

Preferences of Economic Value Added

Irina Mamaladze,
Associated Professor of Gtu

Management realized on cost basis equires more independence for modern companies. At the end of 1980 ies appeared a new conception –company management based on economic value added (EVA) which today is the best conception and excepted by many companies.

EVA is a simple method and is meant that the from should create such flows of free cash owing to which the benefit exceeds necessary profitability norm. This made the methods to be popular in the whole world and academic circles as well.

To define the company efficiency is a key issue in management aspect. Material benefit of the company strategy etc are dependent on this.

One of the main differences of EVA from other indices of efficiency is that it does not take into consideration all cost expenses on business management –both explicit expenses and implicit expenses.

Corrections realized during EVA defining are used for various businesses: mining, service, financial and industry, because the value driver will always be assets of different types which are not considered in standard methodic of accounting.

It is necessary to define key factors of economic profit as a measure of strategic efficiency of company business in order to create effective system of management.

This is possible on the basis of econometric analysis.

The figure of EVA is simple to calculate on the one hand and on the other hand it enables us to estimate not only fundamental value but it may be used as the indicator of change and as that of company business efficiency at any time moment. Today theoretic and practitioner are particularly interested in this.

რეზიუმე

თანამედროვე კომპანიებისათვის სულ უფრო მეტ მნიშვნელობას იძენს ღირებულების საფუძველზე განხორციელებული მართვა. ჯერ კიდევ 1980-იანი წლების ბოლოს გაჩნდა ახალი კონცეფცია — კომპანიის მართვა დამატებული ეკონომიკური ღირებულების (EVA®) საფუძველზე, რომელიც ამჟამად უკვე ყველაზე უფრო კარგად დამუშავებული და მრავალ კომპანიაში მიღებული კონცეფციაა.

EVA® მარტივი მეთოდია და იმას გულისხმობს,

რომ ფირმა გამუდმებით უნდა წარმოქმნიდეს თავისუფალი ფულადი სახსრების ისეთ ნაკადებს, რომელთა წყალობით მიღებული მოგება აჭარბებს შემოსავლიანობის აუცილებელ ნორმას. ამით ეს მეთოდი მეტად პოპულარული გახდა როგორც მთელი მსოფლიოს კომპანიებში ისე აკადემიურ წრეებშიც.

კომპანიის ეფექტიანობის განსაზღვრა საკვანძო საკითხია მართვის თვალსაზრისით: ამაზე დამოკიდებული კომპანიის მესაკუთრეთა მატერიალური სარგებელი, მმართველი რგოლის ბონუსები, კომპანიის სტრატეგიის განსაზღვრა და ა.შ.

ეფექტიანობის სხვა მაჩვენებლებისაგან EVA®-ის ერთ-ერთი მთავარი განსხვავება ისაა, რომ იგი არ ითვალისწინებს ბიზნესის წარმართვაზე განეულ ყველა დანახარჯს – როგორც ფაქტიურს (აშკარას), ისე ალტერნატიულს (ფარულს).

EVA®-ის განსაზღვრის დროს განხორციელებულ კორექტირებებს სხვადასხვა ბიზნესისათვის იტყვენ: მომპოვებელ, მომსახურე, საფინანსო თუ სამრეწველო, რადგან ღირებულების დრავირი ყოველთვის იქნება სხვადასხვა ტიპის აქტივები, რომლებსაც ბუღალტრული აღრიცხვის სტანდარტულ მეთოდებში არ ითვალისწინებენ.

ღირებულების მართვის ეფექტიანი სიტემის შექმნისთვის აუცილებელია ეკონომიკური მოგების, როგორც კომპანიის საქმიანობის სტრატეგიული ეფექტიანობის საზომის, საკვანძო ფაქტორების განსაზღვრა. ეს ეკონომეტრიკული ანალიზის საფუძველზე შესაძლებელი.

