

ინსტიტუციური კონსერვაცია

ირინე მამალაძე

სტუ ასოცირებული პროფესორი

Resume

If the profitability of the firm's assets is higher than the rate of interest on the credits, then the increase in equity capital increases with the increase in the share of borrowed capital. An increase of financial leverage increases the risks of the share of equity capital and firm bankruptcy. As a result, the share equity capital and the loan increases too. However, this does not mean that when the share of borrowed equity is increased, its average weighted value will definitely increase, as at the same time it is replaced by a more expensive equity capital with lower credit capital.

Economists have different opinions about whether there is an optimal structure of capital, which minimizes its value (maximizes the price of the firm profitability capital during the given).

By represented Modigliani, Miller and CAPM model the firm's independence from the capital financial structure is derived from the concept of the market value of the firm's value and. While there is a perfect market for financing, two firms with the same stream of net revenue and the same variation risk cannot have different market prices otherwise the possibility of arbitrage gain will occur. The existence of taxation of corporations and individuals is distorted by the market mechanism and because of it the change of capital structure is reflected on its value and a firm is the price. One of the components of the firm's price is the tax price. The level of influence of its structure on the value of capital depends on the system of taxation when taxes exist, which constitute a combination of taxes differentiated by volume, taxation objects, and payment methods. At a certain combination of these characteristics, the change of the capital structure will not reflect its value.

ფირმის შერეული კაპიტალის ღირებულების ქცევით კონცეფციაში არ ითვალისწინებენ ფინანსების ბაზრის როლს, რაც ამ კონცეფციის კრიტიკის საფუძვლად გვევლინება. ამ კრიტიკას ინსტიტუციონალისტებიც ემხრობიან. ოლონდისინი, თავის მხრივ, ყურადებას ამახვილებენ ბაზარზე ორიენტირებული კონცეფციის მიერ ფინანსების რეალური ბაზრის იმ არასრულყოფილებათა უგულებელყოფაზე, რომელთა მიზეზია ტრანსაქციული ხარჯების არსებობა და საბაზრო გარიგებათა მონაწილეებს შორის ინფორმაციის განაწილების ასიმეტრიულობა.

ტრანსაქციული ხარჯების მაგალითად გამოდგება გაკოტრების დანახარჯები. კაპიტალის სრულყოფილი ბაზრის კონცეფციაში ნავარაუდევია, რომ ვალდებულებათა დაფარვის უნარდაკარგული ფირმები კრედიტორის ხელში გადადიან მათი მიმდინარე საბაზრო ღირებულებით. თუმცა, ერთი პირიდან მეორეს ხელში საკუთრების გადასვლის პროცედურა იურისტებისა და სასამართლოების მომსახურების ხარჯებს მოითხოვს, რომლებსაც გაკოტრებული ფირმების (მათი აქციონერების) ქონებიდან ისტუმრებდნენ. გაკოტრების პირდაპირი ხარჯების გარდა თავს იჩენს ირიბი დანახარჯებიც, რომლებიც ვლინდება ფირმის ფუნქციონირების ეფექტიანობის დაქვეითებაში მისი გაკოტრების წინა პერიოდში: მცირდება მუშაკთა შრომის ნაყოფიერება საკუთარი მომავლით მათი შფოთვის გამო, ნედლეულისა და მაკომპლექტებელი ნაკეთობების მომწოდებლები ითხოვენ წინასწარ გადახდას, ფირმის პროდუქციის მყიდველთა წრე ვიწროვდება მისი ხარისხის გაურესებისა და საგარანტო ვალდებულებათა შეუსრულებლობის შიშის გამო.

გაკოტრების ხარჯების არსებობა ლოგიკურად გვაფიქრებინებს, რომ ფირმის ფასი დაიწევს (მისი კაპიტალის ღირებულება კი მოიმატებს) ფინანსური ბერკეტის ზრდასთან ერთად. ამიტომ გადასახადების არარსებობის პირობებშიც კი MM-ის პირველი და მეორე თეორიები სინამდვილეს აღარ შეეფერება.

