

სოხუმის სახელმწიფო უნივერსიტეტი
SOKHUMI STATE UNIVERSITY

ნიმო ხაჩიძე, რ. ჭიჭიძე

ლირებულეგაგა დაფუძნებულ
ფინანსური მენეჯმენტი

სადეჟიო კურსი



სოხუმის სახელმწიფო უნივერსიტეტი

ხარებავა ნ., ჭითავა რ.

ღირებულებაზე დაფუძნებული ფინანსური მენეჯმენტი

ლექციების კურსი

თბილისი

2018

სარჩევი

ლექცია 1. ღირებულებაზე ორიენტირებული მენეჯმენტის არსი და წარმოშობა	3
ლექცია 2. ეკონომიკური დამატებული ღირებულება (EVA), მისი გაანგარიშება და ანალიზი	8
ლექცია 3. კორპორაციის საბაზრო ღირებულების მაჩვენებელი (MVA) და მისი ანალიზი	14
ლექცია 4. ღირებულების ფაქტორების განსაზღვრა კორპორაციაში.....	15
ლექცია 5. კორპორაციის ღირებულების განსაზღვრა.....	26
ლექცია 6. ღირებულების წამყვანი ფაქტორების დანერგვა დაბალანსებულ მაჩვენებელთა სისტემაში (BSc).....	30
ლექცია 7. ფინანსური სტრატეგიის მატრიცა	44
ლიტერატურა	45

ლექცია 1. ღირებულებაზე ორიენტირებული მენეჯმენტის არსი და წარმოშობა

კომპანიის ღირებულების შექმნაზე დაფუძნებული მენეჯმენტი (**VBM-Value Based Management**) – არის მართვის კონცეფცია, რომელიც მიმართულია სტრატეგიული და ოპერაციული მენეჯმენტის გადაწყვეტილებების ხარისხის გაუმჯობესებაზე კომპანიის ღირებულების ზრდაში მონაწილე ყველა პირის ძალისხმევის კონცენტრირების ხარჯზე. ამ კონცეფციის ფარგლებში, კომპანიის ძირითადი მიზანია თავისი ღირებულების მაქსიმიზაცია.

VBM კონცეფცია ეფუძნება აღიარებას, რომ ორგანიზაციის ძირითადი ფინანსური მიზანია მისი ღირებულების ზრდა მესაკუთრეებისთვის (აქციონერებისთვის) და შესაბამისად, კომპანიის ყველა გადაწყვეტილება უნდა იყოს მიმართული ამ მიზნის მისაღწევად. კომპანიის მენეჯმენტის ნებისმიერი გადაწყვეტილება უნდა ფასდებოდეს იმ კუთხით თუ როგორ იმოქმედებს ის კომპანიის საბაზრო ღირებულებაზე.

VBM კონცეფცია მნიშველოვნად განვითარდა XX საუკუნის 80-ან წლებში აშშ-ში, როგორც სტრატეგიული და კონსალტინგური მართვის პროდუქტი. წარმოიშვა რა აშშ-ს მმართველობით კულტურაში და გამოყენება ჰპოვა ასევე ევროპის, კანადის, იაპონიის, ავსტრალიის მსხვილ ორგანიზაციებში და ასევე ლათინური ამერიკისა და სამხრეთ აზიის განვითარებად ქვეყნებში. VBM კონცეფცია ეფუძნება ღირებულების კონცეფციას, რომლის თეორიულ მიდგომებს ანვითარებდნენ თავიანთ ნაშრომებში ისეთი კლასიკოსი ეკონომისტები, რომლებიც იყვნენ: უ. პეტი, ნ. ბარბონი, ა. სმიტი, დ. რიკარდო, ა. მარშალი და სხვები. უ. პეტის (1623-1687) მიხედვით ნებისმიერი პროდუქტის და მომსახურების ფასი მერყეობს მისი ბუნებრივი ღირებულების მიმართ, რომელიც ეფუძნება მიწას და სამუშაო ძალას, როგორც წარმოების ფაქტორებს. ნ. ბარბონმა (1640 – 1698) განავითარა ეს იდეები და დააკავშირა პროდუქტის ბუნებრივი ღირებულება მის საბაზრო ღირებულებას. ა. სმიტმა (1723 – 1790) თავის უნიკალურ ნაშრომში „კვლევა ერების სიმდიდრის ბუნებისა და მიზეზების შესახებ“ აღიარა უ. პეტის იდეები ღირებულების მიმართ და პირველმა ჩამოაყალიბა საქონლის ობიექტური შიდა ღირებულების კონცეფცია. სმიტის იდეები იყო ადაპტირებული და განვითარებული ა. რიკარდოს (1772 – 1823) მიერ, რომელიც

ამტკიცებდა, რომ ღირებულება დამოკიდებულია შრომით დანახარჯებზე და, რომ საქონლის ღირებულებაზე გავლენას ახდენს ორი ფაქტორი: მისი იშვიათობა და მუშა-ხელის რაოდენობა, რომელიც აუცილებელია პროდუქციის წარმოებისთვის.

მე-19 საუკუნის მიწურულს ალფრედ მარშალმა გააერთიანა ყველა კლასიკური მოსაზრება ღირებულებაზე ზღვრული სარგებლიანობის თეორიის მეშვეობით, სადაც განიხილავდა ღირებულებას როგორც პროდუქტის შიდა ღირებულებისა და მოთხოვნა მიწოდების სინთეზის და შესაბამისად, მყიდველის და გამყიდველის მოთხოვნების დამთხვევის შედეგს. მნიშვნელობანია, რომ ასეთ მიდგომამ გამოიწვია ღირებულების მართვის პროცესში ეკონომიკური ღირებულების შეფასების აუცილებლობა, რამაც თავის მხრივ საფუძველი ჩაუყარა ღირებულების თეორიის მომდევნო განვითარებას.

მე-20 საუკუნეში ღირებულების პრობლემატიკას მიეძღვნა ისეთი მეცნიერების და პრაქტიკოსების ნაშრომები, რომლებიც იყვნენ გ. საიმონი, ფ. მოდილიანი და მ. მილერი, პ. დრუკერი, ა. რაპაპორტი, ტ. კოუპლენდი, ჯ.სტერნი, ბ. სტიუარტი და სხვები. მათი ნაშრომები ჩაიდო თეორიულ საფუძველად კონსალტინგური კომპანიების საქმიანობას, მაგალითად, LEC/Alcar Consulting Group (ა. რაპაპორტი), McKinsey&Company (ტ. კოუპლენდი), Stern Stewart&Co. (ჯ. სტერნი, ბ. სტიუარტი).

ღირებულებაზე ორიენტირებული მენეჯმენტი, ეფუძნება ფინანსური მენეჯმენტის ისეთ საბაზისო კონცეფციას, როგორც არის ნობელის ლაურეატის ამერიკელი მეცნიერის გ. საიმონის მესაკუთრეების ეკონომიკური ინტერესების პრიორიტეტის კონცეფციას, რომელიც გამოქვეყნდა მის ნაშრომში „შეზღუდული რაციონალობის თეორიები“ (1957 წ.). კონცეფციის მიხედვით კომპანიის ფინანსების მართვის მიზანია მისი საბაზრო ღირებულების მაქსიმიზაცია.

ფ. მოდილიანიმ და მ. მილერმა წარადგინეს კაპიტალის ღირებულების კონცეფცია, რომელიც აისახა ნაშრომში „კაპიტალის ღირებულება, კორპორაციული ფინანსები და ინვესტიციების თეორია“ (1958). კონცეფციის არსი მდგომარეობს იმაში, რომ კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების მინიმიზაცია უზრუნველყოფს კომპანიის მფლობელების კეთილდღეობის მაქსიმიზაციას.

1964 წელს პიტერ დრუკერმა გამოაქვეყნა წიგნი „მართვა ორიენტირებული შედეგებზე“ (Managing for results), სადაც აღნიშნა, რომ იმისათვის რომ ფირმამ

აიცილოს ზარალი მისი მოგება უნდა იყოს უფრო მეტი ვიდრე კაპიტალის ღირებულება. დრუკერის მიხედვით ეფექტიანი ბიზნესი ფოკუსირებას ახდენს შესაძლებლობებზე და არა პრობლემებზე.

ღირებულებაზე ორიენტირებული მენეჯმენტის პრაქტიკული მიდგომების განვითარების დასაწყისად მიიჩნევა ალფრედ რაპაპორტის კონცეფციის წარმოშობა. ამ მიდგომის ძირითადი იდეა მდგომარეობდა იმაში, რომ კორპორაციების სტრატეგიული და ფინანსური ეფექტიანობის შეფასება ეყრდნობა მის უნარს შექმნას აქციონერული ღირებულება (SVA - Shareholders Value Added), რომელიც განისაზღვრება, როგორც სხვაობა საანგარიშგებო (კონკრეტული სტრატეგიის დანერგვის შემთხვევაში) და საბაზისო ღირებულების მაჩვენებლებს შორის და თავის მხრივ, ითვალისწინებს აქციების მიმდინარე საბაზრო ღირებულებას.

90-ნ წლებში ჯ.სტერნმა და ჯ.შილიმ მოახდინეს ეკონომიკური დამატებული ღირებულების (EVA) პოპულარიზაცია, როგორც ღირებულების შექმნის შეფასების წამყვანი მაჩვენებელი. ამ პერიოდში ფინანსური ანალიტიკოსები და კომპანიების მენეჯმენტი წააწყდნენ ღირებულების შეფასების პრობლემას, რაც მდგომარეობდა იმაში, რომ შეფასების პროცესში ერთადერთ დასაყრდნობ ინფორმაციას წარმოადგენდა კომპანიის ბუღალტრული ანგარიშგება, რომელიც უნდა ყოფილიყო ტრანსფორმირებული ფინანსურ მაჩვენებლებში. როგორც პასუხი ამ გამოწვევას გამოქვეყნდა სტერნ-სტიუარტის მოდელი, რომელიც მიედევნა ეკონომიკური დამატებული ღირებულების მაჩვენებელს. მოდელის მთავარი იდეა მდგომარეობდა შემდეგში: ინვესტორმა უნდა გამოიმუშავოს იმდენი უკუგება, რომელიც დააკომპენსირებდა მის მიერ აღებულ რისკს და გამოიხატება ინვესტირებული კაპიტალის ღირებულებაში. კომპანიის ღირებულება განისაზღვრება ფულადი ნაკადებით, რომელსაც კომპანია დააგენერირებს მომავალში დისკონტირებული შემოსავლიანობის განაკვეთით, ერთობლივი რისკების გათვალისწინებით. ახალი ღირებულება იქმნება მაშინ, როცა კომპანია ღებულობს ისეთ უკუგებას ინვესტირებული კაპიტალიდან, რომელიც აჭარბებს მის მოზიდვაზე გაწეულ ხარჯებს. როგორც პიტერ დრაკერი აღნიშნავდა, ”მანამ სანამ კომპანია არ გამოიმუშავებს ისეთ მოგებას, რომელიც აჭარბებს კაპიტალის ღირებულებას, იგი იმუშავებს ზარალზე”.

აგრეთვე მნიშვნელოვანი წილი ღირებულების მართვის კონცეფციაში შეიტანა კოუპლენდის-კოლერის-მურინის კონცეფციამ, რომლის ძირითად იდეას წარმოადგენს ეკონომიკური შემოსავლების შეფასება და კონტროლი. კონცეფციამ გააფართოვა ინვესტირებული კაპიტალის ცნება და მის შეფასებისას ითვალისწინებს, როგორც ყველა მატერიალურ და არამატერიალურ აქტივებს (მათ შორის ბალანსგარეშე აქტივებს). ეკონომიკური შემოსავლის ან დამატებული ღირებულების შეფასების კუთხით, ზემოთ აღწერილი კონცეფციები ავსებენ ერთმანეთს.

VBM კონცეფცია გულისხმობს მენეჯერების ღირებულებაზე ორიენტირებული აზროვნების ფორმირებას, რომელიც ძირეულად განსხვავდება მიღებული “ბუღალტრული” აზროვნებისგან. ბუღალტრული პრინციპი გულისხმობს ფინანსური მაჩვენებლების ანალიზს და მათ შედარებას ანალოგიურ მაჩვენებლებთან წარსულში, ამ შემთხვევაში გრძელვადიანი ფულადი ნაკადების პროგნოზი უგულებელყოფილია. აზროვნების ბუღალტრული მოდელი გულისხმობს კონცენტრირებას პროდუქციის ერთეულზე დანახარჯების დინამიკაზე, რომელსაც აქვს შემცირების ტენდენცია წარმოების მასშტაბების ზრდის პირობებში. თუმცა პროდუქციის რაოდენობის ზრდა მოთხოვნის მოცულობის გათვალისწინების გარეშე იწვევს მის გაყინვას საწყობებში, შესაბამისად, მარაგების ზრდას და ინვესტირებული კაპიტალის ღირებულების ზრდას გრძელვადიან პერსპექტივაში. ასევე, შესაძლოა ამან იმოქმედოს მოგებაზე, რადგან საწყობების დაცლა მოითხოვს გაყიდვების სტიმულირებას და საგრძნობ ფასდაკლებებს რეალიზაციის დროს. მსგავსი სიტუაცია გამოირიცხება ღირებულებაზე ორიენტირებული მართვის დროს.

ერთ-ერთი ძირითადი განსხვავება აზროვნების ამ ორ ვარიანტს შორის არის ის, რომ “ღირებულებაზე ორიენტირებული” მიდგომა გულისხმობს იმის გააზრებას, რომ კომპანიის საკუთარი კაპიტალი ფასიანია, რომლის ღირებულება განისაზღვრება მესაკუთრის (აქციონერების) მოთხოვნებით. “ბუღალტრული” მიდგომა კი არ ითვალისწინებს საკუთარი კაპიტალის ღირებულებას, ანუ კომპანიის შემოსავლებიდან ქვითავს მხოლოდ მოზიდული კაპიტალის დანახარჯებს. “ღირებულებაზე ორიენტირებული” მიდგომა ითვალისწინებს კომპანიის ყველა დაფინანსების წყაროს, რომელთა საშუალებითაც მიღებულ იქნა შემოსავალი, ანუ

შემოსავალს აკლებენ როგორც მოზიდული, ისე საკუთარი (აქციონერული) კაპიტალის ღირებულებას.

მიუხედავად მრავალი თეორიული კვლევებისა ღირებულების კონცეფცია არის მუდმივ განვითარებაში და კონცეფცია ტრანსფორმირდება საზოგადოების განვითარებასთან ერთად. დღეს, ცალსახად შეგვიძლია ვთქვათ, რომ ზემოთ აღწერილ და აღიარებულ კონცეფციებს შორის განსაკუთრებული ადგილი უკავია ღირებულების საკვანძო ფაქტორების მოდელს, რომელიც შემოთავაზებულია ა. რაპაპორტის მიერ, და ეკონომიკური დამატებული ღირებულების მოდელს, რომელიც ასახულია სტერნ-სტიუარტის მიდგომაში. მოცემული მიდგომები ფართოდ გავრცელდა როგორც ფინანსური ანალიტიკოსების და მენეჯერების პრაქტიკაში, ასევე ფინანსური მეცნიერების თეორიაში. უნდა აღინიშნოს, რომ სახეზეა კონცეფციების განვითარებაში დაინტერესებულ პირთა მისწრაფება მოხერხდეს გამოსაყენებელი მეთოდების სტანდარტიზაცია და უნიფიკაცია, რაც გვამღევეს საშუალებას ვივარაუდოთ, რომ ღირებულების მართვის მოდელების განვითარება დაკავშირებული იქნება EVA მაჩვენებლის და მასთან დაკავშირებული მეთოდოლოგიის გამოყენების დახვეწასთან. ხაზგასასმელია, რომ VBM კონცეფციის საბაზისო პოსტულატები არ დგას ექვექვე და დაიმკვიდრა საპატიო ადგილი ფინანსური მართვის თეორიასა და პრაქტიკაში.

ლექცია 2. ეკონომიკური დამატებული ღირებულება (EVA), მისი გაანგარიშება და ანალიზი

სანამ ავხსნიდეთ თუ რა არის ეკონომიკური დამატებული ღირებულება აუცილებელია გავიხსენოთ ისეთი ცნებები როგორცაა ეკონომიკური და საბუღალტრო მოგება. საბუღალტრო მოგება წარმოადგენს სხვაობას ფირმის მიერ მიღებულ შემოსავლებსა და გაწეულ ხარჯებს შორის. ის ასახავს მხოლოდ ცხად ხარჯებს და უფრო მაღალია ვიდრე ეკონომიკური მოგება, რადგან ეკონომისტების თვალსაზრისით ცხადი ხარჯები არ ასახავენ მთლიან ხარჯებს. ეკონომიკური მოგების გაანგარიშებისას ეკონომისტები ითვალისწინებენ როგორც ცხად, ასევე ფარულ ხარჯებს და ფარული ხარჯების საკითხი დგება, როდესაც ბიზნესმენები ითვალისწინებენ მათ მიერ გამოყენებული რესურსების ალტერნატიულ დანახარჯებს.

