

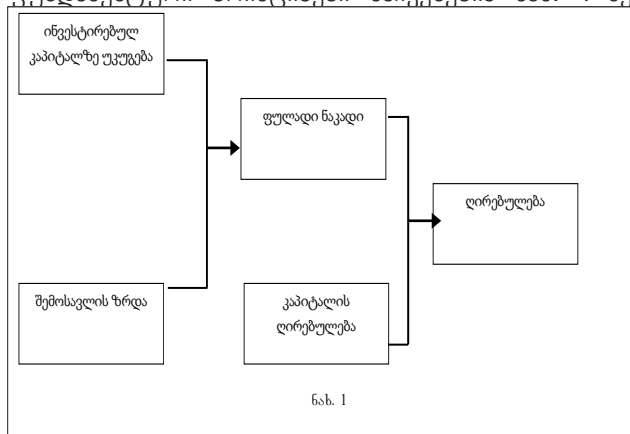
კომპანიის ღირებულების ფორმირების ფუნდამენტური პრინციპები

ოთარ ზუმბურიძე, სტუ-ს სრული პროფესორი
მიხეილ ზიზიბაძე, სტუ-ს დოქტორანტი

კომპანიის ღირებულება იზრდება იმ შემთხვევაში, როდესაც მოზიდული კაპიტალის ინვესტირებით მიღებული უკუგების განაკვეთი აღემატება კაპიტალის ღირებულებას. ე.ი. დამატებითი ღირებულების შექმნის წინაპირობაა ორგანიზაციის ორიენტაცია ზრდასა და უკუგების მაღალი განაკვეთით მეტი კაპიტალის ინვესტირებაზე. ზრდის მაჩვენებელი და ინვესტირებულ კაპიტალზე მიღებული უკუგება (კაპიტალის ღირებულების გათვალისწინებით), კომპანიის ღირებულებაზე მოქმედი ფაქტორებია. ღირებულების შენახვის (კონსერვაციის) პრინციპის თანახმად ქმედება, რომელიც არ იწვევს ფულადი ნაკადების ზრდას, არ ქმნის დამატებით ღირებულებას.

ღირებულების შექმნის ფუნდამენტური პრინციპის თანახმად, კომპანიის უმთავრესი ამოცანაა ფულადი ნაკადების გამომუშავება კაპიტალის ღირებულებაზე მაღალი უკუგების განაკვეთით. ინვესტორები და მენეჯერები, ამ პრინციპის შესაბამისად იღებენ საინვესტიციო გადაწყვეტილებებს. მათ მუდმივად აინტერესებთ კავშირი ფულად ნაკადებს, ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების განაკვეთსა და ღირებულებას შორის.

კომპანიების მიერ შექმნილი ღირებულება წარმოადგენს გამომუშავებულ ფულად ნაკადებს და ინვესტირებული კაპიტალის ღირებულებას შორის სხვაობას, რომელიც გამოითვლება ფულის დროითი ღირებულების და რისკის გათვალისწინებით. ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების განაკვეთი და შემოსავლების ზრდის მაჩვენებელი ზემოქმედებს შემოსავლების ფულად ნაკადებად გარდაქმნის პროცესზე. კომპანიის მიერ შექმნილი ღირებულება დამოკიდებულია ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების განაკვეთზე და შემოსავლების ზრდის მაჩვენებელზე, აგრეთვე ორგანიზაციის მიერ, გრძელვადიან პერიოდში, ამ ორი სიდიდის მაღალ ნიშნულზე შენარჩუნების უნარზე. ღირებულების შექმნის ფუნდამენტური პრინციპები ნაჩვენებია ნახ. 1-ზე



ნახ. 1



ღირებულების შექმნის არსი გამოისახება ფორმულით, რომელიც შედგება შემდეგი კომპონენტებისგან:

წმინდა საოპერაციო მოგება გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT) - კომპანიის ძირითადი საოპერაციო საქმიანობით მიღებული მოგების მაჩვენებელი მოგების გადასახადით დაბეგვის შემდეგ.

ინვესტირებული კაპიტალი - ძირითად საქმიანობაში განხორციელებული ინვესტიციის მოცულობა.

წმინდა ინვესტიცია - წლიდან წლამდე ინვესტირებული კაპიტალის ნაზრდი.

$$\text{წმინდა ინვესტიცია} = \text{ინვესტირებული კაპიტალი}_{t+1} - \text{ინვესტირებული კაპიტალი}_t$$

თავისუფალი ფულადი ნაკადი (FCF) - ძირითადი საქმიანობის შედეგად მიღებული ფულადი ნაკადი ახლად ინვესტირებული კაპიტალის გამოკლების შემდეგ:

$$\text{FCF} = \text{NOPAT} - \text{წმინდა ინვესტიცია}$$

ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების ნორმა (ROIC) - კომპანიის მიერ თითოეულ ინვესტირებულ ფულად ერთეულზე მიღებული უკუგება:

$$\text{ROIC} = \text{NOPAT} / \text{ინვესტირებულ კაპიტალზე}$$

ROIC-ი შესაძლოა განისაზღვროს ორგვარად: როგორც უკუგების განაკვეთი მთელ კაპიტალზე, ან უკუგების განაკვეთი ახალ (ინკრიმენტალურ) კაპიტალზე. ამჟამად, ჩავთვალოთ რომ უკუგება ორივე ტიპის კაპიტალზე ტოლია.