ინფორმაციის ასიმეტრიული განაწილება ნიშნავს ისეთ ვითარებას, როცა გარიგებათა ზოგიერთი მონაწილე სხვებზე უკეთაა ინფორმირებული საქონლის ხარისხზე და იმ სხვებმა ეს იცინ. კაპიტალის ბაზარზე ეს ტიპური ვითარებაა. აქციების ემიტენტებს (ფირმის მენეჯერები), როგორც წესი, მეტი მონაცემები აქვთ ხოლმე მოსა-

ლოდნელი დივიდენდების ნაკადის სიდიდეზე, სტრუქტურასა და რისკზე, ვიდრე აქციათა პოტენციურ მყიდველებს. მოტყუების შიშით მათ შეიძლება უარი თქვან ყველაზე უფრო ძვირი (ყველაზე მეტი შემოსავლების მომტანი) აქციების შეძენაზე და ამით ხელი შეუშალონ მაღალრენტაბელური ინვესტიციების განხორციელებას. მაგალითად, ნახმარი ავტომობილების ბაზარზე ქრება ყველაზე უფრო ხარისხიანი ეგზემპლარების შეთავაზება. ინფორმაციის ასიმეტრიული განაწილება შობს არასასიკეთო გადარჩევის ეფექტს (adverse selection), რომლის გამოც ბაზარზე აღარ ხორციელდება ურთიერთმომგებიან გარიგებათა ნაწილი და იგი არასრული ხდება.

ინფორმაციის გავრცელების ასიმეტრიულობის აღმოფხვრა, როგორც წესი, ხარჯებს მოითხოვს, რომელიც მაინცა და მაინც ცუდად ინფორმირებულ მხარეს არ აწვება მხრებზე. გარიგებათა უკეთ ინფორმირებული მონაწილეები ზოგჯერ შესაძლოა თვითონვე იყვნენ დაინტერესებული მათ ხელთ არსებული მონაცემების კონტრაგენტებისთვის გადაცემით და საამისოდ სახსრებსაც კი ქმნიდნენ.

კაპიტალის ბაზრის ფუნქციონირების თავისებურებაა ისიც, რომ აქ იყიდება არა თვითონ ის პროდუქტი, რომელშიც ფულს იხდიან (გარკვეული მახასიათებლების მქონე მომავალი შემოსავლების ნაკადი), არამედ რაღაც დროის შემდეგ ამ პროდუქტის მიღების უფლების ტიტული. ტიტულის გამყიდველს ამ დროის მანძილზე შეუძლია გავლენა მოახდინოს იმ პროდუქტის ხარისხზე რომლის მიღების გარანტიასაც ეს ტიტული აძლევს მის მყიდველს: მოსალოდნელი შემოსავლების ნაკადი დამოკიდებულია ფირმის მენეჯმენტის მოქცევაზე. ასე ჩნდება ფარულ მოქმედებათა (hidden action) ანუ მორალური რისკის (moral hazard) პრობლემა. ფირმის მენეჯერებსა და იმ პირებს შორის, რომლებიც კაპიტალით უზრუნველყოფენ ამ ფირმას, ჩნდება „პრინციპალ-აგენტის“ ურთიერთობები, რომლის დროსაც აგენტს საკუთარი კეთილდღეობის გაუმჯობესება (თავისი მდგმარეობის გამოსწორება) პრინციპალის კეთილდღეობის გაუარესების ხარჯზე შეუძლია. პრინციპალს უჩნდება აგენტის საქმიანობის კონტროლისა და მართვის საშუალებათა ჩაგდების მოთხოვნილება.

ფინანსების ბაზარზე ინფორმაციის ასიმეტრიულად განაწილება ფირმის კაპიტალის ფორმირების დამოუკიდებელ ფაქტორს წარმოადგენს. საინვესტიციო პროექტების ფინანსების ხერხი ასეთ პირობებში განსაზღვრავს არა მარტო კაპი-

ტალის მესაკუთრეებს შორის რისკის განაწილების პრინციპებს, არამედ მენეჯმენტის ქცევასა და, მაშასადამე, ინვესტიციების შედეგიანობასა და ფირმის ფასსაც.