ბუღალტრულ მოგებას ჩვენ ვაფასებთ ისეთი მაჩვენებლებით როგორცაა წმინდა ოპერაციული მოგება დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT) ან წმინდა მოგება. NOPAT - ის გაანგარიშება ხორციელდება შემდეგნაირად:

$$\text{NOPAT} = \text{ოპერაციული შემოსავალი} \times (1 - \text{გადასახადის განაკვეთი})$$

ოპერაციულ შემოსავალს ჩვენ აგრეთვე განვიხილავთ როგორც შემოსავალს დაბეგვრამდე და გადასახადების გადახდამდე (EBIT). NOPAT - ის მეშვეობით ხორციელდება ფირმის ძირითადი ოპერაციების ეფექტიანობის შეფასება ვალის გათვალისწინების გარეშე.

წმინდა მოგება კი წარმოადგენს სხვაობას ფირმის ყველა შემოსავლებსა და ხარჯებს შორის (მათ შორის საპროცენტო გადასახადების გათვალისწინებით).

ალტერნატიული დანახარჯების არსი მდგომარეობს იმაში, რომ გვაჩვენოს თუ რა დათმო ბიზნესმა ან ინდივიდმა იმისათვის რომ მას განეხორციელებინა მიმდინარე საქმიანობა.

ეკონომიკური მოგება = მთლიან შემოსავალს - (ცხადი ხარჯები + ფარული ხარჯები) = საბუღალტრო მოგება - ფარული ხარჯები

როგორ შეიძლება რომ გამოვსახოთ ფარული ხარჯები კონკრეტულ ფინანსურ მაჩვენებელში? საქმე იმაშია, რომ როდესაც ხდება საბუღალტრო მოგების გაანგარიშება ჩვენ ვითვალისწინებთ მხოლოდ მოზიდული ვალდებულებების

ღირებულებას. თუმცა საკუთარ კაპიტალს აგრეთვე გააჩნია ღირებულება, მიუხედავად იმისა რომ ფირმა არაა ვალდებული პირდაპირ აუნაზღაუროს თავის მფლობელს ინვესტირებული კაპიტალი. საკუთარი კაპიტალის ღირებულება წარმოადგენს უკუგებას, რომელსაც ინვესტორი მიიღებდა ანალოგიური ინვესტიციისგან იმავე რისკის დონით. პრობლემა მდგომარეობს იმაში, რომ კომპანიები ჩართული ანალოგიურ საქმიანობაში არ აქვეყნებენ საკმარის ინფორმაციას, რომ შეფასდეს უკუგება ალტერნატიულ პროექტში, ამიტომ განვითარებულ ქვეყნებში ამ მიზნებისთვის იყენებენ იმ კომპანიების ანგარიშგებას, რომლებიც ჩართულნი არიან საჯარო ვაჭრობაში. საკუთარი კაპიტალის გაანგარიშება ხორციელდება სხვადასხვა მოდელების საფუძველზე (მაგ., CAPM - კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელი, დივიდენდების ზრდის ან დისკონტირების მოდელი).

აღნიშნული მოდელის საფუძველზე ხორციელდება **კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების განსაზღვრა**. კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება წარმოადგენს ინვესტორებისთვის ალტერნატიულ ღირებულებას, სხვა იმავე რისკის მატარებელ ბიზნესში ფინანსური რესურსების ინვესტირებისას. ვინაიდან თავისუფალი ფულადი ნაკადები წარმოადგენს ყველა ფინანსური ინვესტორისთვის განკუთვნილ რესურსს, კომპანიის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულებაც უნდა ასახავდეს ყველა ინვესტორის მიერ მოთხოვნილ უკუგების ნორმას. იგი უნდა ასახავდეს როგორც სესხის, ისე აქციონერული კაპიტალის მფლობელების ღირებულებას. თუ დავუშვებთ, რომ ვალდებულების დაფარვის უპირატესობით სესხის გამცემი წყარო სარგებლობს, მაშინ საკუთარი კაპიტალის ღირებულება ყოველთვის უფრო მაღალი იქნება.

კონკრეტული კომპანიისთვის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების გამოსათვლელად განსაზღვრული უნდა იქნას სამი კომპონენტი: საკუთარი კაპიტალის ღირებულება, ნასესხები კაპიტალის ღირებულება და კომპანიის კაპიტალის სამიზნე სტრუქტურა. ვინაიდან არცერთი ცვლადი პირდაპირ არაა ხელმისაწვდომი, საჭიროა გამოვიყენოთ სხვადასხვა მიდგომები და დაშვებები თითოეული კომპონენტის დასადგენად, რაც საშუალებას მოგვცემს განვსაზღვროთ,

იგივე რისკის მქონე ალტერნატიული ინვესტიციებისთვის მოთხოვნილი უკუგების ნორმა.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება უდრის საკუთარი კაპიტალისა და ნასესხები კაპიტალის (გადასახადების შემდეგ) შეწონილი სიდიდეების ჯამს და გაიანგარიშება ფორმულით:

$$WACC = \frac{E}{V} * Re + \frac{D}{V} * Rd (1 - Tc)$$

სადაც,

Re = საკუთარი კაპიტალის განაკვეთი

Rd = ნასესხები/მოზიდული კაპიტალის განაკვეთი

E = კომპანიის საკუთარი კაპიტალის საბაზრო ღირებულება

D = ნასესხები/მოზიდული კაპიტალის საბაზრო ღირებულება

V = E + D = ერთობლივი დაფინანსების საბაზრო ღირებულება (საკუთარი და მოზიდული სახსრების)

E/V = საკუთარი სახსრებით დაფინანსების პროცენტი

D/V = სესხით დაფინანსების პროცენტი

Tc = კომპანიის საგადასახადო განაკვეთი

საკუთარი კაპიტალის ღირებულებას განსაზღვრავს სამი ფაქტორი: უკუგების ურისკო განაკვეთის ნორმა, საბაზრო რისკის პრემია (რომელიც გამოითვლება საბაზრო პროტფელზე მიღებული უკუგების მაჩვენებლისთვის ურისკო ობლიგაციებზე მიღებული უკუგების გამოკლებით) და კორექტირებული რისკის მაჩვენებელი, რომელიც ასახავს თითოეული კომპანიის რისკის ხარისხს საშუალო კომპანიასთან შედარებით. ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელის (CAMP) თანახმად, კომპანიის თანმდევი, სპეციფიკური რისკის გათვალისწინება ხდება ბეტა კოეფიციენტის საშუალებით, რომელიც ზომავს კომპანიის ფასიანი ქაღალდის (აქციის) ფასის მოძრაობას ბაზართან შედარებით. მაღალი ბეტა კოეფიციენტის მქონე აქციები უნდა უზრუნველყოფდნენ საბაზრო რისკის პრემიაზე მაღალ უკუგების მაჩვენებლებს. და პირიქით, დაბალი ბეტა კოეფიციენტის მქონე აქციები უნდა უზრუნველყოფდნენ საბაზრო რისკის პრემიაზე დაბალ უკუგების მაჩვენებლებს. საინვესტიციო დონის კომპანიისთვის, რომლის ობლიგაციებიც წარმოდგენილია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე, სესხის ღირებულების (გადასახადის შემდეგ) გამოსათვლელად უნდა გამოვიყენოთ ობლიგაციების დაფარვამდე უკუგების ნორმა.

ხოლო, თუ კომპანიის ობლიგაციებით იშვიათად ხდება ვაჭრობა, დაფარვამდე უკუგების ნორმის გამოსათვლელად შეგვიძლია გამოვიყენოთ კომპანიის სასესხო რეიტინგი. ვინაიდან თავისუფალი ფულადი ნაკადების გამოთვლა ხდება პროცენტის ხარჯთან დაკავშირებული საგადასახადო ფარის გარეშე, სასესხო კაპიტალის ღირებულება უნდა განისაზღვროს კომპანიის, მოგების გადასახადის ზღვრული განაკვეთის გათვალისწინებით. საკუთარი კაპიტალის ღირებულების გამოსათვლელად ყველაზე ხშირად იყენებენ ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელს (CAMP). ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელი, ფასიანი ქაღალდის (აქციის) რისკს განსაზღვრავს, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მიმართ, მისი მგძნობიარობის მიხედვით. ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელის თანახმად, ფასიან ქაღალდზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმა უდრის ურისკო განაკვეთის, კონკრეტული ფასიანი ქაღალდის ბეტა კოეფიციენტისა და საბაზრო რისკის პრემიის ჯამს:

$$E(R_i) = r_f + \beta_i[E(R_m) - r_f]$$

სადაც,

$E(R_i)$ = i აქციაზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმას;

r_f = ურისკო განაკვეთს;

β_i = ბაზრის მიმართ აქციის მგძნობიარობის ხარისხს;

$E(R_m)$ = საბაზრო პორტფელზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმას.

ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელში, ურისკო ნორმა და საბაზრო რისკის პრემია, რომელიც უდრის საბაზრო პორტფელზე მოსალოდნელ უკუგების ნორმასა და ურისკო განაკვეთს შორის სხვაობას, საერთოა ყველა კომპანიისთვის. მხოლოდ ბეტა კოეფიციენტი იცვლება კომპანიებს შორის. ბეტა კოეფიციენტი წარმოადგენს კარგად დივერსიფიცირებული ინვესტორისთვის პორტფელში აქციის დამატებით წარმოქმნილ რისკს და ასახავს აქციის ცვალებადობის ხარისხს ბაზართან შედარებით.

იმის მერე რაც მოხდება კაპიტალის საშუალო შეწონილის გაანგარიშება ჩვენ შეგვიძლია გამოვიანგარიშოთ ეკონომიკური მოგება წმინდა საოპერაციო მოგებიდან საშუალო შეწონილი დანახარჯების გამოკლებით. შედეგად ჩვენ შეგვიძლია განვაზღვროთ ისეთი მაჩვენებელი როგორცაა **ეკონომიკური დამატებული ღირებულება (EVA)**.

EVA წარმოადგენს კომპანიის ეკონომიკური მოგების საზომს, რომელიც თავის მხრივ გამოიანგარიშება კომპანიის მოგებიდან კომპანიის კაპიტალზე ფინანსური დანახარჯების გამოკლებით. ეს მაჩვენებელი წარმოადგენს ფირმის საქმიანობის შიდა საზომს და ფირმის ღირებულების შექმნის ინდიკატორს აქციონერებისთვის.

$$EVA = NOPAT - (\text{ინვესტირებული კაპიტალი} \times WACC) = (ROIC - WACC) \times IC$$

სადაც,

ROIC - უკუგება ინვესტირებულ კაპიტალზე

IC - ინვესტირებული კაპიტალი

EVA მაჩვენებლის დადებითი სიდიდე გვიჩვენებს რომ ღირებულება გაიზარდა, შეიქმნა, ხოლო უარყოფითი მიგვითითებს ღირებულების შემცირებას.

ფორმულიდან კარგად ჩანს, რომ დამატებული ეკონომიკური ღირებულების მაქსიმიზაცია და შესაბამისად კომპანიის ღირებულების მაქსიმიზაცია, შესაძლებელია ინვესტირებული კაპიტალის რენტაბელობის მაქსიმიზაციის, კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების შემცირების და ინვესტირებული კაპიტალის მაქსიმიზაციის შედეგად.

EVA-ს უპირატესობა მდგომარეობს იმაში, რომ მომუშავე პერსონალი და მენეჯერები იწყებენ ფიქრს როგორც აქციონერები. იგი უზრუნველყოფს მათ გრძელვადიან ხედვას და ხაზს უსვამს, რომ ინვესტიციების შეფასებისთვის გრძელვადიან პერიოდში მათ უნდა მიიღონ ისეთი უკუგება, რომელიც დაფარავს კაპიტალის ღირებულებას. სხვა შემთხვევაში ინვესტორებისთვის უპირანი იქნებოდა ალტერნატივის მოძიება ფულის ჩასადებად. ეს მიდგომა გულისხმობს, რომ კომპანია არ უნდა ისწრაფვოდეს კაპიტალის უსაზღვრო ზრდისკენ, თუმცა კარგად უნდა ესმოდეს, რომ მისი საბოლოო მიზანია ღირებულების შექმნა დადებითი სპრედის გაზრდის ხარჯზე, რომელიც მრავლდება ინვესტირებულ კაპიტალზე.

მიუხედავად იმისა, რომ EVA კონცეფცია საკმაოდ პოპულარულია, მას გააჩნია ასევე უარყოფითი მხარეებიც:

- ეს მაჩვენებელი მმართველობითი გადაწყვეტილებების ეფექტურობის უფრო მოკლევადიანი ინდიკატორია, ვიდრე გრძელვადიანი;
- იგნორირებულია ფულადი ნაკადები;

- ამ მაჩვენებლის მიზამ ანაზღაურების სისტემასთან შესაძლოა გამოიწვიოს ისეთი გადაწყვეტილებების მიღება, რომლებიც მიმართული იქნება მოკლევადიან სარგებლობაზე;

- ეყრდნობა მხოლოდ ფინანსურ მაჩვენებლებს და უგულებელყოფილია ისეთი ფაქტორები, როგორცაა პერსონალის ცოდნა, ინფორმაციული ტექნოლოგიები, კორპორატიული კულტურა და სხვა.

ლექცია 3. კორპორაციის საბაზრო ღირებულების მაჩვენებელი (MVA) და მისი ანალიზი

იმისთვის რომ კარგად გავიაზროთ EVA-ს ლოგიკა, უნდა განვიხილოთ საბაზრო დამატებული ღირებულება (MVA). MVA წარმოადგენს სხვაობას კომპანიის საერთო ღირებულებასა და ჩადებული კაპიტალის (საკუთარი და მოზიდული) საერთო ღირებულებას შორის. სტერნ-სტიუარტის კონცეფციის თანახმად, MVA გვიჩვენებს, რომ კომპანიის ზრდა, როგორც ასეთი, არ ქმნის ღირებულებას. ზრდა ქმნის ღირებულებას მხოლოდ მაშინ, როცა ზრდის სტრატეგიას მივყავართ იმ მდგომარეობისკენ, როცა ღირებულების ზრდა აჭარბებს ინვესტირებული კაპიტალის ზრდას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, სტრატეგიის წმინდა მიმდინარე ღირებულება უნდა იყოს დადებითი, წინააღმდეგ შემთხვევაში ღირებულება განადგურდება.

ეს მაჩვენებელი გამოხატავს მიმდინარე და მომავალი ინვესტიციების დისკონტირებულ ღირებულებას. იგი გაიანგარიშება როგორც სხვაობა კაპიტალის საბაზრო ღირებულებასა და საბალანსო ღირებულებას შორის.

$MVA = \text{კომპანიის ღირებულება} - \text{ინვესტირებული კაპიტალი}$

$MVA = \text{საბაზრო კაპიტალიზაცია} + \text{ვალის საბაზრო ღირებულება} - (\text{საბალანსო საკუთარი კაპიტალი} + \text{საბალანსო მოზიდული კაპიტალი})$

როცა MVA პოზიტიურია და რაც უფრო სწრაფია ფირმის ზრდის ტემპები, მით უფრო მეტ ღირებულებას ქმნის იგი. მენეჯერები, რომელთა გადაწყვეტილებები მიმართულია მოსალოდნელი EVA-ს მაქსიმიზაციაზე, ასევე ზრდიან MVA -ს და ქმნიან ღირებულებას.

ლექცია 4. ღირებულების ფაქტორების განსაზღვრა კორპორაციაში

ვინაიდან ღირებულება არის ინტეგრირებული მაჩვენებელი, მისი მნიშვნელობა პირდაპირ არის დამოკიდებული იმაზე თუ რა ელემენტებისგან შედგება იგი, რა შიდა ან გარე ფაქტორი ახდენს გავლენას მასზე და რამდენად მართვადია ის. ასეთ ფაქტორებს ეწოდება “ღირებულების დრაივერები”, ანუ ღირებულების მამომრავებელი ფაქტორები.

