

ბიზნეს ღირებულების შეფასების ინტეგრირებული თეორია

დავით ახოზაძე
სტუდენტორანტი

რეზიუმე

ბიზნესის ღირებულების შეფასების ინტეგრირებული თეორია არის ფინანსური და შეფასების კონცეფციების თეორიული თეორია, რომელიც შემუშავებულია ფინანსური თეორიის საფუძველზე ბაზრის მონაწილეთა რეალური ქცევის ასახსნელად.

ინტეგრირებული თეორიის ერთერთ საკვანძო ასპექტს წარმოადგენს მთლიანობაში სანარმოსა და ცალკეული აქციონერების წილების შეფასებათა თანაფარდობა. კომპანიის შეფასების საფუძველია ბიზნესის მიერ წარმოქმნილი ფულადი სახსრების შემოღინების მოლოდინები, ხოლო აქციონერთა წილების ღირებულების შეფასებას საფუძველად უდევს საკუთრების კონკრეტული წილის შესაბამისი ფულადი ნაკადების ნაწილი.

სანარმოებში მინორიტარული ინტერესების შეფასების პროცესი იწყება მთლიანი სანარმოს შეფასებით. შემდგომ პროგნოზირდება ფულადი სახსრების ნაკადების შესაბამისობა წილებთან მიმართებით, აქციების ფლობის სავარაუდო ვადების საფუძველზე. დასასრულ, ხდება ამ ნაკადების დისკონტირება.

საკვანძო სიტყვები: ინტეგრირებული თეორია, მინორიტარული, წილი, ბიზნესი, შეფასება, ხარჯვითი, საშემოსავლო, შედარებითი, მიდგომა, კომპანია, კაპიტალი, კაპიტალიზაცია, დისკონტირება, გორდონის მოდელი.

ИНТЕГРИРОВАННАЯ ТЕОРИЯ ОЦЕНКИ СТОИМОСТИ БИЗНЕСА

Ахобадзе Давид
Докторант ГТУ

РЕЗЮМЕ

Интегрированная теория оценки стоимости бизнеса представляет собой теоретическое обсуждение финансовых и оценочных понятий, разработанных для объяснения реального поведения участников рынка на основе финансовой теории.

Одним из наиболее важных аспектов *Интегрированной теории* является соотношение между понятиями оценки предприятия как целого и оценки долей собственности отдельных акционеров. Оценка предприятия базируется на ожидании будущих денежных потоков, порождаемых бизнесом. Стоимость долей собственности отдельных акционеров, особенно миноритарных, основывается на той части денежных потоков предприятия, которая может быть отнесена на соответствующую долю собственности.

Оценка миноритарных интересов на предприятиях — это производный процесс. Он начинается с оценки предприятия в целом, затем следует (прогнозируется) производный денежный поток к миноритарным долям собственности в расчете на ожидаемый срок владения акциями, и, наконец, этот производный поток дисконтируется, приводится к настоящему времени по подходящей ставке дисконтирования, применительно к риску доли собственности (в сравнении с риском самого предприятия).

* * * *

დღეისათვის აშშ-ში გამოიყენება ბიზნესის ღირებულების შეფასების ახალი მიდგომები, რომლებიც წარმოადგენს სწორედ ბიზნესის ღირებულების შეფასების ინტეგრირებულ თეორიას და რომლის ავტორია კრისტოფერ მერსერი. მან, არსებული გამოცდილებისა და მიდგომების ანალიზის საფუძველზე შეიმუშავა ბიზნესის ღირებულების შეფასების საკუთარი თეორია და შეფასების შესაბამისი მექანიზმები, რომელსაც ეწოდება ბიზნესის შეფასების ინტეგრირებული თეორია. აღნიშნულ კონცეფციაზე დაყრდნობით შემუშავებულ პრაქტიკულ გამოყენებულ მოდელს Quantative Marketability Discount Model (QMDM) (ფასდაკლების ფორმირების რაოდენობრივი მოდელი) ეწოდება [1].