ფირმის მენეჯერების საქმიანობის კონტროლის უქონლობისას მისი კრედიტორები შესაძლოა იმან დააზარალოს, რომ აქციონერებს შეზღუდული პასუხისმგებლობა აკისრიათ ფირმის ვალდებულებებზე. კრედიტორებს საფრთხეს უქმნის არა მარტო ფინანსური ბერკეტის მეტისმეტად გადიდების გამო კაპიტალის ღირებულების შემცირების სურვილი, არამედ მაღალშემოსავლიანი და თანაც მაღალრისკიანი პროექტების განხორციელების მეშვეობით ფირმის ფასის აწვეის სურვილი.

დავუშვათ, რომ ფირმამ მიიღო 500 ფულ. ერთ. კრედიტი წლიურ 10%-ად და კრედიტორს დაუმტკიცა, რომ 1 წლის შემდეგ გარანტირებული წმინდა შემოსულობები 600 ფულ. ერთ. იქნება. ამის შემდეგ ფირმის მენეჯერებმა აღმოაჩინეს, რომ სხვა პროექტში ამ ფულის დაბანდება 1 წლის შემდეგ ერთნაირი ალბათობით იძლევა 1000 ფულ. ერთ.-ს ან ნულოვან შედეგს. პირველი ვარიანტის რეალიზებით ფირმა გარანტირებულად იღებს $600 - 500 * 1,1 = 50$ ფულ. ერთ.-ს კრედიტის მთლიანად დაფარვის შემდეგ. მეორე ვარიანტის განხორციელების შემთხვევაში ფირმის შემოსავლის მათემატიკური მოლოდინი შედგენს $0,5(1000 - 550) + 0,5 * 0 = 225$ ფულ. ერთ.-ს. 4,5-ჯერ მეტი შემოსავლის მიღების შესაძლებლობამ მენეჯერებს რისკისკენ შეიძლება უბიძგოს კრედიტორთა ეკონომიკური ინტერესების საწინააღმდეგოდ მეწარმის ამგვარი საქციელის გამოცნობის შემდეგ კრედიტორი ცდილობს როგორმე დაიცვას თავი. ამ ვითარებაში პრობლემას ვერ ხსნის პროცენტის სასებო განაკვეთის აწვევა. თუმცა გაცემული კრედიტის თანხის შეზღუდვა შეიძლება იმ პირობით, რომ კაპიტალის დეფიციტს მეწარმე საკუთარ ხარჯზე დააფინანსებს. თუ მას მხოლოდ და მხოლოდ 180 ფულ. ერთ. კრედიტის მიღება შეუძლია, დაკლებული 320 ერთ. კი თვითონვე უნდა დააბანდოს, მაშინ ინვესტიციების პირველი ვარიანტის შემთხვევაში იგი მიიღებს $600 - 1,1 * 18 = 402$ ერთ. გარანტირებულ შემოსავალს, სარისკო ვარიანტის განხორციელების შემთხვევაში კი შემოსავლის მათემატიკური მოლოდინი შეადგენს $0,5(1000 - 198) + 0 = 401$. კრედიტის თანხის შეზღუდვის მეშვეობით კრედიტორი ასეთნაირად აღკვეთს ფირმის მენეჯმენტის ოპორტუნისტულ ქცევას. თუმცა, ამგვარი შეზღუდვა არასრულყოფილს ხდის ფულის ბაზარს.

აქციონერები იძულებული ხდებიან ანგარიში გაუწიონ მენეჯერთა ქცევის ოპორტუნისტულ საქციელს, როცა უკანასკნელთა შემოსავლები ან საერთოდ არაა დამოკიდებული ფირმის წმინდა შემოსავლებზე, ან ეს დამოკიდებულება სუსტია. ასეთ პირობებში მენეჯერებს შეუძლიათ ფირმის საქმიანობის ეკონომიკური შედეგების გაუარესებით ისარგებლონ ან ასე გაიუმჯობესონ კეთილდღეობა. ამას ისინი აღწევენ, მაგალითად, მთელ რიგ მოვალეობებზე თავის არიდებით თავისუფალი დროის გადიდების საბაზით; წარმომადგენლობითი ხარჯების და მივლინება-მოგზაურობათა მეტისმეტად გაფართოებით; პროფკავშირებთან და მომწოდებლებთან კომპრომიზებზე წავლით ფირმის ინტერესების საზიანოდ და თავისთვის სასარგებლოდ; ფირმის ეკონომიკურად დაუსაბუთებელი გამსხვილებით საკუთარიო პრესტიჟის ასამაღლებლად და ა.შ.