ღირებულების ფაქტორი – ეს არის ცვლადი, რომელიც ზემოქმედებს კომპანიის ღირებულებაზე. ასეთი ფაქტორების განსაზღვრის მნიშვნელობა გამოიხატება იმ გარემოებით, რომ ჯერ ერთი, კომპანიას არ შეუძლია იმუშაოს პირდაპირ ღირებულებასთან, რადგან იგი ინტეგრირებული მაჩვენებელია და უნდა იმუშაოს იმ ფაქტორებთან, რომლებზეც კომპანია ახდენს ზეგავლენას. მეორე, უშუალოდ ღირებულების ფაქტორები ეხმარება მაღალი ემელონის მენეჯერებს იმის გარკვევაში, თუ რა ხდება ორგანიზაციის სხვადასხვა დონეზე და რა გეგმები აქვთ დასახული.

ორი ფაქტორი არის ურთიერთდაკავშირებული, თუ ერთის ცვლილება (დამოუკიდებელი ცვლადი) იწვევს მეორეს (დამოკიდებულის) ცვლილებას, ან როცა დამოუკიდებელი ფაქტორი ზღუდავს დამოკიდებულს, მაგალითად, ხარჯები - დამოუკიდებელი ფაქტორია, ხოლო მოგება - დამოკიდებული. აუცილებელია დადგინდეს ფაქტორების თანადაქვემდებარება ერთმანეთის მიმართ და განისაზღვროს თუ რომელი ფაქტორი ახდენს უფრო მეტ ზეგავლენას ღირებულებაზე. შემდეგ ამ პარამეტრზე პასუხისმგებლობა უნდა დაეკისროს კონკრეტულ ადამიანებს, რომლებიც მონაწილეობას ღებულობენ კომპანიის მიზნების მიღწევაში.

განასხვავებენ ღირებულების ფაქტორების ორ კატეგორიას:

- რაოდენობრივს – ფაქტორები რომლებიც ექვემდებარება გაზომვას და გაანგარიშებას (მაგალითად, მოგება, დანახარჯები);
- ხარისხობრივს – ფაქტორები, რომლებიც არ ექვემდებარება უშუალო გაზომვას ან გაანგარიშებას, მაგრამ შეფასებადია სკალის მიხედვით (მაგალითად, კვალიფიკაციის დონე, კლიენტის ლოიალობა, თანამშრომლების კმაყოფილება).

ხარისხობრივი ფაქტორები გამოისახება რაოდენობრივ კომპონენტებად, მაგალითად, მომხმარებლის ლოიალობა ხასიათდება შემდეგი მაჩვენებლებით:

- განმეორებითი შეძენების რაოდენობა;
- პროდუქტის შეძენის მოცულობა კონკრეტული სახეობის მიხედვით;
- შესყიდვის საშუალო ოდენობა (ჩეკის საშუალო ღირებულება);
- შესყიდვების საშუალო სიხშირე;
- კლიენტის თანამშრომლობის ხანგრძლივობა და სხვა;

ძირითადი, ანუ წამყვანი ფაქტორების დამახასიათებელი თვისებებია:

1. ფაქტორები ახდენენ მნიშვნელოვან ზემოქმედებას ღირებულებაზე;

2. ისინი არიან კონტროლირებადი. (რადგან, არსებობს ფაქტორები, რომელთა წვლილი ღირებულების შექმნაში მნიშვნელოვანია, თუმცა მენეჯმენტი ვერ ახერხებს მათ სათანადო კონტროლს. ასეთ შემთხვევაში მიზანშეწონილია მათი იგნორირება).

წამყვანი ფაქტორების გამოვლენა საკმაოდ რთული პროცესია და ხასიათდება გარკვეული თავისებურებებით:

- საკვანძო ფაქტორები არ არის სტატიკური და დროთა განმავლობაში საჭიროებს გადახედვას;

- ფაქტორების გამოვლენა მოითხოვს ინდივიდუალურ მიდგომას თითოეული საწარმოო პროცესისადმი;

- ღირებულების ფაქტორების ცალ-ცალკე განხილვა არ შეიძლება. მაგალითად, ფასის მატება თავისთავად განაპირობებს ღირებულების ზრდას, თუმცა მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ შედეგად არ გამოიწვევს ბაზრის მნიშვნელოვანი წილის დაკარგვას. ამიტომ უნდა იქნას განხილული სხვადასხვა სცენარი, რომ კარგად გამოიკვეთოს საკვანძო ფაქტორების ურთიერთდამოკიდებულება და ასევე მათი კავშირი კომპანიის ღირებულებასთან.

განასხვავებენ ფინანსურ და არაფინანსურ ღირებულების შექმნის ფაქტორებს. ფინანსური ფაქტორები გამოხატავენ კომპანიის ეფექტიანობას გასულ პერიოდში, ხოლო არაფინანსური ფაქტორები იძლევიან ღირებულების ცვლილების პროგნოზირების საშუალებას მომავალში.

კოლერის მიხედვით არსებობს ღირებულების უნივერსალური რაოდენობრივი მამოძრავებელი ფაქტორები (დრაივერები), რომლებსაც მიეკუთვნება ROIC

(ინვესტირებული კაპიტალის მომგებიანობა) და შემოსავლების ზრდის ტემპი. თუმცა ჰავაინი გ. და ვიალეტ კ. თვლიან, რომ ROIC ნაცვლად უნდა განიხილებოდეს მომგებიანობის სპრედი (ROIC – WACC). თუ კომპანიის მოსალოდნელ ROIC დავანაწევრებთ ფუნდამენტურ კომპონენტებად, შესაძლებელია განისაზღვროს უფრო საბაზისო ფაქტორები, რომლებიც განაპირობებენ ღირებულების შექმნას. ROIC შეიძლება დავანაწევროთ, როგორც საოპერაციო მოგების მარჟა და კაპიტალბრუნვა, და თუ გავითვალისწინებთ გადასახადს, მაშინ ROIC გადასახადების გადახდის შემდეგ გამოიყურება ასე:

$$\begin{aligned}
 \text{ROIC} &= \frac{\text{EBIT}}{\text{გაყიდვები}} \times \frac{\text{გაყიდვები}}{\text{ინვესტირებული კაპიტალი}} \times (1 - \text{მოგების გადასახადი}) \\
 &= \text{ოპერაციული მოგების მარჟა} \times \text{კაპიტალის ბრუნვა} \times (1 - \text{მოგების გადასახადი})
 \end{aligned}$$

ასე რომ, მენეჯმენტს შეუძლია გაზარდოს ამონაგები ინვესტირებულ კაპიტალზე შემდეგი ქმედებების კომბინაციის შედეგად:

1. საოპერაციო მოგების მარჟის გაუმჯობესება, რომელიც მიიღწევა საოპერაციო მოგების ზრდით გაყიდვების თოთოეულ ლარზე;
2. კაპიტალბრუნვის ზრდა, რომელიც მიიღწევა გაყიდვების მაქსიმალური ზრდით მინიმალური კაპიტალის პირობებში (ინვესტირებული კაპიტალის ეფექტიანობა შეიძლება მიღწეულ იქნას მოთხოვნების სწრაფი ამოღებით, მარაგების სწრაფი ბრუნვით და ფირმის ძირითადი საშუალებების უფრო ეფექტიანი გამოყენებით);
3. გადასახადის განაკვეთის შემცირება, რომელიც მიიღწევა, მაგალითად, სხვადასხვა საგადასახადო შეღავათებისა ან სუბსიდიების გამოყენების გზით.

ასევე, ეს მაჩვენებელი შეიძლება წარმოვადგინოთ ასეთი სახით:

$$\text{ROIC} = (1 - \text{მოგების გადასახადი}) * \frac{P_{\text{per unit}} - C_{\text{per unit}}}{I_{\text{per unit}}}$$

სადაც,

P per unit - ფასი პროდუქციის/მომსახურების ერთეულზე

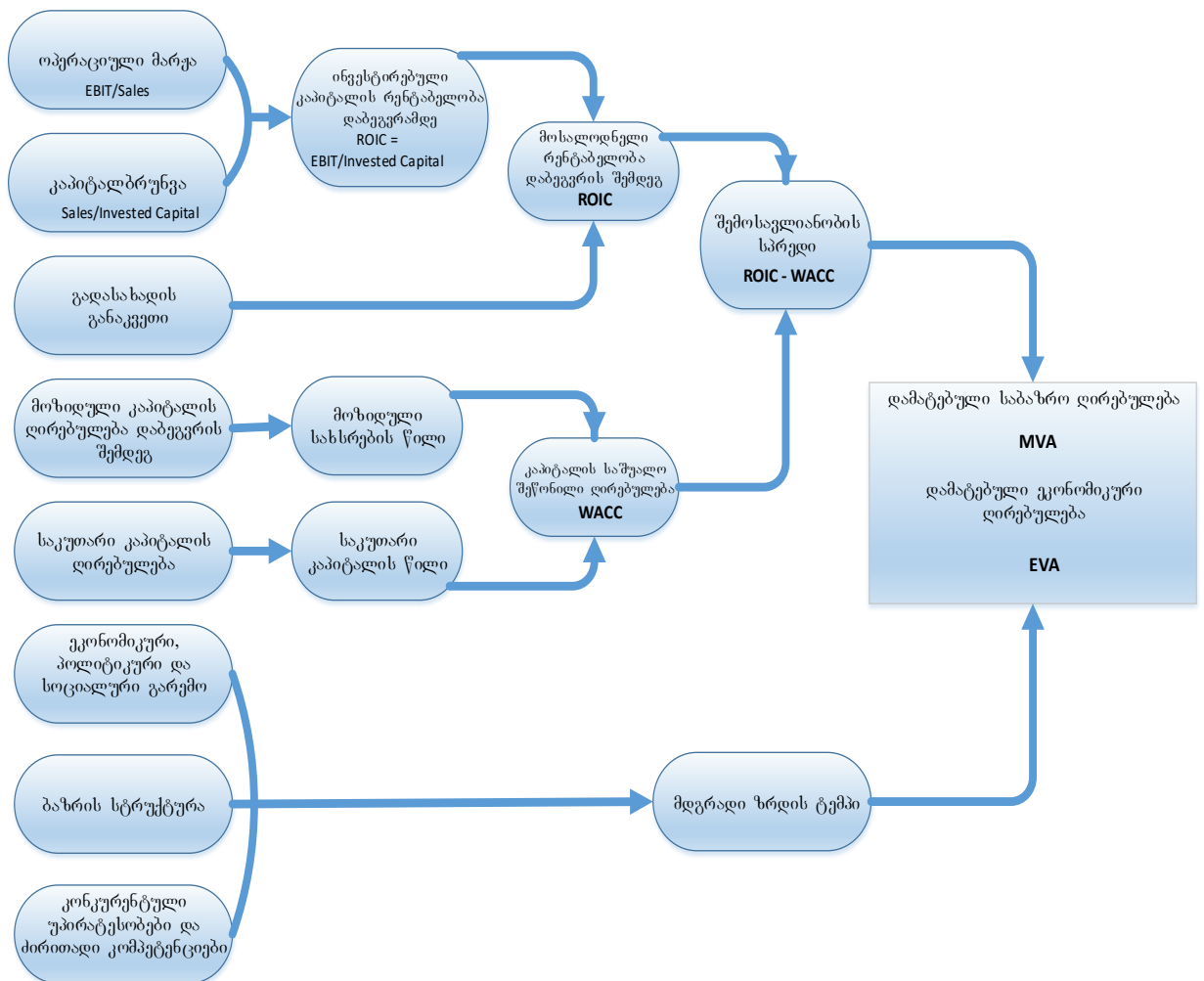
C per unit - დანახარჯები პროდუქციის/მომსახურების ერთეულზე

I per unit - ინვესტირებული კაპიტალი პროდუქციის/ მომსახურების ერთეულზე

ამ ფორმულიდან გამომდინარე, ღირებულების ძირითად ფაქტორებად გვევლინება ფაქტორები, რომლებიც ხელს უწყობენ პროდუქციის ან მომსახურების პრემიის წარმოქმნას, და ასევე ფაქტორები, რომლებიც დაკავშირებულია კომპანიის დანახარჯებთან.

ფინანსური საქმიანობის ეფექტიანობა ასახავს ეფექტიანობას დაფინანსების სხვადასხვა წყაროების მოზიდვის და თავისუფალი ფულადი სახსრების საფონდო ბაზარზე განთავსების კუთხით.

ღირებულების შექმნის პროცესი და მისი განმსაზღვრელი ფაქტორები წარმოდგენილია ნახ. 4.1-ში.



ნახ. 4.1 ღირებულების ფინანსური ფაქტორების კლასიფიკაცია

ნახაზიდან ვხედავთ, რომ ოპერაციული ფაქტორები ერთად განსაზღვრავენ მოსალოდნელი ბრუნვების სპრედის მომავალ ნაკადებს, რომლებიც თავის მხრივ ახდენენ გავლენას ფირმის დამატებულ საბაზრო ღირებულებაზე. როცა MVA პოზიტიურია და რაც უფრო სწრაფია ფირმის ზრდის ტემპები, მით უფრო მეტ ღირებულებას ქმნის იგი.

ამ მოდელში მოყვანილია აგრეთვე არაფინანსური ფაქტორები. ასე, მენეჯერების შესაძლებლობა უზრუნველყონ ბიზნესის მდგრადი ზრდა განპირობებულია ეკონომიკური, პოლიტიკური და სოციალური მდგომარეობით, კონკრეტული სექტორის სტრუქტურით და დინამიკით, რომელშიც ფირმა ოპერირებს, და ასევე, კონკურენტული უპირატესობითა და კომპეტენციით, რომელიც მოიპოვა თავისი საქმიანობის განმავლობაში. თუმცა ჰავავინი და ვიალეთი არ ახდენენ ამ არაფინანსური ფაქტორების დეკომპოზიციას და არ ჩანს თუ რა მიმართულებით შეიძლება ამ მაჩვენებლების მართვა.

იმისათვის, რომ სრულყოფილად იყოს შეფასებული ღირებულების შემქმნელი ფაქტორები აუცილებელია ფაქტორების კლასიფიკაცია გარკვეული თვისებებით და მათი მომდევნო დეკომპოზიცია რაოდენობრივ მაჩვენებლებზე. საინტერესოა ამ კუთხით ფაქტორების კლასიფიკაცია შემოთავაზებული საკონსულტაციო ჯგუფის Lek Consulting-ის მიერ, რომლის დამფუძნებელი ა. რაპაპორტი გამოყოფს სამი კატეგორიის ღირებულების მამოძრავებელ ფაქტორებს: ზრდის, ეფექტიანობის და ფინანსურს, და თვლის რომ ეს ფაქტორები უნდა იმართებოდეს 4 გზით: 1) ინვესტირება ისეთ პროექტებში, რომლებიც ზრდის ღირებულებას; 2) ინვესტირება ოპერაციული საქმიანობის ეფექტიანობაში; 3) დეინვესტირება ისეთ საქმიანობაში, რომელიც ანგრევს ღირებულებას; 4) კაპიტალზე დანახარჯების შემცირება. ეს ჯგუფი თვლის, რომ ღირებულების მამოძრავებელი ფაქტორების გამოვლენა და მართვა ეხმარება მენეჯმენტს ფოკუსირება მოახდინოს ისეთ ქმედებებზე, რომლებსაც ყველაზე დიდი ზეგავლენა აქვთ ღირებულებაზე.

საკონსულტაციო ჯგუფის Krogger & Co-ს მიხედვით, ღირებულების მთავარი ფაქტორები უნდა დაშლილ იქნან ცალკეულ კომპონენტებად, რომლებიც მათ უბიძგებს მოქმედებისკენ. კომპანიის ღირებულება განისაზღვრება მისი შესაძლებლობით თანმიმდევრულად გაზარდოს თავისი ფულადი ნაკადების

შემოდინება. ეს იმას ნიშნავს, რომ კომპანია უნდა ფოკუსირდეს იმ ფაქტორებზე, რომლებიც ეხმარება მათ მეტი ფულის მიღებაში, რაც შეიძლება ხანგრძლივი დროის განმავლობაში და რაც შეიძლება ნაკლები რისკით. ამ კუთხით, გამოირჩევა სამი ტიპის ბიზნესის ღირებულების ფაქტორები: საოპერაციო, ფინანსური და მდგრადობის.