მერსერის ინტეგრირებული თეორია უდაოდ მნიშვნელოვანია ბიზნესის შეფასების კონცეპტუალური დებულებების სისტემაში, ხოლო მისი რაოდენობრივი მოდელი (QMDM) უკვე გახდა შემფასებელთა პრაქტიკის რეალური ინსტრუმენტი. მიუხედავად ამისა, მას ნამდვილად ვერ განვიხილავთ, როგორც რეგულაციურ თეორიას, თუმცა ეჭვგარეშეა, რომ არის მეცნიერული სიახლე და წინ გადადგმული ნაბიჯი ბიზნესის ღირებულების შეფასების თეორიის შემუშავების საქმეში.

ინტეგრირებული თეორია, მერსერისა და მისი თანავტორის ტრევის ხარმის მტკიცებით, საშუალებას იძლევა ბიზნესის ღირებულების შემფასებლებისთვის, საშუალებას იძლევა როგორც ჯამური, ასევე ნაწილობრივი თვალსაზრისით, რომელიც მიეკუთვნება კონკრეტულ მესაკუთრეებს წილების შესაბამისად. აღნიშნული ითვლება გორდონის მოდელისა და ბიზნესის ღირებულების შეფასების ცნობილი კონცეფციის ჰარმონიზაციით. რაც შეეხება გორდონის მოდელს, მერსერის მიერ ის გამოყენება ფინანსური და შეფასების თეორიის კონტექსტში ღირებულების ყოველი დონის ასახსნე-

ლად. ინტეგრირებული თეორია განსაზღვრავს კონცეპტუალურ კორექტირებებს ღირებულების ერთი დონიდან მეორეზე გადასაცვლების უზრუნველსაყოფად. აღნიშნული კორექტირებები ეხება კონტროლისთვის ნახალისების, არასაკმარისი ლიკვიდურობის გამო ფასდაკლებების და პრემიების გამოყენებას.

მერსერის ინტეგრირებული თეორიის საფუძველი, ავტორების განმარტებით, არის გორდონის ცნობილი მოდელი, ანუ კონკრეტული პერიოდის შემოსავლის კაპიტალიზაციის მოდელი, რომლის მიხედვით ხდება ღია ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების ღირებულების შეფასების მეთოდების განზოგადება და აღიშნება ფორმულით: $V_0 = CF_1 / (r - g)$,

სადაც, V_0 არის ბიზნესის ღირებულება;
 CF_1 – ერთი წლის ფულადი სახსრების ნაკადი;
 r – დისკონტირების განაკვეთი;

g – ფულადი სახსრების ნაკადის საშუალო წლიური ზრდის ტემპი საპროგნოზო პერიოდში.

“ამასთან, მოიაზრება, რომ ფულადი ნაკადები მომავალში იზრდება უცვლელი – მუდმივი ტემპით (g), ხოლო ფულადი ნაკადები გადანაწილდება აქციონერებზე, ან რეინვესტირდება შესაფასებელ კომპანიაში დისკონტირების განაკვეთიდან გამომდინარე (r).” ავტორები ამ მოდელს უწოდებენ “იდეალურ” საფუძველს ინტეგრირებული თეორიის დასასაბუთებლად.

ამ მოდელის მიღებული პრაქტიკული გამოცდილების საფუძველზე მერსერმა გაანალიზა თითოეული დონის ღირებულების ფორმირების პრობები. შედეგად, არსებითად გარდაქმნა ღირებულებების დონეების “ტრადიციული” სქემა და სრულყო იგი.

მისი სქემის მიხედვით, პირველ რიგში განსაზღვრულია საწყისი, ანუ “მინორიტარული ლიკვიდური წილის ღირებულების დონე”, რომელიც გორდონის მოდელის გამოყენების შედეგად, “ზოგად წარმოდგენას იძლევა, მინორიტარული წილის ღირებულების დონეზე, საჯარო ფასიანი ქაღალდების შეფასების შესახებ”. საწყისი დონე მონოგრაფიის მიხედვით, არის საწყისი ბაზა, რაზეც საჯარო კომპანიი-ანოლოგიებისთვის, საკონტროლო წილის ღირებულების მაჩვენებლის მისაღებად გასათვალისწინებელია. პრემიის კონტროლის განხორციელებისთვის კომპანიებისთვის არასაკმარისი ლიკვიდურობის მინორიტარული წილის ღირებულების მისაღებად გასათვალისწინებელია ფასდაკლება არასაკმარისი ლიკვიდურობისთვის. ბიზნესის ღირებულების გასაანგარიშებლად, პირველად დონეზე, გამოიყენება მერსერის მიერ დასაბუთებული შემდეგი ფორმულა: $V_{mm} = CFe(mm) / Rmm - Gmm$,

სადაც, V_{mm} არის კომპანიის (როგორც საჯარო, ასევე კერძო) საკუთარი კაპიტალის ღირებულება.