ფარულ ქმედებათა პრობლემის გადაჭრის ზოგადი სახით აღწერს „პრინციპალ-აგენტის“ მოდელი მისი ერთ-ერთი უმარტივესი ვარიანტია LEN – მოდელი, რომელშიც ძირითადი დამოკიდებულებები წრფივი ფუნქციებითაა მოცემული, პრინციპალისა და აგენტის მიერ უპირატესობა მინიჭებანი (არჩევანის გაკეთება) ექსპონენციური ფუნქციითაა ასახული, ეკონომიკური საქმიანობის სტოქასტურ შედეგს კი ნორმალური განაწილება აქვს (Lინეარ - Eხპონენციალ - Nორმალ Aლოცატიონ).

აგენტის როლში მყოფი მენეჯერის (მეწარმის) ეკონომიკურ აქტივობაზე ინვესტირების ობიექტის ანუიტეტის სიდიდის დამოკიდებულება ასე წარმოვიდგინოთ:

$$a = k + l + v$$

სადაც k ანუიტეტის ის ნაწილია, რომელიც მენეჯერის აქტივობაზე არაა დამოკიდებული; L - მენეჯერის შრომაზე დამოკიდებული ნაწილი; v - ნულოვანი მოლოდინის მქონე სტოქასტური ცვლადი. დავუშვათ, რომ მენეჯერის შრომის ნაყოფიერება l -ის ტოლია. მაშინ l იმავდროულად იმავე დროს მენეჯერის ეფექტიანი შრომის რაოდენობადაც გვევლინება.

ფირმის მიერ გამოყენებული კაპიტალის მეპატრონე პრინციპალის როლში გვევლინება. იგი მხოლოდ a -ს ჯამურ შედეგს ხედავს, ხოლო მასში მენეჯერის წვლილი უცნობია, რაკილა v შემთხვევითი სიდიდეა.

მენეჯერის საზღაური (გასამრჯელო) გამოითვლება ფორმულით:

$$w = b + ca = b + c(k + l + v)$$

b და c პარამეტრები ფირმის დაფინანსების წესზეა (მისი კაპიტალის სტრუქტურაზეა) დამოკიდებული.

როცა მხოლოდ სააქციო კაპიტალს იყენებენ, მაშინ მენეჯერის გასამრჯელო შეიძლება ან დამოკიდებული არ იყოს ანუიტეტის სიდიდეზე ($c=0$; $b>0$), ან ანუიტეტის სიდიდეზე დამოუკიდებელი ფიქსირებული თანხასთან ერთად მან შეიძლება წმინდა შემოსავლის ნაწილი მიიღოს ($b>0$; $0<c<1$). თუ ფირმა მხოლოდ სასესხო კაპიტალს იყენებს, მაშინ $b<0$, ხოლო $c=1$, ე.ი. კრედიტორი ღებულობს მეურნეობრიობის შედეგისგან დამოუკიდებულ თანხას. ანუიტეტის დანარჩენი ნაწილი კი მეწარმეს ერგება. ფირმის შერეული დაფინანსების დროს $b<0$ და $0<c<1$.

შემოსავალ-რიკის შეხამებასთან პრინციპალის (კაპიტალის მესაკუთრის) დამოკიდებულება სარგებლიანობის ფუნქციით წარმოვადგინოთ:

$$U_3 = (\bar{a} - \bar{w}) - \psi_3 \sigma^2(\bar{a} - \bar{w})$$

სადაც $(\bar{a} - \bar{w})$ და $\sigma^2(\bar{a} - \bar{w})$ შესაბამისად არის პრინციპალის შემოსავლის მათემატიკური მოლოდინი და ვარიაცია, ψ_3 - რისკისადმი პრინციპალის დამოკიდებულების ამსახველი კოეფიციენტი. ზემოთნახსენები დამოკიდებულებათა გათვალისწინებით პრინციპალის მოსალოდნელი შემოსავალი ტოლია:

$$a - w = a - b - ca = (1 - c)(k + l + v) - b$$

მისი მათემატიკური მოლოდიანია $(1-c)(k+l)-b$, ვარიაცია კი $(1-c)^2 \sigma^2(v)$, ამიტომ

$$U_3 = (1 - c)(k + l) - b - \psi_3 (1 - c)^2 \sigma^2(v)$$

პრინციპალის სარგებლიანობის ფუნქციაში გათვალისწინებულ ფაქტორებთან ერთად აგენტის სარგებლიანობის ფუნქციაში მისი ეკონომიკური აქტივობაც უნდა აისახოს:

$$U_5 = \bar{W} - \psi_5 \sigma^2(W) - hl^2$$

სადაც hl^2 აგენტის „ზარალია“ სარგებლიანობის კლებაა მისი შრომითი აქტივობის მატებასთან ერთად; ψ_5 - რიკის მიმართ აგენტის დამოკიდებულების ამსახველი კოეფიციენტი.

ამ ორი დამოკიდებულების გათვალისწინებით აგენტის სარგებლიანობის ფუნქცია შემდეგ სახეს მიიღებს:

$$U_5 = b + c(k + l) - \psi_5 c^2 \sigma^2(v) - hl^2$$

აგენტის მიზანია შეირჩიოს ისეთი l , რომლის დროსაც იგი მაქსიმალურ სარგებლიანობას მიიღებს. მას პოულობენ სარგებლიანობის ფუნქციის წარმოებულის (l -ის მიხედვით) ნულთან გატოლებით

$$\frac{dU_s}{dt} = c - 2hl = 0 \Rightarrow l = c/2h$$

ვარაუდობენ, რომ λ პარამეტრი პრინციპალი-სათვის ცნობილია; ამიტომ მენეჯერთა დაქირავების დროს ც-ს მნიშვნელობის დადგენით მას შეუძლია ზეგავლენა იქონიოს მათ ეკონომიკურ აქტივობაზე. ამ პირობის გარდა პრინციპალმა უნდა გაითვალისწინოს, რომ აგენტი მხოლოდ იმ შემთხვევაში იმუშავებს, თუ მისი სარგებლიანობის ფუნქციის მნიშვნელობა მინიმალურად აუცილებელ მნიშვნელობას გადააჭარბებს: $U_s \geq U_{s \text{ min}}$. მაშასადამე, პრინციპალის ამოცანაა განსაზღვროს ც-ს ისეთი პარამეტრი, რომელიც მაქსიმალურს ხდის ფუნქციას $l = c/2h$ და $U_s > U_{s \text{ min}}$ პირობებში. ამ ამოცანის ამოხსნით ვღებულობთ:

$$c = \frac{1 + 4h \psi_3 \sigma^2(v)}{1 + 4h(\psi_3 + \psi_s) \sigma^2(v)}$$

ამ გამოსახულებიდან ის გამომდინარეობს, რომ მენეჯერის (აგენტის) საზღაურის ოპტიმალურ ფორმას შემდეგი ფაქტორებო განსაზღვრავს: კონტრაგენტების დამოკიდებულება რისკის მიმართ (ψ_3 და ψ_s) და მენეჯერის მიერ თავისი შრომის სიმძიმის აღქმა (h). რაც უფრო ნაკლებადაა პრინციპალი მიდრეკილი რისკისაკენ (რაც უფრო მეტია ψ_3), წმინდა შემოსულობათა მით უფრო მეტი წილი უნდაა დარჩეს მეწარმეს (მეტი უნდა იყოს c). თუ აგენტი გულგრილია რისკის მიმართ ($\psi_s = 0$), მაშინ $c=1$. ეს იმას ნიშნავს, რომ მთელი წმინდა შემოსავალი კაპიტალის მესაკუთრის შეთანხმებული თანხის (b) გამოკლებით აგენტს უნდა ხვდეს წილად. ასეთი მეწარმე ნასესხები კაპიტალის გამოყენებას ამჯობინებს და არა მარტო სისტემატურ, არამედ არასისტემატურ რისკსაც კისრულობს. რისკის არმოსურნე მეწარმე ($\psi_s > 0$) სააქციო კაპიტალის ამ შემთხვევაში მისი გასამრჯელო სუსტად ან საერთოდ არაა დამოკიდებული წმინდა შემოსულობებზე. რაც უფრო მეტია მენეჯერის ანტიპატია თავისივე შრომის მიმართ (რაც მეტია h), მით უფრო ნაკლები უნდა იყოს წილი წმინდა შემოსულობებში.

