</u></u>

(Ա) $\text{ՇՄՏՀ աճ} = 13.040\text{մլն} \times 1.2 = \$15,648,000$

Պարտքային ֆինանսավորում

Ներկա տոկոսավճար = \$240,000

Տոկոսավճարի աճ = $15\text{մլն} \times 0.08 = \$1,200,000$

Վերանայված տոկոսավճար = $1,200,000 + 240,000 = \$1,440,000$

Վերանայված ՇՄՀ = $15,648,000 - 1,440,000 = \$14,208,000$

Վերանայված շահույթ հարկից հետո = $14,208,000 \times 0.7 = \$9,945,600$

Ընթացիկ ՄԲՇ = $8,960,000 / 12,000,000 = \0.747

Վերանայված ՄԲՇ = $9,945,600 / 12,000,000 = \0.829

Ընթացիկ գին/շահույթ գործակից = $6.25 / 0.747 = 8.37$

Վերանայված գին = $8.37 \times 0.829 = \$6.94$ մեկ բաժնետոմսի

Կապիտալի աճ = $6.94 - 6.25 = \$0.69$ մեկ բաժնետոմսի

Բաժնետնային ֆինանսավորում

Վերանայված ՇՄՀ = $15,648,000 - 240,000 = \$15,408,000$

Վերանայված շահույթը հարկերից հետո = $15,408,000 \times 0.7 = \$10,785,600$

Վերանայված բաժնետոմսերի քանակ = $12\text{մլն} \times 1.25 = 15\text{մլն}$

Վերանայված ՄԲՇ = $10,785,600 / 15,000,000 = \0.719

Ընթացիկ Գ/Շ գործակից = $6.25 / 0.747 = 8.37$

Վերանայված գին = $8.37 \times 0.719 = \$6.02$ մեկ բաժնետոմսի

$S\&P = ((4 \times 6.25) + 5.00) / 5 = \6.00 մեկ բաժնետոմսի

Կապիտալի աճ = $6.02 - 6.00 = \$0.02$ մեկ բաժնետոմսի

Մեկնաբանություն.

Խորհուրդ է տրվում ֆինանսավորել պարտքային միջոցներով, քանի որ դա հանգեցնում է բաժնետերերի համար ավելի մեծ կապիտալի աճի: Այս առաջարկությունը կարող էր արվել ՄԲԾ հիման վրա, քանի որ գին/շահույթի հարաբերակցության բազմապատկիչը նույնն է երկու ֆինանսավորման տարբերակների համար: Այնուամենայնիվ, կարևոր է հաշվել և համեատել բաժնետիրական ֆինանսավորման տարբերակից բխող բաժնետոմսի տեսական գինը իրավունքների թողարկումից հետո բաժնետոմսի գնի հետ:

- (Բ) Ցանկացած ներդրման դեպքում կա ռիսկ, որ իրական արդյունքը կարող է տարբերվել սպասվող կամ կանխատեսված արդյունքից: Այդ ռիսկը կարելի է նվազեցնել՝ ունենալով դիվերսիֆիկացված պորտֆել՝ տարբեր ուղղվածության ռիսկերի ներդրումային պորտֆել, քանի որ ռիսկայնությամբ իրարից տարբերվող ներդրումների վրա տարբեր չափով են ազդում տնտեսական փոփոխականները, ինչպիսիք են տոկոսադրույքների կամ գնաճի տեմպերը: Մեկ ներդրումից ստացված եկամտաբերությունը կարող է աճել, օրինակ, երբ մեկ այլ ներդրումից ստացված եկամտաբերությունը նվազում է: Նշվածը հայտնի է որպես պորտֆելի դիվերսիֆիկացիա:

Փորձը ցույց է տալիս, որ պորտֆելի դիվերսիֆիկացիայի արդյունքում ընդհանուր ռիսկի նվազեցման համար կա սահմանափակում: Այն ռիսկը, որը չի կարող վերացվել պորտֆելի դիվերսիֆիկացիայի միջոցով, կոչվում է համակարգային ռիսկ: Այն ներկայացնում է ֆինանսական և տնտեսական համակարգին վերաբերող ռիսկ, որից չի կարող խուսափել որևէ ընկերություն:

