

გ. ცაავა

G. Tsaava

Г. Цаава

ა. სიჭინავა

A. Sithinava

A. Сичинава

გ. ხანთაძე

G. Khantadze

Г. Хантадзе

კორპორაციული ფინანსები

(ეკონომიკის მდგრადი განვითარების სტრატეგია)

სასწავლო-პრაქტიკული სახელმძღვანელო

C O R P O R A T E F I N A N C E S

(Sustainable Economic Development Strategy)

Teaching-practical handbook

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

(Стратегия устойчивого роста экономики)

Учебно-практическое пособие

თბილისი

გამომცემლობა: „ტექნილური უნივერსიტეტი“

2016

გ. ცაავა

G. Tsaava

Г. Цаава

ა. სიჭინავა

A. Sithinava

А. Сичинава

გ. ხანთაძე

G. Khantadze

Г. Хантадзе

კორპორაციული ფინანსები

(ეკონომიკის მდგრადი განვითარების სტრატეგია)

სასწავლო-პრაქტიკული სახელმძღვანელო

C O R P O R A T E F I N A N C E S

(Sustainable Economic Development Strategy)

Teaching-practical handbook

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

(Стратегия устойчивого роста экономики)

Учебно-практическое пособие

დამტკიცებულია სახელმძღვანელოდ

საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის

სარედაქციო-საგამომცემლო საბჭოს მიერ

21.10. 2016, ოქმი №7.

თბილისი

გამოცემლობა: „ტექნიკური უნივერსიტეტი“

2016

ცაავა გ., სიჭინავა ა., ხანთაძე გ.- კორპორაციული ფინანსები (ეკონომიკის მდგრადი განვითარების სტრატეგია) სასწავლო-პრაქტიკული სახელმძღვანელო. - თბილისი, გამომცემლობა „ტექნიკური უნივერსიტეტი“, 2016. – 726 გვ. (ელექტრონული წიგნი).

სასწავლო-პრაქტიკული სახელმძღვანელო „კორპორაციული ფინანსები“ ეხება კორპორაციული ფინანსების თეორიას, მეთოდებს, პრაქტიკას და თანამედროვე კორპორაციული ფინანსების აქტუალურ საკითხებს. მასში გაშუქებულია საკუთარი კაპიტალის ფასეულობის მაქსიმიზაციის ასპექტები, კომპლექსურადაა წარმოდგენილი ტოპ-მენეჯერების მოტივაცია, ფულის დროითი ფასეულობა, კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების შეფასება, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების საფუძვლები, საინვესტიციო პროექტების დამუშავებისა და შეფასების ასპექტები, ფინანსური ლევერიჯის თავისებურებები, დივიდენდური პოლიტიკა, ტრანსეროვნული კორპორაციის საქმიანობა, საერთაშორისო საინვესტიციო პროექტების რისკი და შემოსავლიანობა, ბიზნესის შეფასების მიდგომები და მეთოდები, ანალიტიკური ფინანსური საბუთების სისტემა, სამუშაო კაპიტალის მართვა, მმართველობითი ფინანსური ანალიზი, სავალო ფასიანი ქაღალდებისა და საინვესტიციო პორტფელის ძირითადი მაჩვენებლების განსაზღვრის მეთოდები, საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისა და მართვის სტრატეგია. სალექციო კურსის თეორიული მასალა გამყარებულია ტესტებითა (120) და მრავალრიცხოვანი პრაქტიკული მაგალითებით (82), რომლებიც კორპორაციული ფინანსების ეკონომიკური და საინვესტიციო

სტრატეგიის განხილვას, შესწავლასა და განმტკიცებას ემსახურება. წიგნში დანართის სახით წარმოდგენილია საკმაოდ ტევადი (50) პრაქტიკული მაგალითები ფინანსურ მენეჯმენტში.

ავტორები გულითად მადლიერებას გამოხატავენ მოსკოვში “გამომცემლობა იურაიტში“ 2012 წელს გამოცემული სახელმძღვანელოს „კორპორაციული ფინანსური მენეჯმენტის“ ავტორებს (УДК 336, ББК 65 290-93я73, ISBN 978-5-9916-1728-4): მიხეილ ლიმიტოვსკის, ელენე ლობაჩოვას, ვიგენ მინოსიანს, ვიქტორ პალამარჩუკს და განსაკუთრებით პირველ ავტორს ჩვენი სახელმძღვანელოს ჩამოყალიბებასა და შექმნაში მიღებული წვლილისა და გაწეული საქმიანი კონსულტაციებისათვის.

სასწავლო-პრაქტიკული სახელმძღვანელო განკუთვნილია ეკონომიკური პროფილის ბაკალავრიატის, მაგისტრატურისა და დოქტორანტურის სტუდენტებისათვის, ფინანსური მენეჯერების, ფინანსური და აღმასრულებელი დირექტორების, მთავარი ბუღალტრების, კომპანიების ხაზინდარების, აგრეთვე ხელმძღვანელი პორების ფართო წრისა და ფუნქციური მენეჯმენტით დაინტერესებული პირებისათვის, კორპორაციული და სტრატეგიული ფინანსების სფეროში დასაქმების მსურველი სპეციალისტებისათვის.

რედაქტორები:

/პროფესორი დავით იაკობიძე/

/პროფესორი ზურაბ ლიპარტია/

რეცენზენტები:

/პროფესორი მერაბ ვანიშვილი/

/ასოც. პროფ. ლილი გვენეტაძე/

/ასოც პროფ. ვალერი მოსიაშვილი/

ISBN 978-9941-0-9365-4

სარჩევი:

შესავალი	19
ლექცია 1. კორპორაციის და კორპორაციული ფინანსების არსი, საკუთარი კაპიტალის ფასეულობის მაქსიმიზაცია და ტოპ-მენეჯერების მოტივაცია	30
1.1. კორპორაციის და კორპორაციული ფინანსების არსი და საკუთარი კაპიტალის ფასეულობის მაქსიმიზაცია	30
1.2. ტოპ-მენეჯერების მოტივაცია	35
1.3. ტესტები	50
ლექცია 2. ფინანსური ბაზრების თეორია და ფულის დროითი ფასეულობა	53
2.1. ფინანსური ბაზრის ეფექტიანობა	53
2.2. ფულის დროითი ფასეულობა	58
2.3. ტესტები	70
ლექცია 3. კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების - აქციებისა და ობლიგაციების შეფასება	73
3.1. აქციები და მათი შეფასება	73
3.2. ობლიგაციები და მათი შეფასება	79
3.3. ტესტები	96
ლექცია 4. საინვესტიციო და ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების საფუძვლები	98
4.1. თავისუფალი ფულადი ნაკადები	98
4.2. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შეფასების კრიტერიუმები	111
4.3. პორტფელის თეორიისა და CAPM მოდელის საფუძვლები	121
4.4. ტესტები	132
ლექცია 5. საინვესტიციო პროექტების დამუშავება და შეფასება	135
5.1. პროექტების შერჩევა და კორპორაციის საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება.....	135
5.2. საინვესტიციო პროექტების რისკების შეფასება და ანალიზი	142

5.3. ტესტები	153
ლექცია 6. კაპიტალის ღირებულება და ფინანსური	
ლევერიჯი (ბერკეტი)	155
6.1. კომპანიის საკუთარი კაპიტალის ღირებულება..	155
6.2. კომპანიის ნასესხები კაპიტალის ღირებულება ..	169
6.3. ტესტები.....	192
ლექცია 7. კაპიტალის სტრუქტურა და	
დივიდენდური პოლიტიკა	195
7.1. კაპიტალის სტრუქტურის თეორიები	195
7.2. დივიდენდები და ვდივიდენდური პოლიტიკა..	208
7.3. ტესტები	222
ლექცია 8. ტრანსეროვნი კორპორაციის ფინანსური	
მენეჯმენტი	225
8.1. საერთაშორისო საინვესტიციო პროექტების რისკი და შემოსავლიანობა	225
8.2. საერთაშორისო პროექტების შეფასება და დაფინანსება ქვეყნიური რისკის გათვალისწინებით	242
8.3. ტესტები	268
ლექცია 9. ბიზნესის შეფასების მდგომარეობები და მეთოდები	271
9.1. ბიზნესის შეფასების ძირითადი ცნებები და განსაზღვრები	271
9.2. კომპანიის შეფასება ფულადი ნაკადების საფუძველზე	277
9.3. კომპანიის შეფასება აქტივების მიხედვით	294
9.4. ტესტები	304
ლექცია 10. ფასეულობაზე ორიენტირებული სტრატეგიული	
გადაწყვეტილებების დასაბუთება	307
10.1. სტრატეგიული გადაწყვეტილებები როგორც კორპორაციის ფასეულობის ზრდის ძირითადი წყარო	307
10.2. კომპანიის ფასეულობის შეფასების ძირითადი მეთოდები	312
10.3. ფასეულობის სტრატეგიული	

მართვის ალგორითმი	317
10.4. ტესტები	327
ლექცია 11. ფინანსური მენეჯმენტის ორგანიზაციული კონცეფცია	330
11.1. ფინანსური მენეჯმენტის მეთოდოლოგია.....	330
11.2. ფინანსური მენეჯმენტის ორგანიზაციული სქემები და ფინანსური მენეჯერების თანამდებობრივი უფლებამოსილებები	350
11.3. თანამედროვე ფინანსური ხელმძღვანელის სტრატეგიული ფუნქციები	357
11.4. ტესტები	371
ლექცია 12. ანალიტიკური ფინანსური საბუთების სისტემა როგორც ფინანსური მენეჯმენტის ინფორმაციული საფუძველი	374
12.1. შემოსავლიანობისა და ჰეჯირების შესახებ ინფორმაცია	374
12.2. ანალიტიკური ბალანსი და ბალანსი მმართველობით ფორმაში	394
12.3. ფულადი ნაკადების ფორმირება და კლასიფიკაცია	411
12.4. ტესტები	418
ლექცია 13. სამუშაო კაპიტალის მართვა.....	421
13.1. მიმდინარე საოპერაციო აქტივების მართვა	421
13.2. სამუშაო კაპიტალის თანამედროვე კონცეფცია.....	428
13.3. ფინანსური მოთხოვნილებები სამუშაო კაპიტალში	445
13.4. ტესტები	450
ლექცია 14. მმართველობითი ფინანსური ანალიზი.....	454
14.1. კოეფიციენტური ფინანსური ანალიზი	454
14.2. ფინანსური ანალიზის ახალი ლოგიკა	469
14.3. ფინანსური მოქნილობა და საკრედიტო ანალიზი	483
14.4. ტესტები	490
ლექცია 15. საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისა და	

მართვის სტრატეგიები	494
15.1. სავალო ფასიანი ქაღალდების ძირითადი მაჩვენებლები და მათი განსაზღვრის მეთოდები	499
15.2. საინვესტიციო პორტფელის მაჩვენებლები და შეფასება	528
15.3. ინვესტიციის შედარებითი ეფექტიანობა პორტფელის ფორმირებისას	551
15.4. ტესტები	559
გამოყენებული ლიტერატურის სია	562
დანართი: პრაქტიკული მაგალითები ფინანსურ მენეჯმენტში ..	570
1. კორპორაციის (საწარმოს) გადახდისუნარიანობა ..	571
2. კორპორაციის კრედიტუნარიანობა	580
3. საბრუნავი აქტივებისა და კრედიტორული დავალიანების მართვა.....	613
4. ქონებისა და კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობა....	613
5. რეალიზაციიდან ამონაგებისა და გაყიდვების რენტაბელობის მართვა	623
6. ფინანსური დაგეგმვა.....	660
7. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობა	681
8. ფინანსური რისკები	702
ავტორების მოკლე ბიოგრაფიული მონაცემები	723

UDC (უკ) 336.6 (075.8)

3-12

G. Tsaava, A. Sichinava, G. Khantadze, Corporate Finances (Sustainable Economic Development Strategy), Teaching-practical handbook, Tbilisi, Publishing House “Technical University”, 2016. – 726 pagesю (Electronic book)ю

Workbook “Corporate Finances (Sustainable Economic Development Strategy)” is about the theory, methods and practice of corporate finances and topical issues of modern corporate finances. The book highlights the aspects of maximization of the value of equity capital, and thoroughly considers such issues, as motivation of top-management, time value of money, valuation of corporate stock, grounds of making investment decisions, aspects of developing and evaluating investment projects, peculiarities of financial leverage, dividend policy, business of transnational corporation, risks and profitability of international investment projects, approaches and methods of business valuation, system of analytical-financial documents, working capital management, managerial financial analysis, methods to identify the principal properties of debt securities and investment portfolio, strategy of formation and management of investment portfolio. The theoretical material of the lecture course is supported by tests (120) and a great number of case studies (82) to consider, master and consolidate the knowledge in the field of investment strategy. Quite a number of case studies in financial management (50) are given as an Annex to the book.

The authors kindly acknowledge the contribution and business consultations of the authors of text-book “The Corporate Financial Management” (UDK 336, ББК 65 290-93я73, ISBN 978-5-9916-1728-4) published in 2012 by Publishing House “Urait” in creating our text-book: Mikheil Limitovsky, Elene Lobachova,

Vigen Minosian, Victor Palamarchuk, and the first author particularly.

The Workbook is designated for the undergraduate, graduate and doctoral students of an economic profile, financial managers, financial and executive directors, chief accountants, company treasurers, as well as a wide circle of managerial staff, those interested in functional management and specialists seeking employment in the field of corporate and strategic finances.

Editors: /Prof. Davit Iakobidze/

/Prof. Zurab Lipartia/

Reviewers: /Prof. Merab Vanishvili/

/Associated Prof. Lili Gvenetadze/

/Associated Prof. Valeri Mosiashvili/

Table of Contents

Introduction	19
Lecture 1. Essence of corporation and corporate finances, maximization of the value of equity capital and top-management motivation	30
1.1. Essence of corporation and corporate finances, maximization of the value of equity capital	30
1.2. Top-management motivation	35
1.3. Tests	50
Lecture 2. Theory of financial markets and time value of money.....	53
2.1. Financial market efficiency.....	53
2.2. Time value of money	58
2.3. Tests.....	70
Lecture 3. Valuation of corporate stock, such as shares and obligations	73
3.1. Shares and their valuation	73
3.2. Obligations and their valuation.....	79
3.3. Tests	96
Lecture 4. Reasons of investment and financial decisions.....	98
4.1. Free money flows.....	98
4.2. Criteria to estimate investment decisions.....	111
4.3. Fundamentals of portfolio theory and CAPM Model.....	121
4.4. Tests.....	132
Lecture 5. Development and evaluation of the investment projects	135
5.1. Selecting projects and forming investment portfolio of the corporation.....	135
5.2. Estimation and analysis of the risks of investment projects	142
5.3. Tests	153
Lecture 6. Capital value and financial leverage (lever)	155
6.1. Value of the company's equity capital	155
6.2. Value of the company's loan capital	169
6.3. Tests	192
Lecture 7. Capital structure and dividend policy.....	195
7.1. Theories of capital structure.....	195
7.2. Dividends and dividend policy.....	208
7.3. Tests	222
Lecture 8. Financial management of transnational corporation	225
8.1. Risks and profitability of international investment projects.....	225

8.2. Estimating and financing the international projects by considering country-specific risks.....	242
8.3. Tests	268
Lecture 9. Approaches and methods of business valuation	271
9.1. Principal concepts and definitions of business valuation	271
9.2. Company valuation based on its cash flows.....	277
9.3. Company valuation based on its assets	294
9.4. Tests	304
Lecture 10. Validation the value-oriented strategic decisions	307
10.1. Strategic decisions as the main source to increase the value of corporation	307
10.2. Major methods to estimate company value.....	312
10.3. Algorithm of strategic value management	317
10.4. Tests	327
Lecture 11. Organizational concept of financial management.....	330
11.1. Methodology of financial management	330
11.2. Organization charts of financial management and official powers of financial managers.....	350
11.3. Strategic functions of a financial manager in modern times	357
11.4. Tests	371
Lecture 12. A system of analytical financial documents as financial management information basis	374
12.1. Information about profitability and hedging	374
12.2. Analytical balance and balance in a managerial form	394
12.3. Formation and classification of money flows.....	411
12.4. Tests	418
Lecture 13. Working capital management.....	421
13.1. Management of current operating assets.....	421
13.2. Modern concept of working capital.....	428
13.3. Financial requirements of working capital.....	446
13.4. Tests	450
Lecture 14. Managerial financial analysis.....	454
14.1. Coefficient financial analysis.....	454
14.2. New logics in financial analysis.....	469
14.3. Financial flexibility and credit analysis.....	483
14.4. Tests	490

Lecture 15. Strategy of formation and management of investment portfolio.....	494
15.1. Principal properties of debt securities and methods to identify them.....	499
15.2. Properties and valuation of investment portfolio.....	528
15.3. Comparative efficiency of investment in forming portfolio	551
15.4. Tests	559
List of Reference.....	562
Annex: Case studies in financial management	570
1. The solvency of the corporation.....	571
2. The creditability of the corporation	580
3. The management of working capital assets and payables	587
4. The effectivity of the usage of the property and capital.....	613
5. The management of rentability of profit and sales..	623
6. Financial planning:	660
7. Investigative activity of the corporation.....	681
8. Financial risks	702
Authors' background profiles.....	723

Цаава Г.Ф., Сичинава А. Ш., Хантадзе Г. Г. –
КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ: Учебно-практическое пособие. -
Тбилиси, Издательство „Технический Университет“, 2016. –726 с.
(Электронная книга).

В учебно-практическом пособии «**Корпоративные Финансы**» рассматриваются теории, методы, практика и актуальные вопросы современных корпоративных финансов. актуальные вопросы современного финансового менеджмента. В ней освещены аспекты максимизации ценностей собственного капитала, комплексно представлены мотивация тор-менеджеров, временная ценность денег, оценка корпоративных ценных бумаг, основы принятия инвестиционных решений, аспекты разработки и оценки инвестиционных проектов, особенности финансового левериджа, дивидендная политика, деятельность транснациональной корпорации, риск и доходность международных инвестиционных проектов, подходы и методы оценки бизнеса, система аналитических финансовых документов, управление рабочим капиталом, управленческий финансовый анализ, методы определения основных показателей долговых ценных бумаг и инвестиционного портфеля, стратегия формирования и управления инвестиционного портфеля. Теоретический материал лекционного курса подкреплён тестами (120) и многочисленными практическими примерами (82), которые служат рассмотрению, изучению и утверждению экономической и инвестиционной стратегии корпоративных финансов, В книге в виде приложения представлены достаточно объёмный (50) практические примеры по финансовому менеджменту.

Автора выражают сердечную благодарность авторам учебника, изданном 2012 году в Москве (УДК 336, ББК 65 290-93я73, ISBN 978-5-9916-1728-4) в «Издательстве Юрайт» «Корпоративный Финансовый Менеджмент»: Лимитовскому М.А., Лобановой Е.Н., Миносяну В.Б., Поламарчуку В.П. и особенно первому автору за оказанное им деловой консультации в формировании и созданный нашего учебника.

Учебник предназначен для студентов экономического профиля програм бакалавриата, магистратуры и докторантуры, финансовых менеджеров, финансовых и исполнительных директоров, главных бухгалтеров, казначеев компаний, а также широкого круга руководителей и функциональных менеджеров и в программах, специализированных в области корпоративных и стратегических финансов.

Редактора:

/Профессор Давид Якобидзе/

/Профессор Зураб Липартия/

Рецензенты:

/Профессор Мераб ванишвили/

/Асоц. проф. Лили Гвенетадзе/

/Асоц. проф. Валерий Мосиашвили/

Содержание:

Введение	19
Лекция 1. Сущность корпорации и корпоративных финансов, максимизация ценности собственного капитала, мотивация топ-менеджеров	30
1.1. Сущность корпорации и корпоративных финансов, максимизации ценности собственного капитала	30
1.2. Мотивация топ-менеджеров.....	35
1.3. Тесты.....	50
Лекция 2. Теория финансовых рынков и временная ценность денег	53
2.1. Эффективность финансовых рынков	53
2.2. Временная ценность денег	58
2.3. Тесты	70
Лекция 3. Оценка корпоративных ценных бумаг – Акции и облигации	73
3.1. Акции и их оценка	73
3.2. Облигации и их оценка.....	79
3.3. Тесты.....	96
Лекция 4. Основы принятия инвестиционных и финансовых решений	98
4.1. Свободные денежные потоки	98
4.2. Критерии оценки инвестиционных решений	111
4.3. Основы теории портфеля и модели CAPM	121
4.4. Тесты	132
Лекция 5. Инвестиционные проекты: Разработка и оценка	135
5.1. Отбор проектов и формирование инвестиционного портфеля корпорации	135
5.2. Оценка и анализ рисков инвестиционного проекта.....	142
5.3. Тесты	153
Лекция 6. Стоимость капитала и Финансовый леверидж (рычаг)	155
6.1. Стоимость собственного капитала компании	155
6.2. стоимость заемного капитала компании	169
6.3. Тесты	192
Лекция 7. Структура капитала и дивидендная политика	195
7.1. Теории структуры капитала.....	195

7.2. Дивиденды и дивидендная политика.....	208
7.3. Тесты.....	222
Лекция 8. Финансовый менеджмент транснациональной корпорации	225
8.1. Риск и доходность международных инвестиционных проектов	225
8.2. Оценка и финансирование международных проектов с учетом странового риска	242
8.3. Тесты	268
Лекция 9. Подходы и методы оценки бизнеса	271
9.1. Основные понятия и определения оценки бизнеса	271
9.2. Оценка компании на основе денежных потоков.....	277
9.3. Оценка компании по активам.....	294
9.4. Тесты.....	304
Лекция 10. Обоснование ценностно-ориентированных стратегических решений	307
10.1. Стратегические решения как основной источник роста ценности корпорации.....	307
10.2. Основные модели оценки ценности компании.....	312
10.3. Алгоритм стратегического управления ценностью	317
10.4. Тесты	327
Лекция 11. Организационная концепция финансового менеджмента	330
11.1. Методология финансового менеджмента	330
11.2. Организационные схемы финансового менеджмента и должностные обязанности финансовых менеджеров	350
11.3. Стратегические функции современного финансового руководителя	357
11.4. Тесты	371
Лекция 12. Система аналитических финансовых документов как информационная основа финансового менеджмента	374
12.1. Принципы формирования информации о доходах и расходах	374
12.2. Аналитический баланс и баланс в управленческом формате	394
12.3. Формирование и классификация денежных потоков	411

12.4. Тесты	418
Лекция 13. Управление рабочим капиталом	421
13.1. Управление текущими операционными активами	421
13.2. Современная концепция рабочего капитала	428
13.3. Финансовые потребности в рабочем капитале	445
13.4. Тесты	450
Лекция 14. Управленческий финансовый анализ	454
14.1. Коэффициентный финансовый анализ	454
14.2. Новая логика финансового анализа	469
14.3. финансовая гибкость и кредитный анализ	483
14.4. Тесты	490
Лекция 15. Стратегии формирования и управления инвестиционного портфеля	494
15.1. Основные показатели долговых ценных бумаг и методы их определения	499
15.2. Показатели и оценка инвестиционного портфеля	428
15.3. Сравнительная эффективность инвестиций при формировании портфеля	551
15.4. Тесты	559
Список использованной литературы	562
Приложение: Практические примеры по финансовому менеджменту	570
1. Платежеспособность корпораций (предприятия)	571
2. Кредитоспособность корпораций	580
3. Управление оборотными активами и кредиторской задолженностью	587
4. Эффективность использования имущества и капитала	613
5. Управление выручкой от реализаций рентабельностью продаж	623
6. Финансовое планирование	660
7. Инвестиционная деятельность предприятия	681
8. Финансовые риски	702
Краткие биографические сведения об авторах	723

შესავალი

თავიდანვე უნდა აღინიშნოს, რომ ფინანსები ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში მიეკუთვნებოდა და დღესაც მიეკუთვნება ეკონომიკის სფეროს და ეკონომიკური თეორიის ფუნდამენტურ პრინციპებზეა დაფუძნებული. მხოლოდ გასული საუკუნის 20-იან წლებში, ტექნოლოგიებისა და სამრეწველო ინდუსტრიის ახალი დარგების წარმოქმნის შესაბამისად, ფინანსების ინდუსტრია თანდათან მმართველობითი საქმიანობის დამოუკიდებელ და ავტონომიურ სფეროდ გარდაიქმნა. ეკონომიკურ განვითარებას ყოველთვის გააჩნდა ფულის საჭიროება და პრაქტიკამ გარე დაფინანსების სხვადასხვა ფორმების შემოთავაზება დაიწყო, რომელთა შორის კორპორაციულმა დაფინანსებამ განსაკუთრებული პოპულარობა შეიძინა. 20-იანი წლების ბოლოსთვის კორპორაციულმა ფასიანმა ქაღალდებმა, როგორც ფინანსური რესურსების მოზიდვის გარე წყაროებმა, განსაკუთრებული ინტერესი გამოიწვია. აღნიშნული გარემოება გლობალური ეკონომიკური კრიზისის დაწყებას დაემთხვა და, ამდენად, უდიდესი დეპრესიის სახელწოდება მიიღო.

უდიდესმა დეპრესიამ ახალი ფინანსური პრობლემები წარმოშვა. სპეციალისტების ყურადღება გამახვილდა კაპიტალის, მოსესხების, ლიკვიდურობისა და ფინანსური მდგრადობის სიდიდეებზე. გაკოტრებამ ახალი განმარტება შეიძინა: კომპანიები, რომლებმაც დაკარგეს კრედიტუნარიანობა, საკუთარი მდგრადობის კანონმდებლურ და პროფესიონალურ ანალიტიკურ შეფასებას მოითხოვდნენ. ფინანსური ინფორმაციის სტანდარტიზაციასა და უნიფიკაციასთან მიმართებით, პოტენციური ინვესტორებისა და კრედიტორების ფართო წრისათვის, მიღწევადობის მიზნით, მასშტაბური მუშაობა გაიშალა. ვითარდებოდა

ფინანსური ანალიზი. ფინანსური კოეფიციენტები კომპანიის საქმიანობის შეფასების ძირითად ინსტრუმენტად გარდაიქმნა.

წინა საუკუნის 40-იან წლებში ფულადი ნაკადების კონცეფციამ მძლავრი იმპულსი მიიღო. ვითარდებოდა დაგეგმვის, ბიუჯეტირებისა და ფულადი ნაკადების კონტროლის მეთოდები. ომის შემდგომ, საინვესტიციო ბუშის პერიოდში, ფინანსების საინვესტიციო ანალიტიკოსებმა დომინანტური როლი შეასრულეს. მათი პრეროგატივა იყო სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასება. 50-იანი წლების შუა პერიოდისთვის ფინანსური მართვაში დომინირება იწყო კაპიტალის ბიუჯეტირების მეთოდოლოგიამ. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების საფუძველში ჩაიდო ისეთი კრიტერიუმები, როგორიცაა სუფთა დაყვანილი ფასეულობა და შემოსავლიანობის შიდა ნორმა. ფინანსური რესურსების ოპტიმალური განაწილების საკითხებმა დიდი აღიარება მოიპოვეს.

ფინანსური მენეჯერების გულმოდგინე ყურადღების საგნად იქცა აქტივების ეფექტური მართვის პრობლემები, რომელმაც უფრო ხშირად მმართველობით აქტივებსაც უწოდებდნენ. ამავე წლებში საინვესტიციო პროექტების შეფასების ახალი მეთოდოლოგია ჩამოყალიბდა. ფინანსურ აღრიცხვაში თანდათანობით დამკვიდრდა ბუღალტრულ აღრიცხვაში გამოყენებული დარიცხვის საბაზო პრინციპიდან „ცოცხალი“, რეალური ფულის მართვის პრინციპებზე გადასვლის ტენდენცია. თანდათანობით განვითარდა მენეჯმენტისადმი ფასეულობისა და ფასეულობაორიენტირებული მიდგომის პარადიგმა .

ჯერ კიდევ მაშინ გამოითქვა მოსაზრება ფინანსურ გადაწყვეტილებებსა და კომპანიის ფასეულობას შორის პირდაპირი კავშირის შესახებ. ფინანსისტების განსაკუთრებული ინტერესი გამოიწვია მათემატიკური

მოდელირების შესაძლებლობებმა გამოითქვა ვარაუდი, რომ ეკონომიკური მოდელები ფინანსურ მენეჯერებს მისცემდა იმის საშუალებას, რომ ნებისმიერ გარემოებებში დახმარებოდნენ კომპანიას ფასეულობის მაქსიმიზებაში. ფინანსური მენეჯმენტის თეორიასა და პრაქტიკაშიც აქტიურად განიხილავდნენ იმ საკითხების, რომლებიც კომპანიის ფასეულობაზე ფინანსური პოლიტიკის ზემოქმედებას ეხებოდა.

ფინანსური მენეჯმენტის განვითარების ისტორიაში განსაკუთრებული ადგილი მეოცე საუკუნის 60-იანმა წლებმა დაიკავეს. იმ დროის ყველაზე ნათელი მახასიათებლებია – ფინანსური დაგეგმვისა და ბიუჯეტირების საწყისები, მმართველობითი აღრიცხვის ფუძემდებლური ელემენტების აქტიური განვითარება. ფინანსური მენეჯერების მუშაობის გამოცდილების გავრცობას მიეძღვნა სახელმძღვანელოები. 70-იანი წლების დასაწყისი, უპირველეს ყოვლისა, მუშა კაპიტალის მართვის მეთოდების განვითარებასთან ასოცირდება. მარაგების ოპტიმიზაციას ფინანსისტებისა და მათემატიკოსების მნიშვნელოვანი ყურადღება დაეთმო. შეიმუშავეს გაკოტრების ფინანსური პროგნოზირებისა და შეფასების სხვადასხვა მოდელები.

ფინანსური მენეჯმენტის შემდგომი განვითარება კომპანიის სიცოცხლისუნარიანობის ფაქტორის ზრდასთან არის დაკავშირებული. გასული საუკუნის ბოლო ათწლეულში (1980-1990 წწ.) აქტიურად ვითარდებოდა საინვესტიციო პორტფელის თეორია და პრაქტიკა, ფინანსური რისკების მართვის მეთოდები; წარმოებული ფასიანი ქაღალდები, როგორც ხეჯირების ინსტრუმენტები, XX საუკუნის აღმოჩენადაა მიჩნეული. თანდათანობით დაიხვეწა საფინანსო და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების მექანიზმები. კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაციისა და ფინანსური რისკების მონოტორინგის პრობლემამ დამოუკიდებელი სახით დაიწყო ფორმირება. დღემდე რეგულარულად იქმნება

კორპორაციული დაფინანსების პრინციპულად ახალი სქემები, რეალური პროგრესი შეიმჩნევა საპროექტო დაფინანსებაში. ვენჩურული კაპიტალი თანამედროვე კომპანიების კონკურენტუნარიანობას განსაზღვრავს. კაპიტალის ღირებულების მოდელირება დასრულებულ ფორმას იძენს, ანალიტიკური, დიაგნოსტიკური და შეფასებითი საქმიანობა დამატებით იმპულსს იღებს.

ფინანსური მენეჯმენტის განვითარება თანამედროვე ტენდენციებითაა და საკვანძო პრობლემების ნაკრებითაა განპირობებული, რომელთა შორისაა : ფულადი ნაკადების მონიტორინგი, დაბალანსებული და ფინანსური სტრატეგიების ფორმირება, კომპანიის ფინანსური მოქნილობის შეფასება, კორპორაციული ფასეულობას მაქსიმიზაციაზე დამოკიდებული სტრატეგიული ალტერნატივების მოძიება. ამდენადვე აქტუალურია დღეს მუშა კაპიტალისა და ფულადი ნაკადების ბიუჯეტირების მართვის საკითხები, რომლებიც ლიკვიდურობის მართვაში უმთავრეს როლს ასრულებენ. ახალ ხარისხს იძენს ფინანსური პროგნოზირებაც. ყალიბდება ახალი, პრაქტიკაზე ორიენტირებული პროგნოზირების მეთოდები. სტრატეგიული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების ფორმირებასა და შეფასებას თან ახლავს რეალური ოფციონების გამოყენება. რისკ-მენეჯმენტი საფინანსო და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების პრინციპულ საფუძვლად გარდაიქმნება.

ფინანსური მენეჯმენტის თანამედროვე მიღწევები დამოკიდებულია ფუნდამენტურ თეორიულ კვლევებზე, რომლებიც მისი განვითარების ხასიათს, მიმართულებას და ტენდენციებს განაპირობებენ.

ფინანსური ეკონომიკის თეორიის ფუძემდებლების რიგში პირველობა უჭირავს **გარი მარკოვეცს**, რომელმაც გვიჩვენა, რომ ღივერსიფიცირებული პორტფელი, შემოსავლების მაქსიმიზაციისა და რისკების მინიმიზაციის

მიზნით, აქტივების ფართოდ განაწილების პირობებისას შეიძლება ოპტიმალური იყოს ინვესტიციებისათვის.

ეკონომიკაში ნობელის პრემიის ლაურიატმა (1981 წ.) **ჯეიმს ტობინმა** საინვესტიციო, მონეტარულ და ფისკალური პოლიტიკის სფეროში თავისი სამეცნიერო საქმიანობა საინვესტიციო კვლევებს მიუძღვნა. მან შემოგვთავაზა ეკონომიკური მოდელი მგრძნობიარე ენდოგენური ცვალებადებისათვის, რომელიც „ტობინის მოდელის“ სახით არის ცნობილი.

1990 წელს **გ. მარკოვიცთან და ვ. შარპთან** ერთად ნობელის პრემია მიიღო **მერთონ გოვარდ მილერმა**, რომელმაც მოდილიანი-მილერის თეორემის თანაავტორია და კაპიტალის სტრუქტურის ირელევანტურობის იდეას გვთავაზობს.

1985 წელს ნობელის პრემია ეკონომიკის დარგში ერგო **ფრანკო მოდილიანს**, რომელმაც ეკონომიკურ თეორიაში პრაქტიკული გამოყენების რამდენიმე ინოვაციური კვლევა ჩაატარა. იგი მ. მილერთან ერთად ფინანსურ ბაზრებს სწავლობდა და განსაკუთრებულ ყურადღებას აქცევდა, თუ რამდენად ახდენდა ზემოქმედებას კაპიტალის სტრუქტურა და მისი გენერირება აქციონერული კაპიტალის საბაზრო ღირებულებაზე.

ნობელის პრემიის ლაურიატი(1990 წ.) ეკონომიკაში **უილიამ ფორესტ შარპი** – კაპიტალური აქტივების ფასწარმოქმნის მოდელის ერთ-ერთ შემქმნელად (CAPM-Capital Asset Pricing Model) და საინვესტიციო საქმიანობის რისკის გათვალისწინების ანალიზისათვის „შარპის კოეფიციენტის“ ჩამომყალიბებლად ითვლება. შარპმა ფინანსების სამეცნიერო ბრუნვაში ერთფაქტორიანი მოდელისა და „კოეფიციენტი ბეტას“ ცნება დაამკვიდრა.

1970 წელს ამერიკელმა ეკონომისტმა **ფრენსის ფამამ** გამოქვეყნა სტატია „კაპიტალის ეფექტური ბაზრები: „თეორიის მიმოხილვა და ემპირიული მუშაობა“. ფამამ ორი საკანძო კონცეფცია შემოგვთავაზა. მან „ეფექტური

ბაზრების“ ცნება და ეფექტურობის სამი სახე განსაზღვრა : კაპიტალის სუსტი, საშუალო და ძლიერი ბაზრების სახით.

ვილიამ ბივერი მსოფლიოში აღიარებულია თავისი ინოვაციური გამოკვლევით ,თუ როგორ ახდენს ზემოქმედებას კორპორაციულ ფინანსურ დოკუმენტებში წარმოდგენილი სააღრიცხვო ინფორმაცია ფინანსური ინსტრუმენტების ფასებზე. იგი იყო და რჩება პირველ მკვლევრად, რომელმაც ფინანსური კოეფიციენტები გაკოტრების ინდიკატორების სახით შეისწავლა. კრედიტუნარიანობის შეფასების მსოფლიო პრაქტიკაში ფართოდ გამოიყენება ბივერის აღიარებული კოეფიციენტი.

1973 წელს **ფიშერ ბლეკმა მეირონ შოულზთან** ერთად გამოაქვეყნა სტატია „ოფციონებისა და კორპორაციული ვალდებულებების ფასწარმოქმნა“, რომელიც ბლეკ-შოულზის განტოლებად არის ცნობილი. ამავე დროს, ფ. ბლეკი ბიზნესის ციკლური განვითარების თეორიის დამფუძნებლად არის აღიარებული. 1997 წელს მ. შოულზმა ნობელის პრემია ეკონომიკაში მიიღო „წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების ფასეულობის განსაზღვრის ახალი მეთოდების ჩამოყალიბებისათვის.

რობერტ მერტონი აქტივებზე ოფციონების შეფასების თეორიის ერთ-ერთ ფუძემდებლად ითვლება. რამდენიმე აღმოჩენის გამო მას ცნობილმა ამერიკელმა ეკონომისტმა პ.ე. სამუელსონმა „თანამედროვე ფინანსების ნიუტონი“ უწოდა. 1970 წელს მან შემოგვთავაზა მერტონის მოდელი, რომელშიც აქციონერული კაპიტალი განიხილება, როგორც ოფციონი კომპანიის აქტივებზე .

სტივენ ალან როსი ფართოდაა ცნობილი თავისი ორიგინალური თეორიებითა და მოდელებით ფინანსურ ეკონომიკაში .იგი თანაავტორია კორპორაციულ ფინანსების სფეროში ერთ-ერთ საუკეთესო სახელმძღვანელოდ მიჩნეული

ნაშრომისა „კორპორაციული ფინანსები, ძირითადი პრინციპები და გამოყენება“.

ს.ა. როსის დიდი ცნობადობა „ფასწარმოქმნის არბიტრაჟულმა თეორიამ“ მოუტანა. იგი არის რისკ-ნეიტრალური ფასწარმოქმნის ფუნდამენტური ფინანსური კონცეფციის ჩამოყალიბების ინიციატორი.

მაიკლ კოულ ჯონსონი მუშაობს მმართველობითი საქმიანობის ეფექტურობის გზომვის მეთოდების შემუშავების სფეროში (ჯონსონის აღფა). მისი ყველაზე ცნობილი ნაშრომია „ფირმის თეორია: მმართველობითი ქცევა, აგენტური დანახარჯები და საკუთრების სტრუქტურა“.

ფინანსური მენეჯმენტის განვითარებისათვის დიდი მნიშვნელობა ჰქონდა **გარი მარკოვიცას** სტატიას, რომელიც 1952 წელს გამოქვეყნდა და პორტფელის თეორიას ეძღვნება. აღნიშნულმა ნაშრომმა მოგვიანებით კონკურენტულ ბაზრებზე აქტივების შეფასების თეორიის წარმოშობას ჩაუყარა საფუძველი და თანამედროვეობაში მას **კაპიტალური აქტივების ღირებულების მოდელს** უწოდებენ.

თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტი ,თავის მხრივ, წარმოშობს ერთ, მაგრამ გლობალურ ამოცანას – ფინანსური მენეჯერი კომპანიის საბაზრო ფასეულობის მაქსიმიზაციისაკენ უნდა მიისწრაფოდეს. მართალია, აღნიშნულ ფასეულობაზე დღეს პრეტენზიას აცხადებენ არა მარტო აქციონერ-მესაკუთრეები, არამედ დაქირავებული მუშაკებიც. ფინანსური მენეჯმენტის თეორიის ჩარჩოებში წილობრივი ეკონომიკის თეორია ვითარდება. ფინანსური მენეჯმენტის მთავარი მიზნის რეალიზაცია – კომპანიის ფასეულობის ნაზარდის მაქსიმიზაცია – კაპიტალის შემოსავლიანობასთან და რისკებთან მჭიდროდ არის დაკავშირებული.

მარკოვიცას (1952 წ.) და **შარპის** პორტფელის თეორიამ თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტისათვის მეტად მნიშვნელოვანი დასკვნის გაკეთების შესაძლებლობა

წარმოშვა: დივერსიფიკაცია მხოლოდ საერთო რისკის აღმოფხვრის შესაძლებლობას იძლევა, ამასთან, მსგავსი კოვარიაციიდან გამომდინარე, რისკს ინარჩუნებს. დღეს პორტფელის თეორიის ზემოქმედება იგრძნობა ფინანსური მენეჯმენტის ყველა სფეროში – ფინანსების მართვის ორგანიზაციიდან - დაფინანსებისა და ინოვაციური გადაწყვეტილებების შემუშავების პრობლემებამდე.

ფინანსური მენეჯმენტი შეიძლება ვიხილოთ როგორც არბიტრაჟული პროცესი არასრულყოფილი კონკურენციის მქონე პროდუქტიულ ბაზრებსა და უფრო სრულყოფილი კონკურენციის მქონე კაპიტალის ეფექტიან ბაზრებს შორის. ერთი მხრივ, კაპიტალის ბაზრებზე რეალური კონკურენცია ფინანსურ მენეჯერებს ზემონოპოლიური მოგების მიღების შესაძლებლობებს ართმევს. მეორე მხრივ, მათ შეუძლიათ ფინანსური რესურსები, არასრულყოფილ პროდუქტიულ ბაზრებზე დროითი კონკურენტული უპირატესობების ექსპლუატაციით, (აღტერნატიული) ფასის მიხედვით მოიზიდონ. კომპანიის ფასეულობის რეალურ ნაზარდს სწორედ კომპანიის მიერ საბოლოო ჯამში მისაღები ზემონოპოლიური სუფთა მოგება ემსახურება.