საოპერაციო ფაქტორები მოიცავს ყველა იმ ცვლადს, რომლებიც ზემოქმედებენ კომპანიის მიერ ფულადი საშუალებების გენერირების უნარზე ან ზრდის ამაღლების, ან ეფექტიანობის ამაღლების საშუალებით. საბაზისო დონეზე ეს ფაქტორები მოიცავენ შემოსავლებს და ხარჯებს, და შემდეგ უკვე იმ ცვლადებს, რომლებიც მოქმედებენ პირველის ზრდაზე და უკანასკნელის შემცირებაზე. როგორც წესი, მენეჯმენტი ფლობს დიდ ზეგავლენას მოცემულ ფაქტორებზე და მათი უმრავლესობა საოპერაციოა. თუმცა არის ისეთი ფაქტორები, რომლებსაც მენეჯმენტი ვერ აკონტროლებს ან აკონტროლებს მცირე დოზით. მაგალითად, იმპორტით დაკავებული სადისტრიბუციო კომპანიის ხარჯი უმეტესწილად დამოკიდებულია იმპორტირებული პროდუქციის ფასზე. ეს ფასი კი ნაკარნახევია გლობალური მოთხოვნა-მიწოდებით და შესაბამისად, მწარმოებლები ფლობენ ძალიან მცირე კონტროლს მასზე.

ძირითადი საოპერაციო ფაქტორების მნიშვნელობა განისაზღვრება, პირველ რიგში, მათი ზეგავლენით ფულის ნაკადების მოძრაობაზე და მხოლოდ შემდეგ მენეჯმენტის უნარით გააკონტროლოს ისინი. თუმცა ზოგიერთი ფაქტორი ისეთ სერიოზულ ზეგავლენას ახდენს პროცესებზე, რომ მიუხედავად იმისა რომ არაკონტროლირებადია, ამ ზეგავლენის გათვალისწინება შედეგის მომტანია ბიზნესის ღირებულებისთვის.

ძირითადი ფინანსური ფაქტორები მოიცავენ ყველა იმ ცვლადს, რომლებიც ამცირებენ კაპიტალის ღირებულებას და აფინანსებენ კომპანიის საოპერაციო საქმიანობას. კაპიტალის ღირებულების, სტრუქტურის და ლოკაციის ოპტიმიზაციის გზით კომპანიას შეუძლია მნიშვნელოვნად გაზარდოს თავისი ღირებულება საშუალო და ხანგრძლივ პერსპექტივაში.

საბაზისო ფორმაში, ფინანსური ფაქტორები განსაზღვრავენ კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურას, განიხილება მოზიდული და საკუთარი კაპიტალის

შეფარდების მაჩვენებელი და მისი ვარიაციები, რომლებიც ასახულია კომპანიის კაპიტალიზაციის ცხრილში. მერე ეს საბაზისო ფაქტორები უნდა დაიყოს წამყვან ფაქტორებზე ორიენტირებულ დეტალურ ფინანსურ სტრატეგიებად, რომლებიც ღებულობენ კონკრეტული ღონისძიებების ფორმას იმისთვის რომ გაიზარდოს ღირებულება. მაგალითად, კომპანიამ, რომელმაც გასცა დივიდენდები დაბალპროცენტოვანი სესხის მოზიდვით, შეინარჩუნა ფულადი რეზერვები მომავალი ხელსაყრელი შესაძლებლობებისთვის და ასევე, ზემოქმედება მოახდინა თავისი აქციების ფასის ზრდაზე.

ფინანსური ფაქტორები განსაზღვრავენ არა მხოლოდ დაფინანსების წყაროებს, არამედ თუ როგორ გამოიყენება ეს ფინანსები კომპანიის საქმიანობაში. აქტიურად მართვად ფაქტორებს, რომლებიც ზემოქმედებენ სამუშაო კაპიტალზე და ძირითადი საშუალებების დანახარჯებზე, შეუძლიათ შექმნან მდგრადი ღირებულება საშუალო და ხანგრძლივ პერიოდში. მაგალითად, საცალო გაყიდვაში, ისეთი ფაქტორები, როგორცაა საქონელბრუნვა, მოთხოვნის და ვალდებულებების დღეების რაოდენობა ახდენენ ფუნდამენტურ ზეგავლენას ბიზნესის ღირებულებაზე. სწრაფი ბრუნვა ნიშნავს რომ ოპერაციები უფრო ეფექტიანია, რადგან იცავენ მარაგების დაბალ დონეს, კლიენტებისგან ფულის ამოღება ხდება უფრო სწრაფად და ცდილობენ, რომ მომწოდებლებს გადაუხადონ უფრო გვიან ესაჭიროებათ უფრო ნაკლები კაპიტალი ოპერაციების განსახორციელებლად. ნებისმიერი ბიზნესი, რომელსაც აქვს საშუალება რომ შეამციროს კაპიტალდანახარჯები პროდუქციის ხარისხის გაუარესების გარეშე (მაგალითად, ახალი ტექნოლოგიების განვითარებით), გაზრდის ღირებულებას, რადგან მისი უკუგება აქტივებზე, აქტივების ეფექტიანობის კოეფიციენტი (ROA) გაიზრდება.

მდგრადობის ფაქტორების ქვეშ იგულისხმება ისეთი ფაქტორები, რომლებიც განაპირობებენ ბიზნესის თანმიმდევრულ და ოპტიმალურ ფუნქციონირებას ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში. ზოგადად, ასეთი ფაქტორების ზეგავლენის შედეგები ვლინდება ხანგრძლივ პერსპექტივაში და მენეჯმენტის კონტროლის დონე არის შედარებით დაბალი. საბაზისო მდგრადობის ფაქტორებს განეკუთვნება ისეთი ცვლადები, როგორცაა ცვლილებები რეგულაციებში, გარემოს ზემოქმედება დასაქმებაზე და უსაფრთხოების პოლიტიკა. როგორც წესი, ასეთი ფაქტორები

წარმოიშვება გარე ფაქტორებისგან, რომლებიც მოქმედებენ კომპანიის სფეროზე, ამიტომ მათ მიერ განსაზღვრული ქმედებები მიმართულია ასეთი ზეგავლენის შემცირებისკენ ან უპირატესობის მოსაპოვებლად.

კაპიტალის მომგებიანობის მაჩვენებლის ეკონომიკური შინაარსის თანახმად, ღირებულების ფაქტორები დაკავშირებულია კომპანიის კონკურენტულ უპირატესობებთან. კონკურენტული უპირატესობები იქმნება, როდესაც კომპანიის პროდუქტი ან მომსახურება სარგებლიანობისა და ფასეულობის თვალსაზრისით მნიშვნელოვნად განსხვავდება კონკურენტების მიერ შეთავაზებულისგან. ასეთებია:

- ინოვაციური მიღწევები, რომელთა წარმატებულობა განპირობებულია ეფექტიანი საპატენტო ინსტიტუტის არსებობით ან/და კოპირების სირთულით;
- პროდუქციის ხარისხი. როგორც წესი, მომხმარებელი მზად არის გადაიხადოს პრემია ფასზე, როდესაც სახეზეა პროდუქტის ან მომსახურების სხვაობა ხარისხში;
- ბრენდი. ადგილი აქვს შემთხვევებს, როცა მომხმარებლები უფრო მეტ მნიშვნელობას ანიჭებენ ბრენდს, ვიდრე ხარისხობრივ მაჩვენებლებს, რაც მათ განასხვავებს კონკურენტებისგან.
- კლიენტების ერთგულება.

ღირებულების მამოძრავებელ ფაქტორებს წარმოადგენენ ფაქტორები, რომლებიც განაპირობებენ კაპიტალის ეფექტიან გამოყენებას და დანახარჯების შემცირებას. მათ შორის მნიშვნელოვანია ბიზნესის მართვის უნიკალური მეთოდები და უნიკალური რესურსები. მაგალითად, ბიზნესის წარმოების ინოვაციური მეთოდები მოიცავს წარმოებისა და ლოგისტიკური მეთოდების და ასევე, კლიენტებთან ურთიერთობის ხერხების კომბინაციას, რომელთა კოპირება დროის მოკლე პერიოდში ძალიან რთულია. დანახარჯების ყველა სახეობათა შორის, ყველაზე მეტი უპირატესობის შემქმნელია ხარჯები კვლევებზე და გამოგონებებზე და ასევე, მარკეტინგული დანახარჯები.

რაც შეეხება რესურსების უნიკალურობას, უპირატესობის შექმნის თვალსაზრისით, ისინი უნდა ხასიათდებოდნენ იშვიათობით, ფასეულობით, იმიტირების და ჩანაცვლების სირთულით. განასხვავებენ მატერიალურ და არამატერიალურ რესურსებს. რა თქმა უნდა, უნიკალურ ბუნებრივ რესურსებთან წვდომა განაპირობებს კაპიტალის მომგებიანობას. თუმცა ასეთი მაგალითები ბევრი

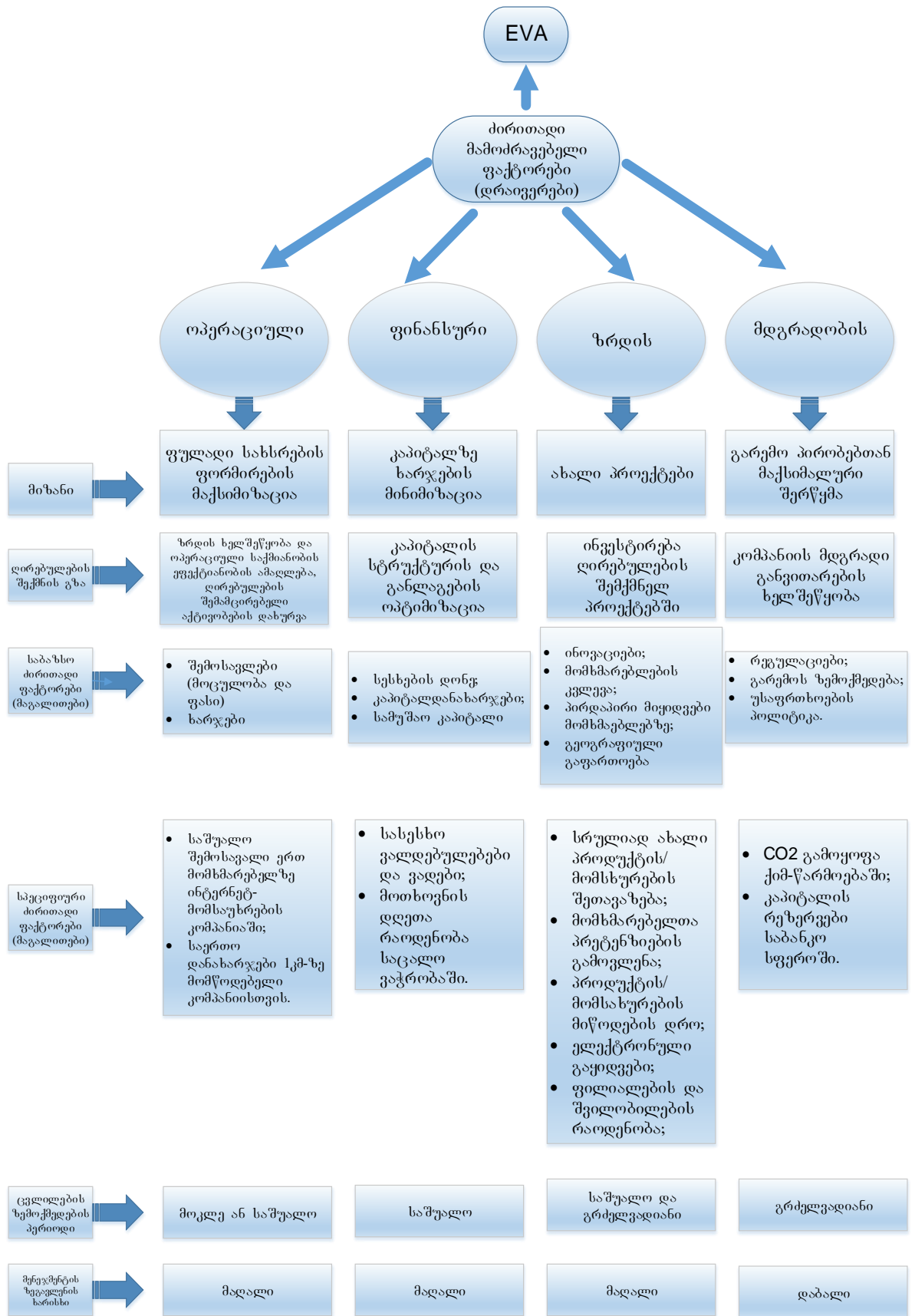
არაა, და დღეს კონკურენტული უპირატესობა უფრო ხშირად ასოცირდება არამატერიალური აქტივების უნიკალურობასთან, მათ შორის ადამიანური რესურსების, ტექნიკური გამოცდილების, ბრენდის ცნობადობის და სხვა რესურსები. ადამიანური რესურსები შეიძლება განვიხილოთ როგორც კომპანიის კონკურენტული უპირატესობის უმნიშვნელოვანესი არამატერიალური ფაქტორი. იგი მოიცავს ადამიანის ყველა თვისებას, რომელიც განიხილება კომპანიისთვის როგორც რესურსი, ვერ ჩაინაცვლება მანქანით და არ წარმოადგენენ კომპანიის საკუთრებას, მაგალითად, ცოდნა, კომპეტენცია, გამოცდილება, პირადი კავშირები, იდეების გენერირების უნარი, გუნდში მუშაობის უნარი, ლოიალურობა და შესწავლის და პრობლემების სწრაფი გადაჭრის უნარი.

ღირებულების მამოძრავებელ ფაქტორებს წარმოადგენენ ფაქტორები, რომლებიც განაპირობებენ კაპიტალის ეფექტიან გამოყენებას და დანახარჯების შემცირებას. მათ შორის მნიშვნელოვანია ბიზნესის მართვის უნიკალური მეთოდები და უნიკალური რესურსები. მაგალითად, ბიზნესის წარმოების ინოვაციური მეთოდები მოიცავს წარმოებისა და ლოგისტიკური მეთოდების და ასევე, კლიენტებთან ურთიერთობის ხერხების კომბინაციას, რომელთა კოპირება დროის მოკლე პერიოდში ძალიან რთულია. დანახარჯების ყველა სახეობათა შორის, ყველაზე მეტი უპირატესობის შემქმნელია ხარჯები კვლევებზე და გამოგონებებზე და ასევე, მარკეტინგული დანახარჯები.

მიუხედავად ადამიანური რესურსების მნიშვნელობისა, ამ რესურსების შეფასების და სხვა რესურსებთან შედარების საკითხი ბოლომდე შესწავლილი არ არის. ითვლება, რომ საერთო ხარჯი პერსონალზე ასახავს კომპანიის ადამიანური რესურსების პოტენციალს. ასევე, კომპანიის ადამიანური რესურსების ხარისხი შეიძლება გამოხატულ იქნას პერსონალის მუშაობის ეფექტიანობაში. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ადამიანურ რესურსებზე მსჯელობენ არა მხოლოდ პერსონალზე დანახარჯებით, არამედ თანამშრომლების წვლილით კონკრეტული საქმიანობის შედეგებში, მაგალითად, კომპანიის მოგებაში.

შეჯამების სახით შეგვიძლია ვთქვათ შემდეგი: პირველი, კომპანიის ინვესტირება კვლევებში და ინოვაციურ გამოგონებებში, არის წინაპირობა და წყარო მომავალი

ზეშემოსავლების კაპიტალზე, რაც თეორიულად უნდა უწყობდეს ხელს კომპანიის ღირებულების ზრდას;



ნახ. 4.2 კომპანიის ღირებულების შექმნის წამყვანი ფაქტორების კლასიფიკაცია

მეორე, ინვესტირებული კაპიტალის მამოძრავებელ ფაქტორს წარმოადგენენ ხარჯები, რომლებიც მიმართულია კლიენტებთან ურთიერთობის ინოვაციური მეთოდების დანერგვაზე და ეფექტური ბრენდის შექმნაზე (ანუ მარკეტინგული ხარჯები); და მესამე, ადამიანური შესაძლებლობები, ცოდნა და კომპეტენცია, წარმოადგენენ რა უნიკალურ რესურსს თანამედროვე ეკონომიკაში, ქმნიან კონკურენტული უპირატესობის წყაროს, და შესაბამისად, კომპანიის ზემომოსავლების წყაროს.

კომპანიის ღირებულების ძირითადი დრაივერები (ფაქტორები), კერძოდ, კომპანიის ინვესტიციები ინოვაციებში, ბრენდი და ადამიანური რესურსები, ქმნიან კომპანიის კონკურენტულ უპირატესობას და შესაბამისად, განაპირობებენ ეკონომიკურ მოგებას მომავალში, რაც გულისხმობს კომპანიის ღირებულების ზრდას.

