

რეზიუმე

კომპანიის ნორმალურად ფუნქციონირებისათვის აუცილებელია მისი ფინანსების გონივრული მართვა, კაპიტალის სტრუქტურის შესწავლა, საკუთარ და ნასესხებ სახსრებს შორის ოპტიმალური თანაფარდობის განსაზღვრა და ა.შ. ამ ბოლო ხანს კომპანიის მენეჯმენტს სულ უფრო ხშირად აინტერესებს ბიზნესის ეფექტიანობის კომპლექსური მართვის მეთოდები. ეს საკითხი ძალიან მჭიდრო კავშირშია კომპანიის ფინანსური ანგარიშგების საფუძველზე განხორციელებულ ისეთ შეფასებასთან, რომ იგი მომავალშიც მონაწილეობდეს კომპანიის რეგულარულ ანალიზში.

კომპანიის ღირებულების ექსპრეს-ანალიზისათვის ორი მეთოდი შეიძლება გამოვიყენოთ: გორდონის მოდელი და წმინდა აქტივების ანალიზი. ასეთი შეფასება სრულყოფილად არ შეიძლება ჩავთვალოთ, რის გამოც ადვილი შესაძლებელია, რომ ცოტა ხანში არა კომპანიის მფლობელებმა, არამედ უკვე მისმა მენეჯმენტმა დასვას უფრო სრულყოფილი მეთოდების გამოყენების საკითხი.

კომპანიის ღირებულებაზე მოქმედებს მენეჯმენტის ერთ-ერთი სტრატეგიული გადაწყვეტილება - კაპიტალის სტრუქტურის შერჩევა. დადგენილია, რომ განვითარებად ბაზარზე კაპიტალის სტრუქტურაზე მოქმედი ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორებია კომპანიის აქტივების სტრუქტურა, კომპანიის სიდიდე და მისი კაპიტალის შემოსავლიანობა.

საკვანძო სიტყვები: კომპანიის ღირებულება, კაპიტალის სტრუქტურა, ექსპრეს-ანალიზი, კაპიტალის სტრუქტურის დეტერმინანტები.

Summary

For normal functioning of the company's prudent management of finances, studying capital's structure and determining the optimal ratio of borrowings are necessary. Recently, the company is increasingly interested in the management methods of complex business efficiency. This issue is very closely linked to the company's financial statements on the basis of an assessment that it will participate in the regular analysis.

Two methods can be used to express the value of the company for analysis: Gordon model and the analysis of net assets. Such grades are not considered to be perfect, and it is possible that very soon not the owners of the company but its management has been to raise the issue of the use of more sophisticated methods.

The selection of the capital structure operates on one of the strategic decision, it's the cost of the company. It is estimated that emerging market equity structure of the most important factors in the company's asset structure, company size and profitability of its capital.

კომპანიის ნორმალური ფუნქციონირებისათვის აუცილებელია მისი ფინანსების გონივრული მართვა, კაპიტალის სტრუქტურის შესწავლა, საკუთარი და ნასესხები სახსრების ოპტიმალური თანაფარდობის დადგენა და ა. შ. ამ საკითხების შესწავლა შესაძლებელია კომპანიის საქმიანობის ფინანსური ანალიზის მეშვეობით, რომელიც ფინანსური მენეჯმენტის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ელემენტია.

კომპანიების მენეჯმენტს ბოლო დროს სულ უფრო ხშირად აინტერესებს ბიზნესის ეფექტიანობის კომპლექსურად მართვის მეთოდები. ეს საკითხი ძალიან მჭიდრო კავშირშია კომპანიის ფინანსური ანგარიშგების საფუძველზე განხორციელებულ მის ისეთ შეფასებასთან, რომ ეს შეფასება შემდგომში კომპანიის საქმიანობის ჩვეულებრივ რეგულარულ ანალიზში იყოს ჩართული. ვფიქრობთ, ეს არა მარტო შესაძლებელია, არამედ სრულიად ბუნებრივია. მართლაც, თუ გავიხსენებთ საფონდო ბაზრის ფუნდამენტურ ანალიზს, იგი სწორედ საგარეო ანგარიშგების გამოყენებას ეყრდნობა. ამდენად, ბუღალტრული ბალანსი, თუ იგი ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების მოთხოვნათა შესაბამისადაა მომზადებული, პრაქტაკულად გამოსაყენებელი სისტემური მოდელია.