წინამდებარე ნაშრომის „კორპორაციული ფინანსების მენეჯმენტის“ სალექციო კურსის მომზადებისას, ზემოთ აღნიშნული ცნობილი უცხოელი ავტორების ნაშრომებთან ერთად ვიხელმძღვანელო ქართველი ავტორების შემდეგი შრომებით: რ. ასათიანი – „საქართველოს ეკონომიკა“; ე. ბარათაშვილი, ლ. ქოქიაური – „მენეჯმენტის პრინციპები“; ე. ბარათაშვილი, ლ. თაკალანძე, ნ. გრძელიშვილი – „ბიზნესის კონკურენტუნარიანობა და ადმინისტრირება“; ე. ეთერია – „გლობალიზაცია და ეროვნული ეკონომიკა: თეორია და პრაქტიკა“; შ. ვეშაბიძე – „მსოფლიო ეკონომიკა“; ა. სილაგაძე – „ეკონომიკური პოლიტიკა და ბიზნესპროცესების მართვა“; ა. ინგოროყვა, გ. ცაავა – „ფინანსური მენეჯმენტი“ (2 ტომად); რ. კაკულია – „ფინანსური ეკონომიკა“; მ. კაკულია –

„სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში“; ტ. კიკვაძე – „შემოსავალი მენეჯერულ ეკონომიკაში“; ზ. ლიპარტია, ნ. გვარამია, ე. ლანჩავა – „ეკონომიკური ანალიზი“; გ. მალაშხია – „მოგების მეტათეორია, რა არის სინამდვილეში მოგება“; ი. მესხია – „საერთაშორისო ვაჭრობა და საერთაშორისო ფინანსები“; ღ. ჩიქავა – „ინოვაციური ეკონომიკა“; ე. ჩოხელი – „სტრატეგიული მენეჯმენტი“; კ. ღურწაია, თ. ღურწაია – „ბიზნესის საფუძვლები“; ზ. ღუდუშაური – „ფინანსური მენეჯმენტი“; ლ. გვენეტაძე - კორპორაციული ფინანსები, გ. ცაავა, ბ. ბიწაძე, ზ. ლიპარტია – „ფინანსური მენეჯმენტი“; ნ. ჭითანავა – „საქართველოს ეკონომიკის მეტამორფოზები და პერსპექტივები“; ზ. ლიპარტია, მ. გელაშვილი, ნ. ჯღარკავა, ხ. ბერიშვილი – „კორპორაციული ფინანსები“ (2 ტომად).

ფინანსური მენეჯმენტის განვითარების საერთო ქრონოლოგია შეიძლება შემდეგი სახით ჩამოყალიბდეს: დღეს ფინანსური მენეჯმენტი, საკუთარი მნიშვნელოვანი ისტორიული განვითარებისა და კორპორაციული ფინანსების სახით, მძლავრი თეორიული საფუძვლიდან გამომდინარე, სტრატეგიული ფინანსური მენეჯმენტის ნათლად გამოხატულ სახეს იძენს, რომლის საფუძველშიც კორპორაციული ფინანსების თეორიიდან და პრაქტიკიდან ნასესხები თანდართული ალგორითმები დევს.

ფინანსური მენეჯმენტი დღეისათვის ორი შემადგენლის: ფინანსებისა და მენეჯმენტის გზაჯვარედინზე ვითარდება. იგი მოიცავს ფინანსურ და მმართველობით აღრიცხვას, კორპორაციულ და მმართველობით ფინანსებს, ინვესტიციურ ანალიზს, ფინანსურ დაპროექტებას და საპროექტო დაფინანსებას, სავალუტო და საბანკო ოპერაციებს, სტრატეგიულ და საერთო მენეჯმენტს, მარკეტინგს, პერსონალის მართვას, კომუნიკაციურ მენეჯმენტს, ორგანიზაციულ ღონისძიებებს და მრავალ სხვას,

ანუ კორპორაციულ ფასეულობების ნაზარდზე დამოკიდებული ფაქტორების მთლიან ერთობლიობას.

სალექციო კურსი „კორპორაციული ფინანსების ეკონომიკურ და საინვესტიციო სტრატეგიები“ სახელმძღვანელოს სახით არის მომზადებული და იგი არა მარტო პროფესიონალი მკითხველებისთვის, არამედ სხვადასხვა დონისა და პროფილის ფინანსური მენეჯერების მიერ განხილული საკითხების შესწავლისათვის არის გამიზნული.

თხუთმეტ სალექციო მასალაში განხილულია შემდეგი საკითხები: კორპორაციის და კორპორაციული ფინანსების არსი, ტოპ-მენეჯერების მოტივაცია; ფინანსური ბაზრების თეორია და ფულის დროითი ფასეულობა; კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების – აქციებისა და ობლიგაციების შეფასება; საინვესტიციო და ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების საფუძვლები; საინვესტიციო პროექტები: დამუშავება და შეფასება; კაპიტალის ღირებულება და ფინანსური ლევერიჯი (ვებერკეტი); კაპიტალის სტრუქტურა და დივიდენდური პოლიტიკა; ტრანსეროვნული კორპორაციის ფინანსური მენეჯმენტი. საერთაშორისო საინვესტიციო პროექტების რისკი, შემოსავლიანობა, შეფასება და დაფინანსება; ბიზნესის შეფასების მიდგომები და მეთოდები; ფასეულობაზე ორიენტირებული სტრატეგიული გადაწყვეტილებების დასაბუთება; ფინანსური მენეჯმენტის ორგანიზაციული კონცეფცია; ანალიტიკური ფინანსური საბუთების სისტემა, როგორც ფინანსური მენეჯმენტის ინფორმაციული საფუძველი; მუშა კაპიტალის მართვა; მმართველობითი ფინანსური ანალიზი; საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისა და მართვის სტრატეგიები. თითოეულ სალექციო მასალას თან ახლავს ძირითადი ტესტები.

სახელმძღვანელოს დანართის სახით დართული აქვს ფინანსურ მენეჯმენტის პრაქტიკულ მაგალითები. მასში

განხილულია შემდეგი პრაქტიკული მაგალითები: კორპორაციის გადახდისუნარიანობა – შედეგების შეფასება და გადაწყვეტილებების შერჩევა; კორპორაციის კრედიტუნარიანობა – შედეგების განსაზღვრა და პრაქტიკული დასკვნები; საბრუნავი აქტივების და კრედიტორული დავალიანების მართვა – შედეგების გაანგარიშება და შეფასება; ქონებისა და კაპიტალის გამოყენების ეფექტურობის შეფასება და მისი ამადლების გზების განსაზღვრა; რეალიზაციიდან ამონაგებისა და გაყიდვების რენტაბელობის მართვა – შედეგების გაანგარიშება და შეფასება; ფინანსური დაგეგმვა: საწარმოს ფინანსური მდგომარეობისა და მისი გაუმჯობესების შესაძლებლობების პრაქტიკული განსაზღვრა; საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობა-ინვესტიციის ეფექტიანობის შეფასება და შესაძლო ვარიანტების შერჩევა; ფინანსური რისკები – შედეგების შეფასება და გადაწყვეტილებების არჩევა.

ნაშრომის ბოლოს წარმოდგენილია გამოყენებული ძირითადი ლიტერატურის სია და სახელმძღვანელოს ავტორების მოკლე ბიოგრაფიული მონაცემები.

მოთხიანობაში სალექციო კურსში გადმოცემულია თანამედროვე კორპორაციული ფინანსების ეკონომიკური და საინვესტიციო სტრატეგიის ძირითადი პრობლემები და ფინანსური მართვის თეორიული, მეთოდოლოგიური და პრაქტიკული საკითხები.

ლექცია 1. კორპორაციის და კორპორაციული ფინანსების არსი, საკუთარი კაპიტალის ფასეულობის მაქსიმიზაცია,

ტოპ-მენეჯერების მოტივაცია

1.1 კორპორაციის და კორპორაციული ფინანსების არსი

კორპორაციული ფინანსები. მოცულობითი სიტყვა „ფინანსებით“ წოდებული მეცნიერება და პრაქტიკა მეტად მრავალფეროვანია. ეს არის პერსონალური ფინანსების სფეროც, რომელიც ფიზიკური პირებისა და ოჯახების ფულის მართვის კანონებს და ტექნოლოგიებს შეისწავლის და სახელმწიფოებრივ (საჯარო) ფინანსებსაც. აქვე იგულისხმება ბიზნესში (ანუ ნებისმიერ ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმის ფორმებში) ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების პრობლემების მომცველი მმართველობითი ფინანსებიც. მმართველობითი ფინანსების განსაკუთრებულ შემადგენელ ნაწილს, რომელიც მსოფლიოს მეცნიერებისა და პრაქტიკოსების ყველაზე მეტ ყურადღებას იპყრობს, კორპორაციის ფინანსები წარმოადგენს, ანუ კორპორაციული ფინანსები, რომლებიც საერთო სახით შეიძლება განისაზღვროს, როგორც კორპორაციებში სტრატეგიული გადაწყვეტილებების ფინანსური დასაბუთების კანონზომიერებების, ხერხების, მეთოდებისა და ტექნოლოგიების შემსწავლელი მეცნიერება.

კორპორაცია არის ბიზნესის ორგანიზაციის ფორმა, რომელიც შემდეგ ძირითად მახასიათებლებს ფლობს¹:

- იგი თავისთავად, ცალკე **იურიდიულ პირს** წარმოადგენს;
- მოცემული **იურიდიული პირის მესაკუთრეებს** წარმოადგენენ წილობრივი ინვესტორები-აქციონერები;

¹ Hansmann H., Kraakman R.H. - The anatomy of Corporate Law a Comparative and Functional Approach//oxford university Press.2004.ch.1.P.2.

- აქციონერები ფლობენ უდიდეს პასუხისმგებლობას (კორპორაციის ვალებთან მიმართებით საკუთარი ქონებით პასუხისმგებლები არ არიან);

- მიმდინარე მართვის ფუნქციები დაქირავებულ მენეჯერებზეა დელეგირებული, რომლებიც ღირექტორთა საბჭოს კონტროლის ქვეშ იმყოფებიან;

- აქციონერების საკუთრების ტიტულია – აქცია, რომელიც ტრანსფერაბელურობის თავისებურებას ფლობს, ანუ შეიძლება ერთი პირის მიერ მეორეზე იქნეს გაყიდული (გადაცემული).

ამრიგად, კორპორაციის არსს – მისი მონაწილეების წილობრივი მონაწილეობა, ხოლო მის ძირითად ამოცანას კი – მესაკუთრეების (აქციონერების) კაპიტალის მაქსიმიზაცია წარმოადგენს.

მაგრამ წილობრივ მონაწილეებს (მესაკუთრეები, აქციონერები) კორპორაციის აქტივების საჭიროების შესაბამისი მართვა ყოველთვის არ შეუძლიათ. უფრო მეტიც, მართვის ფუნქციების პროფესიონალ მენეჯერებზე გადაცემა ბიზნესის განვითარების კანონზომიერ ეტაპად ითვლება.

პროფესიონალი მენეჯერების როლი. ფორმალურად, კორპორაციის მართვის ძირითად ორგანოს აქციონერების საერთო კრება წარმოადგენს. სწორედ აქციონერული საზოგადოების განვითარების სტრატეგიის ძირითადი საკითხები (ორგანიზაცია, ლიკვიდაცია, რეორგანიზაცია, წლიური დივიდენდების გადახდა, ღირექტორთა საბჭოს არჩევა და ა.შ.) მის უშუალო კომპეტენციაში რჩება. თუმცა, მიმდინარე მართვის ფუნქციები, კორპორაციის განვითარების შესაბამისად, სულ უფრო და უფრო იყრის თავს დაქირავებული მუშაკების- პროფესიონალი მმართველების (მენეჯერების) ხელში .

კორპორაციის მართვის აღმასრულებელი ორგანოები. მენეჯმენტი კორპორაციაში მართვის აღმასრულებელი ორგანოთია წარმოდგენილი, რომლის კომპეტენციაში რჩება

კომპანიის მიმდინარე საქმიანობის პრაქტიკულად განხორციელების ყველა საკითხი, გარდა უშუალოდ აქციონერების საერთო კრების კომპეტენციაზე მიკუთვნებულებისა. სხვა სიტყვებით, აღმასრულებელი ორგანო კომპანიის მესაკუთრეების გადაწყვეტილებების შესრულების ორგანიზებას ახორციელებს. საზოგადოების ერთპიროვნული აღმასრულებელი ორგანო (დირექტორი, გენერალური დირექტორი) საზოგადოების სახელით მინდობილობის გარეშე მოქმედებს, კორპორაციის სახელით გარიგებებს ახორციელებს, ამტკიცებს შტატებს, გამოსცემს ბრძანებებს და იძლევა მითითებებს, რომელთა შესრულებაც საზოგადოების თითოეული წევრისთვის სავალდებულოა.

მართვის კოლეგიალური ორგანო (საბჭო, დირექცია) გარკვეული პერიოდულობით იქმნება, ასევე იღებს კოლეგიალურ გადაწყვეტილებებს მიმდინარე მართვაზე. მის წევრებს შორის კომპანიის მიმდინარე მართვასთან მიმართებით უფლებამოსილებები შესაბამისად გადანაწილებულია.

აგენტურული კონფლიქტი. თეორიულად, მენეჯერები წარმოადგენენ რა კომპანიის მესაკუთრეების აგენტებს, აქციონერების სიმდიდრის მაქსიმიზაციისაკენ უნდა მიისწრაფოდნენ, თუმცა, რეალურად, ისინი შეიძლება მეტწილად საკუთარი კეთილდღეობის ხარისხით იყვნენ შეფიქრიანებულები.

პრაქტიკაში მენეჯერების ძირითადი პრიორიტეტებია:

- მატერიალური გასამრჯელო;
- პრივილეგიები (არამატერიალური სარგებლები: მუშაობის პირობები, სატრანსპორტო საშუალებები, გავლენიანობა(ამ სიტყვის ფართო გაგებით);
- მდგომარეობის სტაბილურობა.

ამიტომ, აქციონერების სიმდიდრის მაქსიმიზაციაზე მიმართული ქცევის მაგიერ, მენეჯერები შეიძლება დაკმაყოფილებითი ქცევით შეიზღუდონ, ანუ მხოლოდ

აუცილებელი მინიმალური პირობები შეასრულონ საკუთარი სტაბილური მდგომარეობის შენარჩუნებისათვის, მესაკუთრეების მაქსიმალური გამდიდრებისაკენ მისწრაფების გამოვლენის გარეშე.

აგენტურული დანახარჯები და მორალური პრობლემა. ცნობილია, რომ უკუგების გარეშე დარჩენილ მესაკუთრეებს პირდაპირი და დაკისრებული დანახარჯების გაწევა უწევთ. წარმოშობის წყაროების მიხედვით ისინი შეიძლება დაიყოს შემდეგ ოთხ ჯგუფად:

1. საკუთარი ინტერესების დაკმაყოფილება. აღნიშნულ ჯგუფს მიეკუთვნება დანახარჯები, რომელთა მიზეზს წარმოადგენს მენეჯერების მიერ აქციონერების ხარჯზე საკუთარი ინტერესების დაკმაყოფილება. აქ შედის შემდეგი პოზიციები:

- ზემოხმარება;
- პოლიტიკური პარტიების დაფინანსება;
- კომპანიის შეკვეთების დაინტერესებულ ფირმებს შორის განთავსება;
- ძარცვა და ინსაიდერული ვაჭრობა;
- შერწყმაზე დაპირისპირებულობა.

2. კომპანიისათვის სარგებლიან პროექტებზე უარის თქმა. პირდაპირი დანახარჯების გარდა მენეჯერების საქმიანობას შეუძლია, აქციონერებს დაკისრებული დანახარჯები, მათ შორის აქციონერებისათვის სარგებლიანი, მაგრამ მენეჯერებისათვის უსარგებლო პროექტების გაშვებული შესაძლებლობები მოუტანოს. მიზეზები შეიძლება იყოს სხვადასხვა:

მაგალითად, მენეჯერებს ესმით, რომ პროექტის კონსტრუქციული პერიოდის ძირითადი ნაწილი მათი უფლებამოსილების პერიოდს ემთხვევა. შედეგად, აღნიშნული პერიოდი შეიძლება დიდი ხარჯებით და ძალისხმევით იყოს დამძიმებული. პროექტის ფულადი მოდინებები მოსალოდნელია მომავალში, როდესაც აღნიშნული

მენეჯერები შეიძლება უკვე განთავისუფლებულებიც იყვნენ. ასეთ შემთხვევაში მენეჯერებს შეუძლიათ რამდენიმე წლით „ნორმალური ცხოვრება“ აირჩიონ, რომლის განმავლობაში მათი უფლებამოსილების ვადაც დასრულდება და ისინი პენსიაზე გავლენ. მენეჯერების შთამომავლობა კი შეიძლება გადაუწყვეტელი პრობლემებისა და საწარმოში არსებული აქტივების მორალური დაძველების წინაშე აღმოჩნდნენ.

სარგებლიან პროექტზე უარის თქმის კიდევ ერთი მიზეზი შემდეგში მდგომარეობს: მენეჯერებმა შეიძლება, არასაკმარისად დამაჯერებლად იგრძნონ თავი საქმიანობის ისეთ ახალ სფეროში, რომელსაც მიეკუთვნება პროექტი. საკუთარი ავტორიტეტისა და ზემოქმედების დაცვის მიზნით, ისინი უპირატესობას ძველ და, შესაძლოა, მორალურად მოძველებულ ტექნოლოგიას ანიჭებენ, რადგან ამ მიმართებით ისინი სპეციალისტებად, ნოვატორებად, რევოლუციური იდეების გამტარებლებად ცნობენ საკუთარ თავს.

3. არამომგებიანი (უსარგებლო) პროექტების მიღება.

სარგებლიან პროექტებზე უარის თქმით, მენეჯერებს შეუძლიათ მათი ინტერესების პერსონალური სფეროების გამომხატველი (მაგალითად, შოუ-ბიზნესში საკუთარი პროექტების ხელშეწყობა) გაყიდონ. ასეთი პროექტების წარმოშობა შეიძლება დივიდენდების გადახდის სურვილის არქონით და მენეჯერის მართვის ქვეშე კაპიტალის მაქსიმიზების მისწრაფებით იყოს გამოწვეული, რაც მის პერსონალურ ზემოქმედებას განამტკიცებს.

4. ძალისხმევის გაუმართლებელი განაწილება.

აგენტურული დანახარჯების კიდევ ერთი წყაროა – ძალისხმევის უმართებულო განაწილება მიმდინარე მართვის განხორციელებისას. ცნობილ „პარკინსონის კანონებში“ საუბარია „უიმედო“ ორგანიზაციის მენეჯერების შესახებ, რომელებიც ბიუროკრატიზაციის გარკვეულ ეტაპზე, წვრილმანებზე ზედმეტად ჩაცხებით, ყველა ძალისხმევას პერსონალის წვრთნაზე ხარჯავენ, იმის ნაცვლად, რომ

გადარჩენის სტრატეგიული პრობლემები გადაწყვიტონ. ნამდვილად, უფრო ადვილია (ზოგიერთებისათვის კი სასიამოვნოცაა) დაქვემდებარებულებს დააძალო სამუშაო დღის რეგლამენტის წუთობრივად დაცვა, ვიდრე მათი შემოქმედებითი აქტიურობის ინსპირირება მოახდინო. მენეჯერების ასეთი საქმიანობა ხშირად კომპანიის ფასეულობას ანგრევს.

მიაქციეთ ყურადღება! აგენტურულ დანახარჯებს არ მიეკუთვნება დანაკარგები, რომლებიც მენეჯერების არაკომპეტენტურობასთანაა დაკავშირებული. ყველა მოყვანილ შემთხვევაში აგენტურული დანახარჯების წარმოშობის წყაროდ მენეჯერების და კომპანიის მესაკუთრეების ინტერესების კონფლიქტია (აგენტურული კონფლიქტი) მიჩნეული.

აგენტურული კონფლიქტის შემსუბუქების ორი წყარო. არსებობს აგენტურული კონფლიქტის შემსუბუქების ორი პოტენციური წყარო:

- მენეჯერების მატერიალური წახალისების სქემების შექმნა, რომლებიც აქციონერების საკუთარი კაპიტალის ფასეულობის მაქსიმიზაციაზეა მიმართული;
- მენეჯერების საქმიანობის მონიტორინგის მექანიზმების შექმნა და გამოყენება, კვლავ მესაკუთრეების ინტერესების აღსრულებაზე მიმართული.

აღნიშნული მექანიზმის ნაწილი წარმოიშობა განვითარებული საბაზრო ურთიერთობების საფუძველზე, სხვა ნაწილი კი კორპორაციული ხელმძღვანელობის დონეზე შემუშავებას საჭიროებს.

1.2. ტოპ-მენეჯერების მოტივაცია

საკომპენსაციო პაკეტი. მსხვილი კორპორაციის თანამედროვე ტოპ-მენეჯერის საკომპენსაციო პაკეტის შემადგენლობაში შეიძლება შედიოდეს:

- ხელფასი;
- ბონუსი, დამოკიდებული კომპანიის მომგებიანობაზე;
- საინიციატივო ნაწილი, რომელიც დაფუძნებულია აქციის ფასის ზრდაზე;
- კორპორაციული ქონების მოხმარების (გამოყენების) უფლება;
- სოციალური პაკეტი.

კომპენსაციის სიდიდე და კონკრეტული ფორმები დგინდება კონტრაქტში და შეიძლება, ყველა ჩამოთვლილი პოზიციის ნაწილს მოიცავდეს.

ტოპ-მენეჯმენტის წახალისების (დაჯილდოების) ეფექტური სქემის კრიტერიუმები. მატერიალური წახალისების იდეალური სქემა უნდა ითვალისწინებდეს შემდეგ თავისებურებებს:

- მენეჯმენტის პრემირება ძალისხმევისა და შესაძლებლობების, და არა გარემოებების სასარგებლოდ მიმდინარეობის მიხედვით;

- მრავალმხრივი ხასიათი, ანუ შემოსავლებზე წახალისების გარდა, რისიკიანი გადაწყვეტილების მიმღები მენეჯმენტის შედეგად მიღებულ ზარალზე დასჯის მექანიზმი უნდა მოქმედებდეს;

- გრძელვადიანი სტრატეგიული სტიმულირება მოკლევადიანი საპეულაციური ეფექტის ნაცვლად;

- სიმარტივე და ერთმნიშვნელობადობა, რომელიც ბონუსურ გადახდებზე დამოკიდებული მაჩვენებლების მანიპულირების საშუალებას არ იძლევა;

- წახალისების საკმარისი დონე, რათა მენეჯერები აფასებდნენ საკუთარ სამუშაო ადგილს, უარს ამბობდნენ დამაკმაყოფილებელ ქცევაზე და ამასთან, მათზე მოქმედებდეს საჭირო მასტიმულირებელი ეფექტი.

მენეჯერების მატერიალური წახალისების სისტემების ნაკლოვანებები. ამასთან ერთად, როგორც ხაზს უსვამს

მრავალი ავტორი, ტოპ-მენეჯერების მატერიალური სტიმულირების თანამედროვე სისტემები ჩამოთვლილებიდან მაქსიმუმ ერთ-ორ კრიტერიუმს თუ აკმაყოფილებენ და რიგ შემთხვევაში უარყოფით ნიშან-თვისებას ფლობენ, რომლებიც, პირობითად, შეიძლება სამ ჯგუფში გართიანდეს:

1. სუსტი კავშირი წახალისებასა და რეალურ მიღწევას შორის. საკომპენსაციო პაკეტები ცუდადაა სტრუქტურირებული. წახალისების სიდიდე ხშირად დაკავშირებულია არა მენეჯერების რეალურ მიღწევებთან, არამედ „მეტწილად, კომპანიის საქმიანობის „ბედნიერ პერიოდებთან“. მაგალითად, ფასების ზრდამ ნავთობზე ან გაზზე შეიძლება ენერგეტიკულ სექტორში მოგების ზრდამდე მოგვიყვანოს და მენეჯერები თვლიან ამას სკამრის საფუძვლად იმისათვის, რომ თავიანთი თავი ფასეულობის შექმნელებად გამოაცხადონ და ეკონომიკური დამატებული ღირებულების გაანგარიშებაზე დამოკიდებულებით საკუთარი წახალისების დონე აიმაღლონ. ამრიგად, ოფციონერები კომპანიის აქციებთან მიმართებით, რომლებსაც ხშირად ფლობენ მენეჯერები, ცალმხრივები არიან: შემოსავლებში ისინი უზრუნველყოფენ წილს, ხოლო ზარალში – არა. უფრო მეტიც, საკომპენსაციო პაკეტები შესაძლებლობას იძლევა, რომ წახალისოს მენეჯერები იმ პერიოდებში, როდესაც კომპანიის აქციაზე ფასი იზრდება მოკლე ვადით და სპეკულაციურად. შესაბამისად, მენეჯერების შემოსავლები და მათი რეალური მიღწევები ერთმანეთისაგან განსხვავებულია.

2. ტოპ-მენეჯერებისა და თანამშრომლების ხელფასს შორის არაადეკვატური დონე და მაღალი სხვაობა. მენეჯერების კომპენსაციის რეალური სიდიდეები ხშირად მათ კომერციულ საიდუმლოებას წარმოადგენს და აქციონერებმა არ იციან არც კომპენსაციის რეალური მასშტაბები, არც კომპანიაში არსებული ბოროტმოქმედების მასშტაბები. მესაკუთრეების შემოსავლების შესაბამისი ზრდის არ არსებობის შემთხვევაში, შეიძლება ითქვას იმის შესახებ, რომ

კორპორაციის სხვა მონაწილეებიდან ფასეულობის გადაღინება მოხდება მენეჯერებთან.

3. მანიპულირებადობა. მსოფლიოში ცნობილი ზოგიერთი კომპანიის გაკოტრებამ, საქმის რეალური მდგომარეობისთვის შეუსაბამო კომპანიის ინფორმაციული სახის შექმნის მიზნით „კრეატიული ეკაუნტინგის“ ანუ ანგარიშგების მანიპულაციის მნიშვნელოვანი მოცულობები გამოავლინა. ასეთი ქცევის ძირითადი მოტივი იყო – მენეჯერების მიერ საკუთარ საქმიანობაში ნაკლოვანებების დამალვა, კომპანიაში მდგომარეობის შესაბამისად ანაზღაურების დონის შენარჩუნება და სხვა დანარჩენი ნაკლოვანებებისა და ბოროტმოქმედებების გამოვლენა.

საკომპენსაციო პაკეტი და ევექტიანი სტიმულირების კრიტერიუმები. აღნიშნული ნაკლოვანებები მატერიალური სტიმულირების სისტემის სრულყოფის მეშვეობით მხოლოდ ნაწილობრივ შეიძლება გადაილახოს. სწორედ ბონუსური გადახდები, რომლებიც დროში საქმიანობის შედეგების „ბრტყელი“ მაჩვენებლებისაგან (მოგება, EVA, SVA - Shareholder Value Added – ნაზარდი აქციონერული კაპიტალის საანგარიშო ღირებულებასა და მის საბალანსო ღირებულებას შორის და ა.შ.) დამოკიდებულებით ხორციელდება, ევექტური სტიმულირების ზემოთ ჩამოთვლილი ხუთი კრიტერიუმიდან (მენეჯმენტის პრემირება, მრავალმხრივი ხასიათი, გრძელვადიანი სტრატეგიული სტიმულირება, სიმარტივე, წახალისების საკმარისი დონე) მხოლოდ ორს აკმაყოფილებს: სიმარტივეს და წახალისების საკმარისობას.

საკომპენსაციო პაკეტის საინიციატივო ნაწილი, რომელიც აქციის ფასის ზრდაზე ან აქციაზე ოფციონის შეფასებაზეა დაფუძნებული, უკეთესია, ვიდრე ბონუსები, რადგანაც იგი აქციონერების ფასეულობასთან პირდაპირ არის დაკავშირებული. თუმცა ასეთი სისტემა ცალმხრივ (არ უზრუნველყოფს ზარალში მონაწილეობას), მოკლევადიან (წახალისებს სპეკულაციურ ევექტს) შეფასებაზეა

დამოკიდებული და ხელს არ უწყობს რეალურად მიღწეულ შედეგებსა და წახალისებას შორის მდგრადი კავშირის დამყარებას, რადგან გადახდები წარმატებით (მარჯვედ) ჩამოყალიბებულ მაკროეკონომიკურ პირობებთან დაკავშირებით ხორციელდება.

ტოპ-მენეჯერების არამატერიალური მოტივაცია. აღნიშნულ შემთხვევებში მენეჯერების საქმიანობაში არამატერიალური სტიმულები სულ უფრო დიდ როლს თამაშობენ. მით უმეტეს უნდა გვახსოვდეს, რომ ა. მასლოუს, ფ. გერცბერგერის და სხვების საერთო მენეჯმენტის თეორიებში ცნობილი გამომწვევი (შემაგულიანებელი) მოტივების იერარქიული წარმოდგენების მიხედვით, თანამშრომლების კეთილდღეობის ზრდის შესაბამისად „მატერიალური სტიმულები მათზე სულ უფრო და უფრო ნაკლებ ზემოქმედებას ახდენენ. მენეჯმენტის საქმიანობაში არამატერიალურ სტიმულებთან მიმართებით ერთ-ერთს წარმოადგენს – დაინტერესება სამუშაოს შენარჩუნებით და მდგომარეობის სტაბილურობით. ნამდვილად, საკუთარი ვალდებულებების ცუდად შემსრულებელი მენეჯერი აქციონერებმა შეიძლება გადაირჩიონ ან დაითხოვონ. მეორე სტიმულია – შიდა მოტივაცია, რომელიც წარმოიშობა როგორც მუშაობისადმი ინტერესის შედეგი, როგორც მოთხოვნა თვითპატივისცემის და გარემომცველთა პატივისცემისა, როგორც მკაცრი კორპორაციული კულტურისა და სოციალური პასუხისმგებლობის არსებობა. ეს უკანასკნელი შეადგენს ეთიკური ქცევის არსს, რომლის სტანდარტებს მენეჯმენტი ადგენს იმისათვის, რომ კომპანიის ხელმძღვანელობა იყოს ნამდვილად წარმატებული და ეფექტური. განვიხილოთ, თუ რა პირობები უწყობდნენ ხელს აღნიშნულს.

კორპორაციული მართვისა და ხელმძღვანელობის ეფექტურობაზე ზემოქმედ ინსტრუმენტებსა და ფაქტორებს საბაზრო ეკონომიკის პირობებში შეიძლება მივაკუთვნოთ:

- პროდუქტიულ-საბაზრო კონკურენცია;
- მესაკუთრის მონიტორინგი („აქტივიზმი“ ინვესტორების);
- კორპორაციული ვალი;
- კორპორაციული კონტროლის ბაზარი;
- კანონმდებლობის მოთხოვნები და ფინანსური ბაზრების წესები;

- ღირექტორთა საბჭოს საქმიანობა.

პროდუქტიულ-საბაზრო კონკურენცია. საქონლისა და მომსახურების ბაზარზე არსებული კონკურენცია კომპანიის მენეჯერებზე ზემოქმედებს რიგი მიზეზების მიხედვით:

პირველ რიგში, კონკურენტებთან შედარება, თავისთავად, შეიძლება მართვის ხარისხის შეფასების საფუძველი გახდეს. ბაზარზე თავის სფეროში სისტემატური წარმატების მქონე სხვა კომპანიის არსებობის თვით ფაქტიც კი არ იძლევა იმის საშუალებას, უარესი კომპანიის მენეჯმენტის შეცდომები „გაუმართლებლობას“ ან „ცუდ პირობებს“ მიეწეროს.

მეორე მხრივ, კონკურენტებთან შედარება მენეჯმენტს შესაძლებლობას არ აძლევს, წარმატებული წარმოებების მოზღვაების მიზეზით წარმოქმნილი მოგება საკუთარი დამსახურებად ჩათვალოს (კონკურენტებიც ხომ ასეთ პირობებშივე აღწევნ წარმატებებს).

მესამე, ბაზარზე პოზიციის სისტემატურად შესუსტებამ შეიძლება გაკოტრების საშიშროება შექმნას მენეჯმენტისათვის ისეთი არასასიამოვნო შედეგებით, როგორიცაა სამუშაოს, ხელფასის, რეპუტაციის დაკარგვა. ასეთი მუქარა, თავისთავად, უკეთესი მუშაობისათვის წამახალისებელ მოტივს წარმოადგენს.

აღნიშნული ინსტრუმენტის, როგორც მართვის ეფექტურობის ამაღლების ფაქტორის მიხედვით წარმოადგენს ის, რომ ყურადღება გადადის არა აბსოლუტურ წარმატებებზე, არამედ შედარებით მიღწევებზე. კონკურენცია შეიძლება იყოს არათანაბარი და შესაბამისად, შედარებისათვის ბაზა

არაკორექტულად შეირჩეს. გარდა ამისა, სხვებზე უკეთესად მუშაობა, კარგად მუშაობას ყოველთვის არ ნიშნავს.

მონიტორინგი და ინვესტორების „აქტივიზმი“. ტერმინი ინვესტორების „აქტივიზმი“ შედარებით ახალია. ის გულისხმობს შემდეგს: მსოფლიოში უკანასკნელი გარემოებების ზემოქმედების გამო (მსხვილი კომპანიების გაკოტრება), აგრეთვე ინვესტორებისათვის უფლებამოსილებების განმარტებებისა და მასობრივი ინფორმაციის საშუალებებში მთელი რიგი პუბლიკაციების შედეგად, აქციონერებმა მენეჯერებთან მიმართებით სულ უფრო და უფრო აქტიური პოზიცია დაკავეს და აღნიშნული მონიტორინგი სულ უფრო მგრძნობიარე ხდება.

მესაკუთრის მონიტორინგი შეიძლება იყოს აქტიური და უპირველესად, მესაკუთრეების ინტერესების აღრიცხვის მიზნით, მენეჯერებზე (განთავისუფლებიდან „დარწმუნებამდე“) პირდაპირ ზემოქმედებდეს. სპეკულაციური, ანუ პასიური მონიტორინგი ითვალისწინებს ისეთ ღონისძიებებს, როგორიცაა გადაწყვეტილება-გაიყიდოს ან არ იქნეს შეძენილი კომპანიის აქციები, რომლის მენეჯმენტი ბიზნესის საქმიანი მონაწილეების ინტერესებს უგულვებელყოფს. ანგარიშვალდებულება მენეჯმენტის კეთილდღეობის საშიშროებას წარმოშობს და კომპანიები კონკურირებას იწყებენ არა მარტო პროდუქციისა და მომსახურების წარმოების ნაწილში, არამედ მართვის ხარისხის სფეროშიც.

თუმცა მესაკუთრის მონიტორინგს საკუთარი პრობლემები გააჩნია. კერძოდ, ინვესტორების „აქტივიზმი“ აგენტურულ პრობლემას ამცირებს, მაგრამ ქმნის მეორეს – ამასთან ერთად თუ რამდენად კორექტულად მოქმედებენ თვით საქმიანი მონაწილეები. მაგალითად, საპენსიო, საპაიო საინვესტიციო ფონდები და სხვა კოლექციური ინვესტორები კომპანიების მართვის გრძელვადიან სტრატეგიას არ წვდებიან და საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებას საქმიანობის მოკლევადიან მიმდინარე მაჩვენებლებზე დაფუძნებით

ახორციელებენ. იგივე შეიძლება ითქვას ინდივიდუალურ, მცირე ინვესტორებზეც. აღნიშნული წარმოშობს „შორტ-ტერმიზმის“ კომპანიის მოკლევადიან წარმატებებზე ყურადღების ჭარბად კონცენტრაციის საშიშროებას, ისეთების, როგორიცაა მოგება, რენტაბელობა და ა.შ. ინვესტორების ჭარბ „აქტივიზმს“ შეუძლია, პირიქით, მენეჯერების ინიციატივის დამუხრუჭება გამოიწვიოს.

კორპორატიული ვალი. კომპანიის მართვის ეფექტურობის ამაღლების კიდევ ერთი წყარო – მისი კაპიტალის სტრუქტურაა. როგორც ზოგიერთი კვლევა ადასტურებს, კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურაში ვალის ზრდა ხელს უწყობს მისგან ჭარბი ფულადი მასის ამოღებას და მენეჯერებს აღნიშნული თავისუფალი სახსრების საკუთარი საჭიროებებზე დახარჯვის შესაძლებლობას არ აძლევს. უფრო მეტიც, ვალები ამაღლებენ მენეჯერების ინიციატივას, რადგანაც მესაკუთრეები ფულადი ნაკრების გენერაციისადმი ისეთ მკაცრ მოთხოვნებს არ აყენებენ, როგორც კრედიტორები. გარდა ამისა, გაკოტრების საშიშროება წარმოიშობა იმის გამო, რომ კომპანიას აქვს ვალი, ხოლო გაკოტრების თავიდან აცილებისკენ სწრაფვა მენეჯერებზე მასტიმულირებელ ეფექტს ახდენს.

თუმცა საქმიანი ინვესტორების მხრიდან გაკოტრების რისკის მხარდაჭერა ნაკლებად არის მისაღები იმიტომ, რომ იგი მენეჯმენტს კი ასტიმულირებს, მაგრამ მთლიანობაში ბიზნესის მესაკუთრეების გამდიდრებას პოტენციურ საშიშროებას უქმნის. ამასთან, გაკოტრების პროცესის არაეფექტიანობამ შეიძლება დროისა და ფულის დიდ დანახარჯებამდე მიგვიყვანოს. აღნიშნული დანახარჯები მესაკუთრეებისათვის შეიძლება წარმოიშვას იმის გამოც, რომ მენეჯერები (ხშირად მესაკუთრეების ინტერესების საპირისპიროდ) შეეცდებიან, გაკოტრება თავიდან აიცილონ ან შეარბილონ მისი შედეგები (გრძელვადიანი სასამართლო განხილვები, მოლაპარაკებები კრედიტორებთან და ა.შ.).

კორპორაციული კონტროლის ბაზარი. კიდევ ერთი საშიშროება, რომლის ზემოქმედების ქვეშ, იდეურად, მენეჯერებმა უკეთესად უნდა იმუშაონ, შეიძლება წარმოიშვას კორპორაციული კონტროლის ბაზრის მიერ. მენეჯერებს ეშინიათ სამუშაოდან დათხოვნის და ესმით: თუ ინვესტორების დუმილიანი პროტესტის შედეგად მათი კომპანიის ფასეულობა შემცირდება, შეიძლება კომპანია ახალმა მესაკუთრეებმა ჩაიგდონ ხელში, რომლებიც მენეჯერების გუნდს შეცვლიან. აღნიშნული ნიშნავს, რომ:

- ან მოვლენ ახალი, უფრო პროფესიონალი მენეჯერები და კომპანიის მართვის ხარისხი ამაღლდება;

- ან ძველმა გუნდმა უკეთ უნდა იმუშაოს, რომ იგივე მდგომარეობა არ განმეორდეს.

სამწუხაროდ, კორპორაციული კონტროლის ბაზარს შეუძლია ეკონომიკაზე ნეგატიური ზემოქმედების მოხდენა. რეიდერების (არაკეთილსასურველი მიმტაცებლების) საქმიანობაზე რეგლამენტაციისა და კონტროლის არ არსებობამ შეიძლება, საწარმოს კორუფციულ მიტაცებამდე მიგვიყვანოს. კიდევ ერთი ნეგატიური მომენტი, რომელიც კორპორაციული მიმტაცებლების ბაზართან არის დაკავშირებული, მდგომარეობს შემდეგში: შერწყმის საპირისპირო ღონისძიებებმა, რომლებიც რეიდერების თავდასხმის მოგერიებისკენაა მიმართული, შეიძლება აგენტურული დანახარჯების არსებითი ნაწილი შეადგინოს, რამდენადაც ისინი ბიზნესის მესაკუთრეების ხარჯზე არსებული (არაეფექტური) მენეჯერების ინტერესებით ხორციელდება.

სახელმწიფო. როგორც ვხედავთ, კორპორაციული მართვის ეფექტურობაზე მოქმედი ზემოაღნიშნული ინსტრუმენტებიდან და ფაქტორებიდან არც ერთი არ შეიძლება პანაცეად ჩაითვალოს. თითოეულში არის თავისი პლუსები და მინუსები. თუმცა ისინი, ყველანი ერთად, კორპორაციის მართვასა და მენეჯმენტის სისტემაზე

არსებითად ზემოქმედებენ. აღნიშნული სისტემის ეფექტურობა დიდად არის დამოკიდებული სახელმწიფოს პოზიციაზე, რამდენადაც მას შეუძლია ყველა ჩამოთვლილი ფაქტორის ქმედების გაძლიერება ან შესუსტება. ასე, მაგალითად, თუ სახელმწიფო რეალურად შეუწყობს ხელს კონკურენციის განვითარებას, „შავი რეიდების“ საქმიანობის შეზღუდვას, აქციონერებისა და სხვა სტეიკჰოლდერების ინტერესების დაცვისკენ მიმართული კანონების შექმნას, ინფორმაციული გამჭვირვალობის ამაღლებას და კორპორაციული ხელმძღვანელობის ეთიკური სტანდარტების დანერგვას, იგი კორპორაციების მართვის მნიშვნელოვნად გაუმჯობესებისა და გლობალურ ბაზარზე მათი კონკურენტუნარიანობის ამაღლების ხელშემწყობი გახდება.

