

კაპიტალის სტრუქტურა და მისი ოპტიმიზაციის ზოგიერთი საკითხები

რეზიუმე

კომპანიის გრძელვადიანი განვითარება დაფინანსების პოლიტიკასთანაა უშუალოდ დაკავშირებული. განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში, ფირმების უმნიშვნელოვანეს ამოცანას კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურის განსაზღვრა და მათი ეფექტიანი გამოყენება წარმოადგენს. შესაბამისად კაპიტალის სტრუქტურისა და მისი ოპტიმიზაციასთან დაკავშირებული საკითხების კვლევა მეტად აქტუალურია და მას კორპორაციული ფინანსების თეორიაში, ერთ-ერთი ცენტრალური ადგილი აქვს დათმობილი. ამასთან არსებობს კითხვები. ასე მაგალითად: რამდენად შეესაბამება კომპანიის გრძელვადიანი დაფინანსების პოლიტიკა მის მთავარ მიზანს? კომპანიის სტრატეგიული განვითარება მხოლოდ საკუთარი კაპიტალის გამოყენებითაა შესაძლებელი თუ მოზიდული კაპიტალის ზრდასაც უნდა ითვალისწინებდეს? როგორ უნდა განისაზღვროს, კომპანიის დაფინანსების პოლიტიკა? რას ნიშნავს კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა? რა ფაქტორები ახდენს გავლენას კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირებაზე და ა.შ. სტატიაში შევეცადეთ აღნიშნულ კითხვებთან დაკავშირებით გაგვეცა პასუხი.

საკვანძო სიტყვები: კაპიტალი, ინვესტიცია, დაფინანსება, ფინანსური დეფიციტი, კაპიტალის სტრუქტურა, კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა.

Summary

Capital structure and Some of the issues of its optimization

The company's long-term development of funding with politics is directly related to. In countries with market economy the main task of a firm is: to create optimal capital structure and effectively use its advantages. Hence, it is very significant to explore issues of capital structure in corporate finances. There are some questions connected with this problem; for example: is an appropriate long-term financial policy of a company to its main objectives? Is it available for companies strategic development using only own equity or we need to grow additional capital too? How they create companies financing policy? What is optimal capital structure? What factors influence on capital structure? In this paper we attempted to find answers on the questions like this.

ლილი გვენეტაძე, სტუ-ს ასოცირებული პროფესორი

* * * * *

კორპორაციების (ფირმების) ფინანსები, საფინანსო სისტემის ძირითად რგოლს წარმოადგენს. ქვეყნის შემოსავლის, მთლიანი შიდა პროდუქტის, უმნიშვნელოვანეს ნაწილს სწორედ ფირმები აწარმოებენ, აწარმოებენ და მოიხმარენ. ფინანსური რესურსების საკმარისი რაოდენობა, მათი ეფექტური გამოყენება და რაციონალური სტრუქტურა, ფირმის ფინანსურ მდგომარეობას, მის გადახდისუნარიანობას, ფინანსურ მდგრადობასა და ლიკვიდურობას განსაზღვრავს. ფირმებს ხშირად არ გააჩნიათ წარმოების გაფართოების, მისი გადაიარაღებისა და მოდერნიზაციის, ახალი პროექტების შექმნის, ვალდებულებების დაფარვისა და სხვა საჭიროებისათვის საკმარისი ფინანსური რესურსები. ასეთ შემთხვევაში წარმოიქმნება, ფინანსური დეფიციტი, (სხვაობა კომპანიების ფულზე მოთხოვნილებას და იმ საშუალებების მოცულობას შორის, რომლიც საკუთარი ძალებით არის წარმოებული). დეფიციტის დასაძლევად, ფირმის მენეჯერებს უწევთ ორი საერთო ტიპის ფინანსური საკითხის გადანწყვეტა.