ფაქტორების კლასიფიცირების დროს მკაფიოდ უნდა იყოს გამოყოფილი კომპანიის ზრდის ტემპზე მოქმედი ფაქტორები (იხ. ნახ. 4.2), რომლებიც გულისხმობს ინვესტირებას ღირებულების შემქნელ პროექტებში, მათ შორის ისეთ პროექტებში, რომლებიც დაკავშირებულია უნივერსალური და ახლებური მომსახურების ან პროდუქტის შეთავაზებასთან, მომხმარებლების კვლევასთან, პირდაპირ მიყიდვებთან, გეოგრაფიულ გაფართოებასთან და სხვა. სრულიად ახალი პროდუქტის შეთავაზებას, რომელიც თანხვედრაშია ბაზრის მოთხოვნებთან და სარგებლობს უპირობო კონკურენტუნარიანობით, აუცილებლად მოჰყვება დამატებული ეკონომიკური ღირებულების ზრდა. ასეთი ფაქტორების ზემოქმედების შედეგები საგრძნობი ხდება საშუალოვადიან და გრძელვადიან პერსპექტივაში და მენეჯმენტის მხრიდან მათზე ზემოქმედების ხარისხი მაღალია. გარდა ამისა, აუცილებელია ხარისხობრივი ფაქტორების გათვალისწინება და მათი დეტალური დაყვანა კონკრეტულ რაოდენობრივ მაჩვენებლებამდე.

ლექცია 5. კორპორაციის ღირებულების განსაზღვრა

კერძო კომპანიის შეფასება წარმოადგენს გარკვეული პროცედურების ნაკრებს რომელიც გამოიყენება ფირმის მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრისთვის.

ფირმის საბაზრო ღირებულების შეფასების ერთ-ერთი მეთოდი არის ანალოგიური კომპანიის ანალიზი (Comparable Company Analysis). ამ მეთოდის არსი მდგომარეობს იმაში, რომ ანალოგიურ კომპანიებს დარგში გააჩნიათ ანალოგიური ფინანსური მაჩვენებლები.

მეთოდის არსი მდგომარეობს იმაში, რომ ანალიტიკოსმა უნდა მოახდინოს მიზნობრივი ფირმის ისეთი მახასიათებლების იდენტიფიცირება, როგორცაა ფირმის ზომა, დარგი, ოპერაციები, გამოყოს ეტალონური კომპანიების ჯგუფი, რომლებიც საჯაროთ ვაჭრობენ და განათავსებენ საკუთარ აქციებს საფონდო ბირჟაზე და რომლებსაც გააჩნიათ ანალოგიური მახასიათებლები. შემდგომ ხდება ამ კომპანიების ფინანსური მაჩვენებლების გაანგარიშება და მათი საშუალო ნორმის გამოთვლა დარგისთვის. მაგალითისთვის განვიხილოთ მჩვენებელი EBITDA (მოგება პროცენტების, გადასახადების, ცვეთისა და ამორტიზაციის დარიცხვამდე), რომელიც აფასებს კომპანიის ფულის გამომუშავების შესაძლებლობას ბიზნესში ინვესტირებული თანხების მოცულობის გათვალისწინებამდე. ფირმის საბაზრო ღირებულების ფორმულას ექნება შემდეგი სახე:

მიზნობრივი ფირმის საბაზრო ღირებულება = მულტიპლიკატორი (M) x მიზნობრივი ფირმის EBITDA

სადაც,

მულტიპლიკატორი (M) = ფირმის აქტივების ღირებულება/ეტალონური კომპანიების საშუალო EBITDA

ფირმის აქტივების ღირებულება = ჩვეულებრივი აქციები + პრივილეგირებული აქციები - ნაღდი ფული და ეკვივალენტები.

ფირმის ღირებულების შეფასების შემდეგი მეთოდი არის დისკონტირებული თავისუფალი ფულადი ნაკადების შეფასება (DCF). როგორც წინა მეთოდში ანალიტიკოსი აგროვებს ინფორმაციას საჯაროდ მოვაჭრე დარგის ეტალონური კომპანიების თავისუფალ ფულად ნაკადებზე (FCF ან FCFF) და ადგენს დარგის საშუალო მაჩვენებლებს.

შემდგომ ხდება მიზნობრივი ფირმის თავისუფალი ფულადი ნაკადების შეფასება ტიპიურად 5 წლის განმავლობაში.

$FCF = EBIT (1 - \text{მოგების გადასახადი}) + (\text{ამორტიზაცია}) + (\text{ცვეთა}) -$
 $\text{ცვლილება წმინდა საბრუნავ კაპიტალში} - (\text{კაპიტალური დანახარჯები})$

შემდგომ ხორციელდება კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) გაანგარიშება, რომელსაც ანალიტიკოსები იყენებენ როგორც სადისკონტო განაკვეთს.

და ბოლო ეტაპი ამ მეთოდოლოგიის არის მიზნობრივი კომპანიის ღირებულების გათვლა შემდეგი ფორმულით:

$$\frac{FCF_1}{1+WACC} + \frac{FCF_2}{(1+WACC)^2} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+WACC)^n}$$

მოდულირებული ახლანდელი ღირებულების (APV) შეფასების მეთოდი ძალიან ახლოს დგას ღირებულების შეფასების DCF მოდელთან. თუმცა ამ მოდელში თავისუფალი ფულადი ნაკადების დისკონტირების პროცესში WACC - ნაცვლად გამოიყენება აქტივების ღირებულება, საგადასახადო ფარი და ვალის ღირებულება ცალ ცალკე WACC-გან განსხვავებით, რომელიც ახდენს ამ მაჩვენებლების ინტერგირებას ერთ სადისკონტო განაკვეთში.

APV-ს ფორმულ შემდეგია:

APV = ფირმის ან პროექტის ძირითადი ახლანდელი ღირებულება + დაფინანსების გვერდითი ეფექტების ახლანდელი ღირებულება

სადაც,

ფირმის ან პროექტის ძირითადი ახლანდელი ღირებულება - ნიშნავს პროექტის თავისუფალი დისკონტირებული ფულადი ნაკადების ჯამს დათვლილს ისე, თითქოს პროექტი დაფინანსებულია მხოლოდ საკუთარი სახსრებით;

დაფინანსების გვერდითი ეფექტების ახლანდელი ღირებულება - დაფინანსების ისეთი გვერდითი მოვლენების დისკონტირება, როგორცაა პროცენტების გამოქვითვა მოგებიდან ანუ საპროცენტო საგადასახადო ფარი (ITS). როდესაც ფირმას აქვს აღებული ვალი, ის ქვითავს დასაბეგრი მოგებიდან გადასახდელ პროცენტებს და შესაბამისად ქმნის „საგადასახადო ფარს“, რომელსაც გააჩნია შესაბამისი ღირებულება. DCF მეთოდში ეს პროცენტი ინტერგრირებული კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებაში, ხოლო APV მეთოდისთვის ფარის გათვლა ხორციელდება შემდეგნაირად:

$$ITS = \text{საპროცენტო განაკვეთი} \times \text{გადასახადის განაკვეთი}$$

თუმცა ITS წარმოადგენს ერთ-ერთ ყველაზე გავლენიან დაფინანსების გვერდით ეფექტს კაპიტალის ღირებულებაზე ახდენენ გავლენას კიდევ სხვა ფაქტორები (იხ. ნახ. 5.1).

კაპიტალის ღირებულების სტრუქტურა ვალით დატვირთვის გათვალისწინების გარეშე (არალევერიჯებული)	კაპიტალის ღირებულების სტრუქტურა ვალით დატვირთვის გათვალისწინების (ლევერიჯებული)
-	ფინანსური რისკის პრემია

საინვესტიციო რისკის პრემია	საინვესტიციო რისკის პრემია
ოპერაციული ბერკეტის რისკის პრემია	ოპერაციული ბერკეტის რისკის პრემია
გაყიდვების რისკის პრემია	გაყიდვების რისკის პრემია
ურისკო განაკვეთი	ურისკო განაკვეთი

ნახ. 5.1 კაპიტალის ღირებულების დეკომპოზიცია

APV მეთოდის უპირატესობა მდგომარეობს იმაში, რომ იძლევა საშუალებას გავითვალისწინოთ დამატებითი ფაქტორები რომლებიც ახდენენ გავლენას ფირმის ღირებულების ჩამოყალიბებაზე, თუმცა პრაქტიკაში DCF მეთოდი უფრო გავრცელებულია.

ლექცია 6. ღირებულების წამყვანი ფაქტორების დანერგვა

დაბალანსებულ მაჩვენებელთა სისტემაში (BSc)

ღირებულების შექმნაზე ორიენტირებული მართვის სისტემის განხორციელების ერთ-ერთი გზაა კომპანიის საოპერაციო საქმიანობის, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების და არაფინანსური მაჩვენებლების დაკავშირება EVA დამატებული ეკონომიკური ღირებულებასთან.

სწორედ ამიტომ, მნიშვნელოვანია ფირმის საქმიანობაში დაბალანსებული მაჩვენებელთა სისტემის გამოყენება, რომელიც წარმოდგენილ იქნა დევიდ ნორტონისა და რომერტ კაპლანის მიერ 1992 წელს. მათ ყურადღება გაამახვილეს არაფინანსურ მაჩვენებლებზე და ინტერესთა ბალანსის მნიშვნელობაზე კომპანიის წარმატებული მართვის პროცესში. თავის მეთოდოლოგიაში მათ მკაფიოდ აღწერეს თუ როგორ უნდა ვიმოქმედოთ, რომ დავაბალანსოთ კომპანიის ფინანსური საქმიანობა.

დაბალანსებული მაჩვენებელთა სისტემა (დმს) – არის კომპანიის საქმიანობის ეფექტიანობის შეფასების სისტემა, რომელიც დაფუძნებულია ხედვაზე და სტრატეგიაზე და ასახავს ბიზნესის ყველაზე მნიშვნელოვან ასპექტებს. დმს კონცეფცია ხელს უწყობს სტრატეგიულ დაგეგმვას, მის რეალიზაციას და შემდგომ კორექტირებას კომპანიის ყველა განყოფილების ძალისხმევის შედეგად. დმს-ში განისაზღვრება ქვეგანყოფილებების და თანამშრომლების პასუხისმგებლობა მიზნების მიღწევასა და მაჩვენებლების შესრულებაზე. იგი წარმოადგენს ფირმის სტრატეგიის რეალიზაციის წარმატების ერთ-ერთ კრიტიკულ ფაქტორს.

სტრატეგიული საქმიანობის კონტროლი ბიზნეს-პროცესების დონეზე ხორციელდება საქმიანობის წამყვანი ინდიკატორების საფუძველზე, ისინი წარმოადგენენ მიზნების მიღწევადობის საზომებს, და ასევე ბიზნეს-პროცესების და თითოეული თანამშრომლის მუშაობის ეფექტიანობის მახასიათებლებს. ამ კონტექსტში, დმს გვევლინება როგორც სტრატეგიული, ისე ოპერაციული მართვის ინსტრუმენტად.

დმს გამოყენებით მართვის სტრატეგია მოიცავს 4 მართვის პროცესს, რომლებიც ცალ-ცალკე და კომბინაციაში ეხმარება მენეჯერებს დააკავშირონ გრძელვადიანი მიზნები მოკლევადიან მოქმედებებს.

პირველი პროცესი – ხედვის გაზიარება - გულისხმობს კონსენსუსის მიღწევას ორგანიზაციის ხედვასა და სტრატეგიას შორის. იმ ადამიანებისთვის, რომლებიც ახორციელებენ საჭირო ქმედებებს ხედვისა და სტრატეგიის მიხედვით, ეს ძირითადი პოსტულატები უნდა გამოხატული იქნას მიზნებისა და მაჩვენებლების ერთობლიობით, რომლებიც განაპირობებენ ხანგრძლივ წარმატებულ საქმიანობას და შეთანხმებულია ყველა ზემდგომი ხელმძღვანელის მიერ.

მეორე პროცესი – ურთიერთობა და დაკავშირება – გულისხმობს მენეჯერების მიერ სტრატეგიის განხილვას და მის დაკავშირებას სხვადასხვა დეპარტამენტის ინდივიდუალურ მიზნებთან. დმს იძლევა საშუალებას რომ ყველა დონის მენეჯერს ჰქონდეს გააზრებული ორგანიზაციის გრძელვადიანი სტრატეგია, დეპარტამენტების მიზნები და ინდივიდუალური მიზნები მიმართული იქნას ამ სტრატეგიის განხორციელებისკენ.

მესამე პროცესი – ბიზნესის დაგეგმვა – საშუალებას აძლევს კომპანიას მოახდინოს თავისი ფინანსური და ბიზნეს გეგმების ინტეგრირება. იგულისხმება, რომ დმს-ს საფუძველზე, მენეჯერებმა უნდა გადაანაწილონ რესურსები და პრიორიტეტები ისე, რომ დაკმაყოფილებული იქნას მხოლოდ ის ინიციატივები, რომლებიც განაპირობებენ ხანგრძლივი სტრატეგიული მიზნის მიღწევას.

მეოთხე პროცესია – უკუკავშირისა და სწავლების (ფეედაბაცკ ანდ ლეარნინგ, სტრატეგიც ლეარნინგ) პროცესი, რომელიც მოიცავს შედეგების და პროცესების გაანალიზებას, შემოწმებას თუ როგორ შესრულდა დაგეგმილი ფინანსური მიზნები.

როცა მართვის სისტემის ცენტრში მოქცეულია დმს, კომპანიას შეუძლია აკონტროლოს მოკლევადიანი შედეგები 4 პერსპექტივიდან:

- 1) ფინანსური;
- 2) მომხმარებლების;
- 3) შიდა ბიზნეს-პროცესების;
- 4) სწავლისა & ზრდის.

დმს იძლევა სტრატეგიის შეფასების საშუალებას მიმდინარე შედეგების საფუძველზე. შესაბამისად, კომპანიებს აძლევს სტრატეგიის მოდიფიკაციის საშუალებას, იმისთვის რომ იგი ასახავდეს და ეყრდნობოდეს განახლებულ

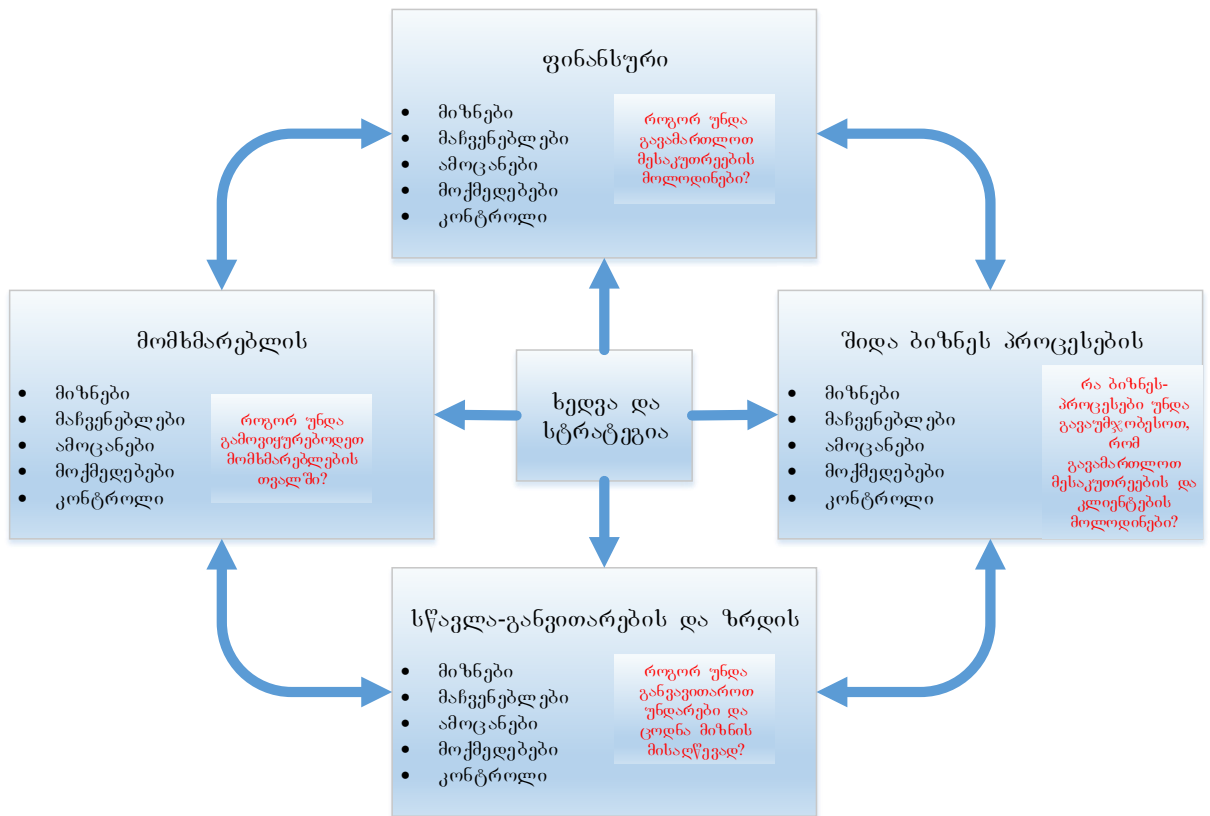
ინფორმაციას. დმს, მისი განხორციელების ყოველ კონკრეტულ მომენტში, იძლევა ინფორმაციასმუშაობს თუ არა სტრატეგია და რატომ.

დმს თითოეული ბიზნეს ერთეულის საქმიანობას აფასებს როგორც ფინანსური, ისე არაფინანსური მაჩვენებლების გამოყენებით. ასეთებია მაგალითად:

1. მომგებიანობა;
2. ბაზრის წილი;
3. პროდუქტიულობა;
4. პროდუქტის ლიდერობა;
5. საზოგადოებრივი პასუხისმგებლობა (კანონიერი და ეთიკური ქცევა, პასუხისმგებლობა მეწილეების წინაშე, დილერების, დისტრიბუტორების და საზოგადოების წინაშე);
6. პერსონალის განვითარება;
7. თანამშრომელთა დამოკიდებულება;
8. ბალანსი მოკლევადიან და გრძელვადიან მიზნებს შორის.

ეს რვა მიზანი კარგად ასახავს დმს-ს გასავლელ გზებს. ფინანსური პერსპექტივა წარმოდგენილია პირველი მაჩვენებლით, მომხმარებლის პერსპექტივა წარმოდგენილია მეორე მაჩვენებლით, პროცესის პერსპექტივა წარმოდგენილია 3-5 მაჩვენებლებით, ხოლო სწავლა-განვითარების პერსპექტივა – 6-7 მაჩვენებლებით. მერვე მაჩვენებელი კი ასახავს დმს-ს არსს, რაც გულისხმობს მენეჯერების წახალისებას საჭირო ბალანსის მისაღწევად მოკლევადიან და გრძელვადიან მიზნებს შორის.

ამრიგად, დაბალანსებული მაჩვენებელთა სისტემა (დმს) ინარჩუნებს ფინანსურ საზომებს როგორც კომპანიის წარმატების შეფასების კრიტერიუმებს, მაგრამ დამატებით ავსებს მათ საზომებით სამი პერსპექტივიდან – მომხმარებელი, შიდა პროცესი და სწავლა-განვითარება. ნორტონი და კაპლანი წარმოადგენენ მათ, როგორც მფლობელების გრძელვადიანი ღირებულების შემქმნელ ფაქტორებს (დრაივერებს) (იხ. ნახ. 6.1).



ნახ. 6.1 ხედვისა და სტრატეგიის წარმოჩენა ოთხი პერსპექტივიდან

თითოეული პერსპექტივის შესაბამისად შემუშავდება მიზნები და რაოდენობრივი მაჩვენებლები, გროვდება მონაცემები და ხდება მათი გაანალიზება.

1. სწავლის და განვითარებს პერსპექტივა გულისხმობს თანამშრომლების სწავლებას კორპორატიული კულტურის განვითარების მიზნით. ნებისმიერ კომპანიაში განათლებული ხალხი წარმოადგენს ძირითად რესურსს. ცოდნის და კვალიფიკაციის გაღრმავება და განვითარება განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია სწრაფი ტექნოლოგიური ცვლილებების პირობებში, განსაკუთრებით მაშინ, როცა არ არის ახალი ტექნოლოგიურად მომზადებული კადრის აყვანის საშუალება. ასევე, ეს პროცესი ხელს უშლის კომპანიიდან “ტვინების გადინებას”.

2. ბიზნეს-პროცესის პერსპექტივა მოიცავს ისეთ მიზნებს, რომლებშიც აისახება თუ როგორ ქმნის და აწოდებს კომპანია განსხვავებული ღირებულების შეთავაზებას და თუ როგორ პასუხობს ფინანსურ მიზნებს პროდუქტიულობის გაუმჯობესების კუთხით. ამ მიმართულების მაჩვენებლები მენეჯერებს ეხმარება განსაზღვრონ, რამდენად კარგად მუშაობს კომპანია, შეესაბამება თუ არა პროდუქტი / მომსახურება კლიენტების მოთხოვნებს. ეს საქმე ვერ დაევალება გარე-კონსულტანტებს, მხოლოდ იმ ხალხს, ვისაც კარგად ესმით ბიზნეს-პროცესები.

3. მომხმარებლის პერსპექტივა მოიცავს ისეთ მიზნებს, რომლებიც ორიენტირებულია მომხმარებლებთან დაკავშირებულ შედეგებზე, მაგალითად, მათი მოზიდვა, დაკმაყოფილება და მიზნობრივი კლიენტების შენარჩუნება. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ მომხმარებელთან ურთიერთობისას კომპანიებისთვის მნიშვნელოვანია მიზნების განსაზღვრა მათთვის “ღირებული შეთავაზების” კუთხით. ეს გულისხმობს ფასის, ხარისხის, ხელმისაწვდომობის, შექმნის სიმარტივის და სისწრაფის, ფუნქციონალურობისა და სერვისის უნიკალურ კომბინაციას. ღირებული შეთავაზება წარმოადგენს სტრატეგიის გულს, რაც განასხვავებს კომპანიას სხვა კონკურენტებისგან, ან რის გაკეთებასაც ის ცდილობს სხვებზე უკეთ თავისი მიზნობრივი მომხმარებლებისთვის. ამიტომ კომპანიები, რომლებსაც გააჩნია დაბალი ფასების სტრატეგია, მომხმარებელს შესთავაზებს დაბალ ფასებს, დეფექტის გარეშე პროდუქციას და სწრაფი შექმნის საშუალებას. ინოვაციურ პროდუქტებზე ორიენტირებული კომპანიები მომხმარებლებს შესთავაზებენ ისეთ პროდუქტებს და სერვისებს, რომელთა მახასიათებლები უფრო თანამედროვე და ინოვაციური იქნება ვიდრე კონკურენტების მიერ შეთავაზებული.

4. ფინანსური პერსპექტივა ითვალისწინებს ფინანსური მაჩვენებლების გამოყენებას. რაც გულისხმობს მონაცემებს კაპიტალზე, ფინანსური მონაცემების დამუშავებას და ხელშეწყობას. ფინანსური მიზანი მოიცავს მაღალი დონის მიზანს, რომელიც გულისხმობს მესაკუთრეთა გრძელვადიანი ღირებულების მუდმივ შექმნას და ხელს უწყობს ისეთი ქვემიზნების განხორციელებას, როგორცაა შემოსავლების ზრდა, პროდუქტიულობა და რისკის მართვა. თუმცა, უნდა გვესმოდეს, რომ ფინანსურ მაჩვენებლებზე განსაკუთრებული აქცენტის გაკეთებას მივყავართ არადაბალანსებული სიტუაციისკენ სხვა პერსპექტივებთან მიმართებაში.

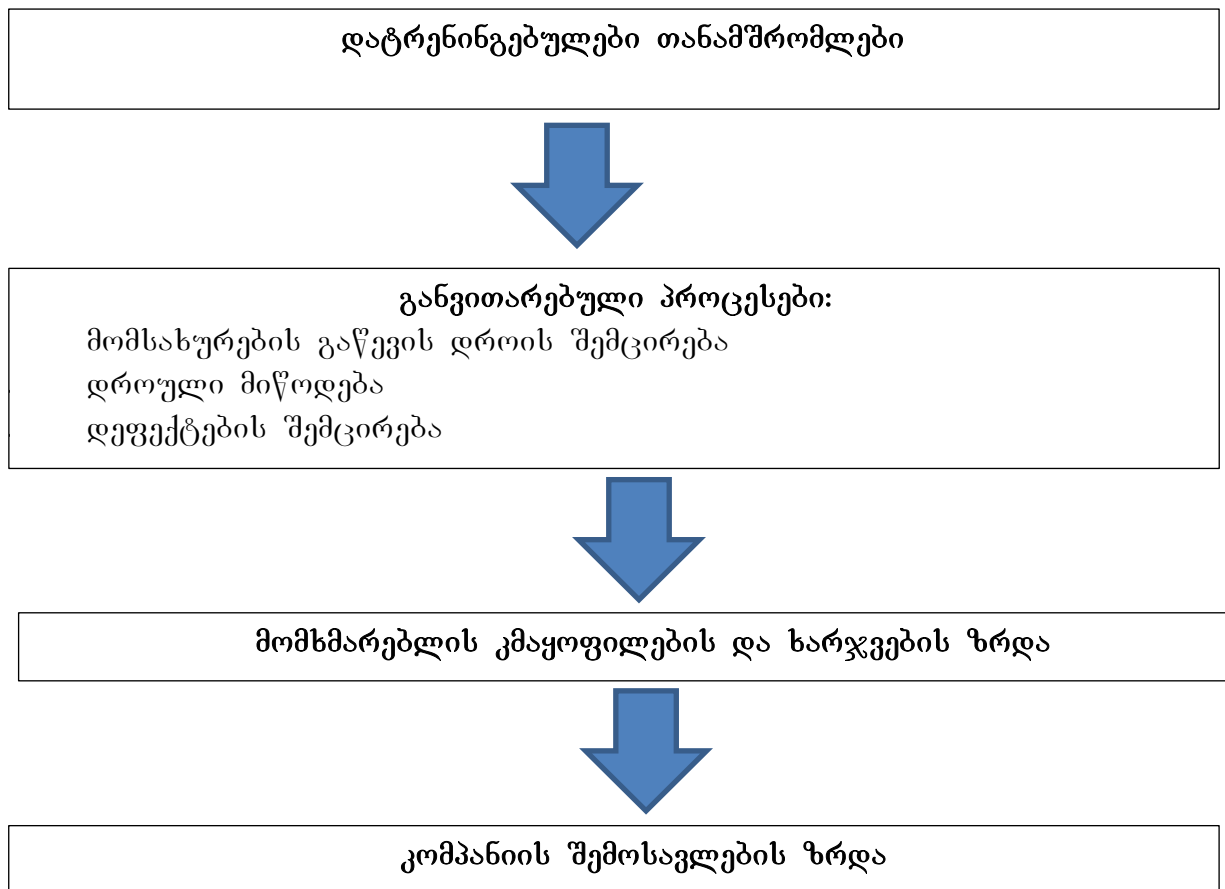
დმს-ს შემუშავების ეტაპები ასეთია:

1. სტრატეგიული მიზნების განსაზღვრა;
2. მიზნებს შორის მიზეზ-შედეგობრივი კავშირების გამოვლენა და სტრატეგიული რუკის შედგენა ;
3. კონკრეტული მიზნებისთვის შესაბამისი მაჩვენებლების შერჩევა და მათი მიზნობრივი მნიშვნელობების დადგენა;
4. ინსტრუმენტების განსაზღვრა სტრატეგიული მიზნების მიღწევის მიზნით.

5. პასუხისმგებლობის გადანაწილება თანამდებობის პირებს შორის სტრატეგიული მიზნების მისაღწევად;

6. შედეგების მუდმივი კონტროლი.

დმს-ს შემუშავება იწყება სტრატეგიული რუკის აგებით, რომელიც ასახავს მიზეზ-შედეგობრივ კავშირებს ყველაზე მნიშვნელოვან ამოცანებს შორის, რაც აუცილებელია მიზნობრივი შედეგის მისაღწევად. მაგალითისთვის სტრატეგიული მიზნების მარტივი მიზეზ-შედეგობრივი კავშირის ჯაჭვი წარმოდგენილია ნახ. 6.2 - ში.



ნახ. 6.2 სტრატეგიული მიზნების მიზეზ-შედეგობრივი კავშირის ჯაჭვი

როგორც ვხედავთ, ყველა მიზანი ერთმანეთთან მიზეზ-შედეგობრივ კავშირშია, დაწყებული თანამშრომლებიდან, გაგრძელებული პროცესით და მომხმარებლებით და დამთავრებული უფრო მაღალი ფინანსური შედეგებით.

დმს რეალიზაციის სირთულე მდგომარეობს იმაში, რომ არსებობს რამოდენიმე ფაქტორი, რაც უშლის ხელს არამატერიალური აქტივების შეფასებას და ასახვას ბალანსში. არამატერიალური აქტივებით შექმნილი ღირებულება არაპირდაპირია.

აქტივებს, როგორცაა ცოდნა და ტექნოლოგია, იშვიათად თუ აქვთ პირდაპირი ზეგავლენა შემოსავლებზე და მოგებაზე. ცვლილებები არამატერიალურ აქტივებში ახდენენ ზეგავლენას ფინანსურ შედეგებზე მიზეზ-შედეგობრივი კავშირის ჯაჭვის გავლით, რომელიც მოიცავს ორ ან სამ შუამავალ რგოლს. ნახაზი 6.2 გულისხმობს, რომ ინვესტიციები, რომლებიც იდება თანამშრომელთა ტრენინგებში ხელს უწყობს მომსახურების ხარისხის გაუმჯობესებას; უკეთესი ხარისხის მომსახურება ვლინდება მომხმარებლის დაკმაყოფილების დონის ამაღლებაში; მომხმარებლის დაკმაყოფილების მაღალი დონე ვლინდება მომხმარებლის გაზრდილ ლოიალობაში, ანუ ერთგულებაში და მომხმარებლის ერთგულების ზრდა ვლინდება გაზრდილ შემოსავლებში და მარჟაზე. ასეთი არაპირდაპირი კავშირები ართულებს ფინანსური ღირებულების მინიჭებას ისეთ აქტივებზე, როგორცაა სამუშაო ძალის შესაძლებლობები ან თანამშრომელთა მორალი.

არამატერიალური აქტივებიდან მიღებული ღირებულება დამოკიდებულია ორგანიზაციულ კონტექსტზე და სტრატეგიაზე. ღირებულება არ შეიძლება გამოიყოს ორგანიზაციული პროცესიდან, რომელიც ახდენს არამატერიალური აქტივების ტრანსფორმირებას ფინანსურ შედეგებში. კორპორაციული ბალანსი არის წრფივი და ადიტიური მოდელი. ის ასახავს სხვადასხვა ჯგუფის აქტივებს ცალ-ცალკე და ანგარიშობს საერთო ჯამს თითოეული აქტივის ღირებულების დამატების გზით. მაგრამ, ღირებულება, რომელიც მიიღება ინდივიდუალურ არამატერიალურ აქტივებში ინვესტიციების შედეგად, არც წრფივია და არც ადიტიური. მაგალითად, საბანკო სფეროში მაღალი რანგის საინვესტიციო ბანკირები ღირებული კადრია, რადგან ფლობენ საჭირო ცოდნას რთული ფინანსური პროდუქტების შესახებ და ფლობენ შესაძლებლობებს მართონ ურთიერთობები, მოიპოვონ და გააღრმავონ მნიშვნელოვანი კლიენტების ნდობა. ადამიანური რესურსები იგივე მონაცემებით, იგივე განათლებით, გამოცდილებით და შესაძლებლობებით ფაქტიურად არ წარმოადგენენ ფასეულობას ისეთი ფინანსური სერვისის კომპანიებისთვის, რომლებიც ეწევა ვაჭრობას ელექტრონულად და ორიენტირებულია საოპერაციო ეფექტიანობაზე, დაბალ დანახარჯებზე და ტექნოლოგიაზე დამყარებულ ვაჭრობაზე. არამატერიალური აქტივების ღირებულება მნიშვნელოვნად დამოკიდებულია

კონტექსტზე – ორგანიზაციაზე, სტრატეგიაზე და სხვა თანმხლებ აქტივებზე – სადაც არის განთავსებული არამატერიალური აქტივები.