კერძო კომპანიებისთვის “ეს ღირებულება განისაზღვრება როგორც კომპანიის თავისუფალი გაყიდვის ფასი”, ანუ “პიპოთეტური ღირებულება”. ამ

შემთხვევაში ღირებულების მაჩვენებლები გამოითვლება ანალოგიური საჯარო კომპანიების შედარების მეთოდის გამოყენებით, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფორმაციების გათვალისწინებით, ან არაპირდაპირი მეთოდით, კაპიტალის აქტივების შეფასების მოდელის გამოყენებით - Capital Asset Pricing Model (CAPM);

$CFe(mm)$ – სანარმოს მოსალოდნელი ფულადი ნაკადები მინორიტარული ლიკვიდური წილის დონეზე მომდევნო პერიოდთან მიმართებაში;

Rmm – დისკონტირების განაკვეთი მინორიტარული ლიკვიდური წილის ღირებულების დონეზე. მიუხედავად იმისა, რომ უშუალოდ მისი დადგენა შეუძლებელია, ამ მაჩვენებლის იდენტიფიცირება ხდება საჯარო კომპანიების აქციების ფასის ფორმირების პრაქტიკის სპეციალური ანალიზის ფარგლებში, ან ე.წ. კუმულაციური მეთოდების გამოყენებით, რომლებიც ერთობლიობაში ითვალისწინებენ ბიზნესის კეთების სავარაუდო რისკებს კონკრეტული კერძო კომპანიისთვის.

Gmm – სანარმოს ძირითადი საქმიანობიდან წარმოქმნილი მოსალოდნელი მოგების ზრდის ტემპი, იმ დათქმით, რომ მისაღები მოგება სრულად გადანაწილდება აქციონერებს შორის.

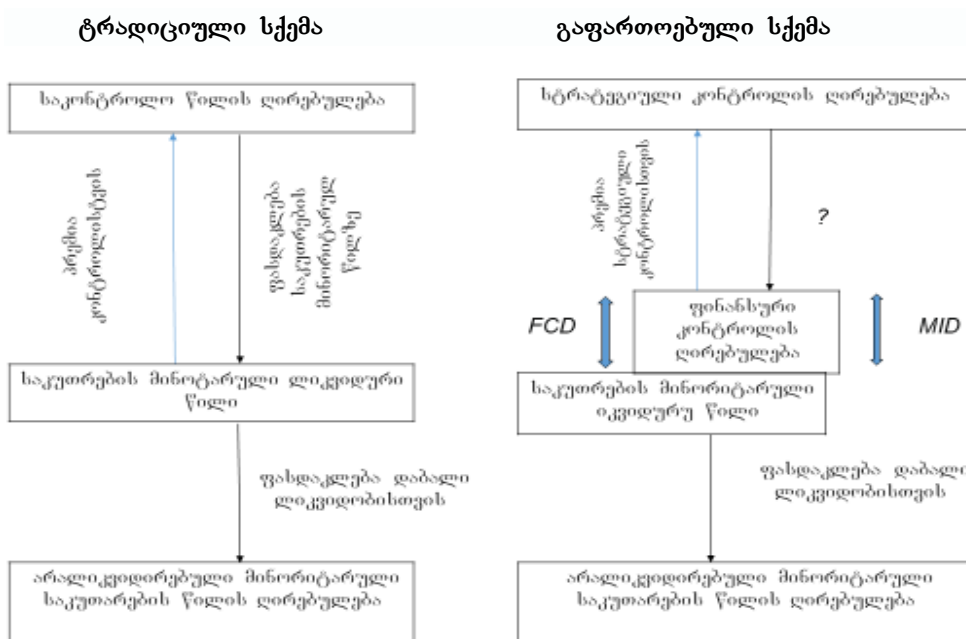
ავტორების მიერ საზგასმულია, რომ “მინორიტარული ლიკვიდური წილის ღირებულების დონე” განიხილება, როგორც “სანარმოსთან დაკავშირებული ღირებულების დონე”. ეს განპირობებულია იმით, რომ $CFe(mm)$ ხასიათდება როგორც მთლიანი სანარმოს ფულადი ნაკადები. ღირებულების ამ დონიდან გამომდინარე შესაძლებელია ბიზნესის ღირებულების შეფასება სხვა დონეზე, რომელიც დაკავშირებულია კონტროლის განხორციელებასთან შესაფასებელი ბიზნესის ფარგლებში. ავტორებს აქვე შემოაქვთ კონცეფციები “ფინანსური კონტროლი” და “სტრატეგიული კონტროლი”. მათი შესაბამისი ბიზნესის ღირებულების ინდიკატორები წარმოადგენენ კონტროლთან დაკავშირებული ღირებულების დონეებს.