1. მოგების რა ნაწილის რეინვესტირება განახორცილონ ნაცვლად იმისა, რომ ის აქციონერებს შორის ის დივიდენდის ფორმით განაწილდეს;

2. ფინანსური დეფიციტის რა ნაწილი დააფინანსდეს სესხის საშუალებით და არა აქციების გამოშვებით.

პირველი საკითხი სადივიდენდო პოლიტიკის, ხოლო მეორე საკითხი სასესხო პოლიტიკის გათვალისწინებით უნდა გადანწყდეს.² აღნიშნულიდან გამომდინარე, კორპორაციული ფინანსების თეორიაში, ფირმის კაპიტალის სტრუქტურასთან დაკავშირებულ საკითხებს ერთ-ერთი ცენტრალური ადგილი უკავია და განმსაზღვრელ როლს თამაშობს, როგორც საოპერაციო საქმიანობის ისე საინვესტიციო პროექტებთან დაკავშირებით გადანწყვეტილებების მიღებაში. ფირმების უმნიშვნელოვანეს ამოცანას კი კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურის განსაზღვრა და მისი ეფექტიანი გამოყენება წარმოადგენს. აღნიშნულიდან გამომდინარე კაპიტალის სტრუქტურისა და მისი ოპტიმიზაციასთან დაკავშირებული საკითხების კვლევა მეტად აქტუალურია.

კაპიტალის სტრუქტურას, გრძელვადიანი დაფინანსებასთან დაკავშირებით, საკუთარი და ნასესხები საშუალებების გამოყენების თანაფარდობა ასახავს. ის კომპანიის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი სტრატეგიული პარამეტრია. ერთის მხრივ, დაფინანსებაში, ნასესხები კაპიტალის ძალზე დაბალი ხვედრითი წონა ფაქტურად ნიშნავს იმას, რომ კომპანია, საკუთარი კაპიტალითან შედარებით, დაფინანსების პოტენციურად უფრო იაფი წყაროს სათანადოდ ვერ

იყენებს. იმავდროულად ამგვარი სტრუქტურა ნიშნავს, იმასაც რომ კომპანიას კაპიტალზე ხარჯები უფრო მაღალი ექნება და მომავალი ინვესტიციების მიმართ გაზრდილი მოთხოვნილება წარმოიშობა. მეორეს მხრივ კაპიტალის სტრუქტურაში ნასესხები საშუალებების შედარებით მაღალი ხვედრითი წონა, ასევე კაპიტალის შემოსავლიანობის მიმართ ძალზე მაღალ მოთხოვნებს წარმოშობს. რამდენადაც ასეთ შემთხვევაში გადაუხდელობის ალბათობა და შესაბამისად ინვესტორების რისკიც იზრდება.

ზოგადად კომპანიის საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის შეფასება მის ოპტიმიზაციას უკავშირდება. კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა არის, კომპანიის გრძელვადიან დაფინანსებასთან დაკავშირებით, ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის ისეთი თანაფარდობა, რომლის დროსაც კაპიტალზე ერთობლივი ან საშუალოშენიშნული ხარჯები მინიმალური იქნება.¹ შესაბამისად კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაცია კომპანიის ფინანსური მენეჯმენტის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან და რთულ ამოცანაა, რომელიც მართებულ გადაწყვეტას მოითხოვს. თავის მხრივ კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაციასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილების მიღების დროს საჭიროა ვიცოდეთ, რომ კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირებაზე მრავალი ფაქტორი ახდენს გავლენას. ასეთ ფაქტორებად შეიძლება მივიჩნიოთ: კომპანიის სოპერაციო საქმიანობის დარგობრივი თავისებურებანი; მიმდინარე ეტაპზე კომპანიის სასიცოცხლო ციკლი; ფინანსური ბაზრის კონიუქტურა; საოპერაციო საქმიანობის მომგებიანობის დონე; ოპერაციული ლევერეჯის დონე; საგადასახადო მოგების დაბეგვრის დონე; მესაკუთრეებისა და კომპანიის მენეჯერების ფინანსური მენტალიტეტი და საკუთარი კაპიტალის კონცენტრაციის დონე და სხვა. ამასთან საჭიროა ვიცოდეთ რა გავლენა შეიძლება მოახდინოს თითოეულმა მათგანმა კაპიტალის სტრუქტურაზე.