ამასთან, როგორც ცნობილია, „ფინანსური ანალიზი, რომელიც მხოლოდ ბუღალტრული ანგარიშების მონაცემებს ეყრდნობა, ექსპრეს-ანალიზის თვისებებს იძენს, ე.ი. ისეთი ანალიზის თვისებებს, რომელიც ტარდება საწარმოს ფარგლებს გარეთ მისი დაინტერესებული კონტრაგენტების, მესაკუთრეების ან სახელმწიფო ორგანოების მიერ. ასეთი ანალიზის შედეგად მოპოვებული ინფორმაცია შეზღუდულია. ამავე დროს ფინანსური ანგარიშგების გარე მომხმარებლებს ეძლევათ საშუალება ობიექტურად შეაფასონ საწარმოს ფინანსური მდგომარეობა“. [1]

ბიზნესის ღირებულების ექსპრეს-შეფასებისთვის ორი მეთოდი შეგვიძლია გამოვიყენოთ:

1. შემოსავლიანობაზე დაფუძნებული მიდგომა - გორდონის მოდელი და
2. აქტივებზე დაფუძნებული მიდგომა - წმინდა აქტივების ანალიზი.

გორდონის მოდელი ზოგადი სახით ასე გამოიყურება:

კომპანიის ღირებულება = მოგება / (d-g)

სადაც d დისკონტირების განაკვეთია კომპანი-

ისტვის, გ - ბიზნესის ზრდის ტემპი.

ეს მოდელი რამდენადმე გამარტივებულია მომავალი გაყიდვების ნულოვანი ზრდიდან გამომდინარე, რადგან ამ ტემპების განსაღვრა ამოცანას ართულებს. გამართილება საფრთხეს არ შეიცავს, რადგან აქ გამოყენებული სხვა მეთოდებიც მიახლოებითია. ასე რომ გვრჩება უფრო მარტივი ამოხსნა.

$$\text{კომპანიის ღირებულება} = \text{მოგება} / d$$

ანუ დისკონტირების კოეფიციენტის გათვალისწინებით:

$$\text{კომპანიის ღირებულება} = \text{მოგება} / WACC$$

აქ WACC კაპიტალის საშუალო შენონილი ღირებულებაა, რომელსაც ანგარიშობენ ფორმულით:

$$WACC = R_{\text{შესაკ.}} \times K_{\text{შესაკ.}} + R_{\text{ნახ.}} \times K_{\text{ნახ.}}$$

სადაც $R_{\text{შესაკ.}}$ აქციონერული კაპიტალის ის შემოსავლიანობაა, რომელსაც მესაკუთრეები ითხოვენ; K — მისი ხვედრითი წილი კომპანიის დაფინანსების წყაროებში, $R_{\text{ნახ.}}$ — ნასესხები სახსრების ღირებულება და $K_{\text{ნახ.}}$ — მათი წილი დაფინანსების მთლიან მოცულობაში.

თუ ამ მეთოდის სხვა დეტალებს არ გამოვედევნებით, შეგვიძლია ვთქვათ, რომ უცვლელი აქციონერული კაპიტალისთვის, ე.ი. თუ ბიზნესის მფლობელი ამ მომენტში დამატებით სახსრებს არ აბანდებს, შესაძლებელია კომპანიის მთლიანი ღირებულებიდან აქციების ღირებულებაზე გადასვლა. მას გავიანგარიშებთ ფორმულით:

$$\text{ღირებულება} = \text{ROE} / WACC$$

სადაც ROE აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობაა. [2]

ბიზნესის ღირებულების ამ შეფასების ცვლილების დინამიკას ორი ძირითადი ფინანსური მაჩვენებელი დაარეგულირებს:

1. აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობა, ROE და

2. ფინანსური ბერკეტი (ნასესხები და საკუთარი კაპიტალების თანაფარდობა).