ღირექტორთა საბჭო. კორპორაციული ხელმძღვანელობის ორგანოს ღირექტორთა საბჭო (სამეთვალყურეო საბჭო) წარმოადგენს. საქართველოს კანონმდებლობის თანახმად, იგი ნებისმიერ სააქციო საზოგადოებაში (აქციონერების 50-ზე მეტი რაოდენობის) უნდა შეიქმნას. ღირექტორთა საბჭო (სამეთვალყურეო საბჭო) იქმნება იმისათვის, რომ აქციონერების ინტერესებში მენეჯმენტის საქმიანობა გაკონტროლდეს. ამრიგად, გამგეობიდან – კერძოდ, საერთო კრების გადაწყვეტილებების უშუალო შესრულების განმხორციელებელი მართვის ორგანოებისაგან განსხვავებით, ღირექტორთა საბჭო ახორციელებს ხელმძღვანელობას, ანუ საერთო კრების უშუალო კომპეტენციასთან არ მიკუთვნებადი კორპორაციის ძირითადი სტრატეგიული განდაწყვეტილებების შეთავაზებით და თანხმობით აქციონერების ინტერესებს იცავს. ღირექტორთა საბჭოს წევრები საზოგადოების წესდებითა და კანონით გათვალისწინებული წესის საფუძველზე, აქციონერების საერთო კრებით ირჩევა. ღირექტორთა საბჭოს შემადგენლობაში, ტოპ-მენეჯერების გარდა, შედიან დამოუკიდებელი ღირექტორებიც, რომელთა წილი შეიძლება

კანონით განისაზღვროს. ითვლება, რომ აღნიშნული ფორმა გადაწყვეტილების მიღებისას ობიექტურობას უწყობს ხელს.

დირექტორთა საბჭოს ერთი წევრის არჩევისათვის საჭირო აქციების რაოდენობა შეიძლება შემდეგნაირად გაანგარიშდეს:

$$S_{\text{მინ.}} = \frac{T}{N+1} + 1,$$

სადაც: $S_{\text{მინ.}}$ არის მინიმალურად საჭირო აქციების რიცხვი;

T – აქციების საერთო რაოდენობა მიმოქცევაში;

N – დირექტორთა საბჭო წევრების საერთო რაოდენობით.

მაგალითი 1:

გათვალისწინებულია დირექტორთა საბჭოს შვიდი წევრის არჩევა. რამდენი აქცია უნდა ჰქონდეს აქციონერს, რომ ყველა ხმის ერთი კანდიდატისთვის მიცემით აქციონერმა გარანტირებულად შეძლოს დირექტორთა საბჭოში ერთი ადამიანის არჩევა?

აქციების რაოდენობა მიმოქცევაში 12000000-ის ტოლია.

$$S_{\text{მინ.}} = \frac{T}{N+1} + 1 = \frac{12000000}{7+1} + 1 = 1500001 \quad \text{აქცია.}$$

შემდეგი ფორმულის მეშვეობით შეიძლება განისაზღვროს, დირექტორთა საბჭოს რამდენი წევრი შეიძლება აირჩეს მოცემული აქციების რიცხვით .

$$n = \frac{(S-1)(N+1)}{T},$$

სადაც: n – არის დირექტორების რაოდენობა, რომელიც შეიძლება აირჩეს:

S – აქციონერებში არსებული აქციების რეალური რაოდენობა.

მაგალითი 2:

დაგეგმვათ, რომ კომპანიის ერთ-ერთი აქციონერი, წინა მაგალითების მონაცემების გათვალისწინებით, 2000000 აქციის მფლობელია. რამდენი მომხრე შეუძლია მას დირექტორთა საბჭოს შემადგენლობაში ჰყავდეს?

$$n = \frac{(S-1)(N+1)}{T} = \frac{(2000000-1)(7+1)}{12000000} = 1,33 \text{ ადამიანი.}$$

ანუ აღნიშნულ აქციონერს გარანტირებულად ერთი ადამიანის არჩევა და კიდევ ერთი კანდიდატისთვის ბრძოლა შეუძლია.

კორპორაციული ხელმძღვანელობის (ქცევის) კოდექსები.

სააქციო საზოგადოების დირექტორთა საბჭოს (სამეთვალყურეო საბჭო) საქმიანობის ეფექტურობის ამაღლებისა და მუშაობის რეფორმირების მიზნით, კორპორაციული ხელმძღვანელობის ქცევის კოდექსების შემუშავების იდეამ პოპულარულობა შეიძინა. სხვადასხვა ქვეყნის საფონდო ბაზრების მიხედვით, კომისიების, ზეეროვნული ორგანიზაციების, ინვესტორების, აქციონერების მიერ შემუშავებულ კოდექსებში წარმოდგენილა კორპორაციულ ხელმძღვანელობაზე სხვადასხვა ავტორთა შეხედულებების სისტემა. პირველი ასეთი კოდექსი (Cadbury Code) დიდ ბრიტანეთში ფინანსურ ასპექტებთან მიმართებით კორპორაციული ხელმძღვანელობის კომიტეტმა შემუშავა, ხოლო მოგვიანებით მისი გაუმჯობესებული ვარიანტი შემოგვთავაზეს. მიგვაჩნია, რომ მისი იდეები ჩვენი ქვეყნის კორპორაციული მართვის კოდექსის საფუძველშიც უნდა ჩაიდოს და, შესაბამისად, საკუთარი კოდექსი ჩამოყალიბდეს (იხ. ცხრილი 1.1.).

კოდექსების ძირითადი იდეები განსაზღვრავენ საჭიროებებს:

- ყველა აქციონერისადმი ტოლი და არაწინასწარმეთანხმებული ურთიერთობები უფლებების

დაცვისა და ინფორმაციისადმი მიღწევადობის
თვალსაზრისით;

- დირექტორთა საბჭოების ანგარიშვალდებულება და კონტროლი აქციონერების მხრიდან;

- კომპანიის მაქსიმალური ინფორმაციული გახსნილობა.
აღნიშნულიდან გამომდინარე, მენეჯერებმა არ უნდა:

- დამალონ პირადი ინტერესი კომპანიის ამა თუ იმ გარიგებების განხორციელებისას ;

- გამოიყენონ ინსაიდერული ინფორმაცია პირადი საჭიროებისათვის, რამაც შეიძლება ბიზნესის, აქციონერების სხვა მონაწილეების ინტერესები დააზარალოს;

- ისპეკულირონ სახელმძღვანელო და მართვადი კომპანიის აქციებით მოკლევადიანობის საფუძველზე.

აღნიშნული მიზნების მიღწევისთვის ძირითად პირობად ითვლება შემდეგი ზომები:

- კომპანიის გამგეობის თავმჯდომარისა და დირექტორთა საბჭოს თავმჯდომარის ფუნქციების დაყოფა;

- დირექტორთა საბჭოს შემადგენლობაში დამოუკიდებელი წევრების შეყვანა;

- კომპანიის სრული ფინანსური ანგარიშგების პერიოდულად გაშუქება.

კოდექსების მოქმედების მექანიზმი. კოდექსებს ,თავისთავად, კანონის ძალა არ გააჩნიათ. მათი მოქმედების მექანიზმი „შეუსაბამე ან აუხსენის“ პრინციპამდე დადის, ანუ დირექტორებს შეუძლიათ კოდექსის დებულებებს დაექვემდებარონ ან არ დაექვემდებარონ, მაგრამ მათი საქმიანობის კოდექსის შინაარსთან შეუსაბამობის შემთხვევაში, ისინი ვალდებული არიან ახსნან განდგომის პრინციპები.

კოდექსების შემოღებამ კომპანიის უფრო ეთიკური მართვისათვის პირობები კი შექმნა, მაგრამ ზოგიერთი მკვლევარი აღნიშნული პროცესის ცალკეულ, შესაძლო ნეგატიურ შედეგებსაც აღნიშნავს. ასე, მაგალითად, სწრაფვამ

კოდექსების სრულყოფისაკენ შეიძლება, რეალობაში კომპანიის ხელმძღვანელობისა და მენეჯმენტის საქმიანობაში ზედმეტი რეგლამენტაცია წარმოშვას, რაც კორპორაციული სტრატეგიის შემუშავებისა და შესრულებისას მენეჯერებს გაბედულებას უსუსტებს. ინვესტორებს (აქციონერებს) ურჩევნიათ, რომ კომპანია შეესაბამებოდეს კოდექსებს და არ ხსნიდეს მათი დაუცველობის მიზეზებს; კომპანიები, რომელთა მენეჯმენტი იძულებულების გამო კოდექსის ზოგიერთ დებულებას თავი არიდებს, ბაზრის მიერ უმართებულოდ იკიცხება.

საბოლოოდ, კოდექსების ზედმეტად „უნივერსალიზაციას“ და გლობალიზაციას მივეყვართ იქამდე, რომ ამ საბუთებში ცალკეული ქვეყნებისა და ბაზრების თავისებურებები არასაკმარისადაა გათვალისწინებული. თითოეულ ქვეყანაში საბაზრო ეკონომიკის განვითარების სხვადასხვა ეტაპზე კორპორაციული ხელმძღვანელობის დომინირებული პრობლემები შეიძლება იყოს სხვადასხვა და ყველასათვის განვითარებული ქვეყნების სტანდარტებიდან გადმოტანილი ; ერთნაირი სტანდარტების დადგენამ შეიძლება კოდექსის ავტორიტეტი შელახოს.

ზოგიერთი ქვეყნის კოდექსების შედარებითი დახასიათება

ქვეყნები	დაპირფარებული საქონლის დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	დარიცხვის საქონლის დარიცხვის დარიცხვის	გარე აუდიტორების შეცდომის შეცდომის	ფინანსური ანგარიშ- გების სისხლის	მოთხოვნა შეცდომის განმარტება	კორპორაციული სეფი მფლობელობის საქონლის კუთვნილობის კუთვნილობის თავისებურებები
ბრაზილი კოდექსი CNY (2002 წ.)	მკომპლექსური შესაძლებლობა	დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	არ არის განმარტება რეგულირებული	გოველკარ ტალონად ტალონის შესაძლებლობა	არ არის	გამოყენება MICRO, GAAP, ფინანსური რეგულირების „თანამდებრ“ უფლებები
საფრანგეთი ანგარიშები Bouton (2002 წ.)	გვერდზე ნაგებობის საქონლის ნაგებობის	რეგულირდება არ არის	რეგულირდება დარიცხვის აუდიტორების შეცდომის	რეგულირდება არ არის	არ არის	კანონი მოითხოვს იური აუდიტორის მიწვევას
რუსეთი კორპორაციული კოდექსი (2002 წ.)	არანაგებობის საქონლის მედიაციის შეცდომის	ფინანსური დარიცხვის ნაგებობის ნაგებობის	არ არის განმარტება რეგულირებული	გოველკარ ტალონად ტალონად	არ არის	გამოყენება
საინგაზრდა კორპორაციული კოდექსი დარიცხვის კომპლექსური	არანაგებობის საქონლის შესაძლებლობა	რეგულირდება დარიცხვის დარიცხვის	არ არის განმარტება რეგულირებული	გოველკარ ტალონად ტალონად	კ	ინფორმაციის მიწოდება დარიცხვის რეგულირების წინააღმდეგობა დარიცხვის რეგულირების შესაძლებლობა
დანიშნული კოდექსი Cadbury (1992 წ.) გაერთიანებული კოდექსი (2005 წ.)	დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	რეგულირდება დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	კ	
აშშ Compliance Board (2003 წ.)	დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის დარიცხვის	არ არის	

1.3. ტესტები:

1. კორპორაციული ფინანსები საერთო სახით განისაზღვრება როგორც კორპორაციებში სტრატეგიული გადაწყვეტილებების ფინანსური დასაბუთების:

ა) კანონზომიერებებისა და ხერხების შესწავლის მეცნიერება;

ბ) მეთოდებისა და ტექნოლოგიების შესწავლის მეცნიერება;

გ) ხერხებისა და მეთოდების შესწავლის მეცნიერება;

დ) კანონზომიერების, ხერხების, მეთოდებისა და ტექნოლოგიების შესწავლის მეცნიერება.

დ)

2. კორპორაცია არის:

ა) ბიზნესის ორგანიზაციის ფორმა;

ბ) ფიზიკური პირი;

გ) იურიდიული პირი;

დ) კომერციული სტრუქტურა.

ა)

3. კორპორაციის არსია:

ა) მისი მონაწილეების შეზღუდულობა;

ბ) მისი მონაწილეების ნაწილობრივი მონაწილეობა;

გ) მონაწილეების თავისუფლება;

დ) მონაწილეების კომერციალიზაცია.

ბ)

4. კორპორაციის ძირითადი ამოცანაა:

ა) აქციონერების დივიდენდური გადახდების გაზრდა;

ბ) აქციონერების რაოდენობის ნორმალიზაცია;

- გ) მესაკუთრეების (აქციონერების) კაპიტალის მაქსიმიზაცია;
- დ) მოგების მაქსიმიზაცია.

ბ)

5. პრაქტიკაში მენეჯერების ძირითადი პრიორიტეტებია:

- ა) მატერიალური გასამრჯელო, მდგომარეობის სტაბილურობა;
- ბ) მატერიალური გასამრჯელო, პრივილეგიები, მდგომარეობის სტაბილურობა;
- გ) პრივილეგიები, მდგომარეობის სტაბილურობა;
- დ) მდგომარეობის სტაბილურობა, საქმიანობის მართვა.

ბ)

6. მენეჯერების საკონპენაციო პაკეტის შემადგენლობაში შეიძლება შედიოდეს:

- ა) ხელფასი, სოციალური პაკეტი, საინიციატივო ნაწილი;
- ბ) ბონუსი, საინიციატივო ნაწილი, სოციალური პაკეტი;
- გ) ხელფასი, ბონუსი, საინიციატივო ნაწილი, სოციალური პაკეტი;
- დ) საინიციატივო ნაწილი, სოციალური პაკეტი.

გ)

7. კორპორაციული მართვისა და ხელმძღვანელობის ფექტიანობაზე

ზემოქმედ ობიექტებსა და ფაქტორებს შეიძლება მივაკუთვნოთ:

- ა) პროდუქტიული საბაზრო კონკურენცია, მესაკუთრის მონიტორინგი, კორპორაციული ვალი, დირექტორთა საბჭოს საქმიანობა;
- ბ) დირექტორთა საბჭოს საქმიანობა, კორპორაციული ვალი, მესაკუთრის მონიტორინგი;

გ) პროდუქტიული საბაზრო კონკურენცია, მესაკუთრის მონიტორინგი;

დ) მესაკუთრის მონიტორინგი, დირექტორთა საბჭოს საქმიანობა.

ა)

8. კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურასი ვალის ზრდა:

ა) ამცირებს საკუთარი წყაროს მიმოქცევას,

ბ) ამცირებს მოგების მიღების შესაძლებლობას;

გ) ხელს უწყობს მისგან ჭარბი ფულადი მასის ამოღებას;

დ) ხელს უწყობს რენტაბელობის ზრდას.

ბ)

ლექცია 2. ფინანსური ბაზრების თეორია და ფულის დროითი ფასეულობა

2.1. ფინანსური ბაზრების ეფექტიანობა

ფინანსური ბაზრების ეფექტურობის კონცეფცია და ეფექტური ბაზრის ცნება. საბაზრო ეფექტურობის შესახებ ჰიპოთეზა ფინანსური თეორიის ერთ-ერთი ქვაკუთხედი და ბაზრის მიმდინარე მდგომარეობისათვის დიდი მნიშვნელობა გააჩნია. ის ხსნის, ამა თუ იმ კონკრეტულ ფინანსურ ბაზარზე როგორ რეაგირებენ ფასები ახლად შემომავალ ინფორმაციაზე.

ბაზარი ითვლება ეფექტურად, თუ იგი, ახალი ინფორმაციის შესაბამისად, ძალიან სწრაფად აკორექტირებს ფასებს. ამასთან, ფასების კორექცია დიდი მისწრაფებით ხორციელდება და ინვესტორებს ანომალური შემოსავლების მისაღებად ახალი ინფორმაციის გამოყენების შესაძლებლობა არ აქვთ.

შესაძლოა, ბაზრების ეფექტურობის ჰიპოთეზას პრაქტიკოსები არასაკმარის ყურადღებას იმიტომაც აქცევენ, რომ მისი აღიარება მათ „ბაზარზე გამარჯვების“, ანუ მიღებული რისკისადმი მიმართებით შემოსავლების საკუთრივ უზრუნველყოფის შანსებს არ უტოვებს.

საბაზრო ეფექტიანობის სამი ფორმა. ბაზრის ეფექტურობა შეიძლება სამი – სუსტი, ძლიერი და საშუალო (ნახევრად ძლიერი) ფორმით რეალიზდეს.

საბაზრო ეფექტიანობის **სუსტი ფორმის შემთხვევაში** ბაზრის ფასებში მხოლოდ ისტორიული ინფორმაცია აისახება. აღნიშნული ნიშნავს, რომ ბაზრის მხრიდან ფასების ან შემოსავლიანობის მდგომარეობის ამადლების ან შემცირების ყველა ტენდენციას ძალიან სწრაფი რეაქცია მოყვება. შედეგად, უკვე მიმდინარე მომენტში ფასი ხასიათდება ისე, რომ მომავალში ტენდენციის გაგრძელების მოლოდინი აზრს კარგავს. ფასების ან შემოსავლიანობის გასული

ტენდენციების მიხედვით, პროგნოზირებაზე დაფუძნებული აღნიშნული ტექნიკური ანალიზი, თუნდაც ბაზრის საშუალო მონაწილისათვის, დროის უკმ კარგავდ მიიჩნევა.

მაგალითი 3:

დაეუშვათ, თქვენ ინფორმაციის ოფიციალური წყაროების მიხედვით, სს „გაზპრომის“ აქციების ფასის დინამიკის ანალიზს ახორციელებთ და მათი ფასის მატებისადმი აშკარად გამოხატული ტრენდი (ტენდენცია) გამოავლინეთ. თქვენ გესმით, რომ აქცია „შეუფასებელია“ და მისი შეძენა მიზანშეწონილია ; მაგრამ ამავე დასკვნამდე მიდიან ფინანსური ბაზრის სხვა მონაწილეებიც. ძალიან მოკლე დროით ფასი გამოდის წონასწორობიდან, მოთხოვნა აქციებზე მკვეთრად იზრდება, ფასი ბაზრის მიერ გაჯერების მოსალოდნელ დონემდეა ავარდნილი. ზრდის შემდეგი გაგრძელების მოლოდინი უაზრო ხდება, რამდენადაც აღნიშნულმა ფასმა უკვე დღეს ბაზრის მონაწილეების ყველა მოლოდინი გამოხატა.

ბაზრის ეფექტიანობის სუსტ ფორმაში აქციის ფასები შემთხვევითი სახით იცვლება. ასეთი განსაზღვრა რიგი სტატისტიკური ტესტების გამოყენების შესაძლებლობას იძლევა იმისთვის, რომ გამოვაფიქროთ, არსებობს თუ არა მათ დინამიკაში ავტოკორელაცია, ანუ ტრენდი (ტენდენცია). ყოველივე აღნიშნული ბაზრის სუსტი ფორმის ეფექტიანობის არსებობის შესახებ თეზისის დადასტურების ან უარყოფის შესაძლებლობას იძლევა.

საბაზრო ეფექტურობის საშუალო (ნახევრად ძლიერი) ფორმა ითვალისწინებს, რომ ყველა გამოქვეყნებული ინფორმაცია ზემოქმედებს ფასებზე და ამით იმავდროულ (მყისიერ) კორელაციამდე მივყავართ ; ასე რომ, ფუნდამენტალური ანალიზის სტანდარტული ხერხები, რომელიც საჯაროდ მისაწვდომი ინფორმაციის გამოყენებას ეფუძნება, კარგავს თავის შედეგიანობას. მეცნიერთა უმეტესობის კვლევების მიხედვით, მდგრადი საბაზრო

ეკონომიკის მქონე ქვეყნების თანამედროვე ფინანსური ბაზრებს ეფექტურობის საშუალო ფორმა გააჩნიათ.

მაგალითი 4:

მრავალი ანალიტიკოსის თვალსაზრისის მიხედვით, თუ აქციის ფასის შეფარდება აქციის მოგებასთან (P/E ratio, ანუ კოეფიციენტი ფასი-მოგება) ნაკლებია ანალოგიური კომპანიების მაჩვენებელთან მიმართებით, აღნიშნული შეიძლება აქციის შეუფასებლობაზე მიუთითებდეს. ეს დაკავშირებულია იმასთან, რომ ბაზრის მიერ მოცემული კომპანიის მოგების ერთეული შეფასებულია უფრო დაბლა, ვიდრე მისი ანალოგიების მიხედვით. მაგრამ თუ P/E კოეფიციენტების შესახებ ინფორმაცია ბაზრის ყველა მონაწილისათვის ხელმისაწვდომია, მაშინ რატომ არ ჩქარობენ ისინი მოცემული აქციის შეძენას? შესაძლოა, ამ კომპანიას ნაკლები პერსპექტივა გააჩნია მოგების გადიდებასთან მიმართებით ან „მოგების ხარისხი“ დაბალია? ან მას ემუქრება გაკოტრება? იმის აღბათობა, რომ კომპანიის P/E კოეფიციენტის მიხედვით შეფასებისას, თქვენ რაღაცა არ გაითვალისწინეთ, საშუალოდ უფრო მაღალია, ვიდრე ის, რომელსაც ბაზარი უშვებს გარკვეული დროის განმავლობაში. ბოლოს და ბოლოს, კომპანია „იუკოსის“ მიხედვით, P/E კოეფიციენტი გაკოტრებისას იყო უფრო დაბალი, ვიდრე სხვა ნავთობმომპოვებელ კომპანიებში.

საბაზრო ეფექტურობის ძლიერი ფორმა. საბაზრო ეფექტურობის ძლიერი ფორმა დამახასიათებელია ბაზრისათვის, რომლის კონიუნქტურა ყველა რელევანტურ ინფორმაციაზე დამოკიდებული, პროფესიონალური პროგნოზებისა და სპეციალისტების შეფასების ჩათვლით. ასეთ ბაზარზე ირაციონალური ფასები არ არსებობენ, რომელთა კორექციამ შეიძლება ანომალური შემოსავლების წარმოშობამდე მიგვიყვანოს. მისი გადათამაშება შეუძლებელია და მასზე ქცევის ერთადერთ გონივრულ სტრატეგიას აღნიშნული ბაზრის პროპორციების

გამეორებული პორტფელის პასიური კონსტრუირება წარმოადგენს.

ბაზრის ძლიერ ფორმაში ევექტურობის ნიშან-თვისებები. თეორიულად ბაზარი ძლიერი ფორმით არის ევექტური, თუ:

- იგი უზრუნველყოფილია თითოეული მონაწილის შესახებ სრული ინფორმაციით, რომელიც ყველა ინვესტორისათვის თანაბრად მისაწვდომია;

- თითოეულ ინვესტორს შეუძლია მიღებული ინფორმაციის ადეკვატურად აღქმა და მასზე რეაგირება, ანუ საჭირო ცოდნა და გამოცდილება გააჩნია იმისათვის, რომ სისტემაში შემოსული ცნობები გამოიყენოს;

- ფინანსური ბაზრის მონაწილეების რეაქცია მყისიერად ხორციელდება, ინფორმაციის შემოსვლასა და მის გამოყენებას შორის ინტერვალი მინიმალურია. აღნიშნული, თავის მხრივ, გარიგებების მყისიერად განხორციელებისა და ფასიან ქაღალდებთან მიმართებით ყველა უფლებების შესრულებას უზრუნველყოფს; საფონდო ბაზრის ინფრასტრუქტურის განვითარების დონით, აგრეთვე, ფართო წრისათვის დახურული მომხმარებლისადმი მიღწევადობის მქონე პირების – ინსაიდერების არარსებობით ან უმნიშვნელო რიცხოვნობით ხდება უზრუნველყოფა;

- ევექტურად მოქმედებს კანონი, რომელიც ინსაიდერების შესაძლებლობას არ აძლევს

ექსკლუზიური ინფორმაცია დანარჩენი ინსაიდერების ინტერესების საზიანოდ, ანგარებითი მიზნებისათვის გამოიყენონ.

ბაზრის მონაწილეების რაოდენობა, რაც ფასებზე მონოპოლისტური ან ოლიგოპოლისტური კონტროლის განხორციელების შესაძლებლობას არ იძლევა;

- ძალიან დიდია ბაზარზე მიმოქცევადი ფასიანი ქაღალდების რაოდენობა. აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების

რაოდენობისა და დროის მიხედვით შეზღუდვის გარეშე შეძენის, ოპერაციების ნებისმიერი ლოტების სიდიდის მიხედვით განხორციელების, მოკლე პოზიციების დახურვის და ა.შ. შესაძლებლობას იძლევა.

ბაზრის ეფექტურობის აღიარება პორტფელის მართვას, ფინანსური მაჩვენებლების პროგნოზირებასა და კორპორაციულ მართვაში რიგი ტექნოლოგიების დანერგვის შესაძლებლობას იძლევა. მოცემული ტექნოლოგიების დანერგვა დაფუძნებულია მოსაზრებაზე, რომ ბაზარი ეფექტურია და დროის თითოეულ პერიოდისთვის წონასწორობის მდგომარეობაში იმყოფება.

მაგალითი 5:

დაეუშვათ, ფინანსური ინსტრუმენტების დაფარვისათვის შემოსავლიანობა ლარებში მეტია, ვიდრე ევროში დენომინირებული ანალოგიური ინსტრუმენტების განაკვეთები. ამ შემთხვევაში შესაძლებელი იქნებოდა ანალიზის საგნად გაგვეხადა საკითხი, თუ რომელ ინსტრუმენტებში იქნებოდა ფულის დაბანდება უფრო მომგებიანი. ამისათვის საინვესტიციო პერიოდში ევროს ლართან გაცვლითი განაკვეთების პროგნოზირებაა საჭირო.

თუმცა, ანალიზს შეიძლება სხვაგვარადაც მივუღებთ. შეიძლება ვიფიქროთ, რომ „ბაზარი არ ცდება“ და ორივე ინსტრუმენტი სწორადაა შეფასებული. მაშინ, ლარებსა და ევროში შემოსავლიანობის განაკვეთების თანაფარდობიდან გამომდინარე, ჩვენ შეგვიძლია ბაზრის მიერ ლარის ევროსთან მოსალოდნელი სავალუტო კურსის დინამიკის პროგნოზი მივიღოთ .

რატომ არის მნიშვნელოვანი ვიცოდეთ, ეფექტურია თუ არა (რამდენადაა ეფექტური) ბაზარი?

პირველ რიგში, პორტფელის აქტიური მენეჯმენტის პერსპექტივის შეფასებისათვის. თუ ბაზრის ფასებში ირაციონალურობა არ არის, ცხადია, მის ფუნდამენტურ ან ტექნიკურ ანალიზზე ფულისა და დროის დახარჯვა მხოლოდ

ზარალამდე მიგვიყვანს, რადგანაც „შეუფასებელი“ აქტივების მოძიება უსარგებლო აღმოჩნდება. მეორე მხრივ, თუ ბაზარი ბასოლუტურად არაეფექტურია, აღნიშნული საინვესტიციო პორტფელისა და კორპორაციული ფინანსების მენეჯმენტის საბაზისო ტექნოლოგიების გამოყენებას შეუძლებელს ხდის ; ისეთებისას, როგორებიცაა CAPM, ART და ოფციონების ფასწარმოქმნის თეორია.

არაეფექტიანი ბაზრის პირობებში, მაგალითად, შემოსავლიანობის საჭირო დონე უნდა იყოს არა კაპიტალის ღირებულება გაშუალდებული საბაზრო მონაცემების ბაზაზე, არამედ ინვესტორის რეალურად მისაღწევი ინდივიდუალური ალტერნატივა. პროფესიონალი ინვესტორისათვის ფინანსური ბაზრის საუკეთესო მდგომარეობას ეფექტიანობის სუსტი ფორმა წარმოადგენს, რომელიც თანამედროვე მმართველობითი ტექნოლოგიების გამოყენების შესაძლებლობას იძლევა და, ამასთან ერთად, ფასობრივი ირაციონალურობასც ქმნის, რომელზეც „ფულის გაკეთება“ არის შესაძლებელი.

2.2 ფულის დროითი ფასეულობა

ფასები ეფექტურ ბაზრებზე. ფულის უტოლობა დროში. ეფექტურ ფინანსურ ბაზრებზე ფასები დგინდება ისეთი სახით, რომ მისაღები საინვესტიციო გადაწყვეტილებებიდან მომავალი სარგებლების ნაკადი აისახებოდეს. სხვა სიტყვებით, ფასები თავისთავში ფულადი ნაკადების შესახებ წარმოდგენის აკუმულირებას ახდენენ, რომელიც მომავალში ამა თუ იმ აქტივებში ფულის დაბანდებას გამოიწვევს. სხვანაირად მყიდველი-გამყიდველის ორეულში ვიღაცა წააგებს, რადგანაც აქტივის დაკარგვაზე კომპენსაცია შეუსაბამობაში აღმოჩნდება აქტივის ნამდვილ სიდიდესთან. აქედან გამომდინარე, თუ ჩვენ ამა თუ იმ აქტივის სამართლიანი ფასეულობის გარკვევა გვინდა, საჭიროა,

აღნიშნული აქტივისაგან მომავალში მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების დაჯამება განხორციელდეს.

თუმცა, დროის სხვადასხვა პერიოდში მიღებული ან გადახდილი ფულის ერთნაირ თანხებს არათანაბარი მნიშვნელობა გააჩნია იმისათვის, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილება დასაბუთდეს. ამიტომ ნაკადების დაჯამებამდე საჭიროა, მათი შედარებად სახეობამდე დაიყვანა . ისმის კითხვა: როგორ შევადაროთ ერთმანეთს გადახდები (ფულადი ნაკადები), რომლებიც დროის სხვადასხვა პერიოდს მიეკუთვნება? აღნიშნულის განხორციელება შესაბამისი მეთოდური მიდგომის საფუძველზეა შესაძლებელი, რომელიც **ფულის დროითი ფასეულობის** (Time value of money - TVM) სახელწოდებით არის ცნობილი და რომლის არსიც შემდეგში მდგომარეობს:

მაგალითად, ინვესტორი საკუთარ 200 ათას ლარს აბანდებს ბიზნესში იმის იმედით, რომ ინვესტიციებზე შემოსავლიანობა მინიმუმ წლიური 15%-ის ტოლი იქნება. რამდენადაც მეტ რისკზე წავა ამ შემთხვევაში იგი , იმდენად მეტ შემოსავლიანობას მოითხოვს დაბანდებულ კაპიტალზე. თუ, როგორც ზემოთ იყო აღნიშნული, მისი მინიმალური მოთხოვნები შეადგენს წლიურ 15%-ს წლის ბოლოს ერთხელ შემოსავლის დარიცხვით (კაპიტალიზაციით), აღნიშნული ნიშნავს, რომ:

- ერთი წლის შემდეგ იგი მოელის მიიღოს (200 ათ. ლარი $\times (1+0,15)) = 230$ ათ. ლარი;

- ორი წლის შემდეგ – $(230 \text{ ათ. ლარი} \times (1+0,15)) = 200 \times (1+0,15)^2 = 264,5$ ათ. ლარი;

- სამი წლის შემდეგ – $(264,5 \text{ ათ. ლარი} \times (1+0,15)) = 200 \times (1+0,15)^3 = 304,18$ ათ. ლარი; და ა.შ.

ცალკეული გადახდის მომავალი ფასეულობა
განისაზღვრება ფორმულის მიხედვით:

$$FV = PV \times (1 + r)^n ,$$

სადაც: PV არის საწყისი თანხა;

r – შემოსავლიანობის განაკვეთი დროის ერთეულზე;

n – დროითი ცალკეული პერიოდების რიცხვი,
რომლის განმავლობაში კაპიტალს რა
განაკვეთის მიხედვით მოაქვს შემოსავალი;

FV – ნაზარდი თანხა, ანუ მომავალი ფასეულობა
(Future value), რომელიც მიუთითებს, თუ რა
მოცულობის გახდება PV ინვესტიციები n წლის
შემდეგ (თუ მოლოდინი გამართლდება).

**ცალკეული გადახდის დღევანდელი (დაყვანილი)
ფასეულობა** განისაზღვრება ფორმულის მიხედვით:

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n} .$$

ანუ, დღეს 200 ათ. ლარი აქვს და მათი წლიური 15%-ის ქვეშ დაბანდების საშუალება გააჩნია – რაც იგივეა, რომ ჰქონდეს ერთი წლის შემდეგ 230 ათ. ლარი, ორი წლის შემდეგ – 264,5 ათ. ლარი და ა.შ.

სწორია უკუშედეგიც : 264,5 ათ. ლარი ორი წლის შემდეგ ექვივალენტურია 200 ათ. ლარისა დღეს, ანუ 230 ათ. ლარისა ერთი წლის შემდეგ წლიური 15%-იანი განაკვეთისას.

ამიტომ იმისათვის, რომ მოვიძიოთ დღევანდელი ეკვივალენტი (PV) ნებისმიერი მომავალი გადახდის (FV), აღნიშნული გადასახადი საჭიროა დისკონტირებული იქნეს

$$PV = \frac{FV}{(1 + 2)^n}$$

ფორმულის მიხედვით (), რომლიც წარმოადგენს

$FV = PV \times (1 + r)^n$ -ის უკუ ფორმულას.

მაგალითი 6:

რა თანხა უნდა დაბანდდეს ბანკში დეპოზიტზე, რომ სამი წლის შემდეგ ანგარიშზე 300 ათასი ლარი მივიღოთ? ბანკი გვთავაზობს წლიურ 12% ნახევარ წელიწადში ერთხელ

კაპიტალიზაციით (პროცენტული შემოსავლების გადასახადით დაბეგვრა გაანგარიშებაში არ არის აღებული).

$FV=300$ ათ. ლარს;

$n=3$ წელი $\times 2$ ნახევარწელზე = 6 ნახევარ წელს;

$r=12\%$: 2 ნახევარწელზე = 6% ნახევარ წელიწადში;

$PV=?$

$$PV = \frac{FV}{(1 + r)^n} = \frac{300 \text{ ათ.ლარი}}{(1 + 0,06)^6} = 211,49 \text{ ათ.ლარს.}$$

ამასთან, როგორც პირველ საილუსტრაციო მაგალითშიც, განაკვეთი r უნდა იყოს იმდენად მაღალი, რამდენად მეტია რისკი, რომელიც FV გადასახადის მიღებასთან არის დაკავშირებული.

მაგალითი 7:

ქარხნის არაკოტირებადი აქციების საკონტროლო პაკეტის შეძენით, ბანკი ვარაუდობს, რომ რიგი ღონისძიებების გატარება მას აღნიშნული აქციებით ორი წლის შემდეგ ღია ბაზარზე გასვლის და პაკეტ აქციაზე არანაკლებ 20 დოლარის ღირებულების მიხედვით გაყიდვის შესაძლებლობას მისცემს. რა ფასით უნდა შეიძინოს ბანკმა მოცემული აქციები დღეს, რომ საკუთარი შემოსავლიანობის დონე არანაკლებ წლიური 40% ვალუტაში უზრუნველყოს?

ფასი ტოლია:

$$P = PV = \frac{20 \text{ დოლარი}}{(1 + 0,4)^2} = 10,2 \text{ დოლარი.}$$

ბანკის მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობის მაღალი განაკვეთი (40% წლიური) მოცემული გარიგების რისკიანი ხასიათით არის განპირობებული.

შემოსავლის ეფექტური განაკვეთი. ზემოთ განხილულ მაგალითებში მნიშვნელოვანია, ასევე, რომ განაკვეთის ზომიერება შეესაბამება ინტერვალს ფულად ნაკადებს შორის: როდესაც ჩვენ საქმე გვაქვს დროის წლიურ ინტერვალებთან,

ვიღებთ წლიურ განაკვეთს, როდესაც ინტერვალები კვარტალურია, განაკვეთი ერთ კვარტალზე გაანგარიშებით უნდა განისაზღვროს.

იმისათვის, რომ აღნიშნული მიზნებისათვის წლიური განაკვეთი დამახინჯების გარეშე კვარტალურში (ნახევარწლიურში, თვიურსა და სხვაში) გადაიყვანონ, იყენებენ შემდეგ ფორმულას:

$$r_k = \sqrt[k]{1+r} - 1.$$

და პირიქითაც, კვარტალური (ნახევარწლიური, თვიური და სხვა) განაკვეთი რომ გადაყვანონ წლიურში, იყენებენ უკუდამოკიდებულებას:

$$r = (1 + r_k)^k - 1,$$

სადაც: r არის წლიური განაკვეთი;

r_k – განაკვეთი დროის ცალკეულ ინტერვალზე (წელი, თვე, კვარტალი) გაანგარიშებით;

k – არის წელიწადში დროის ცალკეული ინტერვალების რიცხვი.

გაანგარიშების ასეთი ხერხისას მიიღება ეგრეთ წოდებული **ეფექტური წლიური განაკვეთი**, რომელიც ითვალისწინებს არა მარტო მისაღებ შემოსავლებს, არამედ მათ კაპიტალიზაციასაც (რეინვესტირება) k -ის ტოლი პერიოდულობით.

მაგალითი 8:

სახელმწიფო სამთვიანი მოკლევადიანი ობლიგაციის საშუალო კვარტალურმა შემოსავლიანობამ ბოლო სამი წლის განმავლობაში კვარტალური 1,7% შეადგინა. უზრუნველყო თუ არა მოცემულმა ფინანსურმა ინსტრუმენტმა საკუთარი ინვესტირებისათვის უფრო მაღალი შემოსავლიანობა, ვიდრე ინფლაციაა, თუ ფასები ეკონომიკაში იმავე სამი წლის განმავლობაში 26%-ით გაიზარდა? გადასახადები და ტრანზაქციული დანახარჯები არ არის.

ამოხსნა: ფინანსური ინსტრუმენტების ინფლაცია და შემოსავლიანობა წლიურ ზომიერებაში გადავიყვანოთ.

კვარტალური შემოსავლიანობის წლიურში გადაყვანა დაიანგარიშება ფორმულით:

$$r_k = \sqrt[4]{1+r} - 1 = (1 + 0,017)^4 - 1 = 6,98\% \text{ წლიური.}$$

სამწლიანი ინფლაციის გადაყვანა წლიურში გაიანგარიშება ფორმულით:

$$r_k = \sqrt[3]{1+r} - 1 = \sqrt[3]{1 + 0,26} - 1 = 8,01\% \text{ წლიური.}$$

ამრიგად, მითითებული სამი წლის განმავლობაში ინფლაციამ საშუალოდ მითითებული ობლიგაციის შემოსავლიანობის დაფარვისათვის $(8,01 - 6,98) = 1,03\%$ -ით გადააჭარბა.

დასკვნები ფულის დროით ფასეულობასთან (TVM) მიმართებით. ამრიგად, შესაძლებელია, დავასკვნათ:

1. არ შეიძლება დროის სხვადასხვა პერიოდებთან მიკუთვნებული ფულადი გადახდების უბრალოდ შედარება (დაჯამება, გამოკლება). თავიდან ისინი შედარებად სახეობამდე უნდა იქნეს მიყვანილი;

2. სხვადასხვა დროითი გადახდების შედარებად სახეობამდე დაყვანისათვის თითოეული მათგანი უნდა გამრავლდეს დისკონტურ მამრავლზე (შემამცირებელ კოეფიციენტზე), რომელიც განისაზღვრება ფორმულით:

$$V_{nr} = \frac{1}{(1+r)^n};$$

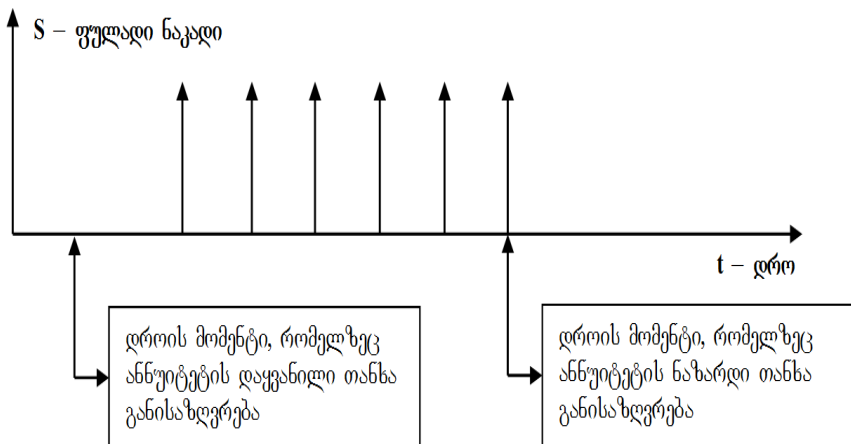
3. იმისათვის, რომ მოვიძიოთ მაღისკონტირებელი მამრავლი, საჭიროა ვიცოდეთ არა მარტო დროის ინტერვალი (n), რომელიც გადახდის მომენტს გამოყოფს შეფასების მომენტისაგან, არამედ შემოსავლიანობის საჭირო (ალტერნატიული) განაკვეთიც (r), რომელიც მომავალში გადასახად FV-ს მიღებასთან დაკავშირებულ რისკზეა დამოკიდებული. განაკვეთი r-ს, ასევე, დისკონტის განაკვეთს ანუ შემოსავლიანობის საჭირო დონეს უწოდებენ.