ფინანსური კონტროლი - კონტროლის ეს ტიპი და მასთან დაკავშირებული ბიზნესის ღირებულების მაჩვენებლები ცხადჰყოფს, რა თანხის გადასახდელადაა მზად ფინანსური მყიდველი ბიზნესის ფინანსური კონტროლის განსახორციელებლად (ანუ კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის შესაძენად).

სტრატეგიული ტიპის კონტროლი – ეს არის სტრატეგიული ან სინერგიული ღირებულება.

“სტრატეგიული მყიდველები” მზად არიან კომპანიის შესაძენად უფრო მეტი თანხის გადასახდელად, ვიდრე ფინანსური მყიდველები, ვინაიდან მათ აქვთ შერწყმის სინერგიული ეფექტის მოლოდინები (მაგალითად, დუბლირებული ხარჯების აღმოფხვრის ან ძირითად საქონელთან ერთად), რომელიც გამოიწვევს მომავალი პერიოდების ფულადი ნაკადების ზრდას.”

შემდეგი სახით ცნობილია ბიზნესის ღირებულების დონეები:



კითხვის ნიშნის (?) დასმის მიზეზები განმარტებულია შემდგომ ტექსტში.

FCD (Financial Control Premium) – პრემია ფინანსური კონტროლის განხორციელებისთვის.

MID (Minority Interest Discount) – ფასდაკლება საკუთრების მინორიტარული წილის ღირებულებაზე.

შეძენილ ბიზნესზე კონტროლის ამგვარი გაგების გამო ტრადიციული სამდონიანი სქემის სანაცვლოდ შემუშავდა ღირებულების კონცეპტუალური დონეების ახალი ოთხდონიანი სქემა. მათ შორის განსხვავებები, ავტორების მიერ, ასახულია ნახაზში ბიზნესის ღირებულების დონეები, საიდანაც ჩანს, რომ შემოტანილია უმნიშვნელოვანესი კონცეფცია “სტრატეგიული კონტროლის პრემია”, რომლის გამოყენებით შესაძლებელია, ბიზნესის ღირებულების ფინანსური კონტროლის დონიდან ღირებულების სტრატეგიულ დონეზე გადანაცვლება. ამ შემთხვევაში, ფინანსურ კონტროლთან დაკავშირებული კორექტირებები უზრუნველყოფს ფულადი ნაკადების ისეთ ზრდას, რომელიც აჭარბებს ლიკვიდური მინორიტარული წილისთვის დადგენილ ნორმალიზებულ დონეს.

ისმის კითხვა თუ რა არის ნორმალიზებული ფულადი ნაკადები? ნორმალიზებული ფულადი ნაკადები არის ფულადი შემოსულობების მაჩვენებლები, რომელთა განსაზღვრისას აღმოიფხვრება ისეთი არაორდინალური ხარჯების სახეობები, როგორიცაა მაგალითად, სანარმოში ხანძრის გაჩენით ნარმოშობილი დამატებითი ხარჯები, ტოპ მენეჯერების განსაკუთრებული ფულადი კომპენსაციები და ა.შ.