რაც შეეხება ბიზნესის შეფასებას, შემოსავლიანობაზე დაფუძნებული მეთოდით შეგვიძლია დავეყრდნოთ სულ ორი, კარგად ნაცნობი ფინანსური მაჩვენებლის ანალიზს. მათგან წმინდა აქტივები სტანდარტული ბალანსის საფუძველზე შეგვიძლია ვიანგარიშოთ.

ამ მოდელის მთავარი უპირატესობა ისაა, რომ იგი პრაქტიკულად მაშინვე შეგვიძლია დავნერგოთ კომპანიაში და მისი მოქმედება კომპანიის შემდგომ მუშაობაზე გავავრცელოთ. მოდელისთვის საწყისი მონაცემებია ჩვეულებრივი კვარტალური ანგარიშგების ინფორმაცია. მის საფუძველზე ვანგარიშობთ რამოდენიმე ძირითად ფინანსურ მაჩვენებელს:

- ROE -ს;

- ფინანსურ ბერკეტს;
- კომპანიის წმინდა აქტივებს.

შერჩეული მაჩვენებლების საფუძველზე კომპანიის ღირებულება ორი მეთოდით განისაზღვრება: შედეგობრივი მაჩვენებელი შეგვიძლია შევირჩიოთ, როგორც მათ შორის საშუალო; შეიძლება არც გადავიდეთ ერთ კრიტერიუმზე და ორივე მაჩვენებლით ვისარგებლოთ.

ბიზნესის მართვის წინაშე დასაყენებელი მოთხოვნები ასე შეგვიძლია ჩამოვყალიბოთ:

კომპანიის ღირებულების ზრდა ლიკვიდობისა და კაპიტალის სტრუქტურის სასურველ დონეზე შენარჩუნებით.

ახალი ამაში არაფერია, რადგან ეს ღირებულების საფუძველზე განხორციელებული ჩვეულებრივი მართვაა. და მაინც, იმ რთული მეთოდიდან, რომელიც მენეჯერების ფსიქოლოგიურსა და მეთოდურ მზადყოფნას მოითხოვს და რომელზეც ყველა კომპანიას არ მიუწვდება ხელი, ჩვენ უბრალო ინტერპრეტაციებზე გადავიდეთ, რომლებიც არავითარ სერიოზულ დანახარჯებს არ მოითხოვს. ამას დიდი მნიშვნელობა აქვს იმიტომ, რომ მენეჯმენტზე და მესაკუთრის მიზნებზე ახალი შეხედულების დანერგვის დროს თითქმის ნულამდე მცირდება წინააღმდეგობა; მეორეც, ასეთი გადაწყვეტით კომპანიის ხელმძღვანელობა იმ სწორ ფინანსურ ენას სწავლობს, რომელზეც მფლობელებს უნდა ესაუბროს იგი. გასაკვირი არ იქნება, რომ რაღაც მცირე დროის შემდეგ უკვე კომპანიის მესაკუთრეები კი არა, მენეჯმენტი დააყენებს უფრო დახვეწილი მეთოდიკების გამოყენების საკითხს და მზად იქნება თავის თავზე აიღოს მათი დანერგვის ხარჯები და სირთულებები.

ცხადია, კომპანიის მიმდინარე საქმიანობის ანალიზში ღირებულებით მიდგომის დანერგვის ასეთი ექსპრეს-მეთოდი შეუძლებელია სრულყოფილად ჩავთვალოთ. მით უმეტეს, როგორც პრაქტიკა აჩვენებს, ეს გადაწყვეტა მთელ რიგ შემთხვევებში მართვის განვითარების ადრეულ ეტაპზეა ხოლმე ყველაზე ეფექტიანი. ეს ის კომპანიებია, რომლებსაც შემდეგი მახასიათებლები აქვთ:

1. ყოფილი სახელმწიფო სტრუქტურები, რომლებიც კერძო ხელში გადავიდნენ;
2. წინათ დამოუკიდებელი კომპანიები, რომლებიც დღეს ჰოლდინგების შვილობილი საწარმოები გახდნენ და
3. ის კომპანიები, რომელთა საკონტროლო პაკეტიც სახელმწიფოს ეკუთვნის.