ანუიტეტი და პერპეტუიტეტი. თანდებულ ფინანსურ გაანგარიშებებში ხშირად გამოიყენება **ფულადი ნაკადების დროში განაწილვადებული თანხის** დაყვანილი ფასეულობის გაანგარიშების ფორმულა. ასეთი სახის ნაკადების ყველაზე ხშირად გამოყენებად ტიპთა რიცხვს მიეკუთვნება ანუიტეტი და პერპეტუიტეტი.

ანუიტეტი არის დროის ინტერვალებით განხორციელებადი ტოლი გადახდების საბოლოო თანმიმდევრობა.

ანუიტეტების მაგალითებს წარმოადგენენ გადახდები:

- სამომხმარებლო, კომერციული ან სავაჭრო კრედიტის განვადებით, ტოლი გადახდებით დაფარვის ანგარიშში;
- ობლიგაციების, კუპონების მიხედვით;
- დივიდენდების პრივილეგირებული აქციების მიხედვით, გარკვეული ვადით გამოშვებული დივიდენდის ფსიქირებული განაკვეთით;
- არენდული გადასახადის ხელშეკრულების მიხედვით, რომელიც დადებულია გარკვეულ ვადაზე, თუ გადახდები მუდმივ ღონეზეა დაფიქსირებული და ა.შ.



ნახაზი 2.1. ანუიტეტი

პერპეტიუალი არის დროის ტოლ ინტერვალში განხორციელებადი ტოლი გადახდების უსასრულო თანმიმდევრობა.

პერპეტიუიტების მაგალითებს წარმოადგენენ გადახდები:

- დივიდენდების პრივილეგირებული აქციების მიხედვით დივიდენდის ფიქსირებული განაკვეთით და გამომშვების განუსაზღვრელი ვადით;

- კუპონების დაფარვის გარეშე (ან დაფარვამდე ძალიან დიდი ვადებით).

ანუიტეტთან და პერპეტიუიტთან დაკავშირებული ძირითადი ფორმულები. ანუიტეტის დაყვანილი (დღევანდელი) და ნაზარდი (მომავალი) ფასეულობის და პერპეტიუიტის დაყვანილი ფასეულობის განსაზღვრის განმხორციელებელ ფორმულებს შემდეგი სახე აქვს:

ა) **ანუიტეტის მომავალი (ნაზარდი) ფასეულობა** ბოლო გადახის მომენტისათვის (ნახ. 2.1) გვიჩვენებს მათი გადახდის პერიოდში (დროში) დარიცხულ გადახდებისა და პროცენტების საერთო თანხას:

$$FVA = R \times S_{nr} ;$$

$$S_{nr} = \frac{(1 + r)^n - 1}{r} ,$$

სადაც: R არის ერთჯერადი გადასახადი დროის თითოეულ მომენტში;

S_{nr} – ცალკეული ანუიტეტის (ანუიტეტის, რომლის ყველა გადახდები ერთი ფულადი ერთეულის ტოლია), მომავალი (ნაზარდი) ფასეულობა;

r – არის შემოსავლიანობის განაკვეთი დროის ცალკეულ პერიოდზე ორ გადახდას შორის, წილის ერთეულებში;

n – გადახდების რიცხვი.

მაგალითი 9:

კორპორაცია „K“-ის უკუპონო ევრობონდების გამოშვების დაფარვამდე ვადა – ოთხი წელია. მოცემული სესხის მიხედვით ვალდებულებების დაფარვისათვის კორპორაცია ბანკში სპეციალურ ანგარიშზე ფონდის ფორმირებას იწყებს, აღნიშნულ ანგარიშზე ყოველკვარტალურად ფულის ფიქსირებული თანხის ჩარიცხვის გზით. ფონდის ფორმირების დასაწყისი დაკავშირებულია დროის მიმდინარე მომენტთან, ვალდებულებების სიდიდე ევრობონდების მოცემული გამოშვების მიხედვით – 50 მლნ. დოლარია. რა თანხა უნდა გადადოს ემიტენტმა საკუთარ ანგარიშზე თითოეულ კვარტალში, რომ სრულად დაფაროს საკუთარი ვალდებულებები? ბანკი ფონდში დაბანდებულ სახსრებზე შემოსავლებს კვარტალში, რთული პროცენტების მიხედვით, 2%-ს რიცხავს. პირობითად ჩავთვალოთ, რომ სესხის დაფარვის მომენტი ბოლო შენატანის მომენტს ემთხვევა.

ამოხსნა:

მოცემული მაგალითის პირობების მიხედვით, $FVA=50$ მლნ. დოლარს; $r=2\%$ კვარტალში, ანუ 0,02-ს.

გადახდების რიცხვი n ტოლია დაფარვამდე დარჩენილი კვარტალების რიცხვს პლუს ერთი გადახდა ნულოვან პერიოდში, ანუ $n=4$ წელი $\times 4$ კვარტალი წელიწადში + 1 საწყისი გადახდა = 17 მლნ. დოლარს.

უცნობია ცალკეული გადასახადი. მისი მნიშვნელობა X -ის ტოლად მივიღოთ, მაშინ:

$$X = \frac{(1 + 0,02)^{17} - 1}{0,02} = 50 \text{ მლნ. დოლარს.}$$

სადაც: $X=2498,5$ ათ. დოლარს.

სწორედ ემიტენტმა სესხის დაფარვის ფონდის ყოველკვარტალურად ასეთი თანხა უნდა ჩარიცხოს.

ბ) ანუიტეტის დაყვანილი ფასეულობა (PVA) პირველი გადახდის წინმსწრები მომენტისათვის (ნახ. 2.1) განისაზღვრება ფორმულით:

$$PVA = R \times A_{nr};$$

$$A_{nr} = \frac{1 - (1 + r)^{-n}}{r},$$

სადაც: A_{nr} - არის ცალკეული ანუიტეტის (ანუიტეტი, რომლის ყველა გადახდები ერთი ფულადი ერთეულის ტოლია) დაყვანილი (დღევანდელი) ფასეულობა.

მაგალითი 10:

ტექნოლოგიური მოწყობილობა, ღირებულებით 5 მლნ დოლარი, მიეწოდება შემდეგი პირობებით: ღირებულების 50% გადაიხდება მაშინათვე, ხოლო დარჩენილი ნაწილი – განვადებით სამი წლის ვადაში ტოლი გადახდებით; გადახდა კვარტალში ერთხელ ხორციელდება. რისი ტოლი უნდა იყოს ერთი ვადიანი გადახდა, თუ რთული პროცენტის კვარტალური განაკვეთი (დარიცხვა კვარტალში ერთხელ), რომლის ქვეშ მოცემული განვადება არის განხორციელებული, 6%-ის ტოლია.

შევადგინოთ განტოლება:

$$5 \text{ მლნ დოლარი} \times 0,5 = X \times A_{12}; 0,06.$$

სადაც: $12=4$ კვარტალი/ წელი $\times 3$ წელი – გადახდების რიცხვი;

0,06 არის დაკრედიტების კვარტალური განაკვეთი.

$$2,5 \text{ მლნ დოლარი} = X \frac{1 - (1 + 0,06)^{-12}}{0,06};$$

$$X=298,19 \text{ ათ. დოლარს.}$$

პერპეტუიტის დაყვანილი ფასეულობა. ფერპეტუიტის დაყვანილი ფასეულობა (PVP) ,თავისთავად, წარმოადგენს უსასრულოდ კლებადი გეომეტრიული პროგრესიის თანხას

$\frac{1}{1+r}$. შესაბამისი წესის ცოდნით აღნიშნული თანხის განსაზღვრა ადვილია და იგი გაიანგარიშება ფორმულით:

$$PVP = \frac{R}{r}.$$

მაგალითი 11:

ფირმის საკუთარი კაპიტალი ტოლია 17400 მლნ ლარის, მოსალოდნელი (საშუალო წლიური) მოგება გადასახადებისა და პროცენტების გამოკლებით – 2000 მლნ ლარია, საკუთარ კაპიტალზე შემოსავლიანობას საშუალო დარგობრივი ნორმა (ROE) ტოლია 11%-ის.

საჭიროა, შეფასდეს გუდვილი (ფირმის არამატერიალური აქტივი) დისკონტის 25%-იანი განაკვეთის გამოყენებით.

გუდვილი არის არამატერიალური აქტივი, რომლის სიდიდე გამოხატავს აქტივებისა და პასივების მართვის ხარისხის ნაწილში ფირმის უპირატესობებს სხვა „ანალოგიურ“ საწარმოებთან შედარებით. რიცხობრივად აღნიშნული თავისებურებები გამოიხატება იმით, რომ ფირმა დაბანდებული საკუთარი კაპიტალის ერთეულზე საწარმო-ანალოგების შემოსავლებთან შედარებით, უფრო მაღალ შემოსავალს იღებს. თუ ფირმის ანომალური შემოსავლები არაშემთხვევითია და საკმაოდ სტაბილური, ისინი თავისთავად მისი არსებობის შეუზღუდავი, მთლიანი ვადის განმავლობაში ფირმის ხარისხიან მართვაზე ჯილდოს წარმოადგენენ. ამრიგად:

- თუკი ფირმა დარგისათვის საშუალო დონეზე იმუშავებდა, მისი მოგება 17400 მლნ ლარიანი კაპიტალისას ტოლი იქნებოდა:

$$(17400 \text{ მლნ ლარი} \times 0,11) = 1914 \text{ მლნ ლარის};$$

- რეალურად, მისი მოგება მოსალოდნელ დონეზე 2000 მლნ ლარით განისაზღვრება წელიწადში;

- წლიური მოგების ანომალური დონე გადასახადებისა და პროცენტების გამოქვითვით ტოლი იქნება:

(2000 ათ. ლარი – 1914 ათ. ლარი) = 86 ათ. ლარს.

გუდვილის შეფასება შეიძლება გაანგარიშდეს, როგორც მისი არსებობის შეუზღუდავ ვადაში ფირმის ანომალური შემოსავლების ჯამი, დაყვანილი შეფასების მომენტამდე, ანუ როგორც პერპეტუიტეტის ჯამი, მონაცემებით: $d=86$ ათ. ლარი, $r=25\%$, ანუ $0,25$.

$$PVP = \frac{R}{r} = \frac{86 \text{ ათ. ლარი}}{0,25} = 344 \text{ ათ. ლარს.}$$

გადახდების უსასრულო თანმიმდევრობა ნაზარდი მუდმივი ტემპით (პერპეტუიტეტი ნაზარდის ტემპით g). თუ ამოცანა მდგომარეობს იმაში, რომ არა ტოლი, არამედ თანაბრად მზარდი გადახდების უსასრულო თანმიმდევრობის დაყვანილი ფასეულობა იქნეს მოძიებული, როდესაც გადახდების ნაზარდის ტემპი ცნობილია, მუდმივია და ტოლია g -სი, მაშინ იყენებენ ფორმულას:

$$PVP = \frac{R}{r - g},$$

სადაც: R არის თანმიმდევრობის უახლოესი (პირველი მოსალოდნელი) გადასახადი;

r – დისკონტის განაკვეთი;

PVP – დაყვანილი ფასეულობა პირველი გადახდის წინა და მისგან დროის ერთ პერიოდზე ჩამორჩენილი მომენტისათვის.

მაგალითი 12:

დავეშვათ, რომ რომელიღაც მსხვილ სტაბილურ კომპანიას საავტომობილო საბურავების წარმოების გლობალურ ბაზარზე წილი გააჩნია. არანაირი ნიშნები არ

არსებობს, რომ მისი არსებობა მომავალში შეჩერდება, ისევე, როგორც არანაირი საფუძველი არ არსებობს, რომ იგი საკუთარი საბაზრო წილის ნაწილს დაუთმობს ან კონკურენტების წილს დაუფლებს. კომპანიის მიერ საბაზო პერიოდში მიღებული ბოლო ფულადი ნაკადი ტოლი იყო 20 მლრდ ევროსი, რომელიც შესაბამისი დისკონტის განაკვეთი (კაპიტალის ღირებულება) 15% წლიურის ტოლია. მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ) ნაზარდის საშუალო წლიური ტემპი ტოლია 3,5%-ის წელიწადში. რისი ტოლია არნიშნული კომპანიის ფასეულობა?

ამოხსნა:

ყველაზე რეალისტური ვარაუდი, ამოცანის პირობის მიხედვით, შეიძლება გაკეთდეს, რომ კომპანია და მისი საბაზრო წილი მომავალში გაიზრდება ისევე, როგორც ეკონომიკა მთლიანობაში, ამიტომ $g=3,5\%$ -ს. უახლოეს საპროგნოზო ფულადი ნაკადი ტოლია:

$$R=20 \text{ მლრდ ევრო} \times 1,035 = 20,7 \text{ მლრდ ევროსი.}$$

აქედან კომპანიის ფასეულობა:

$$V = PVP = \frac{R}{r - g} = \frac{20,7 \text{ მლრდ. ევრო}}{15\% - 3,5\%} = 180 \text{ მლრდ ევროს.}$$

2.3 ტესტები:

1. ბაზარი ითვლება ეფექტიანად, თუ იგი ახალი ინფორმაციის შესაბამისად:

- ა) სწრაფად აკორექტირებს მოგებას;
- ბ) სწრაფად აკორექტირებს ფასებს;
- გ) სწრაფად აკორექტირებს საქმიანობას;
- დ) სწრაფად აკორექტირებს შემოსავლებს.

ბ)

2. საბაზრო ეფექტიანობის შემდეგი ფორმები არსებობს:

- ა) სუსტი, ძლიერი, კონტროლირებადი;
- ბ) საშუალო, ძლიერი, რეგულირებადი;
- გ) სუსტი, საშუალო, ძლიერი.
- დ) სუსტი, ძლიერი, ზეწლიერი.

გ)

3. ფასები თავის თავში ფულადი ნაკადების შესახებ:

- ა) წარმოდგენის აკუმულრებას ახდენენ;
- ბ) კურსის სიდიდეს ადგენენ;
- გ) ფულადი ნაკადების რეგულირებას ახდენენ;
- დ) კონტროლს ახორციელებენ.

ა)

2. დროის სხვადასხვა პერიოდებზე მიკუთვნებული ფულადი ნაკადების

(გადახდების) ერთმანეთთან შედარებისათვის საჭიროა:

- ა) ეროვნული ვალუტის პერიოდული მიდგომის გამოყენება;
- ბ) ფულის დროითი ფასეულობის მეთოდური მიდგომის გამოყენება;
- გ) ფულადი ნაკადების რაოდენობრივი შედარების განხორციელება;
- დ) საბალანსო მონაცემების შედარების განხორციელება.

ბ)

3. სხვადასხვა დროითი გადახდების შედარებად სახეობამდე დაყვანისათვის თითოეული მათგანი გადამრავლებული უნდა იქნეს:

- ა) სავალუტო კურსზე;
- ბ) საბალანსო კურსზე;
- გ) დისკონტურ მამრავლზე;
- დ) ეროვნული ვალუტის კურსზე.

ბ)

6. ანუიტეტი არის:

- ა) დროის ტოლი ინტერვალებით განხორციელებადი ტოლი გადახდების თანმიმდევრობა;
 - ბ) დროის ტოლი ინტერვალებით განხორციელებადი გადახდები;
 - გ) ტოლი გადახდების თანმიმდევრობა;
 - დ) დროის ტოლი ინტერვალებით გადახდები.
- ა)

7. პერპეტუიტი არის:

- ა) დროის ტოლ ინტერვალში განხორციელებადი გადახდები;
 - ბ) დროის ტოლ ინტერვალში განხორციელებადი ტოლი გადახდების უსასრულო თანმიმდევრობა;
 - გ) ტოლი გადახდების უსასრულო თანმიმდევრობა;
 - დ) უსასრულოდ კლებადი გეომეტრიული პროგრესია.
- ბ)

8. გუდვილი არის:

- ა) არამატერიალური აქტივის სიდიდე;
 - ბ) არამატერიალური აქტივი, რომლის სიდიდე პასივების მართვის ნაწილში ფირმის უპირატესობას გამოხატავს;
 - გ) არამატერიალური აქტივი, რომლის სიდიდე აქტივებისა და პასივების მართვის ნაწილში ფირმის უპირატესობას გამოხატავს;
 - დ) არამატერიალური აქტივი, რომლის სიდიდე აქტივების მართვის ნაწილში ფირმის უპირატესობას გამოხატავს.
- ბ)

ლექცია 3. კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების - აქციებისა და ობლიგაციების შეფასება

3.1. აქციები და მათი შეფასება

აქცია არის კორპორაციის (სააქციო საზოგადოების) მიერ გამოშვებული სახელობითი ფასიანი ქაღალდი, რომელიც, თავისთავად, წარმოადგენს:

- **საკუთრების ტიტულს.** აღნიშნული ნიშნავს, რომ ინვესტორი, რომელიც ფულს მოცემული სახეობის ფასიან ქაღალდში აბანდებს (ჩადებს), რისკავს კომპანიასთან ერთად, ხოლო მის მიერ დაბანდებული კაპიტალი კომპანიისათვის წარმოადგენს საკუთარს და არა ნასხესხებს. აქციონერს, წარმოადგენს რა მესაკუთრეს, საერთო კრების კომპეტენციაში არსებული საკითხების მიხედვით, აქციონერების საერთო კრებაში მონაწილეობის გზით და ინვესტორის საკუთრებაში არსებული აქციების პაკეტით წარმოდგენილი უფლებების გათვალისწინებით, სააქციო საზოგადოების პოლიტიკაზე ზემოქმედების განხორციელება შეუძლია. აღნიშნული საკითხებიდან უმნიშვნელოვანეს წარმოადგენს: საზოგადოების ორგანიზაცია და ლიკვიდაცია, ღირებულოთა საბჭოს არჩევა, საზოგადოების რეორგანიზაცია და სხვები. ამასთან ერთად, აქციონერების, როგორც მესაკუთრეების პასუხისმგებლობა შეზღუდულია: ისინი პასუხს არ აგებენ საზოგადოების ვალდებულებების მიხედვით და მათ საქმიანობასთან დაკავშირებულ ზარალის რისკს თავისთავად იღებენ მხოლოდ მათ კუთვნილებაში არსებული აქციების ფასის ჩარჩოებში;

- **უფლება შემოსავლის (დივიდენდის) მიღებაზე.** შემოსავლის მიღება არაფერითაა გარანტირებული და დამოკიდებული სააქციო საზოგადოების მოგებასა და

გადაწყვეტილებაზე მის განაწილებასთან დაკავშირებით. აღნიშნულ გადაწყვეტილებას კომპანიის დირექტორთა საბჭოს მიერ რეკომენდებული თანხის ჩარჩოებში აქციონერების საერთო კრება იღებს. ამ ტიპის აქციების მიხედვით, დივიდენდების გადახდის შესახებ გადაწყვეტილების მიღება წარმოადგენს აქციონერთა საზოგადოების უფლებას და არა ვალდებულებას. მაგრამ, თუ ასეთი გადაწყვეტილება უკვე იყო მიღებული და დივიდენდები გაცხადებული, მათი გადახდა დადგენილი სიდიდით – აქციონერთა საზოგადოების ვალდებულებაა.

- **ქონების ნაწილის მიღებაზე უფლება ემიტენტის ლიკვიდაციის შემთხვევაში.** ლიკვიდაცია ხორციელდება აქციონერების საერთო კრების გადაწყვეტილების მიხედვით (3/4 ხმით). აქციონერებს შორის ქონების განაწილება ხორციელდება ყველა კრედიტორის მოთხოვნების დაკმაყოფილების, აგრეთვე, საზოგადოების აქციონერებთან პირველი რიგითობის ანგარიშსწორებების შემდეგ, როგორებიცაა: კანონმდებლობით გათვალისწინებული აქციების გამოშვება, ადრე ღარიცხული დივიდენდების გადახდა, პრივილეგირებული აქციების სალიკვიდაციო ღირებულების გადახდა, თუ მისი სიდიდე წესდებაშია განსაზღვრული.

პრივილეგირებული აქციების თავისებურებები. აქციები შეიძლება იყოს **ჩვეულებრივი** და **პრივილეგირებული**. პრივილეგირებული აქციების ძირითადი განსხვავებები მდგომარეობს იმაში, რომ:

- მათი მფლობელების უფლებები კორპორაციის მართვის მონაწილეობაში, არსებითად, შეზღუდულია. საერთო კრებაზე გასატანი საკითხების უმეტესობასთან მიმართებით აღნიშნული აქციონერებს ხმას უფლებას ართმევენ. გამონაკლისს წარმოადგენენ საკითხები, რომლებიც პრივილეგირებული აქციების მფლობელების ინტერესებს

ეხება (მაგალითად, კორპორაციის რეორგანიზაცია ამა თუ იმ ფორმით);

- დივიდენდი პრივილეგირებული აქციებთან მიმართებით ხშირად ფიქსირებულს წარმოადგენს და განისაზღვრება, როგორც პროცენტი ნომინალური ღირებულებიდან დივიდენდების გადახდის წყარო პრივილეგირებული აქციების მიხედვით შეიძლება იყოს არა მარტო სუფთა მოგება, არამედ აღნიშნული მიზნებისათვის სპეციალურად შექმნილი ფონდებიც;

- საზოგადოების ლიკვიდაციისას პრივილეგირებული აქციების მფლობელების წინაშე ვალდებულებები უფრო ადრე სრულდება, ვიდრე ჩვეულებრივი აქციონერების წინაშე. თუმცა, არნიშნული სრულდება მხოლოდ მაშინ, თუ აქციების სალიკვიდაციო ღირებულების სიდიდე წესდებაშია გაცხადებული (თუ არა – გადახდები საერთო წესით ხორციელდება).

აქციების გამოშვების პირობები. როგორც წესი, აქციონერს აქციების საფასურის გადახდის შემდეგ, არ აქვს უფლება დააძალოს საზოგადოებას მისი უკან გამოსყიდვა. გამონაკლისს წარმოადგენს შემთხვევები, როდესაც პრივილეგირებული აქციები გამოდის გარკვეული ვადით ან როდესაც ჩვეულებრივი აქციის მფლობელს საერთო კრებაზე თავის ინტერესებთან უშუალოდ დაკავშირებული წინადადების წინააღმდეგ აქვს ხმა მიცემული, მაგალითად „რეორგანიზაციასთან, წესდებაში ცვლილებებთან და ა.შ., მაგრამ აღნიშნული წინადადებები ხმათა უმეტესობით მაინც იქნა მიღებული.

აქციის ფასის დივიდენდური მოდელები: აქციის შეფასების საჭიროება. კორპორაციის ფინანსური მენეჯმენტის პრაქტიკაში ხშირად ჩნდება ამა თუ იმ აქციის ფასის ობიექტური შეფასების საჭიროება. კერძოდ, ასეთი შეფასება გვეხმარება გავარკვიოთ:

- რა ფასით უნდა გამოუშვან აქციები მათი განთავსებისას;

- რამდენი შეიძლება ღირდეს არაკოტირებადი კომპანიის აქცია ბიზნესის შეფასების, საგირავნო ღირებულების, ვალის რესტრუქტურიზაციის, შერწყმისა და მიერთების ეფექტის პროგნოზირების საკითხების გადაწყვეტისას;

- რამდენად ადეკვატურად აფასებს ბაზარი კომპანიის აქციებს, რომელთაც ბაზარზე კოტირება გააჩნიათ. თუ საბაზრო ფასი უფრო მაღალია შეფასებითზე, აქცია გადაფასებულად ითვლება და მისი კურსი, ალბათ, დაიწვეს.

საერთო მიდგომა აქციის შეფასებისადმი. მუდმივი დივიდენდის მოდელი. გასათვალისწინებელია ის გარემოება, რომ აქციის ფასის ზუსტი წინასწარმეტყველება შეუძლებელია ფორმულის მიხედვით, შეიძლება კურსის საორიენტაციო დონე დადგინდეს, რომლის ირგვლივ, თეორიულად, ფასი უნდა ივლებოდეს. თუ ინვესტორის შემოსავლებს და ხარჯებს დიაგრამის სახით წარმოვიდგენთ, შეიძლება დავინახოთ, რომ აქციის ფასი ტოლი უნდა იყოს მასზე მოსალოდნელი დივიდენდების დისკონტირებული თანხისა. აღნიშნული შეიძლება უცნაურად მოგვეჩვენოს, რამდენადაც ინვესტორი, დებს რა აქციებში ფულს, ხშირად იმელოვნებს საკურსო ღირებულების უფრო მეტ ნაზარდზე, ვიდრე დივიდენდებზე. თუმცა, რამდენადაც ნებისმიერი აქციის მიხედვით გადასახდელი შემოსავლის ერთადერთი სახეობა არის დივიდენტი, საკურსო ღირებულების ნაზარდი, წარმოადგენს რა აქციაზე მოთხოვნის ცვლილებას, საბოლოოდ სამომავლო დივიდენდების გადახდის და სიდიდებთან მიმართებაში ცვლილების პერსპექტივებს გამოხატავს.

მოდელი DDM. ფულადი ნაკადის თვალსაზრისიდან გამომდინარე ასეთი აქცია ჩვეულებრივ პერპეტუიტს წარმოადგენს. აქედან პრივილეგირებული აქციის ფასი P ტოლია:

$$P = \frac{DPS}{k},$$

სადაც: DPS არის ყოველწლიური დივიდენდი აქციის მიხედვით, მოსალოდნელი მომავალში, ლარებში;

k – არის შემოსავლიანობის განაკვეთი ალტერნატიული დაბანდების მიხედვით რისკის ისეთივე დონით, როგორც მოცემულ აქციებში დაბანდებების რისკი, ერთ. წილებში.

მაგალითი 13:

პრივილეგირებული აქცია ნომინალით 20 ლარი გამოშვებულია ფიქსირებული დივიდენდის 10% წლიური განაკვეთით. შემოსავლიანობის საჭირო დონე, რომელიც მოცემული აქციის რისკს შეესაბამება, შეადგენს 20% წლურს ლარებში. რა კურსით გაიყიდება მოცემული აქცია?

$$P = \frac{DPS}{k} = \frac{20\text{ლარი} \times 10\%}{20\%} = 10 \text{ ლარს.}$$

DGM, ანუ გორდონის მოდელი ($P = \frac{DPS}{k - g}$). დაეუშვათ,

რომ აქციის მიხედვით დივიდენდი არამუდმივია, ხოლო აქცია წარმოადგენს ჩვეულებრივს. შესაძლებელია თუ არა, ამ შემთხვევაში ანალოგიური სახით შეფასდეს მისი კურსი?

დაეუშვათ, რომ შესაძლებელია დივიდენდის ნაზარდის საშუალო წლიური ტემპის ორიენტირებულად შეფასება, რომელიც მუდმივია დროის განხილულ (ანუ პირობითად უსასრულო) ინტერვალში. ასეთი დაშვება შეიძლება სამართლიანი იყოს სტაბილურ კომპანიასთან მიმართებით, რომელსაც ტრადიციულ ბაზარზე შედარებით მუდმივი წილი გააჩნია. ასეთი ტიპის ბაზარი იზრდება ეკონომიკასთან ერთად მთლიანობაში. მაგრამ, რამდენადაც არანაირი ნიშან-თვისებები არ არსებობს, რომ მომავალში კომპანია თავის საბაზრო წილს კონკურენტებს დაუთმოვს ან, პირიქით, უსასრულო

პერიოდში გაზრდის საკუთარ წილს, ასეთი კომპანიის შემოსავლებისა და დივიდენდების ნაზარდი გ ტემპით განხორციელდება, რომელიც მიახლოებით მშპ (მთლიანი შიდა პროდუქტის) ნაზარდის ტემპის ტოლი იქნება. ასეთი კომპანიის აქციის შეფასებისათვის შეიძლება DGM მოდელი, ანუ გორდონის ფორმულა გამოვიყენოთ, რომელიც ყველაზე მარტივი სახით შემდეგნაირად გამოიყურება:

$$P = \frac{DPS}{k - g} = \frac{DPS_0 \times (1 + g)}{k - g},$$

სადაც: g არის დივიდენდის ნაზარდის ტემპი;

DPS , DPS_0 – დივიდენდი, შესაბამისად, მოსალოდნელი შემდეგ პერიოდში და ამჟამად უკვე გადახდილი;

k – ალტერნატიული შემოსავლიანობის განაკვეთი რისკის ისეთივე დონით, როგორიც მოცემული აქცია, ერთ. წილებში.

მაგალითი 14:

კომპანია A-ს აქციის მიხედვით, დივიდენდის ნაზარდის ტემპი წინა წლებში შეადგენდა $g=3\%$, რაც მშპ-ის ნაზარდის საშუალო წლიურ ტემპს შეესაბამება. კომპანია სტაბილურია, დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტი (დივიდენდების წილი მოგებაში), ასევე სტაბილურია და 50%-ის ტოლია.

მომავალ წელს მოსალოდნელი კომპანიის მოგება EPS (earnings per share) აქციაზე 24 ლარის ტოლია. საჭიროა განისაზღვროს აქციის კურსი, თუ მისი შემოსავლიანობის საჭირო დონე საბაზრო მონაცემების მიხედვით 15% წლიურს შეადგენს. აქციის კურსი დივიდენდური ზრდის მოდელის მიხედვით განსვსაზღვროთ:

$$P = \frac{DPS}{k - g} = \frac{24 \text{ ლარი} \times 0,5}{0,15 - 0,03} = 100 \text{ ლარი აქციაზე.}$$

3.2. ობლიგაციები და მათი შეფასება

ობლიგაცია არის ინვესტორის (მფლობელის, ობლიგაციონერის) მიერ ფულადი სახსრების გასესხებისთვის ემიტენტისათვის (სახელობითი ან წარმომადგენელზე) დადასტურებული ფასიანი ქაღალდი, რომელიც შეიძლება ნებისმიერმა საწარმომ, რიგი ფორმის მიუხედავად, გამოუშვას. ის საგანგებოდ შეთანხმებული ხერხით (ჩვეულებრივ ობლიგაციის ნომინალური ღირებულებიდან ფიქსირებული პროცენტის სახით) ემიტენტის მოგებაში მონაწილეობაზე უფლებას იძლევა.

აქციებთან აღნიშნული მიმართებით „უფროსი“ ქაღალდებია: რამდენადაც მათი მფლობელის – კრედიტორის (და არა საწარმოს თანამფლობელის) პრეტენზიები ემიტენტის გაკოტრების შემთხვევაში დაკმაყოფილდება უფრო ადრე, ვიდრე მოცემული კომპანიის აქციონერებისა. შესაბამისად, სესხის (ობლიგაციის გამოშვების) განათავსების გზით საწარმოს მიერ აკუმულირებული სახსრები არა საკუთარ, არამედ ნასესხებ (ძირითადად ისინი გრძელვადიანი სახსრებია) სახსრებს წარმოადგენენ.

ობლიგაციების თავისებურებები. ქვეყნის კანონების შესაბამისად, ობლიგაციები შეიძლება გამოუშვან:

- როგორც სახელობითი ან როგორც წარმომადგენლობითი ფასიანი ქაღალდები;
- უზრუნველყოფით (გირათი, მესამე პირების გარანტიებით) და დამატებითი უზრუნველყოფის გარეშე;
- კონვერსიის, ანუ ობლიგაციის კორპორაცია – ემიტენტის აქციის გარკვეულ რიცხოვნობაზე გაცვლის უფლებით და ასეთის გარეშე.
- დაფარვის სხვადასხვა შესაძლებლობით – ფულადი ფორმით ან ქონებით, ერთდროულად ან თანმიმდევრულად (ცალკეული სერიებით), ზუსტად ვადაში ან ემიტენტის მიერ ვადამდე გამოწვევის უფლებით.

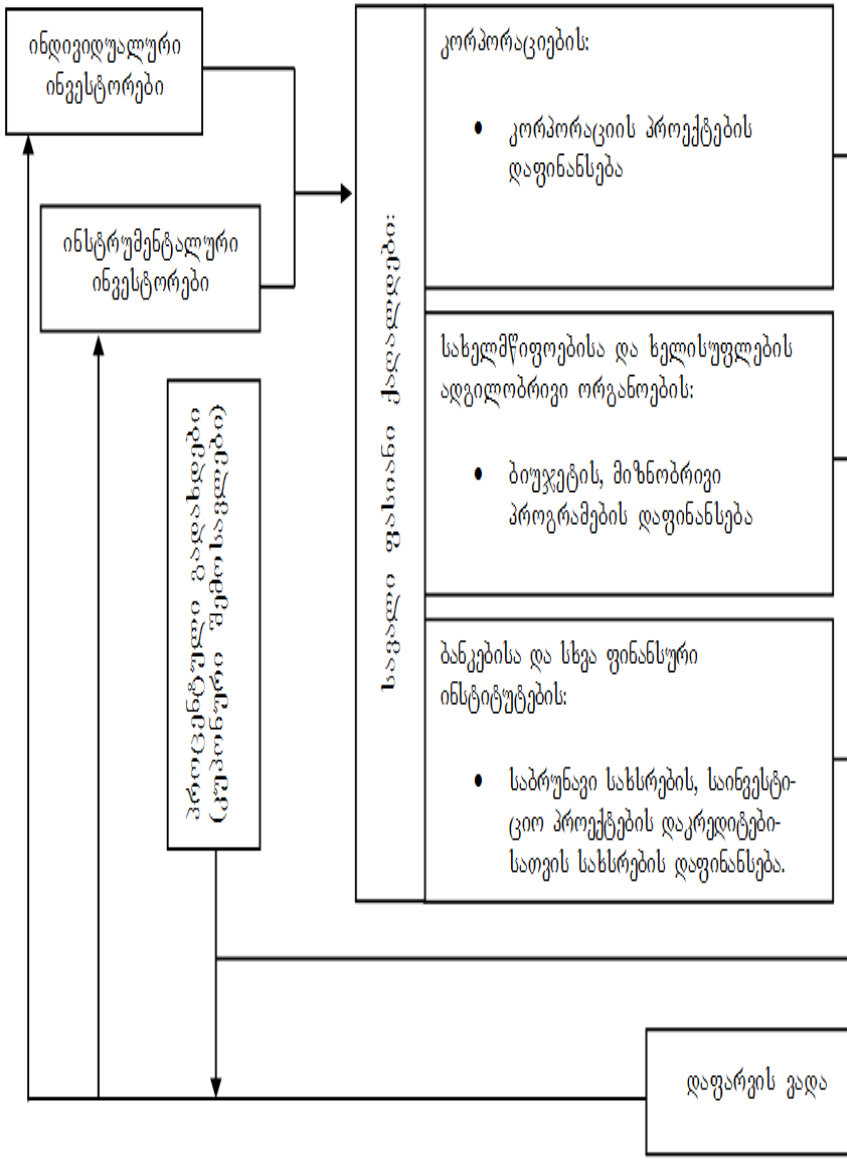
ყოველივე ზემოაღნიშნული გამოშვების პირობებში უნდა იყოს გათვალისწინებული.

ობლიგაციების გამოშვება. ობლიგაციის გამოშვების შესაძლებლობა დამატებითი გარანტიების გარეშე წარმოიშობა საწარმოებში, რომელთაც საქმიანობის არანაკლებ სამი წლის გამოცდილება გააჩნიათ. თუ დამატებითი უზრუნველყოფა არ არის წარმოდგენილი, გამოშვების მოცულობა გადახდილი საწესდებო კაპიტალის სიდიდით იზღუდება.

ობლიგაციის გამოშვების ორგანიზაცია ემიტენტის ღირექტორთა საბჭოს გადაწყვეტილების მიხედვით ხორციელდება. აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების განთავსების ვადების ვარირება შესაძლებელია. შესაძლებელია, ასევე, მოკლევადიანი ობლიგაციების გამოშვება (მათი დაფარვა ერთი წლის ან ნაკლებ ვადაში უნდა განხორციელდეს) და გრძელვადიანების, დაფარვის ერთ წელზე მეტი ვადით. თვით გამოშვების პროცედურა ისეთივეა, როგორიც აქციების გამოშვებისთვისაა გათვალისწინებული.

გრძელვადიანი ობლიგაციების მიხედვით, შემოსავლის პროცენტი შეიძლება სხვადასხვა იყოს, თუმცა მთლიანობაში იგი უფრო მაღალია, ვიდრე მოკლევადიანებისა, იმის გამო, რომ ასეთი ქაღალდები უფრო რისკიანებია და რისკის უმეტესი ხარისხის კომპენსაცია შემოსავლების მაღალი ხარისხით ხორციელდება.

ქვემოთ მოცემული ნახაზი (ნახაზი 3.1.) კორპორაციულ ობლიგაციებში ინვესტირების პროცესის ილუსტრირების თვალსაჩინო მაგალითს წარმოადგენს.



ნახაზი 3.1. ინვესტირება ობლიგაციებში

ობლიგაციების ძირითადი მახასიათებლები.
ობლიგაციების, როგორც ინვესტირების ობიექტის ძირითად მახასიათებლებს წარმოადგენენ:

- კუპონი (მისი არსებობა, ტიპი, დარიცხვის ხერხი);
- დაფარვა (შემოსავლის გადახდის ვადა და რეჟიმი);
- რეიტინგის მხარდაჭერასთან დაკავშირებული გამოშვების პირობების დებულებები (ემიტენტის ნეგატიური და დამამთავრებელი ვალდებულებები);
- ჩამოშენებული ოფციონერები (ემიტენტის და ობიგაციის მფლობელის დამატებითი შესაძლებლობები);
- ფასი (სუფთა და დასვრილი ფასი, კოტირება).

აღნიშნული მახასიათებლები უფრო დეტალურად განვიხილოთ:

კუპონი არის ობლიგაციების მიხედვით მიმდინარე შემოსავალი, რომელიც განისაზღვრება ობლიგაციის ნომინალური ფასიდან წლიურ პროცენტებში და დაირიცხება წელიწადში ერთხელ, ნახევარ წელიწადში ან კვარტალში. გარდა ამისა, ობლიგაციებს შეიძლება კუპონი საერთოდ არ გააჩნდეს და მაშინ **უკუპონოს** უწოდებენ. გადასახადებს კუპონურ შემოსავლებს ამტკიცებს ემიტენტი, ამიტომ მსოფლიო პრაქტიკაში ასეთი გადასახადები კლასიფიცირდებიან, როგორც დაკავებადები (witholding taxes).

მაგალითი 15:

კორპორაციის ობლიგაცია ნომინალით 10 ლარი კოტირდება ფასით 99% ნომინალიდან. კუპონი წლიური 10%-იანი განაკვეთის მიხედვით გადაიხდება ნახევარ წელიწადში ერთხელ. როგორია ერთი ნახევარწლიური კუპონური გადახდის თანხა? რა თანხას მიიღებს კორპორაცია – ერთი ობლიგაციის მფლობელის ანგარიშზე (გადასახადი კუპონურ შემოსავალზე შეადგენს 9%-ს)?

ამოხსნა:

ნახევარწელიწადში დარიცხული კუპონი:

$$10 \text{ ლარი} \times 10\% : 2 = 0,5 \text{ ლარს.}$$

გადარიცხული თანხა დაკავებული გადასახადის გამოკლებით:

$$0,5 \text{ ლარი} \times (1 - 0,09) = 0,455 \text{ ლარს.}$$

კუპონების დარიცხვის ხერხის მიხედვით, სავალო ფასიანი ქაღალდები იყოფა **ობლიგაციებად ფიქსირებული შემოსავლებით** (რომელთა გადასახადების თანმიმდევრობა და სიდიდე გამოშვების პირობებით არის განსაზღვრული) და **ობლიგაციებად მცურავი კუპონებით**, რომელთა სიდიდე წინასწარ ცნობილი არ არის.

უკუპონო ობლიგაციებს არ აქვთ კუპონი და იფარებიან ნომინალის მიხედვით. ობლიგაციები დაგროვებადი კუპონით განსხვავდება იმით, რომ მათზე კუპონი დაფარვამდე ვადის განმავლობაში დაირიცხება, მაგრამ მისი თანხა დაფარვისას გადაიხდება. მზარდი კუპონიანი ობლიგაციების მიხედვით დროში არაერთნაირი კუპონები გადაიხდება, მაგრამ მათი სიდიდე წინასწარაა ცნობილი. ბოლოს, განვადებული კუპონური გადახდების გადახდა იწყება არა მაშინათვე, არამედ ობლიგაციის გამოშვებიდან გარკვეული დროის შემდეგ. ამასთან, კუპონების დარიცხვა შეიძლება გახორციელდეს ობლიგაციის არსებობის დასაწყისიდან, ხოლო შემდეგ დაგროვებული კუპონის გადახდიდან გარკვეული დროის შემდეგ (და შემდგომ ჩვეულებრივი კუპონური გადახდები წავა). სხვა შემთხვევაში, კუპონები გამოშვების თარიღის შემდეგ გარკვეული დროის განმავლობაში კიდევაც დაირიცხება და კიდევაც გადაიხდება.