EVA® მაჩვენებელი, ერთი მხრივ, ადვილად გასაანგარიშებელია, ხოლო მეორე მხრივ, არა მარტო ფუნდამენტური ღირებულების შეფასების საშუალებას გვიქმნის, არამედ მისი ცვლილების მაჩვენებლად და დროის ყოველ მომენტში კომპანიის საქმიანობის ეფექტიანობის ინდიკატორადაც გამოდგება. სწორედ ამით იწვევს იგი დღეს როგორც თეორეტიკოსთა ისე პრაქტიკოსთა განსაკუთრებულ ინტერესს.

საკვანძო სიტყვები: ეკონომიკური მოგება, კომპანიის სტრატეგიული ეფექტიანობა, კომპანიის ღირებულება, კომპანიის ღირებულების მართვა.

* * * * *

თანამედროვე კომპანიებისათვის სულ უფრო მეტ მნიშვნელობას იძენს ღირებულების საფუძველზე განხორციელებული მართვა. ჯერ კიდევ 1980-იანი წლების ბოლოს გაჩნდა ახალი კონცეფცია — კომპანიის მართვა დამატებული ეკონომიკური ღირებულების (EVA®) საფუძველზე, რომელიც ამჟამად უკვე ყველაზე უფრო კარგად დამუშავებული და

მრავალ კომპანიაში მიღებული კონცეფციაა.

EVA® მარტივი მეთოდია და იმას გულისხმობს, რომ ფირმა გამუდმებით უნდა წარმოქმნიდეს თავისუფალი ფულადი სახსრების ისეთ ნაკადებს, რომელთა წყალობით მიღებული მოგება აჭარბებს შემოსავლიანობის აუცილებელ ნორმას. ამით ეს მეთოდი მეტად პოპულარული გახდა როგორც მთელი მსოფლიოს კომპანიებში ისე აკადემიურ წრეებშიც.

კომპანიის ეფექტიანობის განსაზღვრა საკვანძო საკითხია მართვის თვალ-საზრისით: ამაზე დამოკიდებული კომპანიის მესაკუთრეთა მატერიალური სარგებელი, მმართველი რგოლის ბონუსები, კომპანიის სტრატეგიის განსაზღვრა და ა.შ.

კომპანიის საქმიანობის და მისი მართვის ეფექტიანობის შეფასება მარტივი ბუღალტრული მაჩვენებლებით ვერ გვაძლევს ადეკვატურ პასუხს, რადგან ეს შეფასება ხშირად სამართლიანი არაა. ამის ალტერნატიული მიდგომა ეყრდნობა ფულადი ნაკადების დისკონტირების (DCF) ან შემოსავლიანობის შინაგანი ნორმის (IRR) მოდელებს. თუმცა ასეთი მიდგომების დროს კომპანიების ღირებულების მნიშვნელოვანი ნაწილი პოსტპროგნოზულ პერიოდს უკავშირდება. მისი განსაზღვრა პრაქტიკაში სწორედ პროგნოზირების მნიშვნელოვანი სირთულეების გამოა პრობლემური. გარდა ამისა, ეს შეფასებები სტატიკურია და მხოლოდ მომავალ სიდიდეს ზომავს, EVA® კი ამის გარდა თვალნათლივ გვიჩვენებს იმასაც, თუ რა მოუტანა კომპანიამ თავის ინვესტიციებს განვლილ პერიოდში. წინააღმდეგობრივი ხდება ბიზნესის ეფექტიანობის ის შეფასებებიც, რომლებიც შემფასებელი მულტიპლიკატორების გამოყენებით შეგვიძლია მივიღოთ. თუ კომპანიის ეფექტიანობის შესაფასებლად მოგების ზრდის ტემპებს (NOPAT) შევირჩევთ, მაშინ აუცილებლად უნდა გავითვალისწინოთ მისი ცვლილების მიზეზი: მოგების ზრდის მაღალი ტემპები შეიძლება იყოს როგორც გამოყენებული კაპიტალის მაღალი შემოსავლიანობის (ROTC), ისე ახალი მნიშვნელოვანი ინვესტიციების (INV) შედეგი დაბალი შემოსავლიანობის პირობებში:

$$\frac{NOPAT_{t+1} - NOPAT_t}{NOPAT_t} = ROTC * \frac{INV}{NOPAT_t} \quad (1)$$

სადაც

$$ROTC = \frac{NOPAT}{TQAT - CAPITAL} \quad (2)$$

NOPAT (Net operating profit after tax) – ოპერაციული მოგება დაბეგრის შემდეგ.