როგორც ვხედავთ, ეს ის კომპანიებია, რომლებშიც ერთმანეთისგან მკვეთრად გამიჯნული მფლობელი და მმართველი, ღირებულების მართვის კულტურა კი არ არსებობს და მისი დანერგვა დიდ ძალისხმევას საჭიროებს.

კომპანიის ღირებულებაზე დიდ გავლენას ახდენს მისი მენეჯმენტის ერთ-ერთი საკვანძო სტრატეგიული გადაწყვეტილება — კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურის შერჩევა. იმ ფაქტორებისა და მოტივების გამოვლენა, რომლებიც კომპანიების კაპი-

ტალის სტრუქტურის შერჩევას განაპირობებენ, სამი საკითხის მოგვარებას უწყობს ხელს:

1. ამ სტრუქტურის მართვის ინსტრუმენტების პოვნას;

2. არასწორი ფინანსური ბერკეტის შერჩევის მიზეზით კომპანიების კაპიტალიზაციის “დეფიციტის” დადგენას და

3. ნასესხები სახსრების იმ კრიტიკული დონის განსაზღვრას, რომელიც კომპანიების ღირებულების მაქსიმიზებას იწვევს.

განვითარებადი ბაზრების კორპორაციული ფინანსების კვლევებით გამოვლენილია, რომ კაპიტალის სტრუქტურაზე მოქმედი ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორებია განვითარებული ქვეყნებისთვის ტრადიციული ისეთი დეტერმინანტები, როგორებიცაა:

- კომპანიის აქტივების სტრუქტურა;
- კაპიტალის ზომა;
- კომპანიის კაპიტალის შემოსავლიანობა.

აღმოჩნდა, რომ კაპიტალის სტრუქტურის დეტერმინანტებში ქვეყნებს შორის განსხვავებები არ არსებობს. თუმცა განსხვავებულია ამ ქვეყნებში კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირების მოტივები. კვლევებში აქცენტი გაკეთებული იყო სტატიკური კომპრომისული თეორიისა და დაფინანსების წესის თეორიის შედარებით ანალიზზე. ჩაატარეს კაპიტალის სტრუქტურის დინამიკური კომპრომისული კონცეფციის საპილოტე აპრობაცია, რომელმაც გამოავლინა ამ მოდელის მნიშვნელობა კომპანიის ვალისა და საკუთარი კაპიტალის თანაფარდობის ოპტიმალობის დადგენაში. მიღებულმა შედეგებმა შესაძლებელი გახადა შემდეგი ჰიპოთეზების ჩამოყალიბება. [3]

1. განვითარებულ ბაზრებზე კომპანიების კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირება შესაძლებელია აღწეროს დინამიკური კომპრომისული კონცეფციით.

დინამიკური მიდელი სტატიკური კომპრომისული თეორიის ერთ-ერთი “გაფართოებაა”. სტანდარტულ ფაქტორებთან ერთად (აქტივების რენტაბელობა, ფირმის სიდიდე, აქტივების სტრუქტურა, ზრდის შესაძლებლობები და სხვა) იგი მოიცავს კიდევ ერთ კომპონენტს — შეგუება — ადაპტირების ხარჯებს, რომლებიც ხელს უშლიან ოპტიმალურ დონემდე ფინანსური ბერკეტის მყისიერ მიყვანას. ეკონომიკურ მეცნიერებაში ცნობილია ისეთი კვლევები, რომლებშიც გაანალიზებულია როგორც შეგუების ხარჯები, ისე კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურის დეტერმინანტები. მათში გამოყენებულია ლინდერტის მოდელი, რომელიც კაპიტალის სტრუქტურის შესწავლისთვისაა მოდიფიცირებული:

$$L_t - L_{t-1} = a_0 + b(TL_t - L_{t-1}) + a_1 Z + ETA$$

სადაც L - ფინანსური ბერკეტის მაჩვენებელია, TL - ოპტიმალური ფინანსური ბერკეტი, Z - მიმდინარე და წარსული ინვესტიციებისა და შემოსავლების ვექტორი. [4]

ამ მოდელის სირთულეა მიზნობრივი ფინანსური ბერკეტის TL -ის განსაზღვრის აუცილებლობა.