ავტორთა აზრით, აუცილებელია პრემიის ამ სახეობების კონცეპტუალ დონეზე ამგვარი გამიჯვნა. თუმცა, აღსანიშნავია, რომ ღირებულების სხვადასხვა დონეების მონაცემები, რომლებიც ქვეყნდება გარკვეული პერიოდულობით, არ იძლევა აღნიშნული პრემიების მკვეთრი გამიჯვნის შესაძლებლობას. ვინაიდან, “არსებული ინფორმაცია კონტროლის პრემიების შესახებ ასახავს ფინანსური კონტროლისა და სტრატეგიული კონტროლის პრემიების გარკვეულ კომბინაციას.” შესაბამისად, აქედან ვასკვნით, რომ “რეალური საკონტროლო პრემიების განხილვა, როგორც ბაზის (საფუძვლის) არაკონტროლირებადი ხასიათის საკუთრების მინორიტარული წილის ფასდაკლებების განსასაზღვრად, სამართლიანი საბაზრო ღირებულების დადგენის ჭრილში (Fair Market Value), არაკორექტულია” (Ibid). ამას განაპირობებს ის გარემოება, რომ კონტროლის პრემიების შესახებ კვლევების მონაცემები შეიძლება მოიცავდეს ერთობლიობაში ფინანსური კონტროლის პრემიასა და კომპანიის შეძენის, ანუ სტრატეგიული პრემიას. ამ შემთხვევაში, ზოგადად მიღებულმა გადასვლამ კონტროლის პრემიიდან არაკონტროლირებადი მცირე წილის ფასდაკლებაზე, შეიძლება გამინვიოს ფასდაკლების ოდენობის არამართებული გადაჭარბება. აქედან გამომდინარე, არამართლზომიერია ჩაითვალოს, რომ არაკონტროლირებადი ხასიათისთვის ფასდაკლება კონტროლის პრემიის სარკისებური გამოსახულებაა [2].

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, ვასკვნით, რომ “ამგვარი ფასდაკლებები, რომლებიც გამოყენებულია ფინანსური კონტროლის ღირებულების შეფასებისას, იძლევა ბიზნესის ღირებულების, სა-

კუთრების მცირე წილის დონესთან მიახლოებულ, ან/და მასზე დაბალ სავარაუდო შეფასებას". თუკი ამას დამატება განმარტებები დაბალი ლიკვიდურობისთვის ფასდაკლების გამოყენების შესახებ, მივიღებთ კერძო კომპანიებში არალიკვიდური მცირე წილების გადაფასების ტენდენციას.

ამგვარად, ინტეგრირებული თეორია უარყოფს:

- მიზანშეწონილობას, კონტროლის პრემიის სიდიდის საფუძველზე, ფორმულების გამოყენებით, განისაზღვროს არაკონტროლირებადი ხასიათისთვის ფასდაკლებები.

- ამ თეორიის დებულებების საფუძველზე ირკვევა, რომ პრემიის ოდენობაზე დაყრდნობით, ფასდაკლების დონის დადგენა ფორმულის გამოყენებით, ინვესტორ კერძო კომპანიებში საკუთრების მინორიტარული წილის შემცირებას.

- მესამე და ყველაზე მნიშვნელოვანი დასკვნა, კონტროლის პრემია წარმოიქმნება არა ავტომატურად, არამედ მხოლოდ აქციონერთა წილების ზრდის შედეგად. იგი "ემყარება ფულადი ნაკადების, რისკების ან/და შესაფასებელი ბიზნესის ზრდის ტემპების ინდიკატორების მოსალოდნელ სხვაობებს". რაც ნიშნავს, რომ კონტროლის პრემია, უპირობოდ არ წარმოადგენს ბიზნესის აქციების წილის ზრდის ფუნქციას. იგი დამოკიდებულია იმაზე, თუ რამდენად იზრდება ფულადი ნაკადები მინიჭებული კონტროლის შედეგად. ამასთან, გასათვალისწინებელია რისკების პირობებისა და ფულადი ნაკადების ზრდის ტემპის ცვლილებები. საკონტროლო ხარისხამდე გაზრდილი ბიზნესის წილი, თავისთავად, დამატებით არაფერს ქმნის. ამასთან, ერთი აქციის ღირებულების ზრდა, საკონტროლო პაკეტის ჭრილში, დაკავშირებულია მხოლოდ ზრდად ფულად ნაკადებთან, რაც თავის მხრივ, განპირობებულია ბიზნესის მართვის სისტემის ხარისხობრივ გაუმჯობესებასთან.