ინვესტირების განაკვეთი (IR) - წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) (NOPAT) კვლავ ბიზნესში ინვესტირებული ნაწილი:

$$\text{IR} = \text{წმინდა ინვესტიცია} / \text{NOPAT}$$

კაპიტალის საშუალო შენონილი ღირებულება (WACC) — ინვესტორების მიერ კომპანიაში განხორციელებულ ინვესტიციაზე მოსალოდნელი უკუგების განაკვეთი და შესაბამისად თავისუფალი ფულადი ნაკადების დისკონტირების განაკვეთი.

ზრდის განაკვეთი (g) - ყოველწლიურად კომპანიის წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) და ფულადი ნაკადების ზრდის განაკვეთი.

დავუშვათ, რომ შემოსავალი და წმინდა საოპერაციო მოგება (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) (NOPAT) ყოველწლიურად იზრდება მუდმივი განაკვეთით და კომპანია ახდენს წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) უცვლელ-

ლი ნაწილის რეინვესტირებას ბიზნესში. წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) ერთი და იგივე ნაწილის რეინვესტირება გამოიწვევს თავისუფალი ფულადი ნაკადის მუდმივი განაკვეთით ზრდას. კომპანიის ფულადი ნაკადების მუდმივი განაკვეთით ზრდის შემთხვევაში, მისი ღირებულება შეგვიძლია გამოვთვალოთ მუდმივი ფულადი ნაკადების ფორმულის საშუალებით:

$$\text{ღირებულება} = \text{FCF}_{t=1} / \text{WACC} - g$$

თავისუფალი ფულადი ნაკადი წმინდა საოპერაციო მოგების (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) და ინვესტირების განაკვეთის საშუალებით გამოიანგარიშება შემდეგნაირად:

$$\begin{aligned} \text{FCF} &= \text{NOPAT} - \text{winda investicia} = \\ &= \text{NOPAT} - (\text{NOPAT} \times \text{IR}) = \\ &= \text{NOPAT} (1 - \text{IR}) \end{aligned}$$

დამოკიდებულება ინვესტირების განაკვეთს (IR), კომპანიის წმინდა საოპერაციო მოგებას (გადასახადით დაბეგვრის შემდეგ) (NOPAT), მოსალოდნელ ზრდის განაკვეთს (g) და ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთს შორის მოცემულია შემდეგი გამოსახულებით:

$$g = \text{ROIC} \times \text{IR},$$

ინვესტირების განაკვეთი ტოლია:

$$\text{IR} = g / \text{ROIC}$$

მიღებული გამოსახულების თავისუფალი ფულადი ნაკადების ფორმულაში ასახვით მივიღებთ:

$$\text{FCF} = \text{NOPAT} (1 - g / \text{ROIC})$$

ხოლო, ამ უკანასკნელის ღირებულების ფორმულაში ჩასმით ვღებულობთ:

$$\text{ღირებულება} = \text{NOPAT}_{t=1} (1 - g / \text{ROIC}) / (\text{WACC} - g)$$

ამრიგად, აღნიშნული ფორმულა, დისკონტრებული ფულადი ნაკადის კონცეფციაზე დაყრდნობით, მათემატიკურად გამოსახავს ღირებულების ფორმირების ფუნდამენტურ პრინციპს.

გამოყენებული ლიტერატურა

1. Brigham F E., Ehrhardt C M. - Financial Management: Theory & Practice. South-Western College Pub; 13 edition (March 3, 2010). 1184 გვერდი.
2. Damodaran A. - Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset. Wiley; 3 edition (April 17, 2012). 992 გვერდი
3. Rosenbaum J., Pearl J., Perella R J. - Investment Banking: Valuation, Leveraged Buyouts, and Mergers and Acquisitions. Wiley; 1 edition (May 4, 2009). 304 გვერდი.

რეზიუმე

კომპანიის ღირებულება იქმნება მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების, კაპიტალის ღირებულების განაკვეთით დისკონტირების შედეგად. თავის მხრივ, ფულად ნაკადებზე გავლენას ახდენს ინვესტირებულ კაპიტალზე უკუგების განაკვეთი და შემოსავლის ზრდის მაჩვენებელი. მენეჯმენტის მიერ განხორციელებული ნებისმიერი ქმედება, რომელიც არ იწვევს ფულადი ნაკადების ზრდას, არ ქმნის დამატებით ღირებულებას. ღირებულების ფორმულა მათემატიკურად გამოსახავს დისკონტირებული ფულად ნაკადებზე დაფუძნებულ ღირებულების კონცეფციას.

Summary

*O. Zumburidze,
M. Zibzibadze*

Company's value is driven by expected cash flows discounted at a cost of capital. Cash flows, in turn, determined by expected returns on invested capital and revenue growth. Any action performed by the company's management, which does not increase cash flows does not create value. The concepts of valuation derived from discounted cash flows are expressed in the value driving formula.