დამატებული ეკონომიკური ღირებულება EVA® ეკონომიკური მოგების მაჩვენებელია. მას ანგარი-

შობენ გადასახადების გადახდის შემდეგ დარჩენილი წმინდა ოპერაციული მოგებისა (NმჯAთ) და კომპანიაში მთელი დაბანდებული კაპიტალისთვის გადასახდელი თანხის სხვაობით, მოგებისა და კაპიტალის იმ სპეციალური შესწორებების გათვალისწინებით, რომლებიც EVA® კონცეფციაში საკუთარი კაპიტალის ეკვივალენტებს უწოდებენ.

$$EVA^® = NOPAT_{\text{ე}} - WACC \times CE_{\text{ე}} \quad (3)$$

შეფარდებით მაჩვენებლებში ეს ფორმულა შემდეგ სახეს მიიღებს:

$$EVA^® = (ROTC - WACC) \times CE \quad (4)$$

NOPAT_ე – დაბეგრული და კორექტირებული სა-ოპერაციო მოგება;

WACC (Weaghted Average Cost of Capital) – კაპიტალზე განხორციელებული საშუალო შენონილი დანახარჯები;

CE_ე (Capital Employed) – ინვესტირებული კაპიტალის კორექტირებული თანხა;

ROTC (return of total capital) – ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობა.

ეფექტიანობის სხვა მაჩვენებლებისაგან EVA®-ის ერთ-ერთი მთავარი განსხვავება ისაა, რომ იგი არ ითვალისწინებს ბიზნესის წარმართვაზე განეულ ყველა დანახარჯს – როგორც ფაქტიურს (აშკარას), ისე ალტერნატიულს (ფარულს). ასე, რომ იგი თავიანთი სახსრების დაბანდების ალტერნატიულ დანახარჯებთან იმ შემოსავლიანობის შედარების შესაძლებლობას უქმნის ინვესტიციებს, რომელიც კომპანიის კაპიტალს შემოაქვს. ყველა დანახარჯის გათვალისწინებით შესაძლებელი ხდება კომპანიის ფუნდამენტური ღირებულების კორექტულად შეფასება, კომპანიის ზრდა კი ნებისმიერი კორპორაციის სტრატეგიის საბოლოო მიზანია.

გარდა ამისა, EVA®-ის გაანგარიშებისათვის ბუღალტრულ მონაცემებს კორექტირებული სახით იღებენ. ამის მიზანია რესურსების ნამდვილი მოცულობების და მათი გამოყენების სტრატეგიული მიმართულების ასახვა დარგობრივი თავისებურებების გათვალისწინებით, ამ გზით კი ბუღალტრული აღრიცხვის სტანდარტების ნაკლოვანებების აღმოფხვრა.

იმის მიუხედავად, მთელ კომპანიაზე ვსაუბრობთ თუ მის რომელიმე ბიზნეს-ქვედანაყოფზე, EVA® იძლევა შესაბამის დონეზე ღირებულების შექმნის გაკონტროლების შესაძლებლობას ინვესტირებული კაპიტალის რენტაბელობის (ROTC) ან ინვესტიციების ზრდის პროცესში მისი შემადგენელი კომპონენტების თანაფარდობიდან გამომდინარე, როდესაც ამ კომპანიას ან მის ქვედანაყოფს აქვს მოთხოვნილ შემოსავლიანობაზე მეტის მოტანის უნარი. მართალია, ეს პირობები საკმაოდ გამჭვირვალეა, მაგრამ

პრაქტიკაში ისე ხდება, რომ კომპანიები „ანგრევინ თავიანთ ღირებულებას“ და EVA®-ის უარყოფით მნიშვნელობებს გვიჩვენებენ: ამერიკის ბაზარზე ასე ემართება ყველა ფირმის 60%-ს, რუსეთისა კი – 40%.