აღწერილი პოზიციის დასაბუთებით, რაც მნიშვნელოვნად განსხვავდება კონტროლის პრემიის წარმოშობის არსებული პრინციპებისაგან და ეწინააღმდეგება იმ ტრადიციულ იდეებს, რომლებიც ჩამოყალიბებულია ბიზნესის შეფასების მეთოდოლოგიისადმი მიძღვნილ, პრაქტის, რეილისა და შვალისის, მონოგრაფიაში. აღნიშნულ სახელმძღვანელოზე დაყრდნობით, მერსერსა და ჰარმის მოჰყავთ კონტროლის პრეროგატივების ჩამონათვალი, რომლებიც, პრაქტისა და სხვა სპეციალისტების აზრით, ინვესტორ ერთ აქციაზე გაანგარიშებული საკონტროლო წილის ღირებულების მეტობას, მინორიტარული ლიკვიდური წილის ღირებულებასთან შედარებით [3].

აღნიშნული ჩამონათვალი მოიცავს საკონტროლო წილის მფლობელების ისეთ შესაძლებლობებს, როგორცაა მენეჯმენტის შემადგენლობის დანიშვნა/გათავისუფლება, დირექტორთა საბჭოს შეცვლა და ა.შ. მერსერმა, თანავატორთან ერთად, დათვალა 20 ასეთი შესაძლებლობა (Ibid). ისინი

ირონიულად აღნიშნავენ, რომ ეს შესაძლებლობები უფრო და უფრო ფართოვდება გამოცემიდან გამომდინარე.

სწორედ ეს გარემოებაა გაუგებარი ინტეგრირებული თეორიის ავტორებისათვის. ვინაიდან მიაჩნიათ, რომ "ციტირებული მტკიცება შეიძლება იყოს სამართლიანი მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როცა იგი ეხება ერთიანი კერძო კომპანიის საკონტროლო წილის მფლობელსა და მინორიტარული პაკეტის მფლობელს". ვინაიდან "ფინანსური კონტროლის პრემია იქმნება, ფინანსური კონტროლის მყიდველის გემოვნებით გარიგების ფასში შეყვანილი ფულადი ნაკადების, ან ზრდის ტემპების ოდენობების ნებისმიერი სხვაობის შედეგად" (Ibid). ამასთან, საუბარია "მხოლოდ ლიკვიდური მინორიტარული წილის დონეზე პროგნოზირებულთან შედარებით მეტი მოცულობის ფულადი ნაკადის მოლოდინებზე".

ამასთან, "კონტროლის პრემია გაიცემა სანარმოს განსხვავებულად მართვის უფლებისთვის, ფულადი ნაკადების ზრდისა და ზრდის ტემპის მატების მიზნით" (Ibid). ამავე დროს, არ არსებობს ბიზნესის ღირებულების კონკრეტული ნაწილი, რომელიც უშუალო კავშირშია კონტროლის პრეროგატივებთან (Ibid). რაც ნიშნავს, "იმ შემთხვევაში, თუ ფინანსური კონტროლის მყიდველი არ გეგმავს ფულადი ნაკადების ზრდას, კონტროლის პრემიის ოდენობა იქნება ნულოვანი, ან ძალიან მცირე."

ფინანსური კონტროლის ქვეშ მყოფი ბიზნესის ღირებულებასა და ლიკვიდური მინორიტარული წილის ღირებულებას შორის კონცეპტუალური განსხვავება დამოკიდებულია ფინანსური კონტროლის პრემიაზე. ინტეგრირებული თეორიის თანახმად, საჯარო კომპანიებში ის საერთოდ არ არსებობს, ან ძალზე უმნიშვნელოა. ეს ნიშნავს, რომ ფასდაკლების ოდენობა, უკონტროლო ლიკვიდური მინორიტარული წილისა და ფინანსურად კონტროლირებადი წილისათვის, უსევე უნდა იყოს ნულოვანი, ან ძალიან მცირე. აქედან გამომდინარე, მერსერი და ჰარმის ასკენიან, "მინორიტარული წილისა და ფინანსურად კონტროლირებადი წილების ღირებულებები, თითოეული პაკეტის ერთ აქციაზე გათვლით, საჯარო კომპანიების უმრავლესობისთვის თითქმის ერთიანი იქნება".