მეცნიერთა ერთი ნაწილი [5] ამისთვის საშუალო ისტორიულ მნიშვნელობას იყენებს, სხვები, მაგალითად, ესპანელი მეცნიერები არელანო ბონდის ეკონომეტრიკულ მეთოდს, რომელიც იძლევა კოეფიციენტების შეფასების შესაძლებლობას ლაგური დამოკიდებული ცვლადის მქონე პანელურ რეგრესიებში. [6] ეს უკანასკნელი მოგვიანებით რამოდენიმე ნაშრომში გამოიყენეს. მათში ადაპტაციის სისწრაფე და მიზნობრივი ბერკეტი ფაქტორთა ნაკრებზე დამოკიდებულ ცვლადად გვევლინებოდა არაერთ კვლევაში (ბულგარეთი, ჩეხეთი, პოლონეთი, რუმინეთი და ესტონეთი) გამოვლინდა ოპტიმალურ ფინანსურ ბერკეტზე ფორმის მახასიათებლების გავლენა ამა თუ იმ ქვეყნის ვითარებაზე დამოკიდებული, მაგრამ რენტაბელობისა და კომპანიების ასკის მაჩვენებლები ყველგან უარყოფით დამოკიდებულებას ამჟღავნებენ. გარდა ამისა, აქტივების სტრუქტურა, რომელიც მთლიან აქტივებში ფიქსირებული დანახარჯების ხვედრით წილს ასახავს, უფრო დადებითი დამოკიდებულების ტენდენციას ატარებს, რაც შეესაბამება სხვადასხვა ქვეყანაში ჩატარებული კვლევების შედეგებს. ეს იძლევა კაპიტალის მიზნობრივი სტრუქტურის დეტერმინანტებთან დაკავშირებული შემდეგი ჰიპოთეზის ფორმულირების შესაძლებლობას.

2. საკვალ “დატვირთვის” მიზნობრივი დონე კომპანიების ისეთ სპეციფიკურ მახასიათებლებზეა დამოკიდებული, როგორიცაა საგადასახადო სარგებელი (როგორც ვალის დაფინანსების მოზიდვასთან დაკავშირებული, ისე დანარჩენი), კომპანიის მოსალოდნელი ზრდა მისი აქტივების სიდიდე და სტრუქტურა და კაპიტალის შემოსავლიანობა.

ადაპტირების ხარჯების არსებობის გამო კომპანიებს არ შეუძლიათ მყისიერად მიიყვანონ თავიანთი ფინანსური ბერკეტი მიზნობრივ დონემდე. ამასთან, ადაპტირების ხარჯების სიდიდე ქვეყნების მიხედვით განსხვავებულია და მათში მოქმედ ინსტიტუციურსა და მაკროეკონომიკურ ფაქტორებზეა დამოკიდებული.

ადაპტირების სისწრაფე ისეთ ცვლადად შეგვიძლია წარმოვიდგინოთ, რომელიც ენდოგენურადაა დამოკიდებული ფირმის მახასიათებლებზე, ოღონდ მისი დეტერმინანტების შემადგენლობაშია ინსტიტუციური და მაკროეკონომიკური ცვლადები. აშშ-ისა და ევროპის ქვეყნების შედარებითი ანალიზის შედეგები აჩვენებს, რომ ადაპტირების სისწრაფეზე დადებითად მოქმედებს ფინანსების ეროვნული ბაზრის განვითარება, საკანონმდებლო სისტემის ეფექტიანობა და აქციონერთა დაცვა, ეკონომიკური ზრდა და ინფლაცია. აქციების ფასის და საფონდო ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების დონეები ხელს უშლიან ფინანსური ბერკეტის მიყვანას ოპტიმალურ დონემდე, რადგანაც ჩნდება მოცემულ მომენტში დაფინანსების შედარებით უფრო იაფი წყაროების გამოყენების სარგებელი. [7]

ზემოთ მოყვანილი ლოგიკის შესაბამისად მართლზომიერი იქნება შემდეგი ორი ჰიპოთეზა.