EVA®-ის განსაზღვრის დროს განხორციელებულ კორექტირებებს სხვადასხვა ბიზნესისათვის იტყვენებენ: მომპოვებელ, მომსახურე, საფინანსო თუ სამრეწველო, რადგან ღირებულების დრაივერი ყოველთვის იქნება სხვადასხვა ტიპის აქტივები, რომლებსაც ბუღალტრული აღრიცხვის სტანდარტულ მეთოდებში არ ითვალისწინებენ. მაგალითად, ნავთობისა და გაზის დარგში ისეთი კორექტირებები უნდა ჩავატაროთ, რომლებიც შემდეგ მომენტებს გაითვალისწინებენ: ამ დარგის კომპანიების ზრდის რეალურ დრაივერებად (65-80%) გვევლეინება ნავთობისა და გაზის მარაგები, მათი მოპოვების დონე და ერთმანეთთან დაკავშირებული სხვა ნატურალური მაჩვენებლები. სტრატეგიული ეფექტიანობის ზომის კორექტული შეფასებისთვის მეცნიერულ კვლევებსა და საცდელ სამუშაოებზე გაწეული დანახარჯების კაპიტალიზაციაც უნდა ჩავატაროთ. EVA® upstream-ის (მომპოვებელი სეგმენტი) ან EVA® downstream-ის (გადამამუშავებელი სეგმენტი) გაანგარიშება უნდა ეყრდნობდეს სხვადასხვა საფუძველს და სხვადასხვაგვარ კორექტირებებსაც მოითხოვს. პირველ შემთხვევაში ისინი ჯერ იმ საბადოების დამუშავებით განპირობებული დანახარჯების კაპიტალიზაციას ეკუთვნის, რომლებიც ცარიელია. მეორე შემთხვევაში კორექტირებები მთლიანობაში ისეთივე იქნება, როგორც მწარმოებელი კომპანიებისთვის. ამის პარალელურად კომპანიის დევერსიფიკაციის დონეც უნდა გავითვალისწინოთ.

ღირებულების მართვის სისტემის ერთ-ერთი შემადგენელი ელემენტია იმ პირების დაჯილდოება, რომლებიც თავიანთი გადანყვეტილებებით გავლენას ახდენენ ბიზნესის სტრატეგიულ ეფექტიანობაზე. EVA®-ის მაჩვენებლების საფუძველზე აგებენ კომპანიის ხელმძღვანელებისა და მისი ცალკეული ქვედანაყოფების პასუხისმგებელი პირების დაჯილდოების მექანიზმს, რომელსაც განსაზღვრავს მიღებულ სარგებელსა და რისკის დონეს შორის პირდაპირი დამოკიდებულება. ამ დამოკიდებულებას არა აქვს ის ზედა და ქვედა საზღვრები, რომლებიც ბუღალტრულ მაჩვენებლებზე დაფუძნებულ დაჯილდოების ტრადიციულ სისტემაში იყენებენ. კომპანიის ეფექტიანობის შეფასებისათვის და დაჯილდოებისათვის ერთიანი მაჩვენებლის გამოყენება იმას იწვევს, რომ მენეჯერებს უჩნდებათ ინვესტირებისთვის ღირებულების შექმნის სტიმულები, რაკი მეტი ღირებულება მეტი ბონუსების მომსაწავებელი იქნება მათთვის. მენეჯერთა გრძელვადიანი მოტივაციის შესანარჩუნებლად იყენებენ დამოკიდებულებას არა მაჩვენებელთა აბსოლუტურ სიდიდეებზე (რაც სხვა თანაბარ პირობებში მაჩვენებლის ხელოვნურად გადიდებისკენ უბიძგებს მათ), არამედ დროში მის ცვლილებაზე დამოკიდებულებას. ეს EVA®-ის უარყოფითი მნიშვნელობის შემთხვევაში თანხის გაცემის