საყურადღებოა, რომ განსაზღვრელობის უქონლობისას ($\sigma^2(v) = 0$) მეწარმის შრომის მაქსიმალური სტიმულირებისთვის მას მთელი შედეგი უნდა ხვდეს წილად ($c=1$). ახლა დავუშვათ,

რომ პრინციპალს მთლიანად შეუძლია აგენტის ეკონომიკური საქმიანობის გაკონტროლება, ე.ი. l -ის მნიშვნელობის „დანახვა“ თავდაპირველ ტოლობაში. მაშინ თავისი სარგებლიანობის ფუნქციის მაქსიმიზებისთვის მას ჭირდება $l = c/2h$ შეზღუდვის გათვალისწინება და ეს ფუნქცია მაქსიმუმს მაშინ მიაღწევს, როცა

$$c = \frac{\psi_3}{\psi_3 + \psi_s}; \quad l = \frac{1}{2h}$$

ამ შემთხვევაში აგენტის ეკონომიკური აქტივობა დამოკიდებული კი აღარაა წმინდა შემოსავლების სიდიდეზე, არამედ ამას განსაზღვრავს აგენტის შრომის ზღვრული ნაყოფიერების ტოლობა მუშაობისაგან მის მიერ განცილ ზღვრულ „ზარალთან“, რადაგანაც $0 < c < 1$, ამიტომ აგენტის ეკონომიკური აქტივობის პირდაპირი კონტროლის შესაძლებლობის შემთხვევაში იგი უფრო მეტს მუშაობს, ვიდრე ანუიტეტის სიდიდის მეშვეობით ირიბი კონტროლისას; შესაბამისად მაღლდება ინვესტიციების უკუგებაც.

ზემოთმოყვანილი განტოლებების ამონახსნებს პირველ საუკეთესო (first best) და მეორე საუკეთესო (second best) ამონახსნებს უწოდებენ. მათ შორის სხვაობა წარმოადგენს ფინანსების ბაზარზე გარიგებათა მონაწილეებს შორის ინფორმაციის ასიმეტრიულად განაწილებით განპირობებულ დანაკარგებს. ამის საფუძველია უკეთ ინფორმირებული მხარის ოპორტიუნისტული საქციელი.

მოდით, ერთმანეთს შევუდაროთ ბაზარზე ორიენტირებული CAPM –ისა და „პრინციპალ აგენტის“ ინსტიტუციური მოდელის LEN ვარიანტის დასკვნები.

CAPM –ს საფუძველად უდევს წინაპირობა ფინანსების ბაზრის სრულყოფილების შესახებ. ვარაუდობენ, რომ მისი არცერთი მონაწილე რისკისკენ არაა მიდრეკილი და ეკონომიკურ სუბიექტებს შორის რისკის განაწილების პრობლემა პირველ პლანზე გამოდის. ეფექტიანად ფუნქციონირებადი ბაზარი ამ პრობლემას იმგვრად წყვეტს, რომ სარისკო აქტივების პორტფელის დივერსიფიკაციის მეშვეობით არასისტემატური რისკი ისპობა, სისტემატური კი შემოსავლიანობასა და რისკს შორის ინდივიდების მიერ გაკეთებული არჩევანის (შემოსავლიანობისა თუ რისკის მჯობინების) შესაბამისად ნაწილდება. ცალკეულ ინვესტორზე მოსული რისკის წილს განსაზღვრავს მისი სარისკო აქტივების იმ პორტფელის სიდიდე, რომლის სტრუქტურაც აქციათა საბაზრო პორტფელს ემთხვევა. საინვესტიციო-საფინანსო გადაწყვეტილებების მისაღებად საჭირო

აგენტის“ პრობლემა ფირმის მენეჯერებს გასამრჯელოს აძლევენ მათი შრომითი საქმიანობის შედეგების მიხედვით და მათი შემოსავლების ეს ნაწილი სტოქსტური სიდიდე არაა. ინვესტორების როლში მყოფ მენეჯერებს შეუძლიათ ჰქონდეთ სარისკო ფასიანი ქაღალდების პორტფელები, მაგრამ „თავიანთი“ ფირმების აქციათა წილი ამ პორტფელებში საბაზრო პორტფელის სტრუქტურის შესაბამისი იქნება.