ასევე, არამატერიალურ აქტივებს იშვიათად გააჩნია ღირებულება დამოუკიდებლად (საბრენდო სახელები, რომლებიც შეიძლება გაიყიდოს, წარმოადგენენ გამონაკლისს). როგორც წესი, ისინი დაკავშირებულები არიან სხვა არამატერიალურ და მატერიალურ აქტივებთან, რომ შექმნან ღირებულება. მაგალითად, ზრდაზე ორიენტირებული გაყიდვების ახალი სტრატეგია შეიძლება მოითხოვდეს ახალ ინფორმაციას მომხმარებლების შესახებ, ტრენინგებს გაყიდვების განყოფილების თანამშრომლებისათვის, მონაცემთა ბაზას, საინფორმაციო სისტემებს, ორგანიზაციულ სტრუქტურას და სამოტივაციო საკომპენსაციო პროგრამას. ინვესტირება მხოლოდ ერთ ჩამოთვლილ შესაძლებლობაში, ან ყველაში ერთის გარდა, შეიძლება გახდეს გაყიდვების ახალი სტრატეგიის წარუმატებლობის მიზეზი. ღირებულება არ არსებობს არც ერთ ინდივიდუალურ არამატერიალურ აქტივში. იგი იქმნება მთელი რიგი აქტივების ერთობლიობით სტრატეგიასთან ერთად, რომელიც მათ აკავშირებს. ღირებულების შექმნის პროცესი არის მულტიპლიკატიური და არა ადიტიური.

პირველ რიგში, სანამ კომპანია მაჩვენებლების შერჩევას შეუდგება, უნდა განისაზღვროს თუ რის მიღწევას ცდილობს თავისი სტრატეგიით, და შემდეგ დმს-ს ოთხი პერსპექტივის მიხედვით უნდა გადანაწილდეს სტრატეგიული მიზნები. დღეს ბევრი კომპანია თავიანთ სტრატეგიულ მიზნებს გამოხატავს ციტატების სახით, რომლებშიც აირეკლება მომხმარებლების და თანამშრომლების სურვილები. მაგალითად, საშუალო ფინანსური მომსახურების კომპანიას, რომელიც ტრადიციული პროდუქტის წინ წამოწევის მაგივრად ყურადღებას ამახვილებს სრული ფინანსური გადაწყვეტილებების მოგვარებაზე მიზნობრივი კლიენტებისთვის, შეუძლია გამოხატოს თავისი კლიენტების მიზნები ასე:

1. “გამიგე მე და შემომთავაზე სწორი ინფორმაცია და რჩევა”
2. “მომეცი მოსახერხებელი წვდომა საჭირო პროდუქტებზე”
3. “დამაფასე მე და გააკეთე საქმე მარტივად, სწრაფად და სწორად”.

როგორც კი თითოეული ეს მომხმარებლის მიზანი განისაზღვრება, ის შეიძლება ადვილად შეფასდეს შემდეგნაირად:

პირველი მიზნისთვის - აღრიცხულ მომხმარებელთა რაოდენობა; მომხმარებელთა რაოდენობა, რომელთაც გააჩნია ფინანსური გეგმა;

მეორე მიზნისთვის - მომხმარებელთა რაოდენობა, რომლებიც სარგებლობენ ონლაინ არხით ტრანზაქციებისთვის;

მესამე მიზნისთვის - მომხმარებელთა გამოკითხვის შედეგები დაფასებასთან და ბანკთან ურთიერთობის სიმარტივესთან დაკავშირებით.

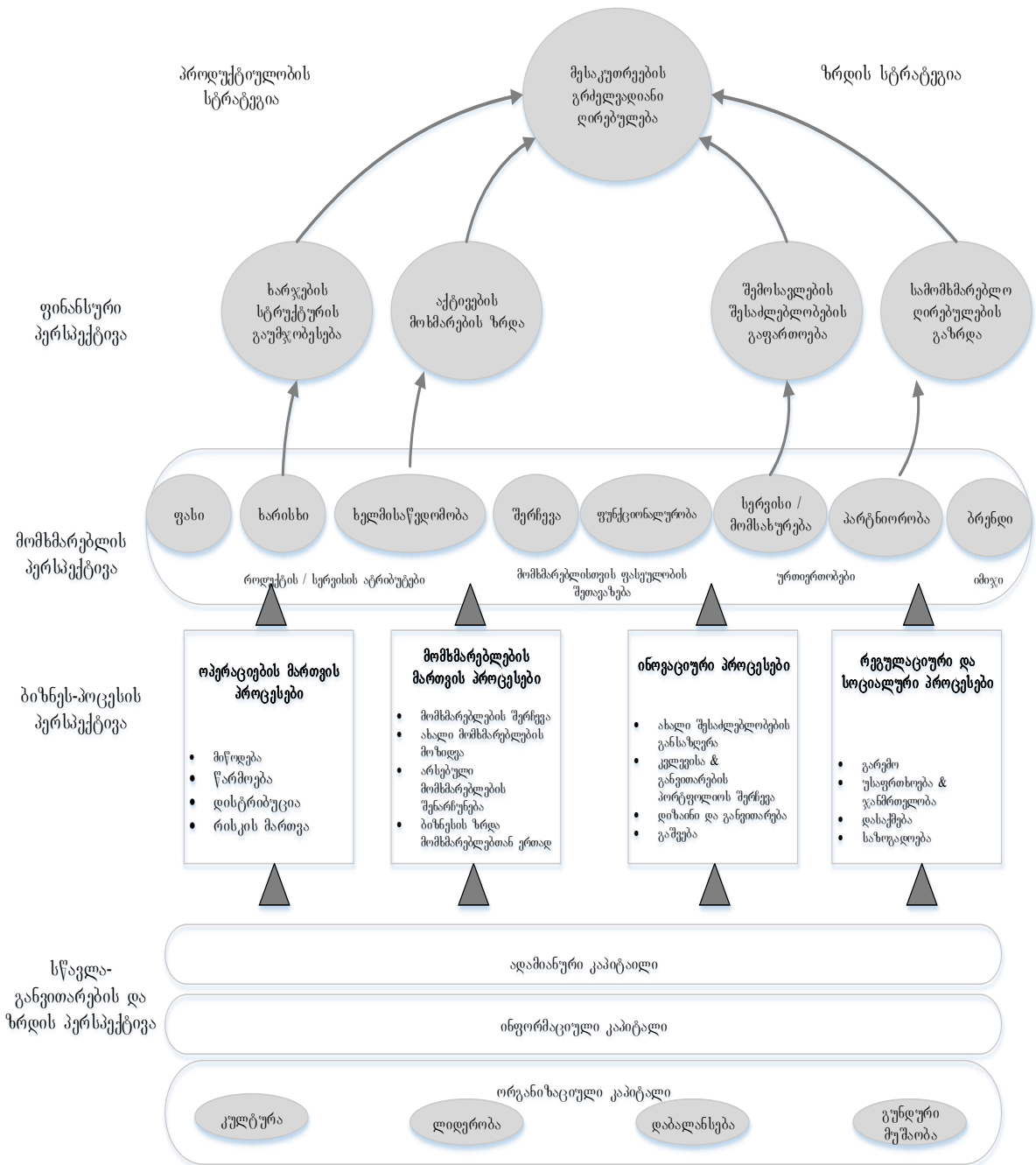
ანალოგიურად, სწავლების და განვითარების მიზნები, რომლებიც გამოხატავენ თანამშრომლების სურვილებს, გამოიყურება შემდეგნაირად:

- “ჩვენ აგვყავს სამსახურში, ვავითარებთ, ვინარჩუნებთ და ვაფასებთ კარგ თანამშრომლებს”
- “ჩვენ ვართ დატრენინგებულები იმ უნარ-ჩვევებში რაც გვჭირდება წარმატებისთვის”
- “ჩვენ გააზრებული გვაქვს სტრატეგია და ვიცით რა გავაკეთოთ იმისთვის რომ იგი განვახორციელოთ”
- “ჩვენ ვფლობთ საჭირო ინფორმაციას და ინსტრუმენტებს რომ ვაკეთოთ ჩვენი საქმე”.

ისევე როგორც მომხმარებლების შემთხვევაში, როგორც კი განისაზღვრება თანამშრომლების მიზნები, შემდეგ უკვე ადვილია შერჩევა იმ მაჩვენებლების, რომელთა საშუალებითაც შეფასდება მათი საქმიანობა მოცემული სტრატეგიული მიზნებისთვის. ეს მაჩვენებლები უფრო თანხვედრაშია სტრატეგიასთან, ვიდრე ზოგადი მაჩვენებლები, როგორცაა თანამშრომლების მორალი და კმაყოფილება. აქედან გამომდინარე, ყურადღება უნდა გამახვილდეს იმ მაჩვენებლებზე, რომლებიც უშუალოდ ზემოქმედებენ საქმიანობის შედეგებზე და წარმოადგენენ ძირითად განმსაზღვრელ ფაქტორებს. პირველ რიგში, უნდა მოხდეს იმის აღწერა თუ რა უნდა შესრულდეს, ხოლო მაჩვენებლების შერჩევა მას მერე, რაც კომპანიის ხელმძღვანელები განსაზღვრავენ თავიანთ სტრატეგიებს და აღწერენ სხვადასხვა სტრატეგიულ მიზნებს დმს-ის ოთხი პერსპექტივიდან.

როგორც აღვნიშნეთ, დაბალანსებული მაჩვენებელთა სისტემის მიზნულ-შედეგობრივი კავშირები მიზნებსა და მაჩვენებლებს შორის განაპირობებს სტრატეგიული რუკის შექმნის აუცილებლობას. დღეს, ყველა დმს-ის პროექტი იწყება

სტრატეგიული მიზნების სტრატეგიული რუკის შექმნით, და მხოლოდ შემდეგ ხდება მაჩვენებლების განსაზღვრა თითოეული მიზნისთვის.



ნახ. 6.3 ფორმის სტრატეგიული რუკა

მიზნობრივი შედეგი განისაზღვრება სხვადასხვა ჭრილში ან პერსპექტივაში: ფინანსები, კლიენტები, ბიზნეს-პროცესები და პერსონალის განვითარება (იხ.ნახ. 6.3). რუკაში შემავალი თითოეული ამოცანისთვის განისაზღვრება საკვანძო მაჩვენებლები (ინდიკატორები), რითაც გაიზომება მოცემული ამოცანის გადაწყვეტის ეფექტიანობა.

ყველა ამოცანა, რომელიც შედის სტრატეგიულ რუკაში, არის აუცილებელი და საკმარისი მიზნობრივი შედეგის მისაღწევად. ამიტომ, მიზნობრივი მაჩვენებლების სისტემას, რომელიც ასახავს ამოცანების გადაწყვეტის ეფექტიანობას, ეწოდება დაბალანსებული. სხვა სიტყვებით, მაჩვენებელთა სისტემა დაბალანსებულია სტრატეგიული ამოცანების სისტემით (რომლებიც შესულია სტრატეგიულ რუკაში) და აუცილებელია სტრატეგიული ჩანაფიქრის რეალიზაციისთვის.

აღსანიშნავია აგრეთვე, რომ რუკის მაჩვენებლები, რომლებიც შედიან პერსპექტივებში კლიენტები, ბიზნეს-პროცესები და პერსონალის განვითარება, საბოლოოდ პოულობენ გამოხატვას ფინანსური პერსპექტივის მაჩვენებლებში. მესაკუთრეების (აქციონერების) ღირებულება აღიარებულია ყველაზე მაღალი და მთავარი რანგის საზომად და ასახულია ყველა დაინტერესებული ჯგუფის მიერ შეტანილი წვლილი მესაკუთრეების გრძელვადიანი ღირებულების მაქსიმიზაციაში.

პერსპექტივების მიხედვით მაჩვენებელთა ჩამონათვალი მოყვანილია ცხრილში 6.1.

ცხრილი 6.1

პერსპექტივების მიხედვით მაჩვენებელთა ჩამონათვალი

	ფინანსური პერსპექტივა	შიდა ბიზნეს-პროცესების პერსპექტივა	მომხმარებლის პერსპექტივა	სწავლა-განვითარების პერსპექტივა
მაჩვენებლები	შემოსავალი; შემოსავლის ზრდის ტემპი; მოგება; წმინდა მოგება; რენტაბელობა და სხვა.	საოპერაციო ხარჯების; მოცდენის დონე; შეკვეთის შესრულების დრო; ენერჯის მოხმარება და სხვა.	მომხმარებლის შეკავების; მომხმარებლის კმაყოფილების; მომხმარებლების ბრუნვის; საჩივრების; ბაზრის წილი და სხვა.	თანამშრომლის კმაყოფილება; კადრების გადინება; ხელფასის კონკურენტუნარიანობა; საშუალო დასაქმების ვადა და სხვა.

ხოლო როცა ყოველ პერსპექტივას მიუსადაგებთ შესაბამისს მიზანს, ხორცილდება მაჩვენებლების კონკრეტიზაცია და მათი დაყვანა ოპტიმალურ რაოდენობამდე (იხ. ნახ. 6.4).

ფინანსური პერსპექტივა	
მიზნები	მაჩვენებლები
გადარჩენა	ფულადი ნაკადები
წარმატების მიღწევა	კვარტალური გაყიდვები ზრდა (ტემპი) საოპერაციო შემოსავალი დივიზიების მიხედვით
მომავალი წარმატება/ აყვავება	ბაზრის წილის ზრდა საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა
მომხმარებლის პერსპექტივა	
იზნები	მაჩვენებლები
ახალი პროდუქტები	ახალი პროდუქტების გაყიდვების % არსებული პროდუქტების გაყიდვების %
საპასუხო მიწოდება	დროული მიწოდება (მომხმარებლის განსაზღვრება)
სასურველი მომწოდებლები	შესყიდვების ანგარიშების წილი რანჟირება ძირითადი ანგარიშების მიხედვით
მომხმარებელთან პარტნიორობა	ერთობლივი ძალისხმევის მცდელობების %
შიდა ბიზნეს-პროცესები პერსპექტივა	
მიზნები	მაჩვენებლები
ტექნოლოგიური შესაძლებლობები	ეტალონური ტესტი, საორიენტაციო დონე კონკურენციის პირობებში
საუკეთესო გამოცდილების წარმოება	წარმოების ციკლის დრო ერთეულის ღირებულება შარგებელი
როდუქტიულობა	პროდუქტის ეფექტიანობა საინჟინრო ეფექტიანობა
ახალი პროდუქტის ინოვაცია	გარფიკი: ფაქტიური და დაგეგმილი მონაცემების შედარება
ინოვაციებისა და სწავლა-განათლების პერსპექტივა	
მიზნები	მაჩვენებლები
ტექნოლოგიური ლიდერობა	დრო მომდევნო თაობის განვითარებისთვის
წარმოების შესწავლა	პროცესის დრო შესრულებამდე
პროდუქტზე ფოკუსირება	პროდუქტებს %, რომელებიც ქმნიან გაყიდვების 80%
ახალი პროდუქტის წარდგენა	ბაზარზე გასვლის დრო

ნახ. 6.4 სტრატეგიული რუკის მაჩვენებელთა ჩამოყალიბება დასახული მიზნების შესაბამისად

მიზნის შერჩევა ფინანსური პერსპექტივის კუთხით შეიძლება იყოს დამოკიდებული იმაზე, თუ რა სასიცოცხლო ციკლზე იმყოფება კომპანია. აქედან გამომდინარე იგი იყენებს განთავსებული სახსრების უკუგების მაქსიმიზაციის სხვადასხვა სტრატეგიას და ისახავს შესაბამის მიზანს. გამოყოფენ ზრდის სტრატეგიას, პოზიციების შენარჩუნების სტრატეგიას და „მოსავლის ალების“ სტრატეგიას.

ზრდის სტადია – ეს არის სტადია, რომელსაც კომპანია გადის თავისი სასიცოცხლო ციკლის დასაწყისში. ამ ეტაპზე პროდუქტებს და მომსახურებას გააჩნია მნიშვნელოვანი ზრდის პოტენციალი. ამ ეტაპზე აუცილებელია მნიშვნელოვანი სახსრების მოზიდვა ახალი პროდუქტების და მომსახურების განვითარების, საწარმოო სიმძლავრეების გაფართოების, ინფრასტრუქტურისა და ქსელის გაფართოებაში ინვესტირების, კლიენტების ბაზის გაფართოების მიზნით. ასე რომ, ამ ეტაპზე შესაძლებელია ფულადი ნაკადების უარყოფითი სალდოს და ინვესტიციების რენტაბელობის დაბალი მაჩვენებლების არსებობა. ძირითადი ფინანსური მიზანი ამ სტადიაზე მდგომარეობს შემოსავლის და მიზნობრივ სეგმენტებში გაყიდვების მოცულობის პროცენტულ ზრდაში.