კუპონი მცურავი განაკვეთებიანი ობლიგაციების მიხედვით, ჩვეულებრივ დაიყოფა ორ ნაწილად – **ფლოატერი** (ცვალებადი ნაწილი) და **მარჟა** (მუდმივი ნაწილი). ობლიგაციის მთლიანად არსებობის განმავლობაში მუდმივი ნაწილი უცვლელი რჩება. ფლოატერი ბაზრის მდგომარეობიდან გამომდინარე იცვლება. შესაძლოა მისი შემდეგი მოდიფიკაციები:

- პროცენტული საბაზისო განაკვეთი ბანკთაშორისი კრედიტების მიხედვით, მაგალითად LIBOR, FIBOR, MIBOR და ა.შ.;

- კუპონის არაპროცენტული ინდექსაცია (მაგალითად, ნავთობზე ფასების ინდექსზე, ინფლაციის ინდექსზე დამოკიდებულებაში);

- კუპონის პერიოდული გადახედვა სავალო ბაზრის სხვა სექტორზე შემოსავლიანობიდან გამომდინარე (მაგალითად, კვარტალური კუპონი), გრძელვადიანი ვალდებულებების მიხედვით შეიძლება სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებების ბაზარზე დაფარვისას შემოსავლიანობისაგან დამოკიდებულებით კვარტალში ერთხელ გადაანგარიშდეს.

მაგალითი 16:

დავუშვათ, რომ კორპორაციის ევროობლიგაციების მიხედვით გადაიხდება კუპონი განაკვეთით LIBOR + 2,5%. კუპონის გადახდა ნახევარ წელიწადში ერთხელ ხორციელდება. როგორი იქნება კუპონის ერთი გადახდა, თუ განაკვეთი LIBOR ფიქსაციის მომენტისათვის 4,5%-ის ტოლია?

ამოხსნა:

$$(LIBOR+2,5):2=(4,5\%+2,5\%):2=3,5\% \text{ ნომინალიდან.}$$

ობლიგაციის დაფარვა. ობლიგაციის დაფარვის ორგანიზება შეიძლება, ასევე, სხვადასხვა ხერხით. ობლიგაციები შეიძლება დაიფაროს ერთჯერადი გადახდით ან სერიებით (ამ შემთხვევაში გამოშვება დაიყოფა სერიებად, რომელთაგან თითოეულს დაფარვის საკუთარი ვადები ექნება). ამორტიზებული ობლიგაციების დაფარვა ხორციელდება არა ერთი თანხით – მათი დაფარვა დროშია განაწილებული. ბოლოს, ობლიგაციები შერჩევითი დაფარვით შეიძლება სპეციალურად ფორმირებული ფონდიდან შემთხვევითი სახით, ლატარიის პრინციპის მიხედვით დაიფაროს.

გამოშვების პირობის დებულებები. ობლიგაციის რეიტინგის მხარდაჭერისათვის მათი გამოშვების პირობებში

საკრედიტო რისკის შემზღუდავი სხვადასხვა დებულებები შეაქმნა. როგორც უკვე იყო ნათქვამი, ობლიგაციები შეიძლება კორპორაციის აქტივებთან ან მესამე პირის გარანტიებით იყოს უზრუნველყოფილი. გარდა ამისა, ემიტენტთან მიმართებით შეიძლება სახელშეკრულებო შეზღუდვები მოქმედებდეს, რომლებიც დაიყოფა ორ ნაწილად :ნეგატიურებად (negative) და დამამთავრებლებად (affirmative). პირველი ემიტენტს იმ გარკვეული ქმედებების განხორციელებას უკრძალავს, რომლებიც მოცემული ობლიგაციის რეიტინგს ამცირებენ (მაგალითად, არ შეიძლება გირაოს საგნის გაყიდვა, ასეთივე ან უფრო პრიორიტეტული პირობებით ახალი სესხების გამოშვება , დაბრუნებადი ლიზინგი და ა.შ.). მეორე ემიტენტზე გარკვეულ ვალდებულებებს აკისრებს ისეთები, როგორიცაა ფინანსური ბერკეტის დონის შეზღუდვის დაცვა, გადაფარვის გარკვეული კოეფიციენტების მხარდაჭერა, გარკვეული ზომიერებით სესხისა და პროცენტების დაფარვისათვის ფონდის ფორმირება და სხვა.

ჩაშენებული ოფციონები. ჩვეულებრივი ობლიგაცია ,თავისთავად ,პრინციპალისა და პროცენტის (კუპონის) თანხის გარკვეულ ვადებში გადახდასთან დაკავშირებით ემიტენტის მიერ გაფორმებულ ვალდებულებას წარმოადგენს. თუმცა, ობლიგაციების ზოგიერთი ნაირსახეობები, ასევე, ითვალისწინებენ ვალდებულებებისა და უფლებების გარკვეულ პირობებს, რომლებიც შეიძლება ან ემიტენტს, ან ობლიგაციის მფლობელს მიაკუთვნონ. ასეთ უფლებებს **ჩაშენებულ ოფციონებს** უწოდებენ.

ასე, მაგალითად, ემიტენტისათვის ოფციონები შეიძლება იყოს:

- პრინციპალის ადრეული გადახდის უფლება ნომინალის მიხედვით (ანუ ემიტენტის სურვილის მიხედვით ვადამდე ადრე დაფარვის შესაძლებლობა);

- ნომინალზე მაღალი ფასის მიხედვით „რეალიზებადის“ ვადაზე ადრე გამოთხოვის (ანუ გამოთხოვაზე პრემიის) უფლება;

- კეპი მცურავ საპროცენტო განაკვეთზე (ანუ უშვებენ ობლიგაციას მცურავი განაკვეთით, მაგრამ უდგენენ „კეპს“ – საკუპონე განაკვეთის ზრდის ზღვარს).

ობლიგაციების მფლობელისათვის ოფციონებს წარმოადგენენ:

- ობლიგაციის ვადამდე ადრე დაფარვის უფლება მათი სურვილის მიხედვით;

- ვარიანტი, ანუ ობლიგაციის მფლობელის უფლება მომავალში აქციის გარკვეული რაოდენობა იყიდოს აღსრულების ფიქსირებული ფასის მიხედვით;

- ობლიგაციის კონვერსიის უფლება აქციის გარკვეულ ფიქსირებულ რაოდენობაში მომავალში;

- ფლორი მცურავ საპროცენტო განაკვეთზე (ანუ გამოშვება ობლიგაცია მცურავი განაკვეთით, მაგრამ უდგინდება „ფლორი“ – კუპონური განაკვეთის ზღვრულად მინიმალური დონე).

ემიტენტის ოფციონები ჩვეულებრივ, ობლიგაციის ფასს ამცირებს ოფციონის გარეშე მის ჩვეულებრივ ანალოგთან შედარებით; მფლობელის ოფციონები, პირიქით, სხვა დანარჩენი ტოლი პირობების ობლიგაციის ფასს ამაღლებს.

ობლიგაციის მეორადი ბაზარი და მასზე ინვესტორის საქმიანობა. ობლიგაციის უმსხვილეს ბაზარს გლობალური ევრობაზარი წარმოადგენს. ინვესტორის საქმიანობა მასზე შემდეგნაირად ხორციელდება: ინვესტორი ავალებს თავის ბროკერს „მოთხოვნისა და მიწოდების“ ფასების შესახებ მონაცემების მისაღებად, ევრობონდების (ანუ ევროობლიგაციების) კოტირებადი ბაზრის რამდენიმე მარკეტ-მეიკერს დაუკავშირდეს. შემდეგ შეიძლება, გარიგებები საუკეთესო ფასების მიხედვით განხორციელდეს. თუ

მაგალითად, ობლიგაციის შეძენის მაქსიმალური ფასი და მიწოდების მინიმალური ფასი 93-93,5-ის ტოლია, ხოლო ევრობონდების ნომინალი 1000 დოლარია, აღნიშნული ნიშნავს, რომ იგი იყიდება 935 დოლარად, ხოლო მისი შეძენა შეიძლება – 930 დოლარად.

ევრობონდები იყიდება და შეისყიდება მეორად ბაზარზე დაგროვებული კუპონის („cum coupon“) მეთოდის მიხედვით. აღნიშნული ნიშნავს, რომ კოტირება ასახავს მხოლოდ „სუფთა“ ფასს, რომელიც გაწმენდილია მიმდინარე კუპონის ზემოქმედებისაგან. და როდესაც ხორციელდება გარიგება, მყიდველი გამყიდველს არა მარტო სუფთა ფასს უხდის, არამედ ობლიგაციის ფლობის დროს პროპორციულად კუპონის ბოლო გადახდის მომენტიდან გასულ პერიოდზე კუპონური შემოსავლის კომპენსაციასაც ახორციელებს. ევრობონდის გადახდის თარიღი ჩვეულებრივ გარიგების დადასტურების მომენტიდან შვიდ დღეს შეადგენს.

მაგალითი 17:

ინვესტორი ყიდულობს 100 ევრობონდს 1000 დოლარის ნომინალით. კუპონი შეადგენს 12% წლიურს. მიწოდების ფასი, რომლის მიხედვით ხორციელდება შეძენა, 93,5-ის ტოლია (ობლიგაციები, ჩვეულებრივ, კოტირდება პროცენტებში ნომინალიდან). შეძენილი ობლიგაციის გადახდა ხორციელდება ბოლო კუპონის გადახდის 175 დღის შემდეგ (წელიწადში – 360 დღეა გათვალისწინებული). საჭიროა მყიდველის მიერ გადახდილი საერთო თანხა დაანგარიშდეს.

ამოხსნა:

ევრობონდების სუფთა ფასის გადახდა:

$1000 \text{ დოლარი} \times 100 \text{ ცალზე} \times 93,5 : 100 = 93500 \text{ დოლარს.}$

დაგროვებული კუპონის გადახდა:

$100 \times 1000 \text{ დოლარი} \times 0,12 \times 175 : 360 = 5833,33 \text{ დოლარს.}$

ჯამი გადახდის თანხის: $93500 + 5833,33 = 99333,33 \text{ დოლარი.}$

ობლიგაციის ფასის განსაზღვრისადმი მეთოდური მიდგომა. ობლიგაციის ბაზარზე მუშაობისას, პროფესიონალ მონაწილეს (მარკეტმეიკერს) ვაჭრობის უზრუნველყოფელ ელექტრონულ სისტემაში ამა თუ იმ სახის ფასიანი ქაღალდების შეძენა-გაყიდვასთან დაკავშირებით საკუთარი წინადადებები შეჰყავს. იგი ამას კოტირებად ფასიან ქაღალდზე მოთხოვნის (bid) და მოწოდების (offer) ფასის მითითებით ახდენს. გარდა ამისა, იგი უთვალთვალებს მისთვის საინტერესო ობლიგაციებზე სხვა მარკეტ-მეიკერების მიერ განხორციელებულ კოტირებებს იმ მიზნით, რომ თუ ფასი მისაღები იქნა, გარიგება განახორციელოს. ამიტომ ობლიგაციის ანალიზისას ინვესტორის მიერ გადასაწყვეტ ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს საკითხს მაქსიმალური ფასის შეფასება წარმოადგენს, რომლის მიხედვით ხდება მისი შეძენა . ობლიგაციის გამყიდველი კი დაინტერესებულია იმით, რომ ფასი მეტად მცირე არ იყოს. ინვესტორისათვის იგი უნდა იყოს ისეთი, რომ მან შემოსავლიანობის მისაღები მინიმალური დონე უზრუნველყოს. ამიტომ ობლიგაციის ფასი გარიგებებისას ბოლო პერიოდში მისგან ყველა შემონატანი დისკონტირებული თანხის დონეზე დაიანგარიშება და მიიღება. დისკონტის განაკვეთის სახით ალტერნატიული დაბანდების განაკვეთი მიიღება საკრედიტო რისკის ისეთივე დონითა და ვადით, როგორიცაა მოცემული ობლიგაცია.

ჩვეულებრივი კუპონური ობლიგაციის ფულადი ნაკადი და ფასი. ჩვეულებრივი კუპონური ობლიგაციის შეძენასთან და ფლობასთან დაკავშირებულ ფულად ნაკადს განვიხილავთ, შეიძლება დავინახოთ, რომ იგი შედგება სამი შემადგენლისაგან:

- უარყოფითი ნაკადისაგან, რომელიც ობლიგაციის შეძენისას მისი ფასის გადახდასთან არის დაკავშირებული;
- ანუიტეტისაგან, რომელიც ობლიგაციის მფლობელზე კუპონური შემოსავლის გადახდისაგან შედგება;

- ერთჯერადი გადახდისაგან დაფარვის მომენტში (ჩვეულებრივ, აღნიშნული ფასიანი ქაღალდის ნომინალური ღირებულების გადახდა) (იხ. ნახ. 3.1.).

როგორც ფულის დროითი ფასეულობის პრინციპიდან გამომდინარეობს, რომ ფულადი ნაკადების მიხედვით შემოსავლები საჭირო განაკვეთი i -ს ტოლი იყოს, საჭიროა, რომ ამ განაკვეთით დისკონტირებული ფულადი გადინებები დისკონტირებული ფულადი შემოდინებებით იქნეს კომპენსირებული. აქედან ობლიგაციის ფასი კუპონების დაყვანილი სიდიდისა და დასაფარავი გადახდის ჯამის ტოლი უნდა იყოს. კუპონური ობლიგაციის ფასი განისაზღვრება ფორმულით:

$$P = N \times C \times A_{ni} + \frac{N}{(1+i)^n},$$

სადაც: P არის ობლიგაციის ფასი;

N – ნომინალური ღირებულება, რომელთან მიმართებითაც განისაზღვრება კუპონი;

c – კუპონური შემოსავლიანობის განაკვეთი (ერთ. წილში);

A_{ni} – ჩვენთვის ცნობილი ფუნქცია, რომლის მიხედვითაც ანიუტეტი დისკონტირდება;

i – შემოსავლიანობის საჭირო დონე, ან ალტერნატიული დაბანდების განაკვეთი ისეთივე ვადით და საკრედიტო რისკით, როგორც მოცემული ობლიგაცია;

n – ობლიგაციის ვადა დაფარვამდე.

მაგალითი 18:

კუპონური ობლიგაციის დაფარვამდე ვადა ხუთი წელია. კუპონი გადაიხდება წელიწადში ორჯერ განაკვეთით 12% წლიური, დაფარვა ნომინალის მიხედვით ხორციელდება. რამდენი უნდა ღირდეს ასეთი ობლიგაცია (პროცენტებში ნომინალთან მიმართებით), რომ 14%-იანი წლიური შემოსავლიანობა იქნეს უზრუნველყოფილი?

პირობის მიხედვით $n=5$ წელი $\times 2$ გადახდა წელიწადში – 10 ნახევარწლიურ გადასახადს; $c = 12\%$ წლიური : 2 ნახევარწელზე = 6 % ნახევარი წლის; ნომინალი $N = 100\%$ -ს.

რამდენადაც ალტერნატიული შემოსავლიანობის განაკვეთი განსაზღვრულია როგორც წლიური, ხოლო გადახდები ხორციელდება ნახევარ წელიწადში ერთხელ, 14%-იანი წლიური განაკვეთიც ასევე ნახევარწლიურში უნდა იქნეს გადაყვანილი. პრაქტიკაში იგი ხშირად წლიური განაკვეთის ორზე გაყოფის გზით გადაჰყავთ. მაგრამ სწორი იქნებოდა გათვალისწინებული ყოფილიყო, რომ დისკონტირება **რთული პროცენტების** განაკვეთის მიხედვით ხორციელდება, ამიტომ, აქედან გამომდინარე, აღნიშნული რთული პროცენტების განაკვეთი უნდა იყოს.

ამოცხსნათ ამოცანა, თუ როგორი უნდა იყოს რთული პროცენტების ნახევარწლიური განაკვეთი, რომ ინვესტორისათვის 14%-იანი წლიური შემოსავლიანობა იქნეს უზრუნველყოფილი? თუ ამ განაკვეთს X -ით აღვნიშნავთ, მივიღებთ:

$$(1 + x)^2 = 1 + 0,14$$

საიდანაც: $i = x = \sqrt{1 + 0,14} - 1 = 6,771\%$.

ობლიგაციის ფასი ტოლი იქნება:

$$P = 0,06 \times 100 \times A_{10;0,06771} + \frac{100}{(1 + 0,06771)^{10}} = 94,53\%$$

ნომინალიდან.

ანუ, ობლიგაცია გაიყიდება დისკონტით (ფასდაკლებით ნომინალისადმი), რომელიც ტოლია $100 - 94,53 = 5,47\%$.

იმის გათვალისწინებით, რომ ობლიგაციების კოტირება საერთაშორისო ბაზარზე ხშირად განისაზღვრება ნაბიჯით $1/8$, მოთხოვნის ფასი ინვესტორისათვის, რომელსაც ობლიგაციის მიხედვით არანაკლები 14%-იანი წლიური შემოსავლიანობის მიღება უნდა, შეადგენს 94 და $4/8$, ან 94,5-ს.

კუპონური ობლიგაციების გარდა ბაზარზე, როგორც ვიცით, ხშირად გვხვდება ობლიგაციები, რომელთა მიხედვით კუპონები არ გადაიხდება. აღნიშნული ობლიგაციები იყიდება ფასდაკლებით ნომინალთა მიმართებაში, ანუ დისკონტით, ხოლო ივარებიან ნომინალური ღირებულების მიხედვით, და ამით ინვესტორისათვის შემოსავლის უზრუნველყოფა ხორციელდება. რამდენადაც ასეთი ობლიგაციებიდან ფულადი ნაკადი მხოლოდ დაფარვადი გადახდისაგან შედგება, აღნიშნული ობლიგაციის ფასი მისი დაყვანილი ფასეულობის ტოლი იქნება. **უკუპონო ობლიგაციის ფასი** განისაზღვრება ფორმულით:

$$P = \frac{N}{(1+i)^n}$$

მაგალითი 19:

უკუპონო ობლიგაციები გამოშვებულია ხუთი წლით. შემოსავლიანობის საჭირო დონე შეადგენს 14% წლიურს. საჭიროა განისაზღვროს დისკონტის სიდიდე ნომინალისადმი პროცენტებში.

ასეთი ობლიგაციის ფასი განისაზღვრება შემდეგი სახით:

$$P = \frac{N}{(1+i)^n} = \frac{100}{(1+0,14)^5} = 51,94\%$$

ნომინალიდან.

ანუ, ობლიგაცია უნდა იყიდებოდეს დისკონტით (100–51,9448,06%) ობლიგაციის ნომინალიდან. ობლიგაციის კოტირების ზემოთ მითითებული პრინციპის გათვალისწინებით, მისი ფასი შეიძლება 51 და 7/8-ის ტოლი იყოს.

კუპონური და უკუპონო ობლიგაციების ფასებისა და შემოსავლიანობების კავშირი. კუპონური და უკუპონო ობლიგაციების ფასებს შორის და, შესაბამისად, მათ შემოსავლიანობებს შორის ურთიერთკავშირი არსებობს. აღნიშნული ურთიერთკავშირი თითოეული კუპონური

ობლიგაციის მიხედვით დაფარვისას შემოსავლიანობისათვის (YTM) მისი უკუპონო ექვივალენტის მოძიების შესაძლებლობას იძლევა. ამრიგად, დასახული ტიპისა და რეიტინგის ობლიგაციებისათვის შეიძლება უკუპონო განაკვეთების დროითი სტრუქტურა-უკუპონო შემოსავლიანობის დაფარვამდე ვადებისაგან დამოკიდებულება იქნას განსაზღვრული. ასეთი გაანგარიშებების ლოგიკა ქვემოთ მოყვანილ მაგალითზეა ილუსტრირებული.

მაგალითი 20:

დაეუშვათ, რომ ფინანსურ ბაზარზე კუპონურ და უკუპონო ობლიგაციების შემოსავლიანობის დაფარვამდე ვადებთან შემდეგი დამოკიდებულება ჩამოყალიბდა (ცხრ. 3.1).

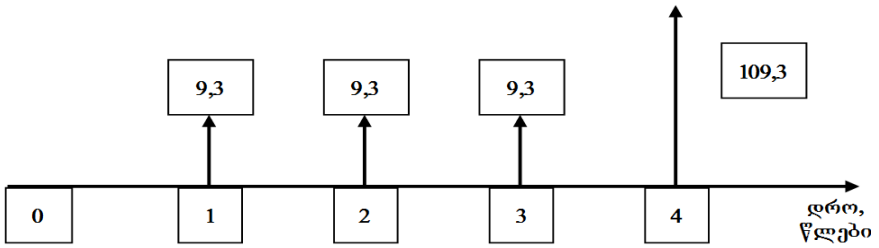
კუპონური და უკუპონო ობლიგაციების შემოსავლიანობის დაფარვამდე ვადებთან დამოკიდებულება

ვადა დაფარვამდე წელი	კუპონური ობლიგაციების YTM (კუპონი გადაიხდება ერთხელ წელიწადში წლის ბოლოს), %	უკუპონო ობლიგაციების შემოსავლიანობა, %
1	7	7
2	8	8,04
3	8,8	8,9
4	9,3	7

კომპანია გეგმავს გამოუშვას უკუპონო ობლიგაცია ოთხი წლის ვადით. რა განაკვეთის ქვეშ შეუძლია მას აღნიშნული გააკეთოს?

ამოხსნა:

ნომინალისა და კოტირებადი ოთხწლიანი ობლიგაციის მიხედვით, ფულადი ნაკადები წარმოდგენილია ნახაზ 3.1-ზე.



ნახაზი 3.1. ფულადი ნაკადები ნომინალისა და კოტირებადი ოთხწლიანი ობლიგაციის მიხედვით

დისკონტირება მოვახდინოთ სამი შუალედური გადახდის – კუპონის პირველი, მეორე და მესამე წლებში ნულოვანი მომენტისადმი უკუპონო მისაღები განაკვეთების მიხედვით და გამოვიყენოთ მათი თანხა, მივიღებთ;

$$PV_{1,2,3} = \frac{9,3}{1 + 0,07} + \frac{9,3}{(1 + 0,08)^2} + \frac{9,3}{(1 + 0,088)^3} = 23,86$$

ამრიგად, ასეთი ობლიგაცია სამი ასეთი კუპონით იყიდება 100% ნომინალიდან, უკუპონო ობლიგაცია შუალედური კუპონური გადახდების გარეშე კოტირებადი იქნება ფასით: $100 - 23,86 = 76,14$ დოლარი.

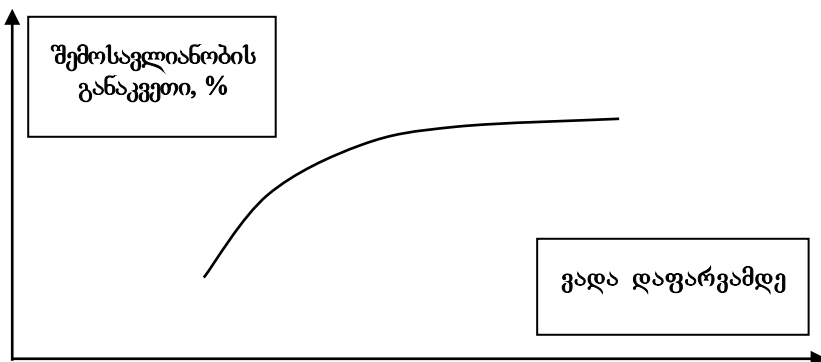
ასეთი ობლიგაციის შემოსავლიანობა შეიძლება მოვიძიოთ ფორმულით:

$$r_{zc} = 4 \sqrt[4]{\frac{109,3}{76,14}} - 1 = 9,46\%$$

შემოსავლიანობის მრუდი. ეკვივალენტური უკუპონო შემოსავლები არის გამოშვების სტანდარტული პირობებამდე „სტანდარტულ უკუპონო ფულად ნაკადამდე დაყვანილი „სუფთა“ შემოსავლები. თუ უკუპონო განაკვეთების დროით სტრუქტურას გრაფიკის სახით წარმოვიდგენთ, მივიღებთ შემოსავლიანობის მრუდს. ის წარმოდგენილია ნახაზზე 3.2, თუმცა, აღნიშნული მისი ერთადერთი ფორმა არ არის.

შემოსავლიანობის მრუდი შეიძლება ასევე იყოს უკუ (ქვევითმავალი), ბრტყელი (ჰორიზონტალური) ან კომბინირებული. საჭიროა კიდევ ერთხელ ხაზგასმას: შემოსავლიანობის მრუდი არის არა დროითი რიგის გრაფიკი, არამედ უკუპონო განაკვეთების დამოკიდებულება დაფარვამდე ვადებისაგან, რომელიც ბაზარზე დროის მოცემულ მომენტშია ჩამოყალიბებული.

შემოსავლიანობის მრუდის განთავსებისა და ფორმის მიხედვით შეიძლება გავიგოთ, თუ პროცენტული განაკვეთების რა დონეს ელოდება ბაზარი მომავალში. ასეთი პროგნოზის მიღების შესაძლებლობის თეორია, ცნობილია „როგორც „მოლოდინის ჰიპოთეზა“.



ნახაზი 32. შემოსავლიანობის მრუდი

მაგალითი 21:

დაეუშვათ, ბაზარზე პროცენტული განაკვეთების თქვენთვის საინტერესო ობლიგაციის ტიპის მიხედვით შემდეგი დროითი სტრუქტურა ჩამოყალიბდა:

ვადა დაფარვამდე, წლები	უკუპონო ობლიგაციების შემოსავლიანობა, %

1	7
2	8,04
3	8,9
4	9,46

რა პროგნოზირებად (ფორვარდულ) განაკვეთს მოელის ბაზარი ორი წლის შემდეგ ორწლიანი დაბანდებების მიხედვით?

ამოხსნა: ინვესტორს, რომელიც სამწლიან პერიოდში აორიენტირებული, შეუძლია:

- დააბანდოს ფული 8,9%-იანი განაკვეთის ქვეშ;
- ინვესტირება მოახდინოს ერთი წლით 7%-იანი განაკვეთის ქვეშ, ხოლო შემდეგ კიდევ ორი წლით უცნობი X%-ის ქვეშ.

თუ ფინანსურ ბაზარზე არბიტრაჟული სიტუაცია არ არის, ერთნაირი რისკის ინვესტირების ორმა ხერხმა ერთნაირი შემოსავლიანობა უნდა მოიტანოს. აქედან გამომდინარე,

$$(1+0,089)^3=(1+0,07) \times (1+X)^2.$$

აქედან $X=9,86\%$.

ამრიგად, ბაზარი ორწლიანი ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით ერთი წლის შემდეგ პროგნოზირებს 9,86%-მდე წლიურს.

მოლოდინის ჰიპოთეზის ფორმალური ჩანაწერი:

$$FR = \sqrt[n]{\frac{(1+r_{n+j})^{n+j}}{(1+r_n)^n}} - 1,$$

სადაც: რ_n არის შემოსავლიანობის უკუპონო განაკვეთი;

რ_{n+j} – ფორვარდული განაკვეთი, რომელიც მოსალოდნელია n წლის ჯ ვადაზე.

განხილული მაგალითის პირობებისათვის:

$$FR = \sqrt[2]{\frac{(1+0,089)^3}{1+0,07}} - 1 = 9,86\%.$$

3.3. ტესტები:

1. აქცია არის კორპორაციის (სააქციო საზოგადოების) მიერ გამოშვებული:

- ა) სახელობითი ფასიანი ქაღალდი;
- ბ) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი;
- გ) საკუთარი კაპიტალის ნაწილი;
- დ) ფასიანი ქაღალდი.

ა)

2. აქცია თავისთავად წარმოადგენს:

ა) საკუთრების ტიტულს, პრივილეგირებული აქციების გამოშვების უფლებას;

ბ) საკუთრების ტიტულს, შემოსავლის მიღებაზე უფლებას, ქონების ნაწილის მიღებაზე უფლებას.

გ) საკუთრების ტიტულს, შემოსავლების მიღებაზე უფლებას;

დ) შემოსავლების მიღებაზე უფლებას, ქონების ნაწილის მიღებაზე უფლებას.

ბ)

3. აქციის ფასი ტოლი უნდა იყოს:

ა) საბაზრო ფასის;

ბ) დირექტორატის მიერ დადგენილი თანხის;

გ) მასზე მოსალოდნელი დივიდენდების დისკონტირებული თანხის;

დ) საწესდებო კაპიტალის წილობრივი სიდიდის.

გ)

4. ობლიგაცია არის ინვესტორის მიერ ფულადი სახსრების

გასესხების ფაქტის შესახებ:

ა) სახელობითი ფასიანი ქაღალდი;

ბ) ემიტენტისათვის დამადასტურებელი სახელობითი ფასიანი ქაღალდი;

გ) სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი;

დ) კერზო ფასიანი ქაღალდი.

ბ)

5. ობლიგაციის გამოშვებისას თუ დამატებითი უზრუნველყოფა

არ არის წარმოდგენილი გამოშვების მოცულობა:

ა) წლიური ბრუნვით იზღუდება;

ბ) წლიური მოგების მოცულობით იზღუდება;

გ) არ იზღუდება;

დ) გადახდილი საწესდებო კაპიტალის სიდიდით იზღუდება.

დ)

6. ობლიგაციის ძირითადი მახასიათებლებია:

ა) კუპონი, დაფარვა, გამოშვების პირობები, ფასი;

ბ) კუპონი, დაფარვა, ფასი;

გ) დაფარვა, გამოშვების პირობები, ფასი.

დ) ფასი, კუპონი, გამოშვების პირობები.

ა)

7. ჩვეულებრივი კუპონური ობლიგაციის ფულადი ნაკადი შედგება:

ა) უარყოფითი ნაკადისაგან, ერთჯერადი გადახდისაგან;

ბ) უარყოფითი ნაკადისაგან, ანუიტეტისაგან, ერთჯერადი გადახდისაგან;

გ) ანუიტეტისაგან, ერთჯერადი გადახდისაგან;

დ) უარყოფითი ნაკადისაგან, ანუიტეტისაგან.

ბ)

8. კუპონის გარეშე ობლიგაციები იყიდება:

ა) კომერციული ფასით;

ბ) საბაზრო ფასით;

გ) ფასდაკლებით ნომინალთან მიმართებაში;

დ) კუპონიანი ობლიგაციის ღირებულების შესაბამისად.

გ)

ლექცია 4. საინვესტიციო და ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების საფუძვლები

4.1. თავისუფალი ფულადი ნაკადები

ფინანსური მენეჯერების საქმიანობის შემდეგი ასპექტებია ცნობილი:

1. მუშა კაპიტალის მართვა;
2. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მართვა;
3. გრძელვადიანი ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღება.

ფინანსური მენეჯმენტის გრძელვადიან ამოცანებს შეიძლება საინვესტიციო და ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების ყველა ასპექტი მივაკუთვნოთ.

განსახილვერების მიხედვით, **ინვესტირება** ნიშნავს დღევანდელი კეთილდღეობის მოხმრებაზე უარის თქმას მომავალში შემოსავლის მიღების მიზნით. შემოსავლის მომტან გრძელვადიან (კაპიტალურ) აქტივებში მომავალი შემოსავლები სახსრების დაბანდების გზით მიიღება. აქედან **საინვესტიციო გადაწყვეტილება** შემოსავლის მომტანი გრძელვადიანი აქტივების შერჩევაა. იმისათვის, რომ აქტივმა შემოსავლის საჭირო დონე მოიტანოს, საჭიროა განსახილვერული ქმედებების თანმიმდევრობა, ტექნიკურ-ეკონომიკური გაანგარიშებებით, გულდასმით დასაბუთებული ინვესტირების მიზნის შესაბამისად განხორციელდეს. ამას **საინვესტიციო პროექტს** უწოდებენ.

საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების პროცესში მენეჯერი წყვეტს შემდეგ ძირითად ამოცანებს:

- საინვესტიციო შესაძლებლობების (ალტერნატივების) პროფესიულად აღწერა და შემოსავლიანობის, დროისა და ბიზნეს-რისკის თვალსაზრისით მათი შეფასება;

- ალტერნატივების შედარება, მათ შორის საუკეთესოს არჩევა;

- საინვესტიციო პორტფელის, ანუ მოსალოდნელი ბიუჯეტის ჩარჩოებში პროექტების ოპტიმალური ნაკრების ფორმირება (აღნიშნულ პროცესს სხვანაირად კაპიტალის რაციონირებას უწოდებენ).

რაც შეეხება გრძელვადიანი ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღებას, უნდა აღინიშნოს, რომ საინვესტიციოსგან განსხვავებით, ფინანსური გადაწყვეტილება ითვალისწინებს ბიზნესის დაფინანსების წყაროების შერჩევას, შემოსავლის მომტანი აქტივების შესაძენად სახსრების მოძიებას. ფინანსური გადაწყვეტილებები სარკისებურად ასახავენ საინვესტიციოებს, მაგრამ ფორმირებას ახდენენ არა აქტივების სტრუქტურის, არამედ ვალდებულებებისა და საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის. შესაბამისად ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების პროცესში მენეჯერი წვევტს შემდეგ ამოცანებს:

- ფინანსური შესაძლებლობების (ალტერნატივების) აღწერას და შემოსავლიანობის, დროისა და ბიზნეს-რისკის თვალსაზრისით მათ შეფასებას;

- ალტერნატივების შედარება, მათ შორის საუკეთესოს არჩევა;

- კაპიტალის სტრუქტურის, ანუ კომპანიისათვის ან პროექტისათვის კაპიტალის წყაროების ოპტიმალური ნაკრების ფორმირება.

საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება. საინვესტიციო გადაწყვეტილების ორი მხარე არსებობს – **რისკი** და **შემოსავლიანობა**. საინვესტიციო გადაწყვეტილება მიიღება ორი ფაქტორის ზემოქმედებით – პროექტის შემოსავლიანობის შესაძლებლობებითა და, ასევე, მის განხორციელებასთან დაკავშირებული რისკ-ფაქტორების გათვალისწინებით. შემოსავლიანობა და რისკი – საინვესტიციო გადაწყვეტილების ორი მხარეა. რისკის

შეფასების შედეგად ფორმირდება მოთხოვნები პროექტის შემოსავლიანობის დონისადმი ამის შემდეგ შემოსავლიანობის საჭირო, ანუ ნორმატიული დონე შეუდარდება პროექტისაგან ფაქტობრივად მოსალოდნელ, ან პოზიტიურ შემოსავლიანობას, და თუ ეს უკანასკნელი უფრო მაღალია, ამ შემთხვევაში შეიძლება პროექტი მიიღონ. წინააღმდეგ შემთხვევაში, მას უარყოფენ. მაჩვენებელს, რომელიც ნორმატიული და პოზიტიური შემოსავლიანობის პირდაპირი ან არაპირდაპირი შედარების შესაძლებლობას იძლევა, საინვესტიციო გადაწყვეტილების შეფასების კრიტერიუმში ეწოდება.

ბუღალტრული მოგების, როგორც საინვესტიციო გადაწყვეტილების ეკონომიკური ეფექტის საზომის ნაკლოვანებები – ფულადი ნაკადის (Cash flow) პრინციპი. სამოქალაქო კოდექსის დებულების თანახმად, „კომერციული ორგანიზაციები ისეთი ტიპის ორგანიზაციებია, რომლებიც საკუთარ საქმიანობით მოგების მიღებისათვის იღწვიან. აღნიშნული თვალსაზრისით ასეთ ორგანიზაციაში ნებისმიერი საინვესტიციო გადაწყვეტილება მისი რეალიზაციიდან მიღებული ბუღალტრული მოგების სიდიდეზე დაფუძნებული კრიტერიუმების მიხედვით უნდა შეფასდეს. მაგრამ მოგება გადაწყვეტილებების ნამდვილ კომერციულ შედეგებს ყოველთვის ადეკვატურად არ ასახავს შემდეგი მიზეზების გამო:

დანახარჯების არაზუსტი აღრიცხვა – დანახარჯების ხარჯებზე გაწერის წესი ორგანიზაციის მიერ ამა თუ იმ პროექტის მიხედვით განხორციელებული გადახდების ნამდვილი, ფაქტობრივი სიდიდეების ბუღალტრულ აღრიცხვაში ასახვის შესაძლებლობას არ იძლევა. როგორც წესი, საინვესტიციო გადაწყვეტილება საწყის ეტაპზე მოითხოვს კაპიტალის დაბანდებას, ხოლო შემდგომ ეტაპებზე იწყებს რეალური უკუგების მოცემას. ბუღალტრული აღრიცხვა, ამორტიზაციის მექანიზმის მეშვეობით, დამატებით

ინვესტიციებში მოთხოვნების დროში განაწილებით გაშუალდებული შეფასებებით ოპერირებს. ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ ყველა დანახარჯი ხარჯის სახით არ ჩამოიწერება სრული მოცულობით მათი წარმოების პერიოდში. გარდა ამისა, ხარჯების შეფასება ბუღალტრულ აღრიცხვაში ორგანიზაციის სააღრიცხვო პოლიტიკაზე დამოკიდებული (ФИФО, ЛИФО ან საშუალო ფასის მეთოდების, დაჩქარებული ამორტიზაციის შესაძლებლობების გამოყენება და სხვა);

- **დროის ფაქტორის აღურიცხაობა** – ინვესტირების ეფექტი შეიძლება დროის სხვადასხვა პერიოდში გამოვლინდეს. მოგების გაშუალდებულ შეფასებებზე დაფუძნებით, სხვადასხვა დროითი გადახდების ერთმანეთთან კორექტულად განაწილება შეუძლებელია. უფრო მეტიც, ასეთი შეფასებების შედეგად შეიძლება არასწორი გადაწყვეტილება იქნეს მიღებული;

- **რისკის აღურიცხაობა** – ბუღალტრული მოგების მაქსიმუმზე ორიენტაცია რისკის სხვადასხვა კლასებზე მიკუთვნებადი პროექტების შედარების შესაძლებლობას არ იძლევა.

მითითებული მოსაზრებები პრაქტიკოსებს, ხშირ შემთხვევაში, ბუღალტრულ მოგებაზე დაფუძნებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შეფასების კრიტერიუმებზე უარის თქმას აიძულებენ. ამას ნამდვილად განხორციელებადი გადახდების და რეალურად მიღებული შემოსავლების ჯამების ოპერირების აუცილებლობამდე, ანუ **თავისუფალი ფულადი ნაკადის ცნებამდე მიყვავართ.**

თავისუფალი ფულადი ნაკადის განსაზღვრა. საბაზისო ფულადი ნაკადი, რომელიც შეფასებით გაანგარიშებებში გამოიყენება, არის **თავისუფალი ფულადი ნაკადი** (free cash flow - FCF), რომელსაც სხვანაირად უწოდებენ ფულად ნაკადს აქტივებიდან. ნაკადი, რომელიც საანალიზო პერიოდში შეიძლება პროექტიდან კაპიტალის მომწოდებლებზე იქნეს

გადახდილი (პროექტის მიერ კაპიტალის მომწოდებლისაგან არის მიღებული), გაიანგარიშება იმ ვარაუდიდან გამომდინარე, რომ კაპიტალის მომწოდებელს წარმოადგენს მესაკუთრე (აქციონერი), ანუ პროექტში არ არის კრედიტორი. გადინებები ფულის დაბანდების საჭიროებას ნიშნავს, შემოდინებები კი – ფულის მიღებას პროექტის მოცემულ ეტაპზე.

„მოგების“ ცნებიდან “თავისუფალი ფულადი ნაკადის” ცნებაზე გადასვლის ნიშეში ქვემოთ მოყვანილ მაგალითშია მოცემული.

მაგალითი 21.

დაეუშვათ, რომელიმე კომპანია მთლიანად საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე ფინანსირდება. მისი ფულადი ნაკადი განსხვავდება მოგებისაგან, რადგანაც აღიარებული ამონაგები შეიძლება ფულადი შემონატანებისაგან, ხოლო აღიარებული ხარჯები – აღნიშნული კომპანიის მიერ განხორციელებული რეალური დანახარჯებისაგან განსხვავდებოდეს (ცხრილი 4.1-ის სტროფი 12 და 13).

ცხრილი 4.1.

მოგებისა და ფულადი ნაკადის ფორმირება, მლნ ლარებში

№	წლები:	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი	ჯამი
1	აღიარებული ამონაგები (საქონელი, მომხმარებელზე გადატვირთული)	20	22	25	67
2	ფულადი შემონატანები	18	23	26	67
3	ნაზარდი დებიტორული დავალიანების (სტრ. 1 – სტრ. 2)	2	(1)	(1)	0
4	ხარჯები ნედლეულზე და მასალებზე	<u>10</u>	<u>11</u>	<u>12</u>	<u>33</u>
5	შესყიდვები ნედლეულის და მასალების	15	10	8	33
6	ნაზარდი მარაგების (სტრ. 5 –	5	(1)	(4)	0

	სტრ. 4)				
7	ხელფასის დარიცხვები და ECH (ხარჯები)	<u>5</u>	<u>5</u>	<u>5</u>	<u>15</u>
8	ხელფასის გადახდა და ECH	3	3	9	15
9	ნაზარდი კრედიტორული დავალიანების (სტრ. 7 – სტრ. 8)	2	2	(4)	0
10	დარიცხული ამორტიზაცია (DP)	<u>4</u>	<u>4</u>	<u>4</u>	<u>12</u>
11	კაპიტალური დანახარჯები (Capex)	0	12	0	12
12	მოგება (სტრ.1 - სტრ.4 - სტრ.7 - სტრ.10)	<u>1</u>	<u>2</u>	<u>4</u>	<u>7</u>
13	ფულადი ნაკადი (სტრ. 2 - სტრ. 5 - სტრ.8 - სტრ. 11)	0	(2)	9	7

იმისათვის, რომ ბუღალტრული სიდიდეებისა და მოგებიდან (ცხრილი გამუქებული შრიფტით აღნიშნული) ფულად ნაკადებსა და მათ ელემენტებზე (ჩვეულებრივი შრიფტით ნაჩვენები) გადავიდეთ, საჭიროა განხორციელდეს რიგი კორექტირებები.