საოპერაციო საქმიანობის დარგობრივი თავისებურებანი - კომპანიის აქტივების სტრუქტურისა და ლიკვიდურობის განმსაზღვრელია. კომპანიები რომლებიც გამოირჩევიან არასაბრუნავი აქტივების მაღალი ხვედრითი წილით, მათი საკრედიტო რეიტინგი შედარებით დაბალია და შესაბამისად იძულებული არიან თავის საქმიანობის პროცესში ორიენტაცია საკუთარი კაპიტალის გამოყენების მიმართულებით შეარჩიონ. გარდა აღნიშნულისა დარგობრივი თავისებურებები საოპერაციო ციკლის განსხვავებულ ხანგრძლივობას განსაზღვრავს. სხვა თანაბარ პირობებში რაც უფრო მცირეა საოპერაციო ციკლის პერიოდი, კომპანიის მიერ ნასესხები კაპიტალი შეიძლება უფრო მეტად იქნეს გამოყენებული.

კომპანიის სასიცოცხლო ციკლის სტადია. ზრდადი კომპანიები, რომლებიც სასიცოცხლო ციკლის ადრეულ სტადიაში იმყოფებიან და კონკურენტუნარიანი პროდუქცია გააჩნიათ, განვითარებისათვის, სასესხო კაპიტალი დიდი ხვედრითი წილით შეუძლიათ მოიზიდონ. მაშინ როდესაც იმავდროულად კომპანია, რომელიც სიმწიფის სტადიაში იმყოფება

უპირეტესად საკუთარი კაპიტალი უნდა გამოიყენოს.

სასაქონლო ბაზრის კონიუქტურა. რაც უფრო სტაბილურია ბაზრის კონიუქტურა და შესაბამისად სტაბილურია კომპანიის პროდუქციაზე მოთხოვნა, მით უფო მაღალია და უსაფრთხოა სასესხო კაპიტალის გამოყენება. და პირიქით, არასასურველი კონიუქტურის და პროდუქციის რეალიზაციის მოცულობის შემცირების პირობებში სასესხო კაპიტალის გამოყენება პირდაპირ ზემოქმედებს, როგორც მოგების დონის შემცირებაზე, ისე გადახდისუნარიანობით გამოწვეული ზარალის საფრთხეს წარმოადგენს. ასეთ პირობებში სასესხო კაპიტალის გამოყენების შემცირებით საჭიროა ფინანსური ლევერეჯის დონის ოპერატიული დანევა.

ფინანსური ბაზრის კონიუქტურა. მისი მდგომარეობა სასესხო კაპიტალის ფასზე უშუალოდ ზემოქმედებს (ზრდის ან ამცირებს) ახდენს. იმ შემთხვევაში, როდესაც სასესხო კაპიტალის ღირებულება იზრდება ფინანსური ლევერეჯის დიფერენციალმა შესაძლოა უარყოფითი მნიშვნელობა შეიძინოს. ასევე ამ ღირებულების შემცირება გრძელვადიანი სასესხო კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობას მკვეთრად ამცირებს (თუ კი სასესხო ხელშეკრულება კრედიტის საპროცენტო განაკვეთის კორექტირებას არ ითვალისწინებს). აღსანიშნავია ისიც, რომ ფინანსური ბაზრის კონიუქტურა ასევე გარე წყაროებიდან მოზიდულ საკუთარი კაპიტალის ფასზე ახდენს გავლენას. იმ შემთხვევაში, როდესაც სასესხო პროცენტის დონე იზრდება, დაბანდებული კაპიტალის მოგების ნორმაზე ინვესტორების მოთხოვნა მატულობს.

საოპერაციო საქმიანობის მომგებიანობის დონე. იმ შემთხვევაში, როდესაც აღნიშნული მაჩვენებელი მაღალია კომპანიის საკრედიტო რეიტინგი იზრდება და მისი სასესხო კაპიტალის გამოყენების შესაძლებლობის პოტენციალი ფართოვდება. უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ კომპანია, მომგებიანობის მაღალი დონის პირობებში, დიდია ალბათობით, მიღებული მოგების მაღალი კაპიტალიზაციის დონით კაპიტალზე დამატებით მოთხოვნას დააკმაყოფილებს. შესაბამისად პრაქტიკაში, ხშირად, ამ პოტენციალის გამოყენება არ ხდება. ასეთ შემთხვევაში მესაკუთრეები, საკუთარ კომპანიაში მიღებული მოგების რეინვესტირებას ანიჭებენ უპირატესობას, რომელიც უზრუნველყოფს კაპიტალის უკუგების მაღალ დონეს, რაც სხვა თანაბარ პირობებში ნასესხები საშუალებების ხვედრით წონას ამცირებს.

კომპანიების მიმართ კრედიტორების დამოკიდებულება. როგორც წესი კრედიტორები კომპანიის საკრედიტო პოტენციალის შეფასების დროს თავისი კრიტერიუმებით ხელმძღვანელობენ, რომელიც ზოგჯერ არ ემთხვევა კომპანიების მიერ საკუთარი კრედიტუნარიანობის შეფასებას. მიუხედავად იმისა, რომ კომპანიას გააჩნია მაღალი ფინანსური მდგრადობა, ზოგჯერ, კრედიტორებს შეუძლიათ იხელმძღვანელონ სხვა ისეთი კრიტერიუმებით, რომლებიც მის ნეგატიური იმიჯს ქმნის და შესაბამისად ამცირებს კომპანიის საკრედიტო რეიტინგს. ეს უარ-

ყოფით გავლენას ახდენს კომპანიის მიერ სასესხო კაპიტალის მოზიდვის ალბათობაზე, შესაბამისად ამცირებს, როგორც მის ფინანსურ მოქნილობას, ისე მოზიდული წყაროებიდან კაპიტალის ოპერატიული ფორმირების ალბათობას.

მოგების დაბეგვრის დონე. როდესაც მოგებაზე საგადასახადო განაკვეთი არ არის მაღალი ან კომპანიის მიერ გამოიყენება მოგებაზე საგადასახადო შეღავათი, ასეთ შემთხვევაში საკუთარი და გარე წყაროდან მოზიდული ნასესხები კაპიტალის ღირებულებას შორის სხვაობა მცირდება. რაც დაკავშირებულია იმასთან, რომ ნასესხები საშუალებების გამოყენება არ იწვევს საგადასახადო ტვირთის შემცირებას, ხოლო კაპიტალის ფორმირების პროცესში უპირატესობა ენიჭება არა დაფინანსების გარა წყაროს გამოყენებას არამედ აქციების ემისიას. მაშინ როდესაც მაღალი საგადასახადო განაკვეთის პირობებში სასესხო კაპიტალის მოზიდვის ეფექტიანობა მნიშვნელოვნად იზრდება.

კომპანიის მესაკუთრეების და მენეჯერების ფინანსური მენტალიტეტი. მესაკუთრეებისა და მენეჯერების კონსერვატიული მიდგომის თანახმად კომპანიის განვითარების დაფინანსებასთან დაკავშირებით რისკის მაღალი დონე მიუღებელია და მის საფუძველს საკუთარი კაპიტალი წარმოადგენს. ამასთან საკუთარ კაპიტალზე მაღალი მოგება, რისკის მაღალი დონის პირობებში, კომპანიის დაფინანსების აგრესიულ მიდგომას აყალიბებს, რომლის დროსაც სასესხო კაპიტალით დაფინანსება მაქსიმალურია.