პრობლემებსაც ხსნის. უფრო მეტიც, პრაქტიკაში ყალიბდება „ბონუსების ბანკი“, რომელიც ითვალისწინებს მომავალში გადასახდელი ბონუსების დაგროვებას. თანხის გადახდა დაფუძნებულია ერთი და იმავე შედეგების დროს მიღებული სარგებლის ტოლობიდან პრინციპზე. ერთი მხრივ, ამგვარი სისტემა იმის საშუალებას გვიქმნის, რომ უფრო მეტად დავაინტერესოთ მენეჯერები ფირმის მომავლით, ხოლო, მეორე მხრივ, შევარბილოთ იმ არასასიკეთო გარე ფაქტორების გავლენა, რომლებიც კომპანიის საქმიანობაზეც მოქმედებენ და აქვეითებენ EVA®-ს.

ბოლო ხანს ჩატარებულმა კვლევებმა აჩვენა, რომ ღირებულებითი აზროვნების საფუძველზე მოწყობილი მართვა ყველა ქვეყანაში როდია ფართოდ გავრცელებული: ზოგან ღირებულებითი მიდგომის მხოლოდ ელემენტებს იყენებენ (უპირატესად — საინვესტიციო პროექტებთან დაკავშირებული გადანყვეტილებებისთვის), სხვაგან კი ეს მიდგომა საერთოდ არაა პოპულარული. ერთ-ერთი მტავრი პრობლემა, რომელსაც ხელმძღვანელები ღირებულების საფუძველზე მართვის სისტემის შექმნაში ხედავენ, ესაა კომპანიის ცალკეული ფუნქციური ბიზნეს-ერთეულების მიხედვით მიზნების განაწილების სიძნელე და კონკრეტული დარგისთვის მართვის პრინციპების განსაზღვრის სირთულე. ამის გამო ამჟამად კომპანიის საქმიანობის ეფექტიანობის ძირითად კრიტერიუმებად გვევლეინება ნაირგვარი საქმიანობის ეფექტიანობის მაჩვენებლები, მაგალითად, წმინდა მოგება და ამონაგების ზრდის ტემპები. ერთიანი ღირებულებითი მიდგომის უკმარისობა იწვევს ეფექტიანობის სხვადასხვაგვარი კრიტერიუმების გამოყენებას მართვის ცალკეული ელემენტებისათვის. მაგალითად, სარტეგიულ მიზნებს უპირატესად ისეთი ტერმინების ადგენენ, როგორიცაა ბაზრის წილი, ამონაგების ზრდა ან წმინდა მოგება, თანამშრომელთა მოტივაციისათვის კი — წმინდა მოგება ან ახალი კლიენტების მოზიდვა. ამგვარად, ფუნდამენტური ღირებულების შესაქმნელად გამოსადეგ ორიენტირად ერთიანი მაჩვენებლის უქონლობამ ინტერესტა კონფლიქტი შეიძლება გამოიწვიოს კომპანიის ქვედანაყოფებს შორის და გააჩინოს ფირმი სტრატეგიული ეფექტიანობის დაქვეითების რისკი.

ამ პრობლემების მიუხედავად, მრავალკომპანიაში არსებობს ის ობიექტური წინაპირობები, რომლებიც ხელს შეუწყობენ ღირებულების მართვის სისტემის დანერგვას. მათ შორისაა ღირებულებითი კრიტერიუმების გამოყენებას საინვესტიციო პროგრამების შეფასებაში (NPV-ს და IRR-ის საფუძველზე), უპირატესად დივიზიონური სტრუქტურა და საჭირო მონაცემთა შეგროვების საკმაოდ სრული სისტემები.