საჯარო კომპანიებში მინორიტარული წილისთვის ფასდაკლების მცირე ოდენობა ან სულაც არარსებობა, გამომდინარეობს ინვესტორების მიდგომებით, "ღია ბაზარზე თანხები დააბანდონ არა უშუალოდ კონტროლის განხორციელებისთვის, არამედ ინვესტირება მოახდინონ აქციების მინორიტარულ პაკეტებში. ამასთან, აქვთ მოლოდინები, რომ მენეჯმენტი მოახდენს კომპანიების მართვას აქციონერთა ინტერესების სრული დაცვით. მინორიტარული აქციონერები გათვლას აკეთებენ მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების კაპიტალიზაციის დონის ზრდაზე, მიმდინარე საბაზრო ფასებში. თუკი

ეს მოლოდინები არ რეალიზდა, მათ მოუწევთ კონტროლის განხორციელება, ანუ საკუთარი აქციების გაყიდვა, რითაც შექმნიან ფინანსური მყიდველების მიერ ასეთი კომპანიების მიღების პოტენციურ შესაძლებლობას.”

ინტეგრირებული თეორიის ავტორები აკეთებენ დათქმას, რომ “აღნიშნული დასკვნები და შენიშვნები ვრცელდება მხოლოდ მწარმოებელ კომპანიებზე. ჰოლდინგის ტიპის კომპანიებზე.”

განსაკუთრებულად უნდა აღინიშნოს, რომ საჯარო კომპანიის ლიკვიდური მინორიტარული წილი მერსერის მიერ განხილულია როგორც “მთლიან სანარმოსთან დაკავშირებული ღირებულება... ღია ტიპის კომპანიების აქციონერები, რომლებიც ფლობენ როგორც საკონტროლო, ასევე მინორიტარულ პაკეტებს, მიიღებენ კუთვნილ მოგებას სანარმოს მთლიანი ფულადი ნაკადებიდან (ვინაიდან ისინი ყოველდღიურად კაპიტალიზირდებიან ფასიანი ქაღალდების ღია ბაზრებზე)”. აქედან გამომდინარეობს ინტეგრირებული თეორიის უმნიშვნელოვანესი დებულება, რომელიც გამორიცხავს ფასდაკლების გამოყენებას არასაკმარისი კონტროლისთვის მინორიტარული წილის მიმართ. ეს დებულება, მერსერის მიხედვით, ვრცელდება როგორც საჯარო,

ასევე კერძო (დახურულ) კომპანიებზე. ის გარემოება, რომ კერძო (დახურული) კომპანიების აქციები შედარებით იაფია ანალოგიური ტიპის საჯარო კომპანიების აქციებზე, აიხსნება არა კონტროლის პრეროგატივების კაპიტალიზაციით, არამედ კერძო კომპანიებში შემოსავლების მიღების შედარებით დიდი რისკებით. ეს რისკები აისახება ფულადი ნაკადების არათანაბარი დისკონტირებით.

ბამოყენებული ლიტერატურა:

1 Mercer Z. Christopher. Valuing Enterprise and Shareholder Cash Flow (The Integrated Theory of Business Valuation), Published Peabody Publishing, LP, Memphis, Tennessee, 2004, 390 p.;

Mercer Z. Christopher, Harms V. Travis. Business Valuation (the Integrated Theory). Second Edition, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey, 2008, 225 p.

2 Пратт Ш.П. Оценка бизнеса: скидки и премии / Научный редактор А.А. Козлов. М.: Квинто-Менеджмент, 2005. С. 37

3 Pratt Shannon, Reilly Robert, Schweis Robert. Valuing a Business, 4th ed. New York: McGraw – Hill, 2000, p. 347–348.