Պորտֆելի դիվերսիֆիկացիայի միջոցով նվազեցվող ռիսկը կոչվում է ոչ համակարգային ռիսկ կամ հատուկ (անհատական) ռիսկ, քանի որ այն վերաբերում է այն կոնկրետ ընկերություններին, որտեղ կատարվում են ներդրումներ:

Փորձը ցույց է տալիս, որ 20-ից 30 ընկերությունների բաժնետոմսերում ներդրումներ կատարելը բավարար է ներդրումային պորտֆելից գրեթե ամբողջությամբ վերացնելու ոչ համակարգային ռիսկը:

Համակարգային ռիսկը պարունակում է և՛ գործարար ռիսկ, և՛ ֆինանսական ռիսկ: Պարտքային ֆինանսավորում չունեցող ընկերությունը բախվում է միայն գործարար ռիսկի, մինչդեռ բաժնետիրական և պարտքային ֆինանսավորում ունեցող ընկերությունը բախվում է և՛ գործարար, և՛ ֆինանսական ռիսկերի:

- (Գ) Կապիտալ ակտիվների գնահատման (CAPM) մոդելի հիմնական ենթադրությունները

Ներդրողները պահում են դիվերսիֆիկացված պորտֆելներ:

Մինչդեռ պորտֆելի տեսությունը հաշվի է առնում ընդհանուր ռիսկը, CAPM-ը հաշվի է առնում միայն համակարգային ռիսկը, քանի որ այն ենթադրում է, որ բոլոր ներդրողները պահում են դիվերսիֆիկացված պորտֆելներ: Հետևաբար, ներդրողները կպահանջեն փոխհատուցում միայն իրենց պորտֆելներում առկա համակարգային ռիսկի համար:

Միաժամանակյա գործարքի հորիզոն

Տարբեր ակտիվների, ինչպիսիք են բաժնետոմսերը, եկամտաբերությունը համեմատելու համար CAPM-ը ենթադրում է, որ բոլոր եկամտաբերությունները ստանդարտ միաժամանակյա գործարքի հորիզոնի վրա են, որը սովորաբար ընդունվում է որպես մեկ տարի:

Կատարյալ կապիտալի շուկա

CAPM-ը ենթադրում է կատարյալ կապիտալի շուկա՝ առանց հարկերի, առանց գործարքային ծախսերի և բոլոր մասնակիցների համար ազատորեն հասանելի կատարյալ տեղեկատվությամբ:

Ռիսկից զերծ տոկոսադրույք

CAPM-ը ենթադրում է, որ բոլոր ներդրողները կարող են վարկ վերցնել և փոխառություն տրամադրել ռիսկից զերծ եկամտաբերությամբ: Սա ներկայացնում է բոլոր ներդրողների կողմից պահանջվող նվազագույն եկամտաբերության մակարդակը և CAPM հավասարման փոփոխականներից մեկն է:

Խնդիր 4

Գնահատման սխեմա

		Միավոր
(Ա)	Կապիտալի արժեքի հաշվարկ՝ օգտագործելով CAPM	4
	Պարտատոմսերի շուկայի գնի հաշվարկ	1
	Բաժնետոմսի ընթացիկ գնի հաշվարկ	1
	Բաժնետոմսի ապագա գնի հաշվարկ	1
	Փոխարկման արժեքի հաշվարկ	1
	Չարկից հետո տոկոսների վճարում	1
	Ինտերպոլացիայի հաշվարկի կարգավորում	1
	Չարկից հետո պարտքի արժեքի հաշվարկ	1
	Արտոնյալ բաժնետոմսերի արժեքի հաշվարկ	1
	Չարկից հետո WACC հաշվարկ	3
	Ցանկացած ենթադրության բացատրություն	<u>1</u>
		16
(Բ)	Կապիտալի թերագնահատում	2
	Պարտքի թերագնահատում	2
		4
(Գ)	Մարման ժամկետ	2
	Ցածր տոկոսադրույք	2
	Ֆինանսավորման հասանելիություն	2
	Ֆինանսական լծակ	2
	Փոխարկելի պարտքի այլ առավելություններ	<u>2</u>
		<u>10</u>
		<u>30</u>