სრული ან ნაწილობრივი ღირებულებითი აზროვნების დანერგვა პირველ რიგში ვლინდება მმართველობით გადანყვეტილებათა ხარისხის ამაღლებაში და ბიზნესის წმინდა ღირებულების გადიდებაში. თუმცა საბაზრო კაპიტალიზაციის გადიდებასთან ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობის ზრდის შემთხვევები შედარებით მცირეა.

ღირებულების მართვის ეფექტიანი სიტემის შექმნისთვის აუცილებელია ეკონომიკური მოგების, როგორც კომპანიის საქმიანობის სტრატეგიული ეფექტიანობის საზომის, საკვანძო ფაქტორების განსაზღვრა. ეს ეკონომეტრიკული ანალიზის საფუძველზე შესაძლებელი. ამ დროს კვლევის მიმართულებები შემდეგია:

– ეკონომიკური მოგების უნარის კვლევა საბაზრო კაპიტალიზაციასთან კავშირში;

- კომპანიის სტრატეგიულ ეფექტიანობაზე კორპორაციული მართვის გავლენის შესწავლა;
- მსხვილი კომპანიების მდგრადობისა და ზრდის ხარისხის ანალიზი ეკონომიკური მოგების საფუძველზე.

ამგვარი კვლევის მეთოდოლოგია ეფუძნება ეკონომიკური მოგების გამარტივებულ ფორმულას, რომელიც მხოლოდ კომპანიის სააქციო კაპიტალის მესაკუთრეთა ინტერესებს ითვალისწინებს. ეკონომიკური მოგება განისაზღვრება შემოსავლიანობის სპრედის მეშვეობით:

$$Spread = \frac{N}{E} - K_e \quad (5)$$

სადაც NI არის წმინდა მოგება; E — ინვესტირე-

ბული საკუთარი კაპიტალი და K_e მესაკუთრეების მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობა.

ჩატარებული რეგრესიული ანალიზის შედეგებით კეთდება შემდეგი დასკვნები ეკონომიკური მოგების დეტერმინანტების — როგორც ბიზნესის ღირებულების დრაივერების შესახებ.

უპირატესად ფინანსურ ფაქტორებზე ეკონომიკური მოგების სპრედის დამოკიდებულება ოპერაციულ რენტაბელობას, ამონაგების ზრდის ტემპების და კომპანიის საქმიანი რისკის მნიშვნელოვან დადებით გავლენას ახდენს აქციონერთა შორის უცხოელი ინვესტორების ყოფნის გამო.

მეორე მოდელი, რომლითაც კომპანიის ღირებულების შექმნაში მისი ფინანსური არქიტექტურის ფაქტორების როლი ფასდება, ნატელს ხდის დადებით კავშირს სპრედის მჩვენებელსა და კომპანიის კაპიტალის სიდიდეს შორის. უარყოფითი ფაქტორებიდან დადგენილია კომპანიის მესაკუთრეებს შორის ინსტიტუციური ინვესტორების ყოფნის და დირექტორთა საბჭოს სიდიდის მნიშვნელოვანი გავლენა.

EVA® მაჩვენებელი, ერთი მხრივ, ადვილად გასაანგარიშებელია, ხოლო მეორე მხრივ, არა მარტო ფუნდამენტური ღირებულების შეფასების საშუალებას გვქმნის, არამედ მისი ცვლილების მაჩვენებლად და დროის ყოველ მომენტში კომპანიის საქმიანობის ეფექტიანობის ინდიკატორადაც გამოდგება. სწორედ ამით ინვესტიციები იღებს როგორც თეორეტიკოსთა ისე პრაქტიკოსთა განსაკუთრებულ ინტერესს.

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. ჯეიმს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაპოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორე მეთე გამოცემა, „საქარტველოს მაცნე“, 2008. ნაწილი 3, თავი 6
2. Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2004. ст. Глава 29
3. Зви боди Роберт К. Мертон Финансы Изд. Дом Вильямс Москва Санкт-Петербург Киев 2005
4. www.nplg.gov.ge
5. www.statistics.ge
6. www.pbo.ge