ინსტიტუციურ კონცეფციაში ინფორმაცია ფინანსების ბაზარზე ასიმეტრიულად ვრცელდება. ამიტომ პირველ პლანზე გამოდის „პრინციპალ-აგენტის“ პრობლემა. ეკონომიკური სუბიექტები ინვესტორებად და მეწარმეებადაა დაყოფილი, მათ შორის რიკისადმი მათი განსხვავებული დამოკიდებულების საფუძველზეც პირველები მეორეებზე უფრო მეტად მიდრეკილი არიან რისკისკენ. ეს აიოლებს რისკის განაწილების პრობლემას.

LEN მოდელი აღწერს იმ არასრულყოფილი ბაზრის ფუნქციონირებას, რომელზეც წონასწორობა ფინანსური რესურსების სუბოპტიმალური (სეცონდ ბესტ) გამოყენებისას მყარდება.

მოკლე დასკვნები

თუ ფირმის საწარმოო კაპიტალის რენტაბელობა კრედიტებზე პროცენტის განაკვეთს აღემატება, მაშინ ნასესხები კაპიტალის წილის ზრდასთან ერთად სააქციო კაპიტალის შემოსავლიანობაც მატულობს. ფინანსური ბერკეტის გადიდება ზრდის სააქციო კაპიტალის შემოსავლიანობისა და ფირმის გაკოტრების რისკებს. ამის შედეგად სააქციო კაპიტალის ღირებულებაც მატულობს და სასესხოსიც. თუმცა, ეს იმას არ ნიშნავს, რომ ნასესხები კაპიტალის წილის გადიდებისას მისი საშუალო შეწონილი ღირებულებაც აუცილებლად გაიზრდება, რადგან იმავე დროს ხდება უფრო ძვირი სააქციო კაპიტალის ჩანაცვლება უფრო იაფი სასესხო კაპიტალით.

ეკონომისტებს განსხვავებული აზრები აქვთ იმის თაობაზე, არსებობს თუ არა კაპიტალის ისეთი ოპტიმალური სტრუქტურა, რომელიც მინიმალურს ხდის მის ღირებულებას (მაქსიმალურს ხდის ფირმის ფასს საოპერაციო კაპიტალის მოცემული რენტაბელობის დროს).

მოდელიანი-მილერისა და CAPM-ის მოდელებით წარმოდგენილი ბაზარზე ორიენტირებული კონცეფციიდან გამომდინარეობს ფირმის კაპიტალის ღირებულებისა და ფირმის ფასის დამოუკიდებლობა კაპიტალის ფინანსური სტრუქტურისგან. ფინანსების სრულყოფილი ბაზრის

არსებობისას წმინდა შემოსავლების ერთნაირი ნაკადის და ერთნაირი ვარიაციული რისკის მქონე ორ ფირმას არ შეიძლება ჰქონდეს სხვადასხვა საბაზრო ფასები, რადგან წინააღმდეგ შემთხვევაში გაჩნდებოდა არბიტრაჟული მოგების შესაძლებლობა. კორპორაციებისა და ფიზიკურ პირთა დაბეგვრის არსებობა ამახინჯებს საბაზრო მექანიზმს და ამის გამო კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილება მის ღირებულებაზე და ფირმის ფაზე აისახება. ფირმის ფასის ერთი შემადგენელი ნაწილი ხდება საგადასახადო ფასი. კაპიტალის ღირებულებაზე მისი სტრუქტურის გავლენის დონე გადასახადების არსებობის დროს დაბეგვრის იმ სისტემაზეა დამოკიდებული, რომელიც სიდიდით, დაბეგვრის ობიექტებითა და გადახდის ხერხებით განსხვავებული გადასახადების ერთობლიობას წარმოადგენს. ამ მახასიათებლების გარკვეული კომბინაციის დროს კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილება არ აისახება მის ღირებულებაზე.