(Ա) Սեփ. կապիտալ

Կապիտալի շուկայական արժեքը (ՇԱ) \$125մլն Է.

$$\text{CAPM: } E(r_i) = R_f + \beta_i (E(r_m) - R_f)$$

R_f = ռիսկազերծ դրույք = 4%

β_i = Կապիտալի բետա = 1.2

$(E(r_m) - R_f)$ = Ռիսկի պրեմիում = 5%

Կապիտալի արժեք = $4\% + 1.2 \times 5\% = 10\%$

Փոխարկելի պարտատոմսեր

Ենթադրենք, որ պարտատոմսերի տերերը կփոխարկեն, եթե 19 բաժնետոմսի շուկայական գինը 5 տարվա ընթացքում մեծ լինի 100 դոլարից:

Պարտատոմսի ՇԳ = $\$100 \times \$21\text{մլն}/\$20\text{մլն} = \105

Բաժնետոմսի ընթացիկ ՇԳ = $\$125\text{մլն}/25\text{մլն} = \5

Բաժն. ԾԳ 5 տարի = $\$5 \times 1.04^5 = \6.08

Փոխարկման արժեք = $\$6.08 \times 19 = \115.52

Փոխարկելի պարտատոմսերի հարկումից հետո արժեքը կարող է հաշվարկվել ինտերպոլյացիայի միջոցով՝ ենթադրելով, որ պարտատոմսերի տերերը կփոխարկեն

Ժամ.	Դրամ. հոսք \$	Չեղչադրույթ	ՆԱ \$	Չեղչադրույթ	ՆԱ \$
		7%		5%	
0	(105)	1	(105)	1	(105)
1-5	4.9*	4.100	20.09	4.329	21.21
5	115.52	0.713	<u>82.37</u>	0.784	<u>90.57</u>
			<u>(2.54)</u>		<u>6.78</u>

* Չարկից հետո տոկոսների վճարում = $7 \times (1 - 0.3) = \$4.90$ պարտատոմսի դիմաց

Փոխարկելի պարտատոմսի արժեքը = $5 + [(7 - 5) \times 6.78 / (6.78 + 2.54)] = 5 + 1.45 = 6.45\%$

Արտոնյալ բաժնետոմսեր

Արտոնյալ բաժնետոմսերը հարկից հետո = $5\% \times \$10\text{մլն} / \$6.25\text{մլն} = 8\%$

ԿՄԿԱ WACC

Ընդամենը = $\$125\text{մլն} + \$21\text{մլն} + \$6.25\text{մլն} = \152.25մլն

Չարկից հետո WACC = $[(\$125\text{մլն} \times 10\%) + (\$21\text{մլն} \times 6.45\%) + (\$6.25\text{մլն} \times 8\%) / \$152.25\text{մլն}]$

Չարկից հետո WACC = 9.4%

Նշում. Քանի որ օվերդրաֆտը կարճաժամկետ ֆինանսավորման աղբյուր է, ենթադրվել է, որ այն չի կազմում ընկերության կապիտալի մաս և, հետևաբար, բացառվել է ԿՄԿԱ հաշվարկից: Սակայն օվերդրաֆտը մեծ է և, կարծես, ներկայացնում է բավականին հաստատուն գումար: Ընկերությունը պետք է գնահատի, թե արդյոք այն պետք է հաշվի առնվի:

(Բ) ԿՄԿԱ-ն հաշվարկելիս շուկայական արժեքները նախընտրելի են հաշվեկշռային արժեքից, քանի որ դրանք արտացոլում են ընկերության կապիտալի ընթացիկ արժեքը:

Եթե շուկայական արժեքի փոխարեն օգտագործվի հաշվեկշռային արժեքը, դա լրջորեն կթերագնահատի ընկերության կապիտալի կառուցվածքում սեփական կապիտալի մասնաբաժինը: Դա պայմանավորված է նրանով, որ հասարակ բաժնետոմսերի շուկայական արժեքը սովորաբար զգալիորեն ավելի բարձր է, քան դրանց հաշվեկշռային արժեքը:

Սեփական կապիտալի արժեքի ԿՄԿԱ-ի վրա ազդեցության թերագնահատումը, ամենայն հավանականությամբ, կհանգեցնի ԿՄԿԱ-ի թերագնահատմանը, քանի որ, ինչպես տեսնում ենք վերևում նշված պատասխանում, սեփական կապիտալի արժեքը մեծ է պարտքի արժեքից: ԿՄԿԱ-ի թերագնահատումը կխաթարի ընկերության ներդրումային գնահատման գործընթացը, քանի որ կօգտագործվի ավելի ցածր զեղչի տոկոսադրույթ, և կստիպի ընկերությանը կայացնել ոչ օպտիմալ ներդրումային որոշումներ:

Հաշվեկշռային արժեքի օգտագործումը շուկայական արժեքի փոխարեն նույնպես կփոխի պարտքի արժեքը ընկերության կապիտալի կառուցվածքում: Պարտքի արժեքը թերագնահատելու կամ գերագնահատելու ազդեցությունը կլինի ավելի քիչ նշանակալի, քան սեփական կապիտալի դեպքում, քանի որ պարտքային գործիքները հաճախ վաճառվում են իրենց անվանական արժեքին մոտ գնով:

(Գ) Փոխարկելի պարտատոմսերը գրավիչ են ընկերությունների համար հետևյալ պատճառներով.

- (i) Ավելի ցածր տոկոսադրույթներ. ներդրողները սովորաբար պատրաստ են ընդունել փոխարկելի պարտատոմսերի ավելի ցածր կտրոնային տոկոսադրույթ՝ փոխարկման իրավունքների կողմից առաջարկվող հավելյալ արժեքի պատճառով: Սա օգնում է թեթևացնել դրամական հոսքերի վրա բեռը:
- (ii) Պարտքը մարման ժամկետում չմարելու հնարավորությունը. Ընկերությունները թողարկում են փոխարկելի պարտատոմսեր՝ ակնկալելով, որ դրանք կփոխարկվեն: Եթե պարտատոմսերը փոխարկվում են, դա ազատում է ընկերությանը մարման ժամանակ կանխիկ վճարումից:

Կանխիկ առավելությունն էլ ավելի է ուժեղանում բաժնետիրական բաժնետոմսերի եկամտաբերության առումով ավելի մեծ ճկունությամբ:

- (iii) Ֆինանսավորման հասանելիություն. փոխարկելի պարտատոմսերի թողարկումը կարող է ավելի մեծ հասանելիություն ապահովել ֆինանսավորմանը, քանի որ փոխարկման իրավունքով կարելի է գրավվել այն վարկատուներին, որոնք այլապես չէին տրամադրի սովորական վարկային ֆինանսավորում:
- (iv) Ազդեցությունը ֆինանսական լծակի վրա. Փոխակերպման ժամանակ ընկերության ֆինանսական լծակը կնվազի ոչ միայն պարտքի վերացման պատճառով, այլև այն պատճառով, որ սեփական կապիտալը փոխարինում է պարտքին: Սա կարող է դրական ազդանշաններ ուղարկել ընկերության ֆինանսական վիճակի վերաբերյալ:
- (v) Դետաձգված կապիտալ. Այն փաստը, որ փոխարկելի պարտատոմսերը թույլ են տալիս բաժնետոմսերի թողարկում ապագայում նախապես որոշված պահին, թույլ է տալիս ընկերությանը պլանավորել փոխարկման դեպքում մեկ բաժնետոմսի հաշվով եկամտի վրա ազդեցությունը: