

## ღამეყბი და ახალგაზრდა ფირმების აკონომიკური შეფასება

გუგული ყურაშვილი, სტუ-ს პროფესორი  
ნატო გეგენავა, სტუ-ს ასისტ. პროფესორი

\* \* \* \* \*

### რეზიუმე

მრავალი ფირმა, რომლებსაც ჩვენ შევფასებთ, მიეკუთვნება საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებს და არ გააჩნიათ დადგენილი საქმიანი პრაქტიკა. ბევრი ანალიტიკოსი ამტკიცებს, რომ ამ ფირმების შეფასება არ შეიძლება, რადგანაც მათ არაანაირი ისტორია არ გააჩნიათ და ზოგჯერ არ გააჩნიათ არც გასაყიდი საქონელი და არც მომსახურება. მოცემულ შემთხვევაში სხვაგვარი მოსაზრებაა წარმოდგენილი. ჩვენ ვაღიარებთ, რომ ახალგაზრდა ფირმების შეფასება უფრო რთულია, ვიდრე მდგრადების, მაგრამ ვამტკიცებთ, რომ შეფასების მთავარი პრინციპები უცვლელი რჩება. ახალგაზრდა ან დამწყები ფირმის შეფასება არის მისი საქმიანობიდან მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების შემცირებული ღირებულება, თუმცა ამ მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების შეფასებები შეიძლება ჩვენგან მოითხოვდეს ჩვეული ინფორმაციის წყაროების ფარგლებიდან გასვლას, რომლებსაც მიეკუთვნება ისტორიული ფინანსური ანგარიშები და შესაძარბელი ფირმების შეფასება. ახალგაზრდა ან დამწყები ფირმის შეფასება არის მისი საქმიანობიდან მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების შემცირებული ღირებულება, თუმცა ამ მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების შეფასებები შეიძლება ჩვენგან მოითხოვდეს ჩვეული ინფორმაციის წყაროების ფარგლებიდან გასვლას, რომლებსაც მიეკუთვნება ისტორიული ფინანსური ანგარიშები და შესაძარბელი ფირმების შეფასება.

### Summary

Many of the firm, which we measure, attributable to the publicly trading companies and don't have established business practices. Many analysts argue that these firms can not be assessed because they do not have any history, and sometimes do not have any sale value of goods and services. In this case, a different view is presented. We recognize that the measure of young firms is more difficult to rate than sustainable, but we show that estimation of the main principles remain the same. Young or start-up firm's assessment of its activity is reduced the value of expected cash flows, estimates of expected cash flows, however, it may require us to leave the scope of the usual sources of information, which belongs to the historical financial statements of comparable firms in the valuations.

მრავალი ფირმა, რომლებსაც ჩვენ შევფასებთ, მიეკუთვნება საჯაროდ მოვაჭრე კომპანიებს და არ გააჩნიათ დადგენილი საქმიანი პრაქტიკა. მაგრამ როგორია სიტუაცია ახალგაზრდა ფირმებთან დაკავშირებით, რომლებიც ეს-ესაა იწყებენ საქმიანობას? ბევრი ანალიტიკოსი ამტკიცებს, რომ ამ ფირმების შეფასება არ შეიძლება, რადგანაც მათ არაანაირი ისტორია არ გააჩნიათ და ზოგჯერ არ გააჩნიათ არც გასაყიდი საქონელი და არც მომსახურება. მოცემულ შემთხვევაში სხვაგვარი მოსაზრებაა წარმოდგენილი. ჩვენ ვაღიარებთ, რომ ახალგაზრდა ფირმების შეფასება უფრო რთულია, ვიდრე მდგრადების, მაგრამ ვამტკიცებთ, რომ შეფასების მთავარი პრინციპები უცვლელი რჩება. ახალგაზრდა ან დამწყები ფირმის შეფასება არის მისი საქმიანობიდან მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების შემცირებული ღირებულება, თუმცა ამ მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების შეფასებები შეიძლება ჩვენგან მოითხოვდეს ჩვეული ინფორმაციის წყაროების ფარგლებიდან გასვლას, რომლებსაც მიეკუთვნება ისტორიული ფინანსური ანგარიშები და შესაძარბელი ფირმების შეფასება.

ფირმების შეფასებისას ინფორმაციას ვიღებთ სამი წყაროდან. პირველი - ფირმის მიმდინარე ფინანსური ანგარიშები. მათ ვიყენებთ იმის განსაზღვრისთვის, თუ რამდენად მომგებიანია ფირმის განსახორციელებელი ან უკვე შესრულებული ინვესტიციები და რამდენი იქნება რეინვესტირება მომავალი ზრდის უზრუნველყოფის მიზნით, ასევე ყველა საწყისი მონაცემის მისაღებად, რომლებიც საჭიროა ნებისმიერი შეფასებისას. მეორე წყარო - ფირმის ისტორია, რომელიც წარმოდგენილია მისი შემოსავლებისა და საბაზრო ფასების სახით. ფირმის შემოსავლებისა და ამონაგების ისტორია დროის რომელიმე მონაკვეთზე შესაძლებლობას გვაძლევს, ვიმსჯელოთ, რამდენად ციკლური იყო ფირმის ბიზნესი და ზრდის რა ტემპებს აჩვენებდა, მისი ოპერაციების რისკიანობის გაზომვაში. დაბოლოს, მესამე - შეგვიძლია განვიხილოთ ამ ფირმის კონკურენტები ან შესაძარბელი ფირმების ჯგუფი, რათა განვსაზღვროთ, რამდენად უკეთესად ან უარესად გამოიყურება ფირმა თავის კონკურენტებთან შედარებით, ასევე დავეხმაროთ ფულადი ნაკადების, ზრდისა და რისკის საკვანძო ფაქტორების შეფასებაში.

უმჯობესი იქნებოდა, ჩვენს განკარგულებაში ყოფილიყო ინფორმაციის დიდი რაოდენობა ყველა წყაროდან, მაგრამ იმ შემთხვევებში, როდესაც სხვა არჩევანი არ არსებობს, იძულებული ვართ, ერთი ტიპის ინფორმაცია შევანაცვლოთ მეორე ტიპის ინ-

ფორმაციით. მაგალითად, იმ ფაქტს, რომ შეერთებულ შტატებში სამი საავტომობილო კომპანიიდან თითოეულს 75-წლიანი ან კიდევ უფრო ხანგრძლივი ისტორია გააჩნია, რომ ამგვარი კომპანია სამია. (კომპანია General Motors, Chrysler და Ford). და პირიქით - კომპანია Abercrombie and Fitch -თან დაკავშირებით შეიძლება არსებობდეს ინფორმაცია მხოლოდ რამდენიმე წელზე, თუმცა ეს ფირმა ფუნქციონირებს სექტორში (სპეციალიზებული საცალო ვაჭრობა), აწონასწორებს ფირმის ისტორიის არარსებობის ფაქტს.

არსებობს რამდენიმე ფირმა, განსაკუთრებით, ეკონომიკის ახალ სექტორში, რომლებთან მიმართებითაც შეიძლება შევეჯახოთ ინფორმაციის პრობლემებს. პირველ რიგში, ამ ფირმების არსებობა, ჩვეულებრივ, არა უმეტეს 1-2 წელს ითვლის, რაც ნიშნავს, რომ მათ მეტად მოკლე ისტორია აქვთ. მეორე - მათი მიმდინარე ფინანსური ანგარიშები ცოტას თუ ამბობს მათი აქტივების ისეთ კომპონენტზე, როგორიცაა მოსალოდნელი ზრდა, რომელიც უზრუნველყოფს ყველაზე დიდ შენატანს მათ ღირებულებაში. მესამე - ეს ფირმები ხშირად აღმოჩნდებიან ხოლმე პირველი წარმომადგენლები ერთგვარ ბიზნესში. ბევრ შემთხვევაში არ არსებობენ კონკურენტები ან შესაძარებელი ფირმების შემადგენლობით ერთგვაროვანი ჯგუფი, რომლებთან შედარებითაც შეიძლება გაზომვის წარმოება. ამიტომ, ამ ფირმების შეფასებისას შეიძლება ნაგავად შეზღუდვებს ინფორმაციის მიღებაში სამივე წყაროდან. როგორ რეაგირებენ ინვესტორები ამგვარ ინფორმაციის არარსებობაზე? ზოგმა გადაწყვიტა, რომ ასეთი აქციების შეფასება არ შეიძლება და ამიტომ ისინი არც უნდა გქონდეს საკუთარი აქტივების პორტფელში. ჩვენ ვამტკიცებთ, რომ ამგვარი ფირმების შეფასებისთვის შეიძლება გამოყენებული იქნას ფულადი ნაკადების დისკონტირების მოდელები.

