

კომპანიის ექსპრეს-ანალიზი და მისი ღირებულების მართვა

ირინე მამალაძე,

სტუ. ასოცირებული პროფესორი

ნატო გეგენავა

სტუ. მოწვეული ასოცირებული პროფესორი

რეზიუმე

კომპანიის ნორმალურ 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. ასეთ შეფასება სრულყოფილად არ შეიძლება ჩავთვალოთ, რის გამოც შესაძლებელია რომ ცოტა ხანში არა კომპანიის მფლობელებმა, არამედ უკვე მისმა მენეჯმენტმა დასვას უფრო სრულყოფილი მეთოდების გამოყენების საკითხი.

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

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

ЭКСПРЕСС-АНАЛИЗ КОМПАНИИ И УПРАВЛЕНИЕ ЕЕ СТОИМОСТЬЮ

РЕЗЮМЕ

ключевые слова: стоимость компании, структура капитала, экспресс-анализ, детерминанты структуры капитала.

Для нормального функционирования компании необходимо разумное управление ее финансами, изучение структуры капитала, определение оптимального соотношения между собственными и заемными средствами и т. д. В последнее время менеджмент компании всё чаще интересуется методами комплексного управления эффективностью бизнеса. Этот вопрос очень тесно связан с ее оценкой на основе финансового отчета компании так, чтобы такая оценка и в дальнейшем

шем участвовала в регулярном анализе компании.

Для экспресс-оценки стоимости компании можно пользоваться двумя методами: моделью Гордона и анализом чистых активов. Такая оценка нельзя считать полноценной. С учетом этого вполне возможно, что через короткий промежуток времени, уже не владельцы, а менеджмент компании поставили вопрос об использовании более совершенных методов.

На стоимость компании влияет одно из стратегических решений ее менеджмента - выбор структуры капитала. Установлено, что на развивающихся рынках наиболее значительными факторами, влияющими на структуру капитала, являются структура активов компании, размер компании и доходность капитала компании.

* * * *

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 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 ბუნებრივიცაა. მართლაც, თუ გავიხსენებთ საფონდო ბაზრის ფუნდამენტურ ანალიზს, იგი სწორედ საგარეო ანგარიშგების გამოყენებას ეყრდნობა. ამდენად, ბუღალტრული ბალანსი, თუ იგი ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისადაა მომზადებული, პრაქტიკულად გამოსაყენებელი სისტემური მოდელია.

ამასთან, როგორც ცნობილია, „ფინანსური ანალიზი, რომელიც მხოლოდ ბუღალტრული ანგარიშგების მონაცემებს ემყარება, ექსპრეს-ანალიზის თვისებებს იძენს, ე.ი. ისეთი ანალიზის თვისებებს, რომელიც ტარდება სანარმოს ფარგლებს გარეთ მისი დაინტერესებული კონტრაგენტების, მესაკუთრეების ან სახელმწიფო ორგანოების მიერ. ასეთი ანალიზის შედეგად მოპოვებული ინფორმაცია შეზღუდულია. ამავე დროს ფინანსური ანგარიშგების გარე მომხ-

მარეზლებს ეძლევათ საშუალება ობიექტურად შეაფასონ საწარმოს ფინანსური მდგომარეობა“ [1].

ბიზნესის ღირებულების ექსპრეს შეფასებისთვის შეგვიძლია გამოვიყენოთ: შემოსავლიანობაზე დაფუძნებული მიდგომებიდან – გორდონის მოდელი და აქტივებზე დაფუძნებული მიდგომებიდან – წმინდა აქტივების ანალიზი.

გორდონის მოდელი ზოგადი სახით ასე გამოიყურება:

$$\text{კომპანიის ღირებულება} = \frac{\text{მოგება}}{d - g}$$

სადაც d დისკონტირების განაკვეთია კომპანიისთვის, g — ბიზნესის ზრდის ტემპი.

ეს მოდელი რამდენადმე გამარტივებულია მომავალი გაყიდვების ნულოვანი ზრდიდან გამომდინარე, რადგან ამ ტემპების განსაზღვრა ამოცანას ართულებს. გამარტივება საფრთხეს არ შეი-ცავს, რაკი აქ გამოყენებული სხვა მეთოდებიც მიახლოებითია. ასე, რომ გვრჩება უფრო მარტივი ამოხსნა.

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

ანუ დისკონტირების კოეფიციენტის გათვალისწინებით:

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

აქ WACC კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულებაა, რომელსაც ანგარიშობენ ფორმულით:

$$WACC = R_{\text{მესაკ}} \times k_{\text{მესაკ}} + R_{\text{ნას}} \times k_{\text{ნას}}$$

სადაც $R_{\text{მესაკ}}$ აქციონერული კაპიტალის ის შემოსავლიანობაა, რომელსაც მესაკუთრეები ითხოვენ; k — მისი ხვედრითი წილი კომპანიის დაფინანსების წყაროებში; $k_{\text{ნას}}$ — ნასესხები სახსრების ღირებულება და $k_{\text{ნას}}$ — მათი წილი დაფინანსებაში მთლიან მოცულობაში.