დავიწყოთ მოგებიდან, რომელიც მოითხოვს:

- მოგებიდან დებიტორული დავალიანების ნაზარდის (ΔAR) გამოქვითვას;
- მარაგების ნაზარდის (ΔIN) გამოქვითვას;
- კრედიტორული დავალიანების ნაზარდის (ΔAP) მომატებას;
- ამორტიზაციის (ხარჯების არაგადასახადი ელემენტი) (DP) დაბრუნებას;
- ფიქსირებული აქტივების შეძენაზე სუფთა კაპიტალური დანახარჯების (Capex), ანუ რეალური ფულადი გადახდების გამოქვითვას.

პირველი სამი კორექტირება ნიშნავს მუშა კაპიტალის ნაზარდის გამოქვითვას, რადგანაც მუშა კაპიტალის ნაზარდი (ΔWC) შეიძლება შემდეგი ფორმულით განისაზღვროს:

$$\Delta WC = \Delta AR + \Delta IN - \Delta AP.$$

მაშინ განხილული მაგალითის პირობისათვის მივიღებთ ასეთ შედეგს (ცხრილი 4.2).

ცხრილი 4.2

მოგებიდან ფულად ნაკადამდე, მლნ ლარებში

წლები	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი	ჯამი
მოგება	1	2	4	7
მინუს მუშა კაპიტალის ნაზარდი	(5)	4	1	0
დაბრუნება ამორტიზაციის	4	4	4	12
მინუს სუფთა კაპიტალური დანახარჯები	0	(12)	0	(12)
ფულადი ნაკადი	0	(2)	9	7

ცხრილი 4.1-დან შეიძლება დავინახოთ, რომ სამი წლის ჯამში მოგება ტოლია ფულადი ნაკადის, ისევე როგორც მისი გაანგარიშების ყველა ელემენტი ტოლია ფულადი ნაკადების შესაბამისი ელემენტებისა. აღნიშნული წარმოადგენს ნიმუშს იმისას, რომ თუ ფულის დროით ფასეულობას უგულებელვყოფთ, მოგება შეიძლება როგორც საინვესტიციო, ასევე ფინანსური გადაწყვეტილებების შეფასების საფუძვლი გახდეს. მაგრამ მოგება დროში სხვანაირად არის განაწილებული, ვიდრე ფულადი ნაკადი, ამიტომ სინამდვილეში იგი არ შეიძლება ფულადი შემონატანებისა და გადახდების შეცვლის ადეკვატური იყოს. კერძოდ, თუ ვინმემ მოგების დისკონტირება ჩაიფიქრა, დისკონტირების შედეგი იქნება სხვანაირი, ვიდრე ფულად ნაკადებთან შესაბამისი ოპერაციის განხორციელებისას.

თავისუფალი ფულადი ნაკადის შეფასების ფორმულა.
 მაგალითის შედეგების გავრცობით შეიძლება, რომ პროგნოზირებული პერიოდის დროის თითოეული ერთეული ინტერვალისათვის, (მაგალითად, წლის ან კვირეულის) თავისუფალი ფულადი ნაკადის გაანგარიშების შედეგი ფორმულა ჩამოყალიბდეს:

$$FCF=(S-C-DP)(1-T)+DP-\Delta WC+SV-Capex,$$

ანუ

$$FCF=EBIT(1-T)+DP-\Delta WC+SV-Capex,$$

სადაც: FCF არის თავისუფალი ფულადი ნაკადი;

S – პროექტის ან მომსახურების გაყიდვები;

C – ხარჯები ამორტიზაციის გარეშე;

DP – ამორტიზაცია;

T – გადასახადის განაკვეთი მოგებაზე;

Capex – კაპიტალური დანახარჯები (დაბანდებები პროექტის ფიქსირებული აქტივების შექმნაში – მანქანების, მოწყობილობების შეძენა, შენობების მშენებლობა, მოწყობილობების გამართვის სამუშაოები და ა.შ.)

ΔWC – სუფთა მუშა კაპიტალის ნაზარდ (სუფთა მუშა კაპიტალის ქვეშ გათვალისწინება არფულადი მუშა კაპიტალი, ანუ დებიტორული დავალიანებისა და მარაგების ჯამი კრედიტორული დავალიანების გამოქვითვით);

SV – პროექტიდან გამოთავისუფლებული აქტივების ფასეულობა (თუ აქტივების გამოთავისუფლებას თან გადასახადების ან კომერციული დანახარჯების გადახდა ახლავს, და ეს უკანასკნელი SV-დან უნდა გამოიქვითოს);

EBIT – მოგება პროცენტების და გადასახადების გადახდამდე (EBIT(1-T)-ს სხვანაირად უწოდებენ NOPAT (Net Operating Profit After Tax), NOPLAT (Net Operating Profit Less Adjusted Tax) ან EBIAT) Earnings

Before Interest But After Tax). აღნიშნული სიდიდე გეიზვენებს, თუ როგორი იქნებოდა პროექტის მოგება, თუ იგი საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე დაფინანსდებოდა FCF-ის განსაზღვრის მიხედვით.

პროექტის ბიუჯეტი აღნიშნული ფორმულის შემადგენელი თითოეული პერიოდისათვის შესაბამისი ცხრილის აგებით მიიღება, რომელშიც დროის პერიოდების მიხედვით აღნიშნული შესაკრები გაანგარიშებულია მენეჯერის მიერ მიღებული დაშვებების საფუძველზე, რომლებიც, უშუალოდ, პროექტის აღწერის არაფინანსური განაყოფებისაგან გამომდინარეობენ.

პრინციპი „პროექტით – პროექტის გარეშე“ (“With-Without“). DCF – შეფასების აღნიშნული უმნიშვნელოვანესი პრინციპი ფორმულირდება ასე: პროექტის ფულადი ნაკადი დროის ნებისმიერ ინტერვალში ტოლია პროექტიანი საწარმოს ფულადი ნაკადს მინუს უპროექტო საწარმოს ნაკადი.

პრინციპი სამომავლო ფულადი ნაკადების ყოვლისშემძლე ევექტების გათვალისწინებით (დადებითების ან უარყოფითების), შემოთავაზებული პროექტის მეშვეობით, კომპანიის დანარჩენ ფულად ნაკადებზე განხორციელებული შეფასების საჭიროებაზე (აუცილებლობაზე) მიუთითებს.

პრინციპის პრაქტიკული რეალიზაცია (მისი გამოვლენის ფორმები) – ალტერნატიული დანახარჯები, კანიაბალიზმი, სინერგია.

სინერგია არის კომპანიის სხვა (მოქმედი) პროექტების ფულადი ნაკადების გადიდება შემოთავაზებული ახალი პროექტის ხარჯზე (მაგალითად, ახალი პროექტი პროდუქციაზე მოთხოვნას ან კომპანიის უკვე მოქმედი პროექტების მომსახურების ამაღლებას).

ექსტრანალიზები არის კომპანიისთვის ახალი პროექტის დანერგვის შედეგად მოსალოდნელი ფულადი ნაკადის დანაკარგები. ეს არის მახასიათებელი მაგალითი, რომლის იგნორირებაც ხდება ხშირად პრაქტიკაში, იგი კომპანიის

ტრადიციული პროდუქტების ბაზრის ნაწილის ახალ პროდუქტს ე.წ. **კანიბალიზმს** – „შეჭამადს“ წარმოადგენს.

ალტერნატიული დანახარჯები არის აქტივებიდან დაკარგული მოსალოდნელი შემოსავლები, რომლებიც ბლოკირებულია, შეკავშირებულია პროექტში ან მისგან ალტერნატიული ფასეულობის მქონე აქტივები გამოთავისუფლებულია. ის შეიძლება იყოს ტრადიციული ბიზნესის დაკარგვის, მისი შემცირების აუცილებლობის, რაიმე სახის აქტივების გაყიდვის შესაძლებლობის დაკარგვის ან აღდგენითი ღირებულების მქონე აქტივების პროექტში გამოყენების შედეგი. ნებისმიერ შემთხვევაში, ალტერნატიული დანახარჯების სახით **გაშვებული ალტერნატივებიდან საუკეთესოდ შემოსავლები** გამოიყენება.

ალტერნატიული დანახარჯები უნდა განვასხვაოთ „ჩაფლულებისაგან“, ადრე განხორციელებული **წარსული დანახარჯებისაგან**, როგორც პროექტის მომავალ ფულად ნაკადებთან კავშირის არმქონე დანახარჯები. განსხვავება ისაა, რომ ალტერნატიული დანახარჯები ობიექტს აქტუალური ღირებულების მიხედვით აფასებენ, ხოლო წარსულის ხარჯები ობიექტის შექმნასთან დაკავშირებით განხორციელებულ დანახარჯებს წარმოადგენენ; აქედან გამომდინარე, მათ შეფასების მომენტისათვის აქტუალურობა უკვე დაკარგული აქვთ.

მაგალითი 22:

კომპანია საოფისე შენობების მშენებლობით და არენდაში გაცემით არის დაკავებული. ამასთან, თითოეული ახალი ობიექტი შიდასამეწარმეო აღრიცხვაში განიხილება, როგორც „მოგების ცენტრი“, რომელიც საოფისე-სასაწყობო კომპლექსის შექმნის ახალი პროექტის შემფასებელია და ფლობს შემდეგ მახასიათებლებს:

1. კომპანიამ გასულ წელს ამ ობიექტის ქვეშ მიწის ნაკვეთის გრძელვადიანი არენდის უფლება მიიღო 20000000 ლარად.

2. მან მარკეტინგზე, ობიექტის დაპროექტებასა და მისი აშენებისთვის საჭირო ნებართვაზე დახარჯა 10000000 ლარი.

3. მოგების ახალი ცენტრის ექსპლუატაციაში შეყვანის შემდეგ ყველა საერთო სამეურნეო ხარჯის 1/4 ნაწილი მმართველობით აღრიცხვაში აღნიშნულ ახალ ობიექტზე იქნება მიკუთვნებული.

4. თანამედროვე პირობებში კომპანიას, პროექტზე უარის თქმისა და მიწის ნაკვეთის სუბარენდაში გაცემის შესაბამისად, წელიწადში 3000000 ლარის ოდენობის სუფთა ფულადი ნაკადის მიღების შესაძლებლობა გაუჩნდა.

5. მენეჯერების შეფასებით, კომპანიის ერთ-ერთი ობიექტი (საოფისე შენობა), რომელიც ასაშენებელი ობიექტის ახლოს არის განთავსებული, საკუთარი კლიენტების ნაწილს დაკარგავს, და შედეგად მისი ფართობის შევსების კოეფიციენტი 0,7-დან – 0,5-მდე შემცირდება.

ჩამოთვლილი პუნქტებიდან რომელი უნდა მივიჩნიოთ საყურადღებოდ ახალი პროექტის შეფასებისას?

ამოხსნა:

პუნქტ 1-ს და 2-ს პროექტთან კავშირი არ აქვს, რამდენადაც ისინი წინა წლების ხარჯებს ასახავენ, რომლებიც შეფასების მომენტისათვის არ არის აქტუალური. ისინი უკვე განხორციელებულია და მათი შეცვლა შეუძლებელია, პუნქტი 3-ის აღრიცხვაც ასევე „პროექტით – პროექტის გარეშე“ პრინციპის წინააღმდეგობრივი იქნება, რადგანაც სინამდვილეში იგი მხოლოდ ხარჯების ერთი ობიექტიდან მეორეზე გადანაწილების პირობით (ბუღალტრულ) შედეგს გამოხატავს, რომლიც იარსებებდა, აღნიშნული პროექტი რომ არ ყოფილიყო.

პუნქტი 4 შეფასებით გააანგარიშებებში გათვალისწინებული უნდა იქნეს, რამდენადაც იგი ალტერნატიულ ხარჯებს გამოხატავს (მიწის ნაკვეთის ალტერნატიულ გამოყენებაზე უარის თქმა). მხედველობაში უნდა მივიღოთ, ასევე, პუნქტი 5, რამდენადაც აქ საუბარია

ახალი პროექტის კანიბალიზმზე არსებულ პროექტთან მიმართებით.

ჩანაცვლების პროექტები. ცნობილია, რომ პროექტების უმეტესობის შეფასებისას გამოიყენება პრინციპები როგორც ფულადი ნაკადების, ასევე, „პროექტით და პროექტის გარეშე“. თუმცა, კიდევ არსებობს პროექტების კლასი, რომელთა ფულადი ნაკადები მთლიანობაში „With-without“-ის პრინციპის ბაზაზე, ეგრეთ წოდებული ჩანაცვლების პროექტების (replacement projects) მეშვეობით ფასდება. მათი შეფასება ფიქსირებული შედეგის მიღწევის ალტერნატივების შედარებამდე დაიყვანება. მაგალითად, სამუშაოს დასახული მოცულობის უზრუნველყოფისათვის ტექნიკური ან ორგანიზაციული გადაწყვეტილებების ვარიანტების შედარება ასეთი პროექტების ტიპიურ წარმომადგენლებს წარმოადგენენ.

ჩანაცვლების პროექტების თავისუფალი ფულადი ნაკადი. ჩანაცვლების პროექტების ფულადი ნაკადები ,თავისი არსით, „პროექტით—პროექტის გარეშე“ პრინციპის რეალიზაციას წარმოადგენს FCF-ის თითოეულ ელემენტთან მიმართებით. ასეთი ნაკადი (მას, ასევე, დიფერენციალურს, ინკრემენტალურს ან შიდას უწოდებენ) გაიანგარიშება ფორმულით:

$$\Delta CF = -(\Delta Capex + \Delta WC) + \Delta CX(1 - T) + \Delta DP \times T + \Delta SV,$$

სადაც: ΔCF არის ფულადი ნაკადის ცვლილება საბაზო ვარიანტთან შედარებით;

$\Delta Capex$ და ΔWC – კაპიტალური დანახარჯებისა და მუშა კაპიტალის ნაზარდი;

ΔC – ეკონომია მიმდინარე დანახარჯების შემცირებაზე;

ΔDP – ამორტიზაციული ანარიცხების ნაზარდი;

ΔSV – გამოთავისუფლებული აქტივების ღირებულების ნაზარდი.

მაგალითი 23:

კომპანია იხილავს მოქმედი საქსოვი მოწყობილობის ახლით შეცვლის ვარიანტს, რომელიც ღირს 120000000 ლარი. ამასთან, სრულად გაცვეთილი ძველი მოწყობილობის გაყიდვა შეესაძლებელია 15000000 ლარად (შეფასება მოცემულია გადასახადებისა და კომერციული ხარჯების გამოკლებით). ახალი მოწყობილობა წელიწადში საოპერაციო ხარჯების 40000000 ლარით შემცირების შესაძლებლობას იძლევა. ერთი მხრივ, მოწყობილობის მოსალოდნელი დაძველებისა და ინფლაციის გათვალისწინებით – მეორე მხრივ, აღნიშნული ეკონომია უცვლელი რჩება ხუთი წლის განმავლობაში.

გავიანგარიშოთ პროექტის თავისუფალი ფულადი ნაკადები, შემდეგი დამატებითი ინფორმაციის გამოყენებით:

- დროითი ჰორიზონტი შეადგენს ხუთ წელს;
- საგადასახადო განაკვეთი – 24%;
- დამატებითი ინვესტიციები სუფთა მუშა კაპიტალში (ნულოვან პერიოდში) – 20000000 ლარი. შემდეგ წლებში იგი არ იცვლება და სრულად გამოთავისუფლდება მეხუთე წელს,;
- ამორტიზაცია – ხუთი წლის განმავლობაში მწყობრში შესაყვანი მოწყობილობის ღირებულების ჩამოწერა;
- მოწყობილობის სალიკვიდაციო ღირებულება გადასახადების გადახდამდე მეხუთე წელს – 25000000 ლარი.

ამოხსნა:

განვიხილოთ დიფერენცირებული ფულადი ნაკადის ძირითადი ელემენტები (ცხრილი 4.3).

ცხრილი 4.3.

დიფერენცირებული ფულადი ნაკადის ძირითადი ელემენტები, მლნ. ლარებში

წლები	ნულოვანი პერიოდი	პირველიდან – მეოთხე წლის ჩათვლით,	მეხუთე წელი

		ყოველწლიურად	
სუფთა კაპიტალური ხარჯები ($\Delta Capex$)	- (120-15)=105		
მოწვობილობის გაყიდვა (SV)			$25 \times (1-0,24) = 19$
ნაზარდი მუშა კაპიტალის ΔWC	(20)		20
ხარჯების შემცირების ზემოქმედება ($\Delta(I-T)$)		$40 \times (1-0,24)=30,4$	30,4
ამორტიზაციული საგადასახადო ფასი ($DP \times T$)		$120 : 5 \times 0,24=5,8$	5,8
ჯამი თავისუფალი ფულადი ნაკადების (FCF)	(125)	36,2	75,2

4.2. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შეფასების კრიტერიუმები

უკუგებადობის პერიოდის არსი. იმისათვის, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილება კომერციულ თვალსაზრისით სასარგებლო იყოს, საჭიროა, რომ მასთან დაკავშირებული ფულადი ნაკადები (ინვესტიციები, მიმდინარე დანახარჯები, გადასახადები) როგორც მინიმუმ, ფულადი ნაკადებით იქნეს კომპენსირებული. ამასთან, ჩვეულებრივად, საპროგნოზო პერიოდის საწყის ეტაპზე პროექტი სუფთა ფულადი გადინებების გენერირებას ახდენს, ხოლო შემდეგ, შემდგომ პერიოდებში, ინიციატორებს უბრუნებს ფულს.

იმისათვის, რომ მთლიანად პროექტის გავრცობილი შეფასება განხორციელდეს, შეიძლება დაისვას კითხვა: დროის რა პერიოდში მოხდება პროექტის უკუგება, ანუ მასზე ფულადი გადინებები ფულადი შემოდინებებით, როდის იქნება

სრულად კომპენსირებული? აღნიშნულ მოსალოდნელ ვადას უკუგების პერიოდს უწოდებენ.

უკუგების პერიოდის შეფასების კრიტერიუმის სახით გამოყენება. ჩვეულებრივად, ისინი, ვინც პროექტის შერჩევისას აღნიშნულ კრიტერიუმს ძირითადი სახით იყენებს, იგი შედარებითი ნაკრებიდან უკუგების პერიოდის მინიმუმის მიხედვით, საუკეთესო პროექტს ირჩევენ.

ცალკეული პროექტის შეფასებისას გადაწყვეტილების მიმღებ პირებს, როგორც წესი, უკვე გააჩნიათ საკუთარი წარმოდგენა იმის შესახებ, თუ როგორი უნდა იყოს უკუგების მისაღები პერიოდი. თუ ვადა აღნიშნულ „ნორმატიულ“ დონეს აჭარბებს, პროექტის უარყოფა ხდება.

უკუგებადობის პერიოდის გაანგარიშება. აღნიშნული მაჩვენებელი შემდეგნაირად გაანგარიშდება:

- პროექტის მიხედვით შეფასდება თავისუფალი ფულადი ნაკადები პროგნოზირებადი პერიოდისათვის. ამასთან, პროგნოზირებული პერიოდი უნდა იყოს მეტი უკუგებადობის შემოთავაზებულ პერიოდზე (არ შეიძლება დავუშვათ, რომ უკუგებადობა მხოლოდ პროგნოზის შემდგომ პერიოდში განხორციელდეს);

- ნაკადების შეფასება კუმულაციურად, ნაზარდი ჯამით ხორციელდება დაგეგმვის ინტერვალების მიხედვით (მაგალითად, წლების). მაშინ წელი, როდესაც კუმულაციური ნაკადი იცვლის ნიშანს, უკუგების წელს წარმოადგენს.

უკუგების პერიოდის შეფასებისათვის (PB - payback) იყენებენ ფორმულას:

$$PB = N - \frac{\sum_{t=0}^N FCF}{FCF_{N+1}},$$

სადაც: N არის წლის ნომერი, რომელიც უკუგების წლის წინა წელია (ანუ წლების მთელი რიცხვი უკუგების პერიოდში);

$\sum_0^N FCF$ – კუმულაციური ფულადი ნაკადი -პერიოდის;

FCF_{n+1} – უკუგების წლის (N+1) თავისუფალი ფულადი ნაკადი.

საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შეფასებისადმი საერთო მიდგომა – სუფთა დაყვანილი ფასეულობა (Net present value - NPV). როგორც ზემოთ უკვე იყო აღნიშნული, იმისათვის, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილება კომერციული თვალსაზრისით მომგებიანი იყოს, უნდა მოხდეს ფულადი გადინებების ფულადი შემოდინებებით კომპენსირება. მაგრამ ფულის დროითი ფასეულობის პრინციპის გათვალისწინებით(ანუ ფაქტი, რომ სხვადასხვა დროით ფულად ნაკადებს ერთნაირი მნიშვნელობა არ გააჩნიათ), საჭიროა , ისინი თავიდანვე დროის ერთ მომენტამდე იქნენ დაყვანილები.

აქედან გამომდინარე, იმისათვის, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილება შეფასდეს, საჭიროა:

- ყველა ფულადი ნაკადი, რომელსაც გენერირებს მოცემული გადაწყვეტილება, დროის შესაბამის მომენტებთან (ინტერვალებთან) დაკავშირდეს და გაანგარიშდეს;

- აღნიშნული ნაკადები ,მათი რისკის შესაბამისი განაკვეთის მიხედვით ,დროის ერთ მომენტამდე (შეფასების მომენტამდე) დავიყვანოთ ;

- მიღებული დაყვანილი ფულადი ნაკადები მათი ნიშნის გათვალისწინებით (შემოდინებები – ნიშნით „პლიუსი“, გადინებები – ნიშნით „მინუსი“)დაჯამდეს. შედეგად, მიღებული სიდიდეს **სუფთა დაყვანილ ფასეულობას (NPV)** უწოდებენ.

NPV არის მოცემული საინვესტიციო გადაწყვეტილებისადმი (პროექტისადმი) მიკუთვნებადი დისკონტირებული ფულადი ნაკადების ჯამი). ამრიგად, აღნიშნული დროის ფაქტორების მიხედვით შეფასების

მომენტამდე დაყვანილი საინვესტიციო გადაწყვეტილებასთან დაკავშირებული ფულადი ნაკადების ჯამი.

$$NPV = FCF_0 + \frac{FCF_1}{(1+r)^1} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \frac{FCF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+r)^n},$$

სადაც: FCF_j არის ფულადი ნაკადი, დროის j მომენტისადმი (ინტერვალამდე) დაყვანილი;

n – პროექტის სასიცოცხლო ვადა.

დისკონტის განაკვეთის (r) სახით გამოიყენება შემოსავლიანობის საჭირო დონე, რომელიც საინვესტიციო რისკის გათვალისწინებით არის განსაზღვრული.

თუ $NPV > 0$, აღნიშნული ნიშნავს, რომ:

- პროექტიდან „დღევანდელ“ შეფასებაში გამოხატული ეფექტი დადებით სიდიდეს შეადგენს;

- პროექტს აქვს უფრო მაღალი შემოსავლიანობა, ვიდრე დისკონტის განაკვეთი r -ია, რომელიც კაპიტალის ბაზარზე რისკის ასეთი დონის ინვესტიციისაგან არის საჭირო;

- ეფექტური ბაზარზე პროექტის განმახორციელებელი კომპანიის აქციების კაპიტალიზაცია მოცემული გადაწყვეტილების მიღებისას უნდა ამაღლდეს სიდიდეზე, რომელიც NPV -ს ტოლი იქნება.

NPV და ფინანსური მენეჯმენტის მიზანი. ზემოთ ჩამოყალიბებული ბოლო ინტერპრეტაცია უფრო მეტად მნიშვნელოვანია ჩვენთვის. იგი გამომდინარეობს იქიდან, რომ კომპანიის ფასეულობა მისი მომავალი ფულადი ნაკადებით განისაზღვრება. აქედან გამომდინარე, NPV არის ჯამი, რომელსაც კომპანიის ფასეულობას ამატებს პროექტი. აქედან გამომდინარე, ფინანსური მენეჯერის მიზანი კომპანიის ფასეულობის (მისი საკუთარი კაპიტალის) მაქსიმიზაციაში მდგომარეობს (კრედიტორები საკრედიტო ხელშეკრულებების შესრულებისას ზუსტად იმდენს იღებენ, რამდენსაც მოითხოვენ, ამიტომ მათი ფულადი ნაკადების NPV ტოლია ნულის), მათი ძირითადი ამოცანა სუფთა დაყვანილი

ფასეულობის დადებით მნიშვნელობიანი პროექტების (სტრატეგიული გადაწყვეტილებების) მოძიებაში მდგომარეობს.

ამრიგად, მოცემული კრიტერიუმში ცალკეული საინვესტიციო პროექტების, მათი ეფექტის აბსოლუტური სიდიდის შეფასებისათვის იდეალურადაა მისადაგებული.

შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთი (IRR – internal Rate of Return). IRR არის საინვესტიციო პროექტის ფულადი ნაკადების შემოსავლიანობა, რომელიც რთული პროცენტის განაკვეთის მიხედვითაა გაანგარიშებული.

გვეცოდინება რა, თუ როგორ ინტერპრეტირდება მაჩვენებელი NPV, ადვილად აიხსნება, თუ IRR რატომ განისაზღვრება, როგორც დისკონტის განაკვეთი, რომლის დროსაც $NPV=0$.

IRR-ის გაანგარიშება. იმისათვის, რომ IRR-ი იქნეს მოძიებული, საჭიროა გავიანგარიშოთ განტოლება:

$$0 = FCF_0 + \frac{FCF_1}{(1+x)^1} + \frac{FCF_2}{(1+x)^2} + \frac{FCF_3}{(1+x)^3} + \dots + \frac{FCF_n}{(1+x)^n}.$$

მაშინ, $IRR=x$.

ფორმულები, რომლებიც ასეთი სახის განტოლების ამოხსნის შესაძლებლობას იძლევიან, არ არსებობს. ამიტომაც იგი ხაზობრივი ინტერპოლაციის გამოყენებით ამოიხსნება:

- ალაღბედზე იღებენ დისკონტის ორი განაკვეთს – r_1 და r_2 , $r_1 < r_2$;

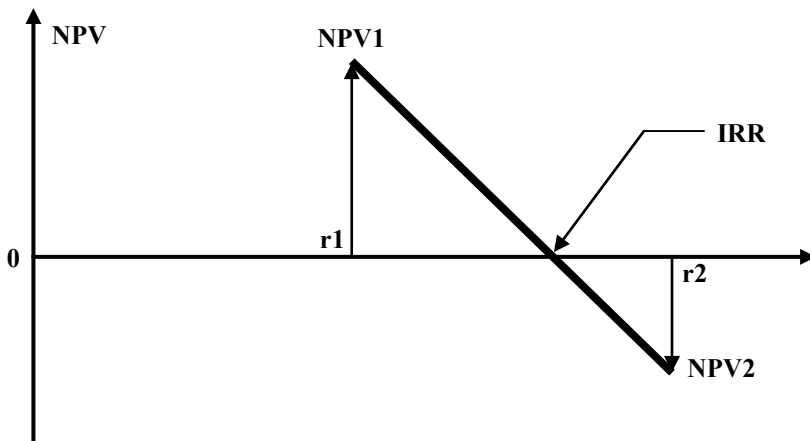
- განაკვეთებიდან თითოეულის გამოყენებით, ანგარიშობენ NPV -ს ორ მნიშვნელობას: NPV_1 და NPV_2 ;

- IRR-ის მიახლოებით მნიშვნელობას იღებენ შემდეგი ფორმულის მიხედვით:

$$IRR = r_1 + \frac{NPV_1}{NPV_1 - NPV_2} (r_2 - r_1).$$

IRR-ის უფრო ზუსტი მნიშვნელობის მისაღ ბად გაანგარიშებებს რამდენჯერმე იმეორებენ, და ამით r_1 -ს და r_2 -ს შორის ინტერვალს ავიწროვებენ.

შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთიც ასევე შეიძლება ფინანსური კალკულატორის ან Excel-ის დანართის სტანდარტული ფინანსური ფუნქციის მეშვეობით მოიძიონ (ნახაზი 4.1).



ნახაზი 4.1. IRR-ის გრაფიკული ინტერპრეტაცია

IRR-ის გამოყენებისა და მიზნობრივი დანიშნულების წესი. თუ პროექტი საინვესტიციოა, იგი, როგორც წესი, ორდინარულ (ჩვეულებრივ) ფულად ნაკადს მოიცავს, რომელშიც გადინებები დასაწყისში, ხოლო შემოდინებები – მერე ხორციელდება.

თუ $IRR < r$, ანუ პროექტის შემოსავლიანობა ნაკლებია, ვიდრე დაბანდებულ კაპიტალზე ინვესტორების მიერ მოთხოვნილ (ბარიერულ) შემოსავლის განაკვეთი, პროექტი უარყოფილი იქნება. შემოსავლიანობის საჭირო (მოთხოვნილი) დონე პროექტის რისკზე და ფინანსური ბაზის მდოგმარეობაზეა დამოკიდებული. აღტერნატივების შედარებისას უკეთესად მიიჩნევა პროექტი, რომელიც რისკების ტოლობისას IRR-ის მეტ განაკვეთს ფლობს.

მეორე მხრივ, თუ პროექტი ფინანსურია, ანუ მისი გადინებები შემოდინებებისთანავე ხორციელდება, უკეთესია პროექტი, რომელიც IRR-ის ნაკლებ განაკვეთს ფლობს, რადგანაც ამ შემთხვევაში IRR მიუთითებს შემოსავლიანობაზე, რომელსაც „წირავს“ ინიციატორი, როდესაც ირჩევს ფულის მიღებას ახლავს, მომავალში დამატებითი შემოსავლების მიღების სანაცვლოდ. მაგალითად, თუ მე ვიზიდავ დაფინანსებას, მაშინ ჩემთვის მოწოდებულ რესურსებზე გარკვეულ პროცენტულ საზღაურს ვიხდი, და რამდენადაც ნაკლებია აღნიშნული განაკვეთი, იმდენად უკეთესია ჩემთვის. ან თუ ვიღაცა ყიდის აქტივს, იგი მასზე მომავალში შემოსავლების მიღების შესაძლებლობას კარგავს, და რამდენადაც ნაკლებია დაკარგული შემოსავლიანობა, იმდენად უკეთესია აქტივების გამყიდველისათვის. ორივე შემთხვევაში ჩვენ უკუ-საპირისპირო ნაკადებთან გვაქვს საქმე (თავიდან შემოდინებები, შემდეგ-გადინებები).

IRR-ი აფასებს შემოსავლიანობას დაბანდებული კაპიტალის **ერთეულზე**, NPV-კრიტერიუმიდან განსხვავებით, რომელიც მიღებული შემოსავლის მასის აბსოლუტურ სიდიდეს ზომავს. ამიტომ პროექტების შედარებისას Iდლ ზოგჯერ „წინააღმდეგობრივია“ NPV-სი, რადგანაც პროექტი შეიძლება იყოს უფრო შემოსავლიანი (დაბანდებულ ღარზე გაანგარიშებით), მაგრამ აბსოლუტურ გამოსახულებაში ინვესტირების ობიექტის უფრო მცირე მასშტაბის გამო ნაკლებ ეფექტს იძლეოდეს.

მეორე გავრცელებული მიზეზი IRR და NPV-ს შორის წინააღმდეგობისა ისაა, რომ პროექტების შედარება IRR-ის მიხედვით **მხოლოდ შემოსავლიანობის მიხედვით** ხორციელდება, მაშინ როდესაც NPV-ს გაანგარიშებისას, დისკონტირების განხორციელების საპროცენტო განაკვეთის მეშვეობით **ასევე რისკია გათვალისწინებული**. ამიტომ, უფრო რისკიან პროექტს შეიძლება დიდი შემოსავლიანობა (IRR) ჰქონდეს, მაგრამ მისი რისკის შესაბამისი მაღალი განაკვეთის

მიხედვით დისკონტირებისას, შეიძლება NPV-ს ნაკლები მნიშვნელობა გვიჩვენოს.

ალტერნატიული (მოთხოვნადი) შემოსავლიანობის რეალური განაკვეთი არის ინფლაციური პრემიისაგან „გაწმენდილი“ განაკვეთი, იგი ფასების ინფლაციური ზრდის კომპენსაციაზე უფრო მაღლა წარმოქმნილი ინვესტორის შემოსავლების ნაწილს გამოხატავს.

რეალური განაკვეთი (r_p) გაიანგარიშება ფორმულით:

$$r_p = \frac{1+r}{1+h} - 1,$$

სადაც: r_p არის რეალური განაკვეთი;

r – ნომინალური განაკვეთი;

h - ინფლაციის ტემპი.

ყველა განაკვეთები ერთეულის წილში გამოიხატება.

მაგალითი 24:

ანაბრების მიხედვით საბანკო პროცენტის განაკვეთი ტოლია 6%-ის, ხოლო ინფლაცია აღნიშნულ პერიოდში 10%-ის დონეზეა მოსალოდნელი. როგორია ბანკის მიერ შემოთავაზებული შემოსავლიანობის რეალური განაკვეთი?

$$r_p = \frac{1+0,06}{1+0,10} - 1 = -3,64\%.$$

რეალური ფულადი ნაკადების დისკონტირება რეალური განაკვეთების მიხედვით, ნომინალურებისა კი – ნომინალურების მიხედვით ხორციელდება.

გაანგარიშების საბაზისო წესი მდგომარეობს იმაში, რომ:

- რეალური ფულადი ნაკადები დისკონტირებული უნდა იქნეს ალტერნატიული შემოსავლიანობის რეალური განაკვეთების მიხედვით;

- ნომინალური ფულადი ნაკადები დისკონტირებული უნდა იქნეს დისკონტის ნომინალური განაკვეთის გამოყენებით.

ამრიგად, ფულადი ნაკადების შეფასებისადმი ორი მიდგომა არსებობს, თითოეულ მათგანს თავისი პლიუსები და მინუსები გააჩნია.

მუდმივ (ფიქსირებულ) ფასებში შეფასების მეთოდის უპირატესობები და ნაკლოვანებები. რეალურ საფუძველზე შეფასების უპირატესობას წარმოადგენს ის, რომ ფულადი ნაკადების გამსხვილებული გაანგარიშებისას არ არის აუცილებელი ფასების სამომავლო ინფლაციური ზრდის პროგნოზირება – საკმარისია, ვიცოდეთ ინფლაციის მიმდინარე დონე და მიმდინარე პერიოდში მოქმედი ფასები. ამასთან ერთად, ასეთი გაანგარიშების განხორციელებისათვის საჭიროა, მკაცრად შესრულდეს შემდეგი პირობები: ფულადი ნაკადების განსაზღვრისას პროდუქციაზე, ნედლეულზე, მასალებზე და ა.შ. მიღებული ფასები ეკონომიკაში ინფლაციის დონესთან შესაბამისობაით ერთნაირი პროპორციით იცვლებიან. კიდევ ერთი „მინუსი“ – ასეთი მიდგომისას პროექტების დაფინანსების სისტემების ანალიზის სიძნელეები წარმოიშობა (რეალურ განაკვეთამდე უნდა იქნეს დაყვანილი საპროცენტო განაკვეთებიც, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების განხორციელებისათვის გაცემული კრედიტების მიხედვით, რაც კრედიტორების მხრიდან გაანგარიშების შედეგებისადმი უნდობლობას წარმოშობს). მაგალითად, ბანკები იძლევიან კრედიტს წლიური 14%-ით, ხოლო გაანგარიშებაში ფიგურირებს რეალური განაკვეთი – 4%-ის ოდენობით. ამასთან, პროექტის ბიუჯეტი, რომელიც ნომინალურ საფუძველზეა შედგენილი, უფრო რეალურად გამოიყურება.

განვიხილოთ რეალურ და ნომინალურ საფუძველზე შეფასებისადმი პრინციპული მიდგომა შემდეგი მაგალითის საფუძველზე.

მაგალითი 25:

კომპანიის მენეჯერი თვლის, რომ პროექტი მოითხოვს ინვესტირებას – 350 მლნ ლარის ოდენობით და იგი

განხორციელების პირველ წელს მოგვცემს ფულად ნაკადს 100 მლნ ლარის ოდენობით. ყოველ მომდევნო წელს, ხუთი წლის განმავლობაში, პროდუქციასა და დანახარჯებზე ფასების ინფლაციური ზრდის შედეგად, ფულადი ნაკადი 10%-ით გაიზრდება. მეექვსე, დამამთავრებელ წელს მოწყობილობების გაყიდვიდან შემოსავლის ჯამი იქნება სიდიდით 123 მლნ ლარი. საჭიროა განისაზღვროს, სასარგებლოა თუ არა მოცემული პროექტი, თუ ალტერნატიული შემოსავლიანობის ნომინალური განაკვეთი წლიური 20%-ის ტოლია.

პროექტის მიხედვით, ფულადი ნაკადის ცვლილება ინფლაციური ზრდის გათვალისწინებით ცხრილ 4.4-შია მოყვანილი.

ცხრილი 4.4.

ფულადი ნაკადი ინფლაციის გათვალისწინებით (პროექტის მიხედვით)

წელი	0	1	2	3	4	5	6
CF, მლნ ლარებში	(350)	100	110	121	133,1	146,4	123

სუფთა დისკონტირებული შემოსავალი გაიანგარიშება შემდეგი სახით:

$NPV = -350 + 100:1,2 + 110:1,2^2 + 121:1,2^3 + \dots + 123:1,2^6 = 43,96$ მლნ ლარი.

$NPV > 0$, რაც ნიშნავს, რომ პროექტი სარგებელიანია (მომგებიანია).

განვახორციელოთ იმავე პროექტის შეფასება **რეალურ საფუძველზე**.

ალტერნატიული შემოსავლიანობის რეალური განაკვეთი გაიანგარიშება შემდეგი ფორმულით:

$r_p = (1 + 0,2) : (1 + 0,1) - 1 = 0,0909$, ანუ 9,09% წლიური.

პირობის მიხედვით, მხოლოდ ფასების ინფლაციური ზრდა არის მოსალოდნელი. ამიტომ შემდგომი ფულადი

ნაკადები მეექვსე წლის მიწურულამდე იქნება სტაბილური და ტოლი $100:1,1=90,91$ მლნ ლარისა. ბოლო, მეექვსე წლის ფულადი ნაკადი, გაანგარიშებული ფასების მუდმივ მასშტაბში, გაუტოლდება:

$$\frac{123}{(1+0,1)^6} = 69,43 \quad \text{მლნ ლარს.}$$

მაშინ:

$$NPV = -350 + 90,91 \times A_{s(9,09\%)} + \frac{69,43}{(1+0,0909)^6} = 43,93 \quad \text{მლნ. ლარს.}$$

როგორც ჩანს, ორივე მეთოდმა, პრაქტიკულად, ერთნაირი შედეგი მოგვცა, რაც ორივე მიდგომისათვის მაგალითის პირობაში ჩადებული ერთნაირი წინადადებით აიხსნება (განსხვავებები გაანგარიშებებში დაშვებულ მიახლოებების ცდომილებებს უკავშირდება).

4.3. პორტფელის თეორიისა და CAPM მოდელის საფუძვლები

გრძელვადიანი (კაპიტალური) აქტივების ფასწარმოქმნის პრინციპი ეფექტურ ფინანსურ ბაზრებზე. საინვესტიციო გადაწყვეტილებებისათვის შემოსავლიანობის საჭირო დონე ეფექტურ ბაზარზე. ინვესტორი, კორპორაციის აქციების შეძენით, თავის კაპიტალში აბანდებს საკუთარ ფულს. ასეთი სახით იგი შუალედურად მონაწილეობს მის პროექტებში და მათგან ჩადებულ კაპიტალზე შემოსავლების საკუთარი წილს იღებს. შემოსავლები მის აქციებზე (დივიდენდები, ფასის ნაზარდი) პირდაპირ არის დაკავშირებული კორპორაციის წარმატებებთან, რომლებიც, თავის მხრივ, მოცემულ კომპანიაში მიღებული საინვესტიციო გადაწყვეტილებების პროდუქტიულობით არის განპირობებული.