**დისკონტირებული დასკვნითი ღირებულება =  
საანგარიშო დასკვნითი ღირებულება / (1 + მიზნობრივი  
შემოსავალი)**

ფირმის ღირებულება განისაზღვრება მისი უნარი, შექმნას ფულადი ნაკადები და მათთან დაკავშირებული გაურკვევლობები. ზოგადად რომ ვთქვათ, უფრო მომგებიანი ფირმები ფასდება უფრო მეტად, ვიდრე ნაკლებად მომგებიანი. თუმცა ხანდახან ახალგაზრდა ან დამწყებ ფირმებს, რომლებიც ხშირად კარგავენ ფულს, მაინც უფრო მაღალი ღირებულება მიენერება. როგორც ჩანს, ეს ეწინააღმდეგება იმ მტკიცებას, რომ ღირებულება და შემოსავლიანობა გადაჯაჭვულია ერთმანეთზე. ახალგაზრდა ფირმას არ გააჩნია მნიშვნელოვანი დაბანდებები მინაში, შენობებში და სხვა მუდმივ აქტივებში, და სავარაუდოდ, თავისი ღირებულების ძირითად ნაწილს არამატერიალური აქტივებიდან იღებს.

უარყოფითი შემოსავლები და არამატერიალური აქტივების არსებობა ანალიტიკოსების მიერ გამოიყენება, როგორც შეფასების ტრადიციულ მეთოდებზე უარის თქმისა და ახალი მეთოდების განვითარების

საფუძველი, რომლებიც გამოიყენება ახალგაზრდა ფირმებში ინვესტიციების დასაბუთებისთვის. მაგალითად, ინტერნეტკომპანიების შედარება მათი ახალგაზრდობის დროს ხდებოდა მათი ღირებულების საფუძველზე, საიტის ერთ მნახველზე გათვლით, ე.ი. წარმოებდა ფირმის საბაზრო ღირებულების გაყოფა ვებსაიტის მნახველების რიცხვზე. ეს შედარებები გაურკვეველი სახით შეიცავს ვარაუდებს იმის თაობაზე, რომ მნახველების მეტი რიცხვი გამოიწვევს მეტ ამონაგებს, რომელიც, თავის მხრივ, ხელს უწყობს უფრო მეტ მოგებას მომავალში. ახალგაზრდა ფირმებთან დაკავშირებული პრობლემა მდგომარეობს არა იმაში, რომ ისინი ფულს კარგავენ, არ გააჩნიათ ისტორია ან არ ფლობენ მნიშვნელოვან მატერიალურ აქტივებს. პრობლემა იმაშია, რომ ისინი იმყოფებიან თავისი სასიცოცხლო ციკლის გაცილებით ადრეულ სტადიაზე, ვიდრე მდგრადი ფირმები და მათი შეფასება გვიხდება მანამდე, ვიდრე მათ პროდუქციას გარკვეული ბაზარი მიეზღება. ფირმის ღირებულება მაინც ტოლია მისი აქტივებიდან შემოსული მომავალი ფულადი ნაკადების შემცირებული ღირებულებისა, მაგრამ ამ შემოსავლების შეფასება, შესაძლოა, ბევრად რთული იყოს.

ხდება თუ არა შეფასების პრინციპების რეალიზება ციკლის სტადიის მიხედვით? არა. შეფასება დაკავშირებულია სერიოზულ წინააღმდეგობებთან სასიცოცხლო ციკლის გაცილებით ადრეულ სტადიაზე, ხოლო ღირებულების შეფასებები გაცილებით მეტი ალბათობით შეიძლება შეიცავდეს შეცდომებს დამწყებ ფირმებთან ან მაღალი შემოსავლის მქონე ფირმებთან მიმართებით.

### გამოყენებული ლიტერატურა:

1. ე. ბარათაშვილი, რ. ქუთათელაძე, ლ. გვაჯაია, გ. ყურაშვილი, საინვესტიციო მენეჯმენტი, თბილისი, 2012;