3. კაპიტალის განვითარებად ბაზრებზე ფუნ-

ქციონირებად კომპანიებს ადაპტაციის ნულოვანი დანახარჯები აქვთ.

4. ადაპტაციის ხარჯები დამოკიდებულია კრედიტების ხელმისაწვდომობაზე, ეკონომიკურ ზრდაზე, ინფლაციაზე, ქვეყანაში საფონდო ბაზრის განვითარებაზე.

2008-2009 წლების კრიზისი შეუძლებელია არ ასახულიყო მენეჯმენტის მიერ კაპიტალის სტრუქტურის შესახებ მიღებულ გადაწყვეტილებებზე, რასაც გავლენა უნდა მოეხდინა როგორც გარე ინსტიტუციურ და მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე, ისე, ფირმის შიდა მაჩვენებლებზეც (ზრდის შესაძლებლობები, აქტივების რენტაბელობა). აქედან მეხუთე ჰიპოთეზა:

კრიზისულმა პერიოდმა უდიდესი მნიშვნელობა იქონია ფირმების მიერ ფინანსურ გადაწყვეტილებათა მიღებაზე.

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. ა. ჩეჩელაშვილი. ფინანსური მდგომარეობის და მდგრადობის გაუმჯობესების გზები ლუდისა და უალკოჰოლო სასმელების წარმოებაში. დისერტ., თსუ, 2013.

2. А. Сенов. Финансовый анализ предприятия в контексте управления стоимостью бизнеса.-lfin.ru/?id=154

3. И.В. Ивашковская, М.С. Кокорева. Является ли политика финансирования инструментом создания стоимости компании. Под редакцией Е. Г. Ясина. XII Международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества. В четырех книгах. Книга 4. М.: Издательский дом НИУ ВШЭ, 2012. С. 49-56.

4. Fama E.F., French K.R. Testing Trade-Off and Pecking Order Predictions about Dividends and Debt // Review of Financial Studies. 2002. Vol. 15. Iss. 1. P. 1-33.

5. Jalilvand A., Harris R. Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study // Journal of Finance. 1984. 39. P. 127-144.

6. Miguel A., Pindado J. Determinants of the Capital Structure: New Evidence from Spanish Data // Journal of Corporate Finance. 2001. 7. P. 77-99.

7. Wanzenried G. Capital Structure Dynamics in the UK and Continental Europe // European Journal of Finance. 2006. 12. P. 693-716.

8. Ивашковская И.В., Макаров П.В. Действуют ли классические концепции выбора структуры капитала на развивающихся рынках? Эмпирический анализ компаний Восточной и Центральной Европы // Корпоративные финансы. 2010.3 (15). С. 47-62.

9. Dudley E. Testing Models of Dynamic Trade-off Theory. Working paper series. 2007.

10. Fischer E., Heinkel R., Zechner J. Dynamic Capital Structure Choice: Theory and Tests // The Journal of

Finance. 1989. 44. 19-40.

11. Ivashkovskaya I., Solntseva M. Capital Structure Choice in BRIC: Do Russian, Brazilian and Chinese Firms Follow Pecking Order or Trade-Off Logic of Financing? Global Business and Technology Association. Business Strategies and Technological Innovation for Sustainable development: Creating Global Prosperity for Humanity. Eleventh International Conference Readings Book. P. 572-579.

12. Nivorozhkin E. Capital Structures in Emerging Stock Markets: The Case of Hungary// The Developing Economies. 2002. XL. P. 166-187.

13. Nivorozhkin E. Firms' Financing Choices in EU Accession Countries // Emerging Markets Review. 2005. 6(2). P. 138-169.

14. Shyam-Sunder L., Myers S. Testing Static Trade-off Against Pecking Order Models of Capital Structure // Journal of Financial Economics. 1999. 51. P. 219-244.