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

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

სადაც ROE აქციონერული კაპიტალის რენტაბელობაა. [2]

ბიზნესის ღირებულების ამ შეფასების ცვლილებების 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 რამდენიმე ძირითად ფინანსურ მაჩვენებელს:

- ✓ ROE-ს ;
- ✓ ფინანსურ ბერკეტს;
- ✓ კომპანიის წმინდა აქტივებს.

შეჩეული 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 ჩამოვაცალიოთ:

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 მოუწევდა ხელი, ჩვენ უბრალო ინტერპრეტაციებზე გადავდივართ, 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 გადანაცვებით კომპანია იმ სწორ ფინანსურ ენას სწავლობს, რომელზეც მფლობელს უნდა ესაუბროს იგი. გასაკვირი არ იქნება, რომ რარაც მცირე დროის შემდეგ უკვე კომპანიის მესაკუთრეები კი არა, მენეჯმენტი დააყენებს უფრო დახვეწილი მეთოდების 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 გადანაცვება მთელ რიგ შემთხვევებში მართვის განვითარების ადრეულ ეტაპებზეა 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, რომლებიც ერთმანეთისაგან მკვეთრად გამიჯნული მფლობელი და მმართველი, ღირებულების მართვის კულტურა კი არ არსებობს და მისი დანერგვა დიდ ძალისხმევას საჭიროებს.

კომპანიის ღირებულებაზე გავლენას ახდენს მისი მენეჯმენტის ერთ-ერთი საკვანძო სტრატეგიული გადაწყვეტილება — კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურის შერჩევა იმ ფაქტორებისა და მოტივების გამოვლენა, რომლებიც კომპანიების კაპიტალის სტრუქტურის შერჩევას განაპირობებენ, სამი საკითხის მოგვარებას უწყობს ხელს.

ა) ამ სტრუქტურის მართვის ინსტრუმენტების პოვნას;

ბ) არასწორი ფინანსური ბერკეტის შერჩევის მიზეზით კომპანიების კაპიტალიზაციის „დეფიციტის“ დადგენას და

გ) ნასესხები სახსრების იმ კრიტიკული დონის განსაზღვრას, რომელიც კომპანიების ღირებულების მაქსიმიზირებას იწვევს.

განვითარებადი ბაზრების კორპორაციული ფინანსების კვლევებით გამოვლენილია, რომ კაპიტალის სტრუქტურაზე მოქმედი ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორებია განვითარებული ქვეყნებისათვის 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 აღწეროთ დინამიკური კომპრომისული კონცეფციით.

დინამიკური მოდელი სტატიკური კომპრომისული თეორიის ერთ-ერთი „გაფართოება“ 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.

$$L_t - L_{t-1} = a_0 + \delta(L_t - L_{t-1}) + a_1 Z + \eta$$

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] ამისათვის 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 სხვა რამდენიმე 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 ფირმის მახასიათებლების გავლენა ამა თუ იმ ქვეყნის ვითარებაზე დამოკიდებული, მაგრამ რენტაბელობისა და კომპანიების ასაკის 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 ფიპოთეზის ფორმულირების შესაძლებლობას.

2. სავალო „დატვირთვის“ მიზნობრივი დონე კომპანიების ისეთ სპეციფიკურ მახასიათებლებზეა დამოკიდებული როგორცაა 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 ენდოგენურდაა დამოკიდებული ფირმის მახასიათებლებზე, ოღონდ მისი დეტერმინანტების შემადგენლობაში ინსტიტუციური და მაკროეკონომიკური ცვლადები. აშშ-სა და ევროპის ქვეყნების შედარებით 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].

ზემოთმოყვანილი ლოგიკით, შესაბამისად მართლმომიერი იქნება შემდეგი ორი ჰიპოთეზა.

3. კაპიტალის განვითარებად ბაზრებზე ფუნქციონირებად 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 ინ-

სტიტუციურ და მაკროეკონომიკურ მაჩვენებლებზე, ისე ფირმის შიდა მაჩვენებლებზეც (ზრდის შესაძლებლობები, აქტივების რენტაბელობა). აქედან, მეხუთე ჰიპოთეზა.

კრიზისულმა პერიოდმა უდიდესი მნიშვნელობა იქონია ფირმების მიერ ფინანსურ გადაწყვეტილებათა მიღებაზე.

ბამოყენებული ლიტერატურა

1. ა. ჩეჩელაშვილი, 2013
2. А. Сенов, Семионова Е., Смирнова И. - Компромиссные теории структуры капитала – Электронный журнал 2003.
3. Ивашковская, Кокорева Ивашковская Кокорева Пономарева – Финансовая архитектура фирмы – Электронный журнал 2003
4. Fama, French, 2002
5. Jalilvand, Harris, 1984
6. Moguel, Pindado
7. Wanzenried, 2006
8. ჯეიმს ს. ვან ჰონრი, ჯონ მ.ვაპოვიჩი, უმც. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეთორმეტე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2009;
9. Роберт В Колб Рикардо Дж Родригес – Финансовый Менедмент М 2001
10. Роберт С Хигинс Финансовый анализ-Инструменты для принятия бизнес-решений 8-е издание Москва 2007