საკუთარი კაპიტალის კონცენტრაციის დონე. ხშირად, მიუხედავად ხელსაყრელი წანამძღრებიისა, კომპანიის მენეჯმენტზე ფინანსური კონტროლის შესანარჩუნებლად მის მფლობელებს არ სურთ გარე წყაროდან დამატებით საკუთარი კაპიტალი მოიზიდონ. ასეთ შემთხვევაში ნასესხები საშუალებით დამატებითი კაპიტალის ფორმირების კრიტერიუმს, კომპანიის მენეჯმენტისათვის, ფინანსური კონტროლის შენარჩუნება წარმოადგენს. აღნიშნული ფაქტორების გათვალისწინებით კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურის მენეჯმენტი ორ ძირითად მიმართულებამდე დაიყვანება:

1. კომპანიისათვის საკუთარი და ნასესხები კაპიტალის გამოყენების ოპტიმალური პროპორციის დაამყარება;

2. კომპანიაში აუცილებელი სახისა და მოცულობის კაპიტალის მოზიდვა და მისი სტრუქტურის საანგარიშსწორებო მაჩვენებლების მიღწევის უზრუნველყოფა.

ამგვარად, კომპანიის მენეჯერის ერთ-ერთ ურთულეს ამოცანასა კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურის განსაზღვრა წარმოადგენს, რომელიც გადანეყვებას მოითხოვს. კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაციის პროცესი ეტაპობრივად ხორციელდება. ის იწყება კომპანიის კაპიტალის ანალიზით, შემდეგ ხდება კაპიტალის სტრუქტურის განმსაზღვრელი მთავარი ფაქტორების შერჩევა და შეფასება; საჭიროა მრავალფარიანტული გამოთვლების მიხედვით

ვიპოვოთ კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა. ანალიზის ამ ეტაპზე უნდა შეფასდეს მთლიანად კაპიტალისა და მისი შემადგენელი ნაწილების გამოყენების ეფექტიანობა; რაც შეეხება მინიმალური საშუალოშენიშნული ხარჯების კრიტერიუმით კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაციას, ეს თავის მხრივ, ემყარება საკუთარი და ნასესხები წყაროს წინასწარ შეფასებას და კაპიტალის საშუალოშენიშნული ფასის გამოთვლას.

განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში, კორპორაციების უმეტესობა, კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაციას დიდ მნიშვნელობას ანიჭებენ. მისი განსაზღვრა ფინანსური მენეჯერის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფუნქციას წარმოადგენს. რაც შეეხება პოსტკომუნისტურ ქვეყნებში და კერძოდ საქართველოში, აქ კაპიტალის ბაზარი ჯერ კიდევ განუვითარებელია, ხოლო ფინანსური მენეჯერების პროფესიულ მომზადების დონე დაბალია. რაც თავის მხრივ კომპანიებში კაპიტალის სტრუქტურის მიმართ ჯერ კიდევ სუსტ ყურადღებას განაპირობებს. ამასთან სიტუაცია იცვლება, რაც ბიზნესის ღირებულებას გაზრდის მიზნით, გრძელვადიან დაფინანსებასთან დაკავშირებით, დაბანდების პოტენციალის ეფექტიან გამოყენებას მოითხოვს.

გამოყენებული ლიტერატურა

1. ჯეიმს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაპოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორე მეთე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2009;
2. Ричард Брейли, Стюарт Майерс., Принципы корпоративных Финансов (второе издание)., Москва • 2008
3. Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес – Финансовый Менеджмент М.2001;
4. Роберт С. Хиггинс., Финансовый анализ: Инструменты для принятия бизнес-решений., 8-е издание Москва»Санкт-Петербург» Киев.,2007.
5. Семенова Е.,39 Смирнова И. Исследования издержек финансовой неустойчивости в рамках компромиссной теории структуры капитала: Электронный журнал `Корпоративные Финансы~ 2003 №3
6. Пономарева О.А., Тематические обзоры `финансовая архитектура фирмы~.,Электронный журнал `Корпоративные Финансы~ 2003 №2