თუ, მაგალითად, ინვესტორები, რისკის თავისთავზე აღებით, ყიდულობენ აქციებს იმის იმედით, რომ ისინი, ვთქვათ, წლიურ 17%-ის ოდენობის შემოსავალს მოუტანენ, კორპორაციის ხელმძღვანელების ინვესტორების ასეთი მოლოდინები, თავისთვის წარმოდგენილი აქვთ, და მათ არ შეუძლია ისეთი პროდუქტების განხორციელებაზე წავიდნენ, რომლებიც 17%-ზე ნაკლები შემოსავლის მომტანი იქნება. სხვანაირად ინვესტორები, ხედავენ რა, რომ მათი მოლოდინები არ სრულდება, გაყიდვიან აქციებს, ან არ შეიძენენ მათ და აღნიშნული მათი საბაზრო ფასების დაცემაზე მიიყვანს. აქციის საბაზრო ფასის დაცემა 17%-იან გაწონასწორებულ ზრდამდე მათი შემოსავლიანობის ზრდას ნიშნავს. მაგამ ფინანსურ მენეჯერებს, რომელთა მიზანსაც „ობიექტურად, აქციონერების კეთილდღეობის ზრდა წარმოადგენს, არ უნდათ, რომ აქციის ფასები დაეცეს. ამიტომ, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებისას კომპანიაში, რომლის კაპიტალი აქციების განთავსების გზით არის შექმნილი, წლიური 17% შემოსავლიანობის მინიმალურად დასაშვები დონის ნორმატივის როლს უნდა ასრულებდეს, რომლის საფუძველზეც მიიღება საინვესტიციო გადაწყვეტილებები.

რით განისაზღვრება ინვესტორების მოლოდინი შესაძენ აქციებთან მიმართებით? რატომ არის, რომ მოცემულ მაგალითში ისინი მოითხოვენ 17%-ს და არა 40%-ს, ან, ვთქვათ, 5% წლურს?

CAPM მოდელის თანახმად „ინვესტორების მოლოდინები ყალიბდება შემდეგი ორი ფაქტორის ზემოქმედების ქვეშ:

- საინვესტიციო რისკის ხარისხი, რომელიც შესაძენ აქციებს ახლავს თან;
- ფასი რისკზე, რომელიც ღვინდება ფინანსურ ბაზარზე და მოსალოდნელი შემოსავლიანობის პროცენტებში განისაზღვრება.

განვიხილოთ აღნიშნული მოდელის ძირითადი, პრაქტიკული დასკვნები.

შემოსავლიანობის ვარიაცია, როგორც საინვესტიციო რისკის საზომი. სუბიექტურად, რისკი ივენესტორისათვის, რომელიც ფულს კორპორაციის აქციებში აბანდებს, მოსალოდნელზე (მოთხოვნილზე) უფრო დაბალი სიდიდის შემოსავლიანობის მიღების შესაძლებლობაში მდგომარეობს. რისკი იმდენად მეტია, რამდენადაც უფრო განუსაზღვრელს წარმოადგენს ინვესტორების მომავალი შედეგი; განუსაზღვრელობა კი იმდენად მაღალია, რამდენადაც უფრო მაღალია კურსის და აქციის შემოსავლიანობის ცვალებადობა, მერყეობა (ვარიაცია). ამიტომ შეიძლება ჩაითვალოს, რომ **შემოსავლიანობის გარკვეული პირობითობის ვარიაცია საინვესტიციო რისკის ზომიერებას წარმოადგენს.** უფრო მაღალი რისკი ჯილდოვდება უფრო მაღალი შემოსავლიანობით.

დივერსიფიკაცია. საინვესტიციო პორტფელში სხვადასხვა ფასიანი ქაღალდის კომბინირებისას, მათი კურსისა და შემოსავლიანობის ჯამური ვარიაცია მცირდება (თუკი მხოლოდ პორტფელში შემავალი ფასიანი ქაღალდების ქცევა სრულად ერთნაირს არ წარმოადგენს, რაც რეალურ პირობებში არ შეიმჩნევა). საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისას რისკის შემცირებას **დივერსიფიკაციას** უწოდებენ.

საფონდო ბაზრის დინამიკის განმსაზღვრელი ფაქტორები. ფასიანი ქაღალდების კურსისა და შემოსავლიანობის ვარიაციის მიზეზებია:

ა) საერთო ეკონომიკური ხასიათის ფაქტორები, რომლებიც მთლიანობაში საფონდო ბაზარზე ზემოქმედებენ (სამთავრობო პოლიტიკა, სავალუტო კურსის მერყეობა, პოლიტიკური სიტუაცია და სხვები);

ბ) სპეციფიკური ფაქტორები:

- დარგისათვის, რომელშიც მუშაობს კორპორაცია (მოთხოვნა დარგის პროდუქციაზე, ციკლურობა, დარგის განვითარების სტადია, დარგობრივი კანონმდებლობა, დანახარჯების სტრუქტურა, შრომითი ურთიერთობები და ა.შ.);

- თვით კორპორაციისათვის ან მის მიერ განხორციელებული პროდუქციისათვის (ავარიები, რეორგანიზაციის შესახებ მიღებული გადაწყვეტილებები, სხვა სახის სტრატეგიული მმართველობითი გადაწყვეტილებები, ღირექტორთა საბჭოს შემადგენლობაში ცვლილებები, დივიდენდური პოლიტიკა და ა.შ.).

ფასიანი ქაღალდების ცვალებადობას, რომელიც საერთო ეკონომიკური მერყეობებით, ანუ მთლიანობაში ბაზრის ცვლილებებით არის განპირობებული, **სისტემურ რისკს** უწოდებენ. აღნიშნული რისკი ექვემდებარება დივერსიფიკაციას, ამიტომ მას ასევე **არადივერსიფიცირებას** უწოდებენ.

ფასიანი ქაღალდების კურსისა და შემოსავლიანობის ვარიაციას, რომელიც ემიტენტის დარგობრივი და ინდივიდუალური თავისებურებებითაა განპირობებული, **არასისტემურ რისკს** უწოდებენ. აღნიშნული რისკი ფასიანი ქაღალდის დარგობრივი და ინდივიდუალური თავისებურებებითაა განპირობებული და იგი ექვემდებარება დივერსიფიკაციას.

სისტემური რისკის ზომიერება – კოეფიციენტი β . სისტემური რისკის ხარისხი რაოდენობრივად β პარამეტრით (კოეფიციენტით) ფასდება და მას ასევე „ბეტა-ფაქტორსაც“ უწოდებენ. აღნიშნული კოეფიციენტის ინტერპრეტაცია შემდეგია:

- ბაზარი მთლიანობაში ხასიათდება კოეფიციენტით $\beta=1$;
- ურისკო დაბანდებებს აქვთ კოეფიციენტი $\beta=0$;
- ფასიან ქაღალდს კოეფიციენტით $\beta<1$ აქვს ნაკლები სისტემური (არადივერსიფიცირებადი) რისკი, ვიდრე ბაზარს მთლიანობაში;

- ფასიან ქაღალდს კოეფიციენტით $\beta > 1$ აქვს უფრო მაღალი სისტემური რისკი, ვიდრე საშუალო რისკი მთლიანობაში ბაზრის მიხედვით.

როგორ განისაზღვრება კოეფიციენტი β ?

ფასიანი ქაღალდებისათვის, რომელთაც კოტირება გააჩნიათ ბაზარზე, აღნიშნული კოეფიციენტის გაანგარიშება მთლიანობაში ბაზრის მახასიათებელი საბირჟო ინდექსის დინამიკისა და კონკრეტული აქციის დინამიკის შედარებაზეა დაფუძნებული.

სტატისტიკურად β -კოეფიციენტი ფასდება, როგორც დაწვეილებული კორელაციური კავშირის განტოლებაში რეგრესიის კოეფიციენტი და მას შემდეგი სახე აქვს:

$$Y = a + \beta x + e,$$

სადაც: y არის კონკრეტული აქციის შემოსავლიანობა (თუ აქციის მიხედვით არ გადაიხდება დივიდენდები, მისი შემოსავლიანობა მხოლოდ საკურსო ღირებულების ნაზარდის ტემპის ტოლია).

x – საშუალო საბაზრო შემოსავლიანობა (საშუალო ბაზრის სახით მიიღება შემოსავლიანობა, რომელიც განსაზღვრულია მთლიანობაში ბაზრის ქცევის დახასიათებისათვის შექმნილი სპეციალურად გაანგარიშებული ინდექსების მიხედვით. მას **საბირჟო ინდექსს** უწოდებენ.

წამყვანი ქვეყნების ბაზრების ინდიკატორებია – საბირჟო ინდექსი Financial Times (FT) – ინგლისში, ინდექსი დოუ-ჯონსი – ამერიკის შეერთებულ შტატებში (აშშ), DAX – გერმანიაში, NIKKEI – იაპონიასი, რუსეთის სავაჭრო სისტემის ინდექსი (PTC) – რუსეთის ფედერაციაში;

e – შემთხვევითი სიდიდე, ხაზობრივი რეგრესული მოდელის შეცდომა.

მაგალითი 26:

ცხრილი 4.5-ში წარმოდგენილია მონაცემები, რომლებიც რუსეთის ენერგეტიკული კომპანიის საბირჟო ინდექსისა და აქციის კურსის დინამიკის მახასიათებლებია.

ცხრილი 4.5

ენერგეტიკული კომპანიის საბირჟო ინდექსისა და აქციის კურსის დინამიკა

ა)

წელი	ნულოვანი	პირველი	მეორე	მესამე	მეოთხე	მეხუთე
აქციის კურსი, დოლარებში	0,5	0,63	0,72	0,65	0,70	0,83
ბაზრის ინდექსი (ერთეულებში)	12	16	23	17	24	27

თუ აქციის მიხედვით მოცემულ ბაზარზე არ გადაიხდება დივიდენდები, აქციის კურსის ნაზარდის ტემპი და საბირჟო ინდექსის ნაზარდის ტემპი, შესაბამისად, აქციის შემოსავლიანობის (y) და საშუალოდ ბაზრის მიხედვით შემოსავლიანობის (x) ტოლი იქნება.

ბ)

წელი	ნულოვანი	პირველი	მეორე	მესამე	მეოთხე	მეხუთე
აქციის შემოსავლიანობა (Y), %-ში	-	26	14,29	(9,7)	7,69	18,57
შემოსავლიანობა საბირჟო ინდექსის (x), %-ში	-	33,43	43,75	(26,1)	41,18	12,5

სტატისტიკიდან ცნობილი ფორმულის მიხედვით, რეგრესიის კოეფიციენტი β -ის ტოლია:

$$\beta = \sum (\Delta x \times \Delta y) : \sum \Delta x^2,$$

$$\Delta x = x - X;$$

$$\Delta y = y - Y.$$

სადაც: x არის საშუალო საბაზრო შემოსავლიანობის თითოეული j - მნიშვნელობა;

y - კონკრეტული ფასიანი ქაღალდის შემსოავლიანობის თითოეული j - მნიშვნელობა;

X და Y არის შესაბამისად x და y -ის სიდიდეებისათვის საშუალო მნიშვნელობები.

მოცემული მაგალითის პირობების მიხედვით რომ გავიანგარიშოთ რეგრესიის კოეფიციენტი (ცხრილი 4.6), ამისათვის თავიდან განვსაზღვროთ X და Y -ის მნიშვნელობები:

$$X = (33,43 + 43,75 - 26,1 + 41,18 + 12,5) : 5 = 20,93\%,$$

$$Y = (26 + 14,29 - 9,7 + 7,69 + 18,57) : 5 = 11,37\%.$$

ცხრილი 4,6

რეგრესიის კოეფიციენტის გაანგარიშება

წელი	პირველი	მეორე	მესამე	მეოთხე	მეხუთე	ჯამი
$\Delta x(\%)$	12,37	22,82	(47,03)	20,24	(8,43)	0
$\Delta y(\%)$	14,63	2,92	(21,07)	3,68	7,2	0
$\Delta x \times \Delta y$	180,97	66,63	990,92	(74,48)	(60,7)	$\sum (\Delta x \times \Delta y) = 1103,24$
Δx^2	153,02	520,75	2211,82	409,65	71,65	$\sum \Delta x^2 = 3366,31$

$$\text{კოეფიციენტი } \beta = 1103,24 : 3366,31 = 0,328.$$

რამდენადაც შედეგი ერთზე ნაკლებია, აქცია ბანკის რეკეებისადმი შედარებით მდგრადია, თუ სისტმატური რისკი უფრო დაბალია საშუალო საბაზროზე. მაგრამ მსოფლიო პრაქტიკაში ასეთ გაანგარიშებებს ახორციელებენ ხუთი წლის

განმავლობაში კვარტლების (ანგარიშობენ კვარტალურ შემოსავლიანობას) ან თვეების მიხედვით.

კოეფიციენტი β სტატისტიკურად მსოფლიო ბაზრის მიხედვით განისაზღვრება, მაგალითად, სააგენტო „Barra International“-ის მიერ (www.barra.com/InvData/EquityRiskData.asp).

კაპიტალურ (გრძელვადიანი) აქტივების ღირებულების მოდელი (CAPM) და აღფა-ფაქტორი. კაპიტალური აქტივების ღირებულების მოდელი (CAPM) არის ფინანსურ მენეჯმენტში ერთ-ერთი ყველაზე პოპულარული თეორიული აგებულება, რომელიც საინვესტიციო გადაწყვეტილებების დასაბუთებისას მუდმივად გამოიყენება პრაქტიკაში.

აღნიშნული მოდელი გამოიყენება ინვესტორისათვის საინვესტიციო პროტფელის შემოსავლიანობის საჭირო დონის შეფასებისთვის, რომელსაც შეუძლია დივერსიფიკაციის მეშვეობით არასისტემური რისკს აარიდოს თავი და, ასეთი სახით, შემოსავლიანობის გარკვეული დონის მიღებას ითვალისწინებს, როგორც ჯილდო, მიღებულ სისტემურ რისკზე.

CAPM-ი ასევე მის სისტემატიურ რისკზე დაფუძნებით საინვესტიციო პროექტის დისკონტის განაკვეთის შეფასების შესაძლებლობას იძლევა. აქედან გამომდინარე, მოდელი რისკიანობის სხვადასხვა კლასის პროექტების შედარებისადმი გასაღებს იძლევა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სახის განტოლება:

$$E(r) = R_f + \beta \times ((R_m - R_f)),$$

სადაც: (r) არის შემოსავლიანობის საჭირო დონე;

R_m – ბაზრის დამახასიათებელი შემოსავლიანობის საბირჟო ინდექსი;

R_f – საჭირო შემოსავლიანობა რისკის გარეშე განაკვეთი.

აღნიშნული განტოლების მიხედვით, ვიცით რა სისტემატური რისკის კოეფიციენტი β , ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდისათვის ან საინვესტიციო პორტფელისათვის შეიძლება შემოსავლიანობის საჭირო დონე $E(r)$ იქნეს მოძიებული. ე. დიშონის მონაცემების მიხედვით, ეკონომიკურ ურთიერთობებში მსოფლიოს წამყვან ქვეყნებში საბაზრო პრემია ($\Delta R = R_m - R_f$) ტოლია წლიური 8%-ის (მონაცემები მიღებულია საფონდო ბაზრების 50 წლის განმავლობაში რეტროსპექტიული ანალიზის გზით). ამრიგად, თუ, მაგალითად, ურისკო დაბანდებების განაკვეთი აშშ დოლარებში წლიური 5%-ის ტოლია, ხოლო კოეფიციენტი β , რომელიც კომპანიისათვის შეადგენს 0,65-ს, გრძელვადიანი შემოსავლიანობა, რომელიც მდგრადი ეკონომიკის პირობებში კომპანიის მოცემული აქციიდან უნდა მოითხოვოს ინვესტორმა, შეადგენს:

$$E(r) = R_f + \beta \times (R_m - R_f) = R_f + \beta \times \Delta R = \\ = 5\% + 0,65 \times 8\% = 10,2\% \text{ წლიური (აშშ დოლარებში).}$$

აღფა-ფაქტორი, ანუ α – წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდის ან პორტფელის სრულად შეუფასებლობის საზომს ფუნდამენტურ ანალიზში და იგი მიუთითებს „რეალურად, რამდენად მეტი ან ნაკლებია ინვესტიციისაგან მოსალოდნელი შემოსავლიანობა (პოზიტიური შემოსავლიანობა FR) ბაზრის პირობებთან შესაბამისობაში საჭირო შემოსავლიანობაზე (ნორმატიული შემოსავლიანობა CAMP-ის მიხედვით).

აღფა-ფაქტორი (α) განისაზღვრება ფორმულით:

$$\alpha = FR - E(r)$$

ან

$$FR = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \alpha$$

ინტერპრეტაცია α -სი მარტივია:

- თუ $\alpha > 0$, ფასიანი ქაღალდი სრულად შეუფასებული არ არის. მასთან მიმართებაში „გრძელი პოზიციის“ დაკავება

არის რეკომენდირებული, ანუ იქნეს შეძენილი ან ამადლებისთვის დაიწყოს თამაში;

- თუ $\alpha=0$, ფასიანი ქაღალდი შეფასებულია ადეკვატურად;
- თუ $\alpha<0$, ფასიანი ქაღალდი მეტადაა შეფასებული (რისკზე ჯილდოს დონე არ შეესაბამება რისკის სიდიდეს). მასთან მიმართებაში „მოკლე პოზიციის“ დაკავება არის რეკომენდირებული (თამაში შემცირებაზე ან გაყიდვის განხორციელება).

მაგალითი 27:

ცნობილია შემდეგი მონაცემები:

ა) ბაზრის მიხედვით:

- საბირჟო ინდექსის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა – 13,78%;

- ურისკო შემოსავლიანობა – 3%;

ბ) აქციის მიხედვით:

- პროგნოზირებული შემოსავლიანობა – 10,03%;
- კოეფიციენტი β – 0,364.

რამდენად ადეკვატურადაა შეფასებული აქცია და გაანგარიშებების შედეგად რა სახის რეკომენდაციების გაკეთებაა შესაძლებელი?

ზემოთ მოყვანილი ფორმულის საფუძველზე ($FR = R_f + \beta \times (R_m - R_f) + \alpha$) შევადგინოთ განტოლება:

$$10,03\% = 3\% + 0,364 \times (13,78\% - 3\%) + \alpha,$$

$$\text{საიდანაც } \alpha = +3,106\%.$$

რამდენადაც $\alpha > 0$, აქცია სრულად შეფასებული არ არის. მის მიხედვით „გრძელი პოზიციის“ დაკავება არის რეკომენდირებული, ანუ შეძენილ იქნეს, ან ამადლებისთვის დაიწყოს თამაში.

ბიზნეს-რისკი, ფინანსური რისკი და კოეფიციენტი β .
რომელიდაც ახლად შექმნილი კომპანიის აქციებში ფულის დაბანდებისას ინვესტორი თავისთავზე იღებს რისკს,

რომელიც მისი საქმიანობის კორპორაცია-ემიტენტის მიერ მომავალში განსახორციელებელი პროექტების თავისებურებებითაა განპირობებული. სხვა სიტყვებით, იგი კომპანია-ემიტენტის **ბიზნეს-რისკთან** ურთიერთობას ითვალისწინებს. ამასთან, როდესაც კორპორაცია ნასესხებ სახსრებს იღებს, აქციონერებს უწევთ გამკლავება არა მარტო ბიზნეს-რისკებთან, არამედ ფინანსურ რისკებთანაც.

ფინანსური რისკის β კოეფიციენტზე ზემოქმედება.

ფინანსურმა რისკმა ბუნებრივი სახით β კოეფიციენტი – სისტემატური რისკის ზომიერებით უნდა გაზარდოს. აღნიშნულს, როგორც აქციონერის მიერ დამატებითად აღებულ რისკზე გადასახადს, საკუთარ კაპიტალზე მოთხოვნილი შემოსავლიანობის გადიდებამდე მიეყვართ. როგორც გვიჩვენა რ. ხამაღამ, კოეფიციენტი β -ს გადიდება შემდეგი ფორმულის შესაბამისად ხორციელდება:

$$\beta = \beta_0 \times (1 + D/E \times (1 - T)) ,$$

სადაც: T არის ემიტენტის მოგებაზე გადასახადი განაკვეთი:

D/E – ფინანსური ბერკეტი (კომპანია-ემიტენტის ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის თანაფარდობა);

B_0 – კომპანიის სისტემატური რისკის კოეფიციენტი, რომელიც ნასესხებ სახსრებს არ იყენებს (ბერკეტგარეშე კომპანიები);

β – იგივე კოეფიციენტი, რომელსაც, კორპორაციის მიხედვით, შერეული დაფინანსება გააჩნია და როგორც აქციონერების, ასევე კრედიტორების (ბერკეტიანი კომპანია) კაპიტალს იყენებს.

აღნიშნული ფორმულის გამოყენებით და კოეფიციენტი β -ს ცოდნით, შეიძლება იგი ფინანსური ბერკეტისაგან იქნეს „გაწმენდილი“, ანუ განისაზღვროს კოეფიციენტი β_0 .

მაგალითი 28:

სავაჭრო კომპანიას ქალაქის ერთ-ერთ ახალ რაიონში პროექტის სახით უნივერსამის გახსნა აქვს განსაზღვრული. ფულადი ნაკადების გაანგარიშება პირობით ერთეულებში (1 პ.ე. = 1 დოლარს) ხორციელდება. რისკისგარეშე დაბანდების განაკვეთი აშშ-ს დოლარებში ტოლია $R_f=5\%$ წლიურის, საბაზრო პრემიის გრძელვადიანი შეფასება $\Delta R = R_m - R_f$ წლიური 14%-ის ტოლია. რისკის გარეშე კოეფიციენტი β „რისკები პროდუქტების ვაჭრობის“ დარგისათვის, რომელიც პროექტის ბიზნეს-რიკს გამოხატავს, ტოლია 0,6-ის. ფინანსური ბერკეტი ტოლია $D/E=1,5$ -ის. გადასახადის განაკვეთი მოგებაზე – 24%-ია. როგორი უნდა იყოს მოცემული პროექტიდან აქციონერების მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობის დასაბუთებული მინიმალური დონე?

$$\beta = \beta_0 \times (1 + D/E \times (1 - T)) = 0,6 \times (1 + 1,5 \times (1 - 0,24)) = 1,28$$

$$E(r) = R_f + \beta \times (R_m - R_f) = 5\% + 1,28 \times 14\% = 23\% \text{ წლიურს.}$$

4.3. ტესტები:

1. ფინანსური მენეჯმენტის ძირითადი ასპექტები:

- ა) მუშა კაპიტალის მართვა, ფინანსური გადაწყვეტილებების მართვა
- ბ) მუშა კაპიტალის, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების, ფინანსური გადაწყვეტილებების მართვა
- გ) მუშა კაპიტალის მართვა, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მართვა
- დ) საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მართვა, ფინანსური გადაწყვეტილებების მართვა.

ბ)

2. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შემდეგი მხარეები არსებობს:

- ა) რისკი და შემოსავლიანობა
- ბ) რისკი და მომგებიანობა
- გ) რისკი და რენტაბელობა
- დ) რისკი და ზარალიანობა.

ა)

3.იმისათვის, რომ საინვესტიციო გადაწყვეტილება კომერციული

თვალსაზრისით სასრგებლო იყოს, საჭიროა, მასთან დაკავშირებული ინვესტიციები, მიმდინარე დანახარჯები, გადახდები როგორც მინიმუმ:

- ა) მოგებით იქნეს კომპენსირებული
- ბ) შემოსავალ-გასავლით იქნეს კომპენსირებული
- გ) ფულადი ნაკადებით იქნეს კომპენსირებული
- დ) შემოსავლებით იქნეს კომპენსირებული.

გ)

4. საინვესტიციოსაგან განსხვავებით, ფინანსური გადაწყვეტილება

ითვალისწინებს:

- ა) ბიზნესის დაფინანსების წყაროების შერჩევას
- ბ) შემოსავლის მომტანი აქტივების შესაძენად სახსრების მოძიებას

გ) წყაროების შერჩევას და სახსრების მოძიებას

დ) ბიზნესის დაფინანსების წყაროების შერჩევას, აქტივების შესაძენად სახსრების მოძიებას.

დ)

5. საინვესტიციო გადაწყვეტილების შეფასებისათვის საჭიროა:

- ა) ყველა ფულადი ნაკადები დროის შესაბამის მომენტამდე იქნეს დაკავშირებული
- ბ) აღნიშნული ნაკადები, რისკის გათვალისწინებით, დროის ერთ

მომენტამდე იქნეს დაყვანილი

გ) მიღებული დაყვანილი ფულადი ნაკადები შემოდინება-გადასახადების

გათვალისწინებით იქნეს დაჯამებული

დ) ფულადი ნაკადები დროის შესაბამის მომენტამდე იქნეს დაყვანილი

და დაჯამებული.

დ)

6. ალტერნატიული (მოთხოვნადი) შემოსავლიანობის რეალური

განაკვეთი არის:

ა) საშუალო საკრედიტო განაკვეთზე ორიენტირებული განაკვეთი

ბ) ინფლაციური პრემიებისაგან „გაწმენდილი“ განაკვეთი

გ) ეროვნული ვალუტის კურსის ცვალებადობის გათვალისწინებული განაკვეთი

დ) კონვერტირებადი ვალუტის კურსზე ორიენტირებული განაკვეთი.

7. რისკი იმდენად მეტია, რამდენადაც განუსაზღვრელია:

ა) ინვესტირების სამომავლო შედეგი

ბ) დაფინანსების წყაროს ღირებულება

გ) დეპოზიტების ღირებულება

დ) ანაბრების ღირებულება.

ა)

8. შემოსავლიანობის გარკვეული პირობებით ვარიაცია წარმოადგენს:

ა) სავალუტო რისკის ზომიერებას

ბ) საინვესტიციო რისკის ზომიერებას

გ) საკრედიტო რისკის ზომიერებას

დ) სადეპოზიტო რისკის ზომიერებას.

ბ)

ლექცია 5. საინვესტიციო პროექტების დამუშავება და შეფასება

პროექტების შერჩევა და კორპორაციის საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება

საინვესტიციო პორტფელის დამუშავება კომპანიის ფასეულობის მაქსიმიზაციაზე ორიენტირებული სტრატეგიული გადაწყვეტილებაა. რამდენადაც ფასეულობის ნაზარდის მაჩვენებელს NPV – სუფთა დაყვანილი ფასეულობა წარმოადგენს, პორტფელის ფორმირება ისე ხორციელდება, რომ აღნიშნული მაჩვენებლის ჯამური მნიშვნელობა საპროექტო კომპლექსის ყველა პროექტის მიხედვით იყოს მაქსიმალური. მოცემული კრიტერიუმი ძირითადია, რომლის მიხედვით საინვესტიციო პროექტების ალტერნატივების არჩევა და რაციონალური ნაკრების ფორმირება ხდება.

საინვესტიციო პროექტის შემუშავების ეტაპები.
ნებისმიერი პროექტის შეფასების პროცესი შეიძლება დაიყოს შემდეგ ოთხ ეტაპად:

1. საპროექტო წინადადებების შემუშავება;
2. საპროექტო წინადადებების ანალიზი;
3. პროექტის შეფასება;
4. განხორციელება და აუდიტი.

საინვესტიციო პროექტის აღწერა კომპანიის ტოპ-მენეჯმენტისათვის მისაწოდებლად. იმისათვის, რომ კომპანიისათვის პროექტის სარგებლიანობა გაირკვეს, ამისათვის საჭიროა მისი ყოველმხრივი აღწერა (ბიზნეს-გეგმა). როგორც წესი, ასეთ აღწერაში ასახულია შემდეგი ინფორმაცია:

1. მოცემული პროექტის წვლილი კომპანიის ფასეულობის ზრდაში;
2. პროექტის მიზნები და ამოცანები;

3. ინვესტორისა და პროექტის სხვა მონაწილეების აღწერა;
4. პროექტის ტექნიკური აღწერა;
5. პროექტის საბაზრო სიცოცხლისუნარიანობის შეფასება;
6. ეკონომიკური ეფექტიანობა.

კომერციული პროექტები, რომლებიც კომპანიის განვითარების კონცეფციას შეესაბამება, ისე უნდა იყოს შედგენილი, რომ მთლიანად პროექტის კომპლექსის მიხედვით NPV-ს მნიშვნელობის მაქსიმალური მნიშვნელობას უზრუნველყოფდეს.

მაგალითი 29.

კომპანია აფასებს შემდეგ ორ ურთიერთგამომრიცხავ საინვესტიციო ალტერნატივას (ცხრილი 5.1).

ცხრილი 5.1

ურთიერთგამომრიცხავი საინვესტიციო ალტერნატივები

	პროექტი A	პროექტი B
NPV, მლნ ლარებში	800	700
IRR, %	19	25
უკუგების პერიოდი, წელი	4	3,5

რომელი პროექტი უნდა განახორციელოს კომპანიამ .თუ იცის, რომ ორივე ისინი რისკის ერთი და იმავე დონით ხასიათდება და ერთნაირი სიცოცხლისუნარიანობა გააჩნიათ?

ამოხსნა:

სახეზეა მაჩვენებლების უთანაბრობა: პროექტი A უკეთესია უკუგების პერიოდის და NPV-ს მიხედვით, მაგრამ უარესია IRR-კრიტერიუმის მიხედვით. გადაწყვეტილება მაინც NPV-კრიტერიუმის მიხედვით უნდა იქნეს მიღებული, რადგანაც სწორედ აღნიშნული მაჩვენებელი განსაზღვრავს და გამოსატავს ფასეულობის ნაზარდს ; ამის მიხედვით სამუშაოდ პროექტი A უნდა იქნეს არჩეული.

არათანაბარი სასიცოცხლო დროის მქონე ორი ან მეტი ურთიერთგამომრიცხავი ციკლური ალტერნატივის პროექტიდან არჩევის გაკეთების თავისებურება. თუ პროექტების განახლება პროგნოზული პერიოდის საზღვრებს მიღმა ხორციელდება, მათ ციკლური პერიოდი ექნებათ. დამთავრების შემდეგ, თითოეული მათგანი განმეორდება მომავალში, ერთი ციკლის უფრო მაღალი NPV-ს მნიშვნელობა ერთმნიშვნელოვანი მოწმობა არ იქნება, რომ სწორედ აღნიშნული პროცესი დროის უსასრულო ინტერვალში საბაზრო ფასეულობის ყველაზე მაღალ ნაზარდს უზრუნველყოფს. ამ შემთხვევაში ყველა პროექტი ან სიცოცხლის ერთ პროგნოზულ პერიოდამდე უნდა დავიყვანოთ, ან ფინანსური მწარმოებლობის მაჩვენებელი დროის ერთეულში (EAA-equivalent annual annuity) უნდა გავიანგარიშოთ და არჩევიანი აღნიშნული მაჩვენებლის მაქსიმალური მნიშვნელობის მიხედვით უნდა გაკეთდეს. იმისათვის, რომ ფინანსური მწარმოებლობის მაჩვენებელი დროის ერთეულში გაანგარიშდეს, საჭიროა NPV გაიყოს დროზე (პროექტის სიცოცხლის ვადა n), მაგრამ ფულის დროითი ფასეულობის გათვალისწინებით უფრო კორექტული იქნება იგი გაიყოს არა ვადაზე (n), არამედ ანუიტეტის დაყვანის კოეფიციენტზე ($An;r$):

$$EAA = \frac{NPV}{A_{n;r}}.$$

მაგალითი 30.

კომპანია გეგმავს, რომ შეიძინოს ახალი მოწყობილობა, რომელიც შეიძლება ერთი, ორი ან სამი წელი იქნეს ექსპლუატირებული. ფულადი ნაკადები ექსპლუატაციის თითოეული ვარიანტისათვის (მლნ ლარებში) ცხრილი 52.-შია წარმოდგენილი. მისაღები დისკონტის განაკვეთი სამივე ურთიერთგამომრიცხავი პროექტისათვის (კაპიტალის თვითღირებულება) ტოლია 12%.

ცხრილი 52

**ფულადი ნაკადები მოწყობილობის სხვადასხვა
ვარიანტების ექსპლუატაციისათვის
ექსპლუატაციის ვადა/წელი**

ექსპლუატაციის ვადა/წელი	ნულოვანი წელი	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი	NPV
სამი წელი	(450)	250	250	100	43,7
ორი წელი	(450)	250	330		36,3
ერთი წელი	(450)	500			(3,6)

როგორც ვხედავთ, მოწყობილობის ექსპლუატაციის ვარიანტი მისი პერიოდული შეცვლის ინტერვალით (ერთი წელი) არაეფექტურია ($NPV = -3,6$ მლნ ლარი). ამრიგად, გერჩება ორი ვარიანტი – მოწყობილობის ექსპლუატაცია განხორციელდეს ორი წლის ვადით, ან მოწყობილობის ექსპლუატაცია გახანგრძლივდეს სამ წლამდე.

NPV სამ წელზე მეტი ხნით ექსპლუატაციისათვის გვიჩვენებს, მოწყობილობის ექსპლუატაციის პროგნოზულ ექვს წლამდე გაზრდის შემთხვევაში, თუ როგორი ფულადი ნაკადების გენერირება მოხდება მოწყობილობის ორი და სამწლიანი შეცვლის ციკლისას (ცხრილი 5.3).

ცხრილი 5.3

ფულადი ნაკადები ექვსწლიან პროგნოზულ პერიოდში

წელი	ნულოვანი წელი	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი	მეოთხე წელი	მეხუთე წელი	მექვსე წელი	NPV
სამწლიანი ციკლი								
მოწყობილობა 1	(450)	250	250	100				
მოწყობილობა 2				(450)	250	250	100	
ჯამი	(450)	250	250	(350)	250	250	100	74,

								8
ორწლიანი ციკლი								
მოწვობილ ობა 1	(450)	250	330					
მოწვობილ ობა 2			(450)	250	330			
მოწვობილ ობა 3					(450)	250	330	
ჯამი	(450)	250	120	250	(120)	250	330	88, 3

როგორც ჩანს, სუფთა დაყვანილი ფასეულობა NPV მოწვობილობის ორწლიანი შეცვლის პერიოდისათვის უფრო მაღალია, როდესაც მან საკმარისად იმუშავა, რათა შემოსავალი მოეტანა და შეიძლება, შედარებით ძვირად ხელახლა გაიყიდოს.

იმავ შემდგომ მიღების სხვა ვარიანტი – ფინანსური მწარმოებლობის (EAA) გაანგარიშების შედეგად მივიღებთ:

- სამწლიანი ციკლისათვის:

$$EAA = \frac{NPV}{A_{n,r}} = \frac{43,7}{A3\text{წელი};12\%} = 18,2 \text{ მლნ ლარს.}$$

- ორწლიანი ციკლისათვის:

$$EAA = \frac{NPV}{A_{n,r}} = \frac{36,3}{A2\text{წელი};12\%} = 21,5 \text{ მლნ ლარი.}$$

პროექტების ოპტიმალური ნაკრების დასახული ბიუჯეტის ჩარჩოების შერჩევა. დავეუშვათ, რომ კომპანიას მიზანად აქვს ურთიერთგამომრიცხავი ალტერნატივებისაგან საუკეთესოს შერჩევით, დარჩენილი პროექტებიდან ოპტიმალური ნაკრების ფორმირება . თუ ამოცანა განვითარების დასახული ბიუჯეტის ფარგლებში ოპტიმალური პორტფელის ფორმირებაში მდგომარეობს და ამასთან, პროექტები ურთიერთგამომრიცხავებს არ წარმოადგენენ,

აღნიშნული NPV-ს მაქსიმიზაციის პრინციპით უნდა განხორციელდეს. მაგრამ თუ პროექტი – პრეტენდენტები ინვესტიციების მასშტაბის მიხედვით განსხვავდებიან, მათმა NPV -ის მაჩვენებლის მიხედვით რანჟირებამ შეიძლება შეცდომამდე მიგვიყვანოს. მასშტაბის ეფექტმა შეიძლება დამახინჯებული ზემოქმედება მოახდინოს და პროექტების ნაკრებმა დასახული ბიუჯეტის ჩარჩოებში, პორტფელში ჩართული პროექტების ჯამის მიხედვით, მაქსიმალურ NPV-მდე არ მიგვიყვანოს. ამ შემთხვევაში, პროექტების რანჟირებისათვის, უფრო სწორი იქნება ორიენტირება მომგებიანობის ინდექსზე (profitability index – PI) , რომელიც ტოლია NPV შეფარდებული პროექტში ინვესტირებული კაპიტალის სიდიდესთან (IC):

$$PI = \frac{NPV}{IC}.$$

მაგალითი 31.

დავუშვათ, რომ კომპანიამ ცხრა პროექტი აირჩია, რომლებიც მისი განვითარების სტრატეგიას პასუხობენ და NPV-ს დადებით მნიშვნელობებს ფლობენ. ამასთან, ერთად კომპანიის განვითარების ბიუჯეტი 1 მლრდ 750 მლნ ლარით შეზღუდულია. თითოეული პროექტისათვის NPV-ს და კაპიტალში მოთხოვნილების საანგარიშო მნიშვნელობები ცხრილი 5.4-შია მოცემული.

ცხრილი 5.4

პროექტების მიხედვით NPV და კაპიტალში მოთხოვნილების საანგარიშო მნიშვნელობები, მლნ ლარებში

პროექტები	NPV	IC	PI	რეიტინგი PI-ს მიხედვით
1	350	1000	0,35	
2	270	750	0,36	
3	260	500	0,52	3

4	220	500	0,44	5
5	190	250	0,76	1
6	150	250	0,60	2
7	120	250	0,48	4
8	20	200	0,10	
9	5	200	0,03	

ამრიგად, პროექტების NPV მაჩვენებლის მიხედვით რანჟირებით და საერთო ბიუჯეტის შეზღუდვით, პორტფელში შეიძლება ორი პროექტი ჩაერთოს – პირველი და მეორე, რომლის NPV-ს ჯამური მნიშვნელობა $(350+270)=620$ მლნ ლარის ტოლი იქნება.

რაც შეეხება პროექტის რეიტინგს I მაჩვენებლის მიხედვით, აქ შეიძლება 3-7 პროექტი შეირჩეს. აღნიშნული პროექტების მიხედვით, ინვესტიციებში მოთხოვნილება ჯამში ასევე 1 მლრდ 750 მლნ ლარს შეადგენს $(260+220+190+150+120)$.

ამრიგად, კომპანიისათვის უფრო მისაღები პორტფელი, მომგებიანობის ინდექსის მიხედვით, პროექტების რანჟირებით იქნა ფორმირებული.

შეიძლება წარმოიქმნას ისეთი სიტუაცია, როდესაც პორტფელის ფორმირება ციკლური პროექტების მიხედვით დასახულ ბიუჯეტის ჩარჩოებში ხორციელდება, რომელთაც სიცოცხლის ვადა და რისკი ერთნაირი არ გააჩნიათ. მაშინ მომგებიანობის ინდექსმა შეიძლება ცდომილებიანი შედეგი მოგვცეს, რადგანაც ციკლის სხვადასხვა პერიოდულობის პროექტები NPV მაჩვენებლის მიხედვით პირდაპირ შეუდარებადი იქნება. ამ შემთხვევაში შეიძლება, მომგებიანობის მოდიფიცირებული ინდექსი (MPI) გამოვიყენოთ, რომელიც ტოლია EAA-ს შეფარდებისა ინვესტირებულ კაპიტალთან (IC):

$$MPI = \frac{EAA}{IC}.$$

მაგალითი 32.

ინვესტირებულ პროექტს შემდეგი ფულადი ნაკადები გააჩნია (ცხრილი 5.5).

ცხრილი 5.5

ინვესტირებული პროექტის ფულადი ნაკადები, მლნ ლარებში

წელი	ნულოვანი წელი	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი
FCF	(450)	250	250	100

საწარმოს კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება ტოლია 12%-ის, პროექტის კაპიტალის ღირებულება კი – 10%. გავიანგარიშოთ MPI.

ამოხსნა:

ფულადი ნაკადების დისკონტირება მოვახდინოთ 10%-იანი განაკვეთის მიხედვით:

$$NPV = -450 + \frac{250}{1 + 0,1} + \frac{250}{(1 + 0,1)^2} + \frac{100}{(1 + 0,1)^3} = 59,02 \text{ მლნ ლარი.}$$

გავიანგარიშოთ EAA, ანუიტეტის დაყვანილი კოეფიციენტის 12%-იანი განაკვეთისათვის:

$$EAA = \frac{NPV}{A_{n;r}} = \frac{59,02}{A_{3\text{წელი};12\%}} = 24,57 \text{ მლნ ლარი.}$$

მომგებიანობის მოდიფიცირებული ინდექსი (MPI) ტოლი იქნება:

$$MPI = \frac{EAA}{IC} = \frac{24,57}{450} = 0,416 .$$

5.2. საინვესტიციო პროექტების რისკების შეფასება და ანალიზი

საინვესტიციო პროექტის შეფასება და რისკების ანალიზი. რისკი შეიძლება დახასიათდეს, როგორც საინვესტიციო პროექტის შედეგების (ეფექტის) განუსაზღვრელობა. რისკი მეორენაირად არის

განუსაზღვრელი არაკეთილსასურველი გარემოებების შესაძლებლობა, რომლებსაც პროექტის ეფექტზე ნეგატიური ზემოქმედების მოხდენა შეუძლიათ.