პოზიციების შენარჩუნების სტრატეგია გამოიყენება მაშინ, როდესაც ბაზრის მაღალი ზრდის ტემპები შეცვლილია საშუალო ტემპით, ხოლო კომპანიას აქვს დაკავებული განსაზღვრული ნიშა. ამ ეტაპზე კომპანიას შეუძლია თავისი ბიზნესის რენტაბელობა გაზარდოს კლიენტებთან უკეთესი მუშაობის და ბიზნეს პროცესების ოპტიმიზაციის ხარჯზე. განვითარების მოცემულ ეტაპზე კომპანიები მიზნად ისახავენ ბიზნესის რენტაბელობის ამაღლებას.

ბაზრის სტაბილიზაციის ან სტაგნაციის დადგომის დროს კომპანია დაინტერესებულია ან ბიზნესის გაყიდვით, ან მისგან მაქსიმალური მოგების ამოღებით. ამ უკანასკნელს ეწოდება “მოსავლის ალება“. ამ ეტაპზე ხდება დანახარჯების მაქსიმალურად შემცირება, რამდენადაც ეს არის შესაძლებელი, და განისაზღვრება კაპიტალდაბანდებების ამოღების უმოკლესი პერიოდი.

თვითონ დასახელება “დაბალანდებული” გულისხმობს, რომ კონცეფცია ითვალისწინებს მაჩვენებელთა ნაკრებს, სადაც დაბალანდებულია როგორც მოკლევადიანი, ისე გრძელვადიანი მიზნები, ფინანსური და არაფინანსური

მაჩვენებლები, წინმსწრები (განმსაზღვრელი ფაქტორები) და დაგვიანებული ინდიკატორები (ფინანსური შედეგები), შიდა და გარე ეფექტიანობის პერსპექტივები.

დმს-ს იყენებს სულ უფრო მეტი კომპანია მსოფლიოში, რაც ნიშნავს, რომ სულ უფრო მეტი კომპანია აღიარებს საჭიროებას, რომ საქმიანობის შედეგების შეფასება უნდა ცდებოდეს ფინანსურ სფეროს. გააზრებულია, რომ ფინანსური საქმიანობის შედეგები უნდა ბალანსდებოდეს შიდა პროცესების, მომხმარებლების და ადამიანური რესურსების მაჩვენებლებით. კერძოდ, აღიარებულია არამატერიალური აქტივები, როგორცაა ინტელექტუალური კაპიტალი და კომპეტენცია. დმს გვიჩვენებს არის თუ არა კომპანიაში მომზადებული და დაინტერესებული თანამშრომლები (სწავლა-განვითარების მიმართულება), არის თუ არა პროცესები ეფექტიანი (ბიზნეს-პროცესების მიმართულება), კმაყოფილები არიან თუ არა მომხმარებლები (კლიენტის მიმართულება). დადებითი წინმსწრები ინდიკატორები განაპირობებენ მაღალ ფინანსურ ეფექტიანობას გრძელვადიან პერსპექტივაში.

როდესაც ღირებულებაზე დაფუძნებული მართვა დაკავშირებულია დმს-სთან, მომავალი ღირებულება გვევლინება კომპანიის საქმიანობის შეფასების მთავარ მაჩვენებლად. მომავალზე ორიენტირებული ხედვა აისახება ღირებულებაზე ორიენტირებული მენეჯმენტის მიმდინარე სამუშაოებში, როდესაც საქმიანობის შეფასება ფინანსურად გამოიხატება მომავალი ფულადი ნაკადების დისკონტირებული ღირებულებით. დმს კონცეფცია საშუალებას იძლევა უფრო კარგად გაანალიზდეს თუ სად არის კომპანია დღეს და როგორ შეიძლება განვითარდეს. მისი ამოცანაა დღევანდელი ინფორმაცია გამოვიყენოთ ისე, რომ სასურველი შედეგი მივიღოთ მომავალში. თუმცა, შემოსავლების მიღება რჩება მთავარ მიზნად ნებისმიერი კერძო ბიზნესისთვის. ძალიან მნიშვნელოვანია შერჩეულ იქნას მაჩვენებლები, რომლებიც ეხება კლიენტებს, პროცესებს და განვითარებას – ისინი გვევლინება ფინანსური წარმატების წინმსწრები ინდიკატორებად. წარმატებულმა მენეჯერმა უნდა მიმართოს თავისი ძალისხმევა ეფექტიანობის მაჩვენებლების ამაღლებისკენ, რაც იმოქმედებს მომგებიანობაზე მომავალში.

ლექცია 7. ფინანსური სტრატეგიის მატრიცა

კომპანიას თავის ყოველდღიურ საქმიანობაში შეუძლია გამოიყენოს ფინანსური სტრატეგიის მატრიცა იმისათვის, რომ მიიღოს სწორი გადაწყვეტილება ღირებულების მართვის პროცესში.

მატრიცა გათვლილია ოთხ სავარაუდო ბიზნეს სიტუაციაზე:

- 1) ბიზნესს აქვს პოტენციალი შექმნას ღირებულება მაგრამ განიცდის ნაღდი ფულის ნაკლებობას (ზედა მარჯვენა კვადრანტი).
- 2) ბიზნესს აქვს პოტენციალი შექმნას ღირებულება და ის ქმნის ნაღდი ფულის ნამატს (ზედა მარცხენა კვადრანტი).
- 3) ბიზნესი ანადგურებს საკუთარ ღირებულებას, მაგრამ ქმნის ნაღდი ფულის ნამატს (ქვედა მარცხენა კვადრანტი).
- 4) ბიზნესი ანადგურებს საკუთარ ღირებულებას და განიცდის ნაღდი ფულის ნაკლებობას (ქვედა მარჯვენა კვადრანტი).

ფინანსურ მენეჯერმა უნდა მოახდინოს იდენტიფიკაცია თუ რომელ კვადრანტში მოხდება ფირმა მიმდინარე პერიოდში და ამის საფუძველზე უნდა მიიღოს გადაწყვეტილება მომდევნო მოქმედებებზე.

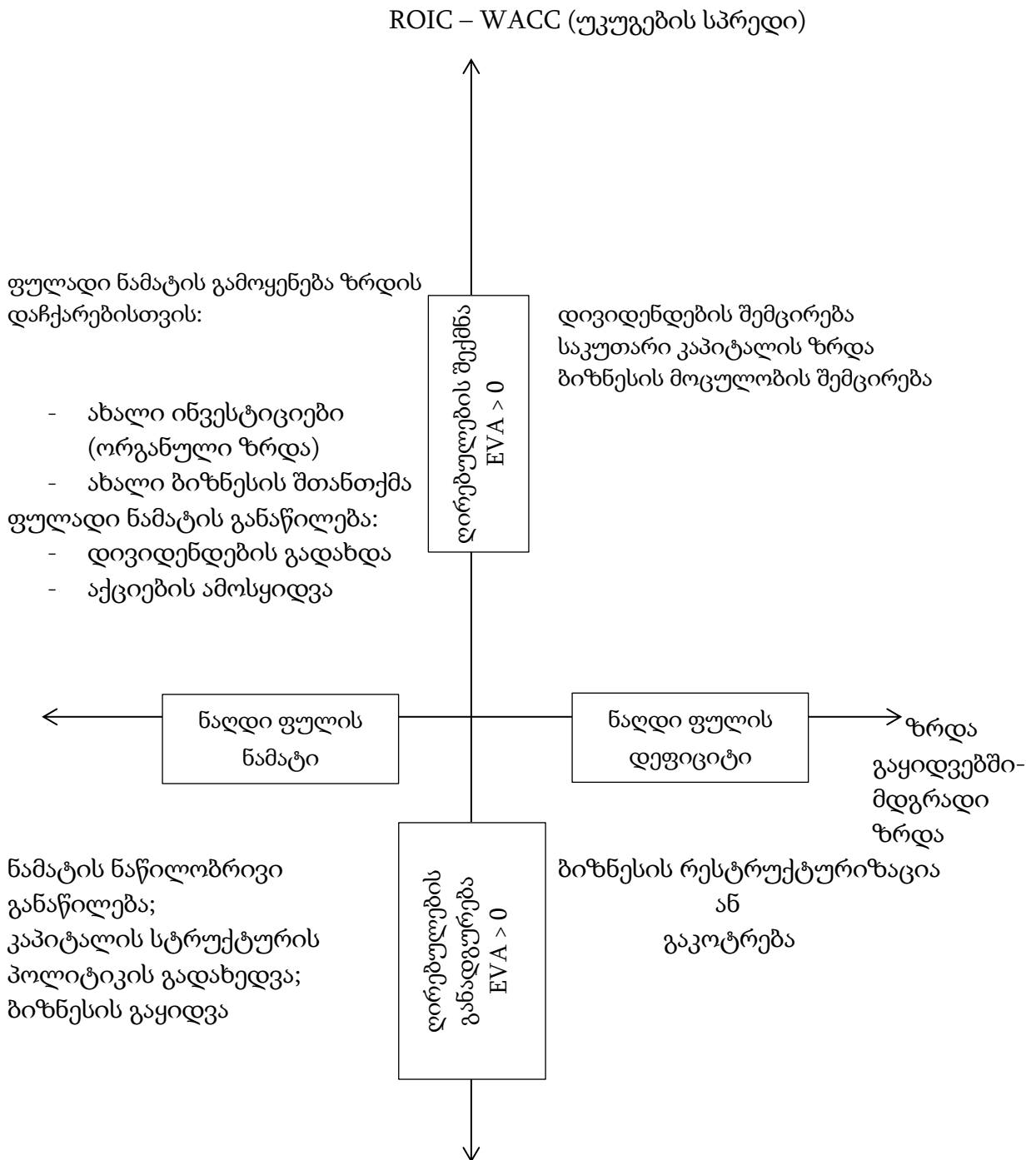
პირველი კვადრანტი - ბიზნესს აქვს პოტენციალი შექმნას ღირებულება მაგრამ განიცდის ნაღდი ფულის ნაკლებობას (ზედა მარჯვენა კვადრანტი).

ამ შემთხვევაში მენეჯერმა უნდა შეამციროს ან საერთოდ შეწყვიტოს დივიდენდების გადახდა. სხვა გამოსავალი ამ შემთხვევაში არის საკუთარი კაპიტალის გაზრდა. თუ ფირმა დარეგისტრირებულია საფონდო ბირჟაზე, მას აქვს შესაძლებლობა გამოუმუშავოს დამატებითი აქციები. გარდა ამისა, მენეჯერს შეუძლია მოახდინოს კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაცია და მოიზიდოს დამატებითი ვალდებულებები.

თუ დამატებითი კაპიტალი არ არის ხელმისაწვდომი მენეჯმენტი დაკარგავს უნარს შექმნას დამატებული ღირებულება ფირმისთვის. ასეთ შემთხვევაში, გამოსავალი მდგომარეობს ოპერაციების და ბიზნესის ზრდის ტემპის შემცირებაში.

მეორე კვადრანტი - ბიზნესს აქვს პოტენციალი შექმნას ღირებულება და ის ქმნის ნაღდი ფულის ნამატს (ზედა მარცხენა კვადრანტი).

ეს არის იდეალური სიტუაცია და მენეჯმენტს ამ შემთხვევაში შეუძლია გამოიყენოს ნაღდი ფულის ნამატი იმისათვის, რომ გაზარდოს ოპერაციები და ზოგადად ზრდის ტემპი. ამის მიღწევა შესაძლებელია შიდა ინვესტირების საფუძველზე ან ანალოგიური ბიზნესის ყიდვის საფუძველზე.



ნახ. 7.1 ფინანსური სტრატეგიის მატრიცა

იმ შემთხვევაში თუ ორგანული ზრდის სტრატეგია არ არის ხელმისაწვდომი შეიძლება გაჩნდეს სურვილი ისეთი ბიზნესის შემენაში, რომელიც არ არის დაკავშირებული ფირმის საქმიანობასთან, თუმცა ასეთი სტრატეგია არის საკმაოდ რისკიანი და ხშირად წარუმატებელი.

იმ შემთხვევაში თუ ინვესტირების საშუალება არ არის, ფულადი ნამატი უნდა დაუბრუნდეს მის მფლობელებს ანუ აქციონერებს.

მესამე კვადრანტი - ბიზნესი ანადგურებს საკუთარ ღირებულებას, მაგრამ ქმნის ნაღდი ფულის ნამატს (ქვედა მარცხენა კვადრანტი). ასეთ სიტუაციაში მენეჯერი ვალდებულია მიიღოს სწრაფი ზომები. პირველ რიგში დაუბრუნოს ნამატი აქციონერებს და დანარჩენი გამოიყენოს ბიზნესის რესტრუქტურიზაციისთვის EVA-ს გაზრდის მიზნით.

ინვესტირებული კაპიტალის უკუგების გაზრდის შესაძლებლობა არის იმ შემთხვევაში თუ მოხერხდა ოპერაციული მარჯის გაუმჯობესება შემდეგი კომბინაციის მეშვეობით: გაყიდვების მაღალი მოცულობები - მაღალი ფასები - ოპერაციული დანახარჯების კონტროლი. გარდა ამისა საბრუნავი კაპიტალის უფრო ეფექტიანი მართვა, მაგ., დებიტორული დავალიანების სწრაფი ამოღება და მარაგის ბრუნვის ზრდა.

მენეჯმენტს აგრეთვე შეუძლია გადახედოს კაპიტალის სტრუქტურას მისი კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების შემცირების მიზნით (იმ შემთხვევაში თუ ის არ არის ოპტიმალური).

არ უნდა გამოირიცხოს ბიზნესის დრიული გაყიდვა და გადაცემა უფრო ეფექტური მენეჯმენტის ხელში.

მეოთხე კვადრანტი - ბიზნესი ანადგურებს საკუთარ ღირებულებას და განიცდის ნაღდი ფულის ნაკლებობას (ქვედა მარჯვენა კვადრანტი).

ეს არის ყველაზე ცუდი სიტუაცია და მოითხოვს მენეჯმენტის გადაუდებელ ქმედებებს. თუ არ არის შესაძლებლობა ჩატარდეს ბიზნესის მასშტაბური რესტრუქტურიზაცია ის აუცილებლად უნდა გაიყიდოს. რესტრუქტურიზაცია გულისხმობს ბიზნეს აქტივების სწრაფი გაყიდვა ნაღდი ფულის მობილიზაციისთვის, ოპერაციების მასშტაბურის შემცირება და მოკლევადიანი გადარჩენის მიზნის დასახვა.

ლიტერატურა

1. ზუმბურიძე ო., ზიბზიბაძე მ. - კომპანიის ღირებულების ფორმირების ფუნდამენტური პრინციპები, ბიზნეს-ინჟინერინგი №3, 2013
2. მ.ზიბზიბაძის სადოქტორო ნაშრომი „ტექნოლოგიური კომპანიების ღირებულების შეფასების საკითხების კვლევა და დამუშავება“. თბილისი, 2013 წ. 116 გვ.
3. Hawawini G., Viallet C. Finance for executives. Managing for value creation. Fifth Edition. Publisher: Cengage Learning EMEA, 2015
4. Steward B. Best-Practice EVA: The Definitive Guide to Measuring and Maximizing Shareholder Value
5. Stephen A. Ross Franco Modigliani Corporate Finance (The Mcgraw-hill/Irwin Series in Finance, Insurance, and Real Estate) 11th Edition
6. Schueler A. A Tool Kit for Discounted Cash Flow Valuation: Consistent and Inconsistent Ways to Value Risky Cash Flows | Request PDF. Available from:
https://www.researchgate.net/publication/321710507_A_Tool_Kit_for_Discounted_Cash_Flow_Valuation_Consistent_and_Inconsistent_Ways_to_Value_Risky_Cash_Flows [accessed Oct 17 2018].
7. Ross A. Corporate Finance. Publisher: Mc Graw Hill India; 11th edition (2017)
8. Simon H. Theories of bounded rationality
<http://mx.nthu.edu.tw/~cshwang/teaching-economics/econ5005/Papers/Simon-H=Theoriesof%20Bounded%20Rationality.pdf> უკანასკნელად გადამოწმდა 20.07.2018
9. N. Ryan Economic Value Added Versus Profit-Based Measures of Performance Student Accountant Technical Article
http://www.accaglobal.com/content/dam/acca/global/pdf/sa_july11_perf_measurement.pdf უკანასკნელად გადამოწმდა 20.07.2015
10. J. Stern , J. Shiely, I. Ross The EVA Challenge: Implementing Value-Added Change in an Organization. 1st Edition. Wiley, 2003. 250 pages.
11. Drucker Managing for Results. HarperBusiness; Reissue edition (October 3, 2006). 256 pages.