1940-იანი წლების ბოლოს ბაზარზე ორიენტირებული კონცეფციის გაჩენამდე ეკონომიკურ თეორიაში ის აზრი ბატონობდა, რომ ფირმის კაპიტალის კაპიტალის ღირებულების მთვარ განმსაზღვრელ ფაქტორად გვევლინება არა ბაზარი, არამედ ფირმის მიერ გამოყენებული კაპიტალის მესაკუთრეთა ქცევა (მოთხოვნები). მანამ, სანამ ნასესხები კაპიტალის წილი გარკვეულ ზღვარს არ გადავა კაპიტალის მესაკუთრეებს შეუძლიათ არ შეცვალონ თავიანთი პრეტენზიები მისი შემოსავლიანობის მიმართ. ამ შემთხვევაში შეცვლის ეფექტის შედეგად კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება დაიწვეს, ფირმის ფასი კი აიწვეს. ამ დაწვევის ზღვრის პოვნა ფინანსური მენეჯმენტის ერთ-ერთი ამოცანაა.

ინსტიტუციური კონცეფციის მომხრეები აღიარებენ ფინანსების ბაზრის გადამწყვეტ როლს ფირმის კაპიტალის ღირებულებისა და ფირმის ფასის ფორმირებაში. თუმცა, ეს არ სპობს დასახელებული მაჩვენებლების დამოკიდებულებას კაპიტალის სტრუქტურაზე. დაბეგვრის სისტემის გარდა არსებობს ფინანსების რეალური ბაზრის სხვა ისეთი არასრულყოფილებანიც, რომლებიც გავლენას ახდენენ ფინანსური ოპერაციების შემოსავლიანობაზე, თანაც სხვადასხვა დონითა და განსხვავებული ხერხებით – აქციონერთა შემოსავალზე და კრედიტორების შემოსავალზე. კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილებას ასეთ პირობებში თან ახლავს მისი ღირებულების ზრდა. ფინანსები ბაზარზე უამრავი მყიდველისა და გამყიდველის არსებობა ინფორმაციის ასიმეტრი-

ულად განაწილებისას ხელს არ უშლის იმას, რომ გარიგებათა ცალკეულ მონაწილეებს შეუძლიათ გავლენა იქონიონ საქონლის როგორც ფასზე, ისე მის ხარისხზეც. კაპიტალის სტრუქტურის რეგულირება არა მარტო მისი ღირებულების მინიმუმაციის საშუალებაა, არამედ ფარულ მოქმედებათა (მორალური რისკის) პრობლემის გადაწყვეტაში მენეჯმენტის ეკონომიკური აქტივობის სტიმულირების ინსტრუმენტიც ხდება. კაპიტალის სტრუქტურაზე გავლენას ახდენს ასევე აგენტის (მენეჯერების) და პრინციპალის (კაპიტალის მესაკუთრეთა) დამოკიდებულება რისკის მიმართ.

გამოყენებული ლიტერატურა

1. Боди З., Мертон Р. Финансы, М., 2005. Гл. 1. Что такое финансы?
2. Брейли Р., Майерс С., Принципы корпоративных

финансов. М., 2005 Гл.1. Почему финансы так важны?

3. Пайк Р., Нил Б., Корпоративные финансы и инвестирование. СПб., 2006., Гл. 2. Финансовая среда.

4. Синнамон Р., Брайан Х.Л. Почему вы не понимаете своего бухгалтера? М., 2003

5. Хорн Дж. Основы управления финансами М., 1996., Гл. 1. Значение финансового менеджмента Гл.3. Финансовая система.

6. Юджин Ф., Бригхэм, Майкл С. Эрхардт, Финансовый менеджмент., СПб., 2005, Гл.5. Финансовая среда: рынки, учреждения и процентные ставки.

7. Экклз Р., Герц Р., Киган Э., Филлипс Д. Революция в корпоративной отчетности: как разговаривать с рынком капитала на языке стоимости, а не прибыли. М., 2002

8. Этрилл П., Финансовый менеджмент для неспециалистов м., 2006., Гл.10. Измерение и управление ценностью бизнеса для акционеров.