საინვესტიციო პროექტის რისკის სახეობები. ერთ-ერთი კლასიფიკაციის მიხედვით, შეიძლება გამოიყოს საინვესტიციო პროექტის რისკის შემდეგი ტიპები:

- საბაზრო – პროექტის პროდუქტის რეალიზაციის მოცულობების განუსაზღვრელობა;

- კაპიტალური – პროექტის კონსტრუქციული ფაზის (პროექტის ფაზა, რომლის დროს იქმნება მისი ფიქსირებული აქტივები: შენდება შენობები, ნაგებობები, შეიძინება და მონტაჟდება მოწყობილობები და ა.შ.) არასასურველი მსვლელობის შესაძლებლობა;

- საოპერაციო (დანახარჯებიანი, მმართველობით, ტექნიკური და ეკოლოგიური) – პროექტის მსვლელობის განუსაზღვრელობა მის პროდუქტიულ პერიოდში, როდესაც აქტივები შედის ექსპლუატაციაში და პროექტი პროდუქციას ან მომსახურებას აწარმოებს;

- სამართლებრივი (პოლიტიკური, იურიდიული, სუვერენული) – სამართლებრივი გარემოს ცვლილების შესაძლებლობა, რომელშიც ხორციელდება ბიზნესი, პროექტების შეჩერება პოლიტიკური ან სამართლებრივი მოტივებით, პროექტის სტატუსის ცვლილებები ომების, ლოკალური კონფლიქტების, რევოლუციებისა და ა.შ. მიზეზების შედეგად;

- ფინანსური (პროცენტული, სავალუტო) – ფინანსურ ბაზრებზე მოცულობითი და საპროცენტო განაკვეთების განუსაზღვრელობით და მათდამი პროექტის ეფექტის მგრძნობელობით წარმოქმნილი.

- საკრედიტო – მდგომარეობს პროექტის (ან მისი ინვესტორების) განხორციელებაზე მიწოდებული კრედიტებისა და სესხების მიხედვით მისი გადახდისუნარიობის შესაძლებლობებში. აღნიშნული ტიპი თავისთავში ყველა

ზემოთ აღნიშნულ რისკებს აერთიანებს და მათ შედეგს წარმოადგენს.

მგრძნობელობის ანალიზი. მანამ, სანამ რისკების შემცირებასთან მიმართებით ღონისძიებები გატარდება, საჭიროა, თავიდან შეფასდეს პროექტის ეფექტურობაზე (V) მათი ზემოქმედება . ამაში შეიძლება მგრძნობელობის ანალიზი დაგეხმაროს.

მგრძნობელობის ანალიზი (sensitivity analysis) არის ფინანსური მოდელის ძირითადი პარამეტრების შედეგობრივ მაჩვენებელზე (NPV) ზემოქმედების შეფასება. გათვალისწინება, რომ თითოეული პარამეტრის განუსაზღვრელობა ,უპირატესად, რისკის რომელიმეც ერთ სახეობას უკავშირდება და თუ მოცემული რისკი მეტად მნიშვნელოვანია, სწორედ მასზე უნდა გამახვილდეს ყველაზე მეტი ყურადღება (ცხრილი 5.6).

ცხრილი 5.6

საინვესტიციო პროექტის რისკის სახეობები

რისკი	ფინანსური მოდელის შესაბამისი პარამეტრი
საბაზრო	გაყიდვების მოცულობა (S)
კაპიტალური	კაპიტალური დანახარჯები (Capex) ან ინვესტირებული კაპიტალი (IC)
საოპერაციო	საოპერაციო ხარჯები (C)
იურიდიული	გადასახადის ეფექტური განაკვეთი (T)
პლიტიკური, სუვერენული	პროექტის სასიცოცხლო ვადა (n)
საპროცენტო	კაპიტალის ღირებულება (R)
სავალუტო	გაცვლითი კურსი (ვალუტის კურსი) (XR)

პროექტის ფინანსური მოდელის პარამეტრების კრიტიკული მნიშვნელობები. მგრძნობელობის ანალიზის განხორციელებისას პროექტის ყველა პარამეტრი პროექტირებადი მნიშვნელობების დონეზე ფიქსირდება.

პარამეტრის მნიშვნელობას, რომლის დროსაც $NPV=0$, ეწოდება კრიტიკული (pivot point). მისი ზემოქმედება ფასდება იმის მიხედვით, თუ საკვლევი პარამეტრის საპროექტო და კრიტიკული მნიშვნელობა რამდენად მნიშვნელოვნად განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან. სხვაობა (აბსოლუტური, შეფარდებითი) კრიტიკულ და საპროექტო მნიშვნელობებს შორის პროექტის „სიმტკიცის მარაგს“ განსაზღვრავს.

მოდელის ზოგიერთ, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანი პარამეტრების კრიტიკულ მნიშვნელობებს საკუთარი სახელწოდება გააჩნიათ. ზოგიერთი მათგანი – პროექტების შეფასების კრიტერიუმების სახით განხილვებიდან ჩვენთვის უკვე ცნობილია, ასეთებია:

- შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთი (IRR) არის კრიტიკული წერტილი „კაპიტალის ღირებულების“ (დისკონტის განაკვეთის) პარამეტრისათვის. აღნიშნული განაკვეთისას $NPV=0$. გარდა ამისა, მოცემული მაჩვენებელი, ასევე, შეიძლება განიმარტოს, როგორც განსახილველი საინვესტიციო პროექტის (დასახული ფულადი ნაკადის) შემოსავლიანობის განაკვეთი;

- უკუგებადობის დისკონტირებული პერიოდი (DPB – discounted payback period) არის კრიტიკული წერტილი „პროექტის სიცოცხლისუნარიანობის ვადის“ ფაქტორის მიხედვით. აღნიშნული ვადის განმავლობაში პროექტში დაბანდებები მისგან ფულადი ნაკადებით მთლიანად იფარება (კაპიტალის ალტერნატიული ღირებულების გათვალისწინებით).

- უზარალობის წერტილი (break-even point) არის კრიტიკული წერტილი „წარმოების მოცულობის“ ფაქტორის მიხედვით. უზარალო მოცულობა არის წარმოებისა და გაყიდვების მოცულობა, რომლის მიხედვითაც საწარმოს არა აქვს ზარალი, ანუ მოგება ნოლის ტოლია. მაგრამ პროექტთან მიმართებით, მთლიანობაში, იგი შეიძლება პროექტის

პროდუქციის ან მომსახურების საშუალო წლიური მოცულობაც იყოს, რომლის დროსაც $NPV=0$.

მაგალითი 33:

კომპანია „X“-ის საინვესტიციო პროექტთან მიმართებით შემდეგი დაშვებებია მიღებული (ცხრილი 5.7).

ცხრილი 5.7

საინვესტიციო პროექტის მიხედვით დაშვებები

წელი	ნულოვანი წელი	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი	მეოთხე წელი
გაყიდვები, მლნ ლარებში		50	100	100	100
ხარჯები გაყიდვების ერთეულზე, %	20				
ამორტიზაციის ნორმა, %	25				
ინვესტირებული კაპიტალი, მლნ ლარში	150				
პროექტის სიცოცხლისუნარი- ანობის ზრდა, წელი	4				
დისკონტის განაკვეთი, %					

აღნიშნულ შეფასებებზე დაყრდნობით, მენეჯერმა მოცემული პროექტისათვის შემდეგი ფულადი ნაკადები გაიანგარიშა (ცხრილი 5.8).

ცხრილი 5.8

საინვესტიციო პროექტის ფულადი ნაკადები, მლნ ლარებში

წელი	ნულოვანი წელი	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი	მეოთხე წელი
გაყიდვები (S)		50	100	100	100

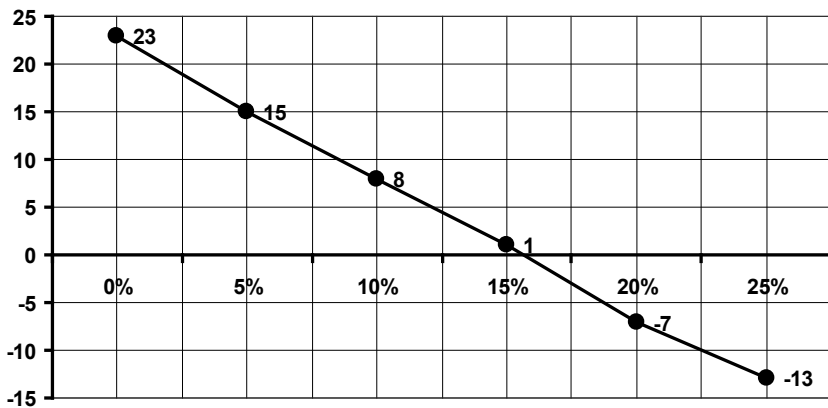
ხარჯები (C)		(10)	(20)	(20)	(20)
ამორტიზაცია (DP)		(37,5)	(37,5)	(37,5)	(37,5)
მოგება გადასახდებამდე და პროცენტებამდე (EBIT)		2,5	42,5	42,5	42,5
გადასახადი მოგებაზე		(0,6)	(10,2)	(10,2)	(10,2)
სუფთა საოპერაციო მოგება (NOPAT)		1,9	32,3	32,3	32,3
ამორტიზაცია (DP)		37,5	37,5	37,5	37,5
ინვესტირებული კაპიტალი (IC)	(150)				
თავისუფალი ფულადი ნაკადი (FCF)	(150)	39,4	69,8	69,8	69,8
FCF ნაზარდი ჯამით	(150)	(110,6)	(40,8)	29	98,8

პროექტის შემდგომმა შეფასებამ დაგვანახა, რომ იგი სასარგებლოა ყველა ძირითადი კრიტერიუმის მიხედვით: $NPV=23$ მლნ ლარს; $IRR=21,72\%$; უკუგების პერიოდი (DPB)=2,6 წელს.

პროექტის სარგებლიანობის შესახებ საკუთარი დასკვნების სისწორე მენეჯერმა მგრძნობელობის ანალიზის მეშვეობით შეამოწმა.

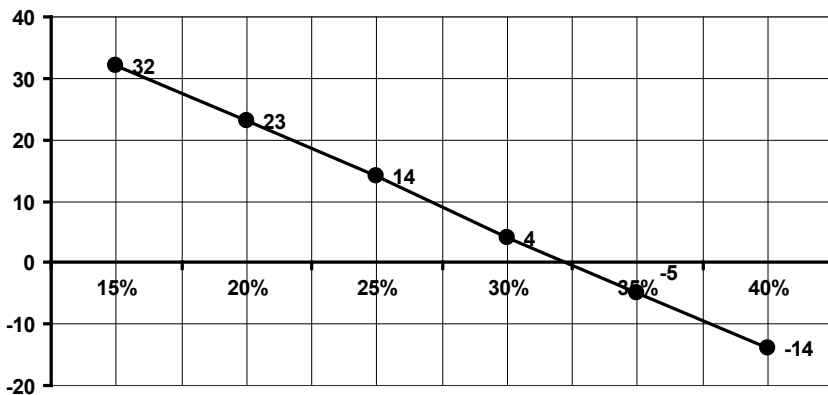
ამისათვის მან ააგო NPV-ს დამოკიდებულება უმნიშვნელოვანესი პარამეტრებისაგან – გაყიდვებისა და ხარჯების ერთეულის მოცულობების ცვლილებებზე (ნახაზი 5.1).

NPV-ს დამოკიდებულება გაყიდვების მოცულობის ცვლილებებისაგან



გაყიდვების მოცულობის შემცირება

NPV-ს დამოკიდებულება ხარჯებისაგან გაყიდვების ერთეულზე



ხარჯები გაყიდვების ერთეულზე

ნახაზი 5.1. NPV-ს დამოკიდებულება გაყიდვების მოცულობისა და ხარჯებისაგან გაყიდვების ერთეულზე

გრაფიკი გვიჩვენებს, რომ კრიტიკული წერტილი „გაყიდვების მოცულობის“ პარამეტრის მიხედვით მიიღწევა. მოცულობის საპირისპიროდ, ხარჯების უზარალობის დონე გაყიდვის ერთეულზე მიახლოებით გაყიდვების მოცულობიდან ფულად გამოსახულებაში მიახლოებით 35,5%-ის ტოლია.

დაზუსტებული გაანგარიშებების ჯამის მიხედვით, მგრძნობელობის ცხრილი შეიქმნა (ცხრილი 5.9). მისი ანალიზი გვიჩვენებს, რომ კრიტიკულ მნიშვნელობასთან ყველაზე ახლოს შემდეგი პარამეტრები- „გაყიდვების მოცულობა და „ინვესტიციის ჯამი“დგას. დამატებითი ინფორმაციის არარსებობისას, აღნიშნული შეიძლება მოწმობდეს იმას, რომ ყველაზე მეტი ყურადღება საინვესტიციო კაპიტალის საბაზრო და კაპიტალურ დაზღვევაზე უნდა გამახვილდეს.

ცხრილი 5.9

მგრძნობიარობის ცხრილი

პარამეტრი	მოსალოდნელი მნიშვნელობა (F)	კრიტიკული მნიშვნელობა (BEP)	გადახრა (BEP–F)	გადახრა (BEP–F) / F, %
გაყიდვების მაქსიმალური მოცულობა (S)	100	84,37	(15,63)	(15,63)%
ხარჯები გაყიდვების ერთეულზე (C)	20%	34,44%	14,44%	70,22%
ინვესტიციები	150	173	23	15,33%
დისკონტის განაკვეთი (R)	15%	21,72%	6,72%	44,80%
პროექტის სიცოცხლისუნარიანობის ვადა	4	2,6	(1,4)	(35,00)%

მაგალითი 34:

ავაგოთ მგრძნობიარობის ცხრილი ზემოაღწერილი პროექტის მიხედვით ორ პარამეტრთან მიმართებით – გაყიდვების მოცულობის ცვლილების დაპროექტებულ პირობებთან და დისკონტის განაკვეთთან შედარებით (ანუ პროექტზე ერთდროულად საბაზრო და პროცენტული რისკების ზემოქმედებას ვიკვლევთ). ასეთი სახის გაანგარიშებების განხორციელება ადვილია ელექტრონული ცხრილების, მაგალითად, „Excel“-ის ცხრილების გამოყენებით. გაანგარიშების შედეგები ცხრილ 5.10-შია მოცემული.

ცხრილი 5.10

პროექტის NPV-ს დამოკიდებულება გაყიდვების მოცულობაზე და

საჭირო შემოსავლიანობის განაკვეთზე

გაყიდვების მოცულობების ნაზარდის ტემპი	დისკონტის განაკვეთი						
	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%
-25%	22	2	(14)	(28)	(39)	(49)	(58)
-20%	31	11	(7)	(21)	(33)	(44)	(53)
-15%	41	19	1	(14)	(27)	(38)	(48)
-10%	50	27	8	(8)	(21)	(33)	(43)
-5%	59	35	15	(1)	(15)	(28)	(38)
0%	69	44	23	5	(9)	(22)	(33)
5%	78	52	30	12	(4)	(17)	(28)
10%	87	60	38	19	2	(11)	(23)
15%	97	68	45	25	8	(6)	(18)
20%	106	77	52	32	14	(1)	(13)
25%	115	85	60	38	20	5	(8)

სცენარული ანალიზის მეთოდი (scenario analysis) არის რისკების ანალიზის განსხვავებული მეთოდი, რომელიც, მრავალი სპეციალისტის მოსაზრებით, რეალობას უფრო კორექტულად გამოხატავს.

მგრძნობიარობის ანალიზი, ჩამოყალიბებული დარწმუნების შესაბამისად, არასწორად გამოხატავს ფაქტობრივ სიტუაციას, რამდენადაც იგი დაფუძნებულია მოსაზრებაზე, რომ ფინანსური მოდელის ერთი პარამეტრის ცვლილება სხვებისაგან დამოუკიდებლად ხორციელდება და, რეალურად, აღნიშნული ასე არ არის. მაგალითად, გაყიდვების მოცულობების ზრდას თან დანახარჯების, გადასახადების და ა.შ. ზრდაც ახლავს და ცვლილებას მაშინათვე რამდენიმე პარამეტრი ექვემდებარება.

ანალიზის სცენარების განხორციელებისას ფორმირდება დაშვებები და ფულადი ნაკადების ბიუჯეტი გაიანგარიშება არა ერთი, არამედ **მოვლენის განვითარების სამი-ხუთი შესაძლო სცენარისათვის**. ამასთან, სცენარის ცვლილებისას, შეიძლება ფინანსური მოდელის ყველა პარამეტრი შეიცვალოს.

პროექტის ალბათობითი მახასიათებლები. პროექტის ალბათობითი მახასიათებლების გაანგარიშებისათვის სცენარებიდან თითოეულს რეალიზაციის საკუთარი ალბათობა (P_j) მიენიჭება. შემდეგ **პროექტის ინტეგრალური მახასიათებლების** გაანგარიშება ხორციელდება:

- მათემატიკური მოლოდინი (NPV):

$$E(NPV) = \sum P_j \times NPV_j ;$$

სადაც: NP_j არის სუფთა დაყვანილი ფასეულობა j - სცენარისათვის;

- სტანდარტული გადახრა NPV-სი:

$$\sigma(NPV) = \sqrt{\sum P_j \times (NPV_j - E(NPV))^2} .$$

მაგალითი 35:

დაეუშვათ საინვესტიციო პროექტისათვის მოვლენების შემდგომი განვითარების ხუთი სცენარია დამუშავებული (ცხრილი 5.11).

ცხრილი 5.11

პროექტის განვითარების სცენარები

სცენარული ანალიზი	NPV _j	P _j
ოპტიმალური	50	0,1
ზომიერ-ოპტიმალური	35	0,2
ყველაზე უფრო ოპტიმალური	23	0,4
ზომიერ-პესიმისტური	10	0,2
პესიმისტური	(9)	0,1

საჭიროა, მოცემული პროექტის NPV-ს სტანდარტული მნიშვნელობა და სტანდარტული გადახრა შეფასდეს (ცხრილი 5.12).

ცხრილი 5.12

NPV პროექტის მოსალოდნელი მნიშვნელობისა და
სტანდარტული გადახრის გაანგარიშება

სცენარული ანალიზი	NPV _j	P _j	NPV _j × P _j	NPV _j – E(NPV)	P _j × (NPV _j –E(NPV)) ²
ოპტიმალური	50	0,1	5	27,7	76,729
ზომიერ- ოპტიმალური	35	0,2	7	12,7	32,258
ყველაზე უფრო ოპტიმალური	23	0,4	9,2	0,7	0,196
ზომიერ- პესიმისტური	10	0,2	2	(12,3)	30,258
პესიმისტური	(9)	0,1	(0,9)	(31,3)	97,969

$$E(NPV) = 22,3 \text{ მლნ ლარი} : n(NPV) = 15,41 \text{ მლნ ლარს.}$$

5.3. ტესტები:

1. საინვესტიციო პროექტის შეფასების ეტაპებია:

- ა) წინადადების შემუშავება და ანალიზი
 - ბ) წინადადების ანალიზი და შეფასება
 - გ) წინადადების განხორციელება და აუდიტი
 - დ) წინადადების შემუშავება, ანალიზი, შეფასება, განხორციელება, აუდიტი.
- ა)

2. რისკი არის:

- ა) განუსაზღვრელი არასასურველი გარემოების შესაძლებლობა
 - ბ) მოგების მიუღებლობის შესაძლებლობა
 - გ) შემოსავლების მიუღებლობის შესაძლებლობა
 - დ) დივიდენდების მიუღებლობის შესაძლებლობა.
- ა)

3. საინვესტიციო პროექტის რისკის ტიპებია:

- ა) საბაზრო, ფინანსური, კაპიტალური
 - ბ) კაპიტალური, საკრედიტო, საოპერაციო
 - გ) საოპერაციო, სამართლებრივი, საბაზრო
 - დ) სამართლებრივი, საბაზრო, ფინანსური, კაპიტალური, საკრედიტო, საოპერაციო.
- ა)

4. მგრძნობელობის ანალიზი არის:

- ა) ფინანსური მოდელის ძირითადი პარამეტრების შედეგობრივ მაჩვენებელზე ზემოქმედების შეფასება
 - ბ) ინფლაციური პროცესების მოთოკვაზე ორიენტირებული მოქმედება
 - გ) სვალუტო კურსის ცვალებადობასთან დაკავშირებული ანალიზი
 - დ) სადეპოზიტო განაკვეთების ცვალებადობის რეგულირების შესაძლებლობა.
- ა)

5. პროექტის საპროექტო და კრიტიკულ პარამეტრებს შორის

სხვაობას ეწოდება:

- ა) მოგების მარაგი
- ბ) სიმტკიცის მარაგი
- გ) შემოსავლების მარაგი
- დ) ხარჯების მარაგი.

ბ)

6. პროექტების შეფასების კრიტერიუმებია:

ა) შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთი, უკუგების დისკონტირებული პერიოდი

ბ) უკუგების დისკონტირებული პერიოდი, უზარალობის წერტილი

გ) უზარალობის წერტილი, შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთი,

უკუგების დისკონტირებული პერიოდი

დ) უზარალობის წერტილი, შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთი.

გ)

7. გაყიდვების მოცულობის ზრდას თან ახლავს:

- ა) შემოსავლების ზრდა
- ბ) დანახარჯების ზრდა
- გ) მოგების ზრდა
- დ) დივიდენდის ზრდა.

ბ)

8. სცენარული ანალიზი შეიძლება იყოს:

- ა) ოპტიმალური და ზომიერ-ოპტიმისტური
- ბ) ზომიერ-ოპტიმისტური და ყველაზე უფრო ოპტიმისტური
- გ) ყველაზე უფრო ოპტიმალური და ზომიერ-პესიმისტური
- დ) ზომიერ-პესიმისტური, პესიმისტური, ოპტიმისტური, ზომიერ-ოპტიმისტური, ყველაზე უფრო ოპტიმისტური.

დ)

ლექცია 6. კაპიტალის ღირებულება და ფინანსური ლევერიჯი (ბერკეტი)

6.1. კომპანიის საკუთარი კაპიტალის ღირებულება

დავუშვათ, ენერგეტიკული კომპანია „X“ ქალაქისა და მისი რაიონის ელექტრო- და თბოენერგიის გენერაციას ასორციელებს. კომპანია ყოველწლიურად 2630 მლნ კვტ/სთ ელექტროენერგიას და 1134 გკალ სითბოს აწარმოებს. უმსხვილეს მომხმარებლებს წარმოადგენენ მეტალურგიული კომბინატი, ქიმიური მრეწველობის რიგი საწარმოები. კომპანია ექსტენსიურად ვითარდება, ელექტროენერგიის განაწილების მრავალი ახალი ქსელი გააჩნია და ახალი მომხმარებლების ჩართვას ასორციელებს.

ენერგეტიკული კომპანია „X“-ის ბალანსი ხასიათდება შემდეგი მონაცემებით (ცხრ. 6.1).

ცხრილი 6.1.

ენერგეტიკული კომპანია „X“-ის ბალანსი

აქტივი, მლნ ლარებში		პასივი, მლნ ლარებში	
ფულადი სახსრები	83	კრედიტორული დავალიანება	183
ფინანსური დაბანდებები	51	მოკლევადიანი კრედიტები ბანკების	286
დებიტორიული დავალიანება	6294	გრძელვადიანი ვალდებულებები	6300
დაუმთავრებელი წარმოება	8	ჯამი ვალდებულებების	6769
მარაგები	1330	საკუთარი სახსრები	27420
დანარჩენი მიმდინარე აქტივები	503		
ჯამი მიმდინარე აქტივების	8269		
ძირითადი საშუალებები	25889		

და დაბანდების კაპიტალი			
არამატერიალური აქტივები	31		
ჯამი მუდმივი აქტივების	25920		
ჯამი აქტივების	34189	ჯამი პასივების	34189

საცნობარო ინფორმაცია:

- გადასახადის განაკვეთი კორპორაციის მოგებაზე – 24%;
- მიმდინარე წელს მოსალოდნელი კორპორაციის მოგება პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე (EBIT – 2984 მლნ ლარი, მისი საშუალოწლიური ნაზარდი – მიახლოებით 6% წელიწადში.

კორპორაციის ვალდებულებების გაშიფვრა:

- ბანკების მოკლევადიანი კრედიტები: თანხობრივად 286 მლნ ლარი, საშუალო განაკვეთი – 15,65% წლიური. პროცენტები გადაიხდება დაფარვისას;

- გრძელვადიანი ობლიგაციები: გამოშვების თანხა – 5000000 ათ. ლარი, ერთი ობლიგაციის ნომინალი 10000 ლარი, ვადა დაფარვამდე – ოთხი წელი, კუპონი – 10% წლიური, გადახდა – ერთხელ წელიწადში, წლის ბოლოს. ობლიგაციის საბაზრო კურსი – 97%;

- გრძელვადიანი კრედიტი: თანხა – 1300 მლნ ლარი, ვადა დაფარვამდე – ოთხი წელი, განაკვეთი – 15% წლიური, პროცენტების გადახდა ერთხელ წელიწადში (უახლოესი გადასახადი ერთი წლის შემდეგ).

საკუთარი სახსრების გაშიფვრა:

- კაპიტალი, ჩვეულებრივი აქციების განთავსებიდან მიღებული: თანხა – 8013 მლნ ლარი, განთავსება ნომინალის მიხედვით – 1000 ლარი აქციაზე, მიმდინარე პერიოდში მოსალოდნელი დივიდენდი – 244,5 მლნ ლარი აქციაზე, დივიდენდის საშუალო წლიური ნაზარდი – 6% წლიური, მიმდინარე საბაზრო კურსი – 2000 ლარი აქციაზე;

- კაპიტალი, გამოუთხოვადი პრივილეგირებული აქციების განთავსების გზით მიღებული: თანხა – 2165 მლნ ლარი, განთავსება ნომინალის მისეღვით – 1000 ლარი აქციაზე, დივიდენდის ფიქსირებული განაკვეთი – 17% წლიური, მიმდინარე საბაზრო კურსი – 1050 ლარი აქციაზე;

- გაუნაწილებელი მოგება და საწარმოს ფონდები წარმოქმნილი მოგებიდან – 17242 ათ. ლარი.

ფინანსური ბაზრის მონაცემები (შემოსავლიანობები ლარის ეკვივალენტამდეა დაყვანილი):

- ურისკო შემოსავლიანობის განაკვეთი – 5% წლიური;
- საბირჟო ინდექსის საშუალოწლიური ნაზარდი – 18% წლიური;

- სისტემატიური რისკის კოეფიციენტი β კორპორაციისათვის – 1,07;

- ცენტრალური ბანკის რეფინანსირების განაკვეთი - 16% წლიური.

კორპორაცია განიხილავს მისთვის ტიპური ქვესადგურის მშენებლობას და რაიონში ახალი მომხმარებლის მიერთების პროექტს. მოცემული პროექტი წარმოდგენს საშუალოს (მცირე) კომპანიის მთლიან ბიუჯეტთან მიმართებით და საწარმო საქმიანობის ტრადიციულ სფეროს მიეკუთვნება. საანგარიშო ფულადი ნაკადი, მითითებულ პროექტთან მიმართებით, ცხრილი 6.2-შია წარმოდგენილი.

ცხრილი 6.2.

პროექტის საანგარიშო ფულადი ნაკადი, ათ. ლარებში

წელი	ნოლი წელი	პირველი წელი	მე-2-დან – მე-7 წლის ჩათვლით	მერვე წელი
ფულადი ნაკადი	(6754)	20	2344	1023

საჭიროა:

- განისაზღვროს კორპორაციის საკუთარი (წილობრივი) კაპიტალის საბაზრო ღირებულება;
- განისაზღვროს კორპორაციის ნასესხები (წილობრივი) კაპიტალის საბაზრო ღირებულება;
- გაანგარიშდეს კორპორაციის კაპიტალის საშუალოშეწონილი (საბაზრო და საბალანსო) ღირებულება;
- NPV კრიტერიუმების გამოყენებით, შეფასდეს ქვესაღურის მშენებლობისა და ახალი მომხმარებლის მიერთების საინვესტიციო პროექტის კომერციული შესაძლებლობა.

კორპორაციის საკუთარი და ნასესხები კაპიტალის წყაროები. კორპორაციას შეუძლია საკუთარი კაპიტალი სხვადასხვა გზით გაზარდოს. საინვესტიციო პროექტების განხორციელებისათვის ფინანსური სახსრები შეიძლება, მისი შიდა რეზერვების მობილიზაციის შედეგად, წინა პერიოდებში მიღებული მოგების რეინვესტირების გზით წარმოიქმნას. გარდა ამისა, კორპორაციას შეუძლია დაფინანსების გარე წყაროებიც გამოიყენოს. ასე, მაგალითად, ბაზარზე ჩვეულებრივი ან პრივილეგირებული აქციების განთავსებით, იგი თავის საკუთარ კაპიტალს შეივსებს. ობლიგაციის ან ბანკის კრედიტის აღებით, იგი თავისი პროექტების შესრულებისათვის კრედიტორებს მოიზიდავს, ხოლო მის მიერ ასეთი ხერხით აკუმულირებული კაპიტალი უკვე ნასესხები იქნება. საინვესტიციო რესურსების შესაძლო წყაროების შეფასებისას, ფინანსური მენეჯერი უნდა მიისწრაფოდეს, რომ ფინანსური გადაწყვეტილება კაპიტალის ღირებულების მინიმიზაციის მიზნით მიიღოს, ანუ მიღწევადი სახსრების წყაროებიდან ისეთი კომბინაცია შეადგინოს, რომ კორპორაციის მიერ კაპიტალზე (გადასახადის სახით) გადასახდელი დაბანდებული სახსრების ერთეულზე შემოსავალი იყოს მინიმალური და, ასეთი სახით, ფინანსური რესურსები კორპორაციას რაც შეიძლება უფრო იაფი

დაუჯდეს. იმისათვის, რომ ასეთი ამოცანა გადაწყდეს, საჭიროა გაითავისონ:

- კაპიტალის მოზიდვის რა სახის პრინციპულ შესაძლებლობებს სთავაზობენ თანამედროვე ფინანსური ბაზრები;

- როგორ გაიანგარიშება კაპიტალის ღირებულება, მისი წყაროების სხვადასხვა ტიპისათვის.

საკუთარი კაპიტალის მოზიდვა და შეფასება. იმისათვის, რომ აქციების გამოშვების გზით საკუთარი (გრძელვადიანი) კაპიტალი მოვიზიდოთ, საჭიროა, მათი პირველად ბაზარზე განთავსება. ასეთი სახით განთავსების პროცედურა გამოშვების მიზნებსა და თანხასთან დამოკიდებულებით შეიძლება, მეტ-ნაკლებად, რთული იყოს.

აქციების ღია და დახურული განთავსება. აქციების პირველად ბაზარზე განთავსება (ანუ ახალი გამოშვების აქციებით ბაზარზე გასვლა) შეიძლება ღია ან დახურული იყოს. აქციების დახურულად განთავსება წინასწარ, განსაზღვრული წრის ინვესტორებს შორის ხორციელდება; ღია და საჯაროს დროს კი აქციების შემძენი პირების წრე ცნობილი ზუსტად არ არის. ღია სააქციო საზოგადოების წესდებაში მისი დახურული განთავსების განხორციელების უფლებამოსილება უნდა იყოს მითითებული. ჩვეულებრივად, დახურული განთავსება ხორციელდება სააქციო საზოგადოების განვითარების საწყის ეტაპზე, ფორმალური თვალსაზრისით, მისი განხორციელება უფრო მარტივია. მაგრამ კაპიტალის მოზიდვის პოტენციალი ღია განთავსებისათვის მნიშვნელოვნად მაღალია, ვიდრე დახურულისათვის.

ქვეყნის კანონმდებლობის შესაბამისად, საჯაროდ განთავსების უფლებას იძენს ისეთი ღია სააქციო საზოგადოება, რომლის განადგებული საწესდებო კაპიტალი კანონმდებლობით დადგენილი შრომის ანაზღაურების მინიმალური სიდიდის - 10000-ზე ნაკლები არ არის.

აქციების გამოშვების შესახებ გადაწყვეტილება.
აქციების ემისია მათი განთავსების ნებისმიერი ხერხისას აქციონერების საერთო კრების მიერ გადაწყვეტილების მიღებით და კორპორაციის დირექტორთა საბჭოს მიერ გამოშვების შესახებ გადაწყვეტილების დამტკიცებით იწყება. აღნიშნული საბუთი კორპორაციის წესდების შესაბამისად, აქციების მფლობელებისათვის ნებადართული უფლებამოსილების მოცულობის შესახებ მონაცემებს მოიცავს.

ემისიის პროსპექტი. ღია (საჯარო) განთავსებისას შეიძლება ემისიის პროსპექტის რეგისტრაცია გახდეს საჭირო. ის, თავისთავად, წარმოადგენს საბუთს, რომელშიც მითითებული იქნება:

- ძირითადი მონაცემები აქციის ემიტენტის შესახებ;
- მონაცემები ემიტენტის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ;
- ინფორმაცია ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი გამოშვების შესახებ.

ემისიის პროსპექტის გაცნობით, მასში მოტანილი ბუღალტრული და საბაზრო ინფორმაციის საფუძველზე, კორპორაციის მდგომარეობის მახასიათებელი მაჩვენებლების გაანგარიშებით, ინვესტორს მომავალში მისთვის გათვალისწინებული გამოშვების მიმზიდველობის შესახებ დასკვნის გაკეთება შეუძლია.

ანდერრაიტინგი. აქციების ღია განთავსება ხშირად ხორციელდება მსხვილი საინვესტიციო ან ფინანსური ინსტიტუტის შუამავლობით, რომლებსაც მოცემული გამოშვების ანდერრაიტერებს უწოდებენ. ამისათვის, ემიტენტსა და ანდერრაიტერს შორის ხელმოწერილი უნდა იყოს ხელშეკრულება, რომელშიც მოცემული იქნება :

- ანდერრაიტინგის სახეობა;
- სპრედის, ანუ ანდერრაიტერის გასამრჯელოს სიდიდე;
- სხვა დანარჩენი პირობები.

ცნობილია ანდერრაიტინგის შემდეგი სახეობები:

- **მტკიცე შეთანხმება**, რომლის მიხედვით, ანდერრაიტერი მთლიანი გამოშვების გარკვეული პერიოდის განმავლობაში, გამოშვების დარჩენილი ნაწილის საკუთარ ხარჯზე განთავსებას ივალდებულებს.

- **მაქსიმალური ძალისხმევა**: ანდერრაიტერი გამოშვების განთავსებაზე მიდის, მაგრამ ამასთან საბუთში შენიშვნის სახით მიუთითებს, რომ მისი გაუყიდავი ნაწილი ემიტენტს დაუბრუნდება;

- **„ყველაფერი ან არაფერი“**: თუ კორპორაცია – ემიტენტი გარკვეულ პროექტით იქნება დაინტერესებული, მას შეუძლია გამოშვების გაუქმების პირობა მოითხოვოს, თუ საჭირო თანხა არ იქნება შეგროვებული;

- **„მინი-მაქსი“**: გამოშვება აღიარებული იქნება , თუ საერთო თანხიდან გარკვეული პროცენტი იყო განთავსებული.

ანდერრაიტერი, გამოშვების საერთო თანხიდან შეთანხმებული გასამრჯელოს მიღებით, ახორციელებს მის რეკლამირებას, რეგისტრირებას, განთავსებას. ზოგიერთი ქვეყნის კანონმდებლობა მოითხოვს, რომ პირველადი განთავსების პერიოდში აქციების ფასი მუდმივის სახით შენარჩუნდეს. საბაზრო ფასი, ანუ აქციის კურსი ასეთი სიტუაციისას, აქციის პირველადი განთავსების შემდეგ, უკვე მეორად ბაზარზე კონიუნქტურის შესაბამისად იწყებს ცვლილებას.

პირველად ბაზარზე განთავსებული აქციების სახეობები ნახაზ 6.1-ზეა ნაჩვენები.

გამოცხადებულები	გამოშვებულები (განთავსებულები)	გამოსყიდულები
აქციები, რომელთა რაოდენობა წესდებაშია	განთავსებულები, ანუ ფაქტიურად გაყიდულები და	აქციონერული საზოგადოების ბალანსზე

შეტანილი.მათი რაოდენობა მოცემული სახეობის აქციების მაქსიმალური მოცულობის მახასიათებელია, რომელიც შეიძლება აქციონერული საზოგადოების მიერ იქნას გამოშვებული	მიმოქცევაში არსებულები. მათი რაოდენობა ემისიის პროსპექტში შეიტანება	აღრიცხულები, გამოსყიდულები, მაგრამ მათ მიერ ჯერ კიდევ არარეალიზებულები. ხმის მიცემის უფლების არ მქონეები
აღნიშნული აქციების რაოდენობა სააქციო საზოგადოების სადამფუძნო საბუთების რეგისტრაციისას დგინდება და წესდებაში ცვლილების შეტანის გზით იცვლება	სააქციო საზოგადოების ბალანსში ფაქტური განთავსების შედეგების მიხედვით აისახება საწესდებო კაპიტალის სიდიდე	სააქციო საზოგადოების მიერ გამოსყიდული აქციები წლის განმავლობაში უნდა იქნას დაფარული საწესდებო კაპიტალის შესაბამისი შემცირებით ან თავიდან იქნას გაყიდული

**ნახაზი 6.1. აქციების სახეობები, რომლებიც წარმოიშობა მათი
პირველად ბაზარზე განთავსებისას**

იმაზე, თუ აქციის როგორი კურსი ჩამოყალიბდება მეორად ბაზარზე, დამოკიდებულია მოცემული კორპორაციის – ემიტენტის წილობრივი კაპიტალის მოზიდვის შემდგომი შესაძლებლობები. გარდა ამისა, მეორად ბაზარზე კორპორაციის აქციის კურსის ამაღლება მოწმობს მათზე მოთხოვნის ზრდას, აქციონერების კეთილდღეობის ამაღლებას, აქედან გამომდინარე კი, მოცემული სააქციო საზოგადოების და მისი ფინანსების მართვის მაღალ ხარისხს.

ამიტომ **ქვეყნის აქციების მეორად ბაზარზე კოტირებები** და მათი დინამიკა არა მარტო საფონდო ბაზრის პროფესიონალი მონაწილეებისათვის და ინვესტორებისათვის, არამედ კორპორაცია–ემიტენტების ფინანსური მენეჯერებისათვის არის მნიშვნელოვანი.

აქციების უცხოელ ინვესტორებზე გაყიდვა. ქვეყნის შიგნით საფონდო ბაზარზე აქციების განთავსების პარალელურად, კორპორაციას მათი უცხოელ ინვესტორებზე შეთავაზების შესაძლებლობებიც გააჩნია. აღნიშნული შემდეგი ფორმით ხორციელდება:

- უცხოელი ინვესტორი აფუძნებს წარმომადგენლობას ან ქვეყანაში იურიდიული პირის შექმნაში მონაწილეობს და ამით უშუალოდ ქვეყნის შიგნით მუშაობაზე უფლებას იღებს, შემდეგ კი ქვეყანა-ემიტენტების აქციების შეძენას იწყებს;

- მსხვილი უცხოელი ფინანსური ინსტიტუტი ქვეყნის ფინანსურ ბაზარზე საინვესტიციო ფონდის შექმნის ინიცირებას ახდენს, რომელიც ქვეყნის კორპორაციების აქციებში ინვესტირებას განახორციელებს;

- ქვეყნის კომპანიის საკუთარი აქციები, დეპოზიტარული ADR და GDR ხელწერილების გამოშვების ფორმით, უცხოეთის ფინანსურ ბაზრებზე გააქვს. ეს უკანასკნელები უცხოეთის ბანკი-დეპოზიტარის სახელზე დარეგისტრირებულ საბაზრო ფასიან ქაღალდებს წარმოადგენენ. ასეთი ხელწერილების ფლობა თითქმის აქციის ფლობის ექვივალენტურია.

საკუთარი კაპიტალის ღირებულება. მიუხედავად იმისა, რომ ინვესტორის საკუთარი აქციების მიხედვით დივიდენდის ფორმით ან მათი საბაზრო ფასის ნაზარდის სახით შემოსავლის მიღების შესაძლებლობა გააჩნია, კურსის (ფასის) ნაზარდი საბოლოო ჯამში აქციების მიხედვით გადახდილი დივიდენდებით, ანუ სამომავლო დივიდენდებით განისაზღვრება. ამიტომ ინვესტორის მხრიდან შემოსავლიანობის საჭირო დონე ნებისმიერ შემთხვევაში ემიტენტისათვის წარმოადგენს ღირებულებას, რომელსაც იგი წილობრივი კაპიტალის გამოყენებაზე (აღრე ან გვიან) იხდის. საკუთარი კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრისას საყურადღებოდ არა მარტო დივიდენდები, არამედ მომავალში აქციის ფასის მოსალოდნელი საშუალო-წლიური ნაზარდიც უნდა იქნეს მიღებული.

კაპიტალის ღირებულება DGM-ის მიხედვით. ღაუუშვათ, რომ საუბარი ეხება დროის უსასრულო პერიოდში სტაბილურად მზარდი კომპანას. მისი ფასი კარგად არის აღწერილი გორდონის მოდელით:

$$P = \frac{DPS}{k - g}.$$

აღნიშნული მოდელის (DGM) გამოყენებით, შეიძლება შეფასდეს, თუ რა განაკვეთს იხდის კორპორაცია აქციონერების წილობრივი კაპიტალის გამოყენებაზე. სინამდვილეში, მოდელი გვიჩვენებს, თუ რა ფასი უნდა იქნეს გადახდილი აქციაზე, რომ მასზე k -ის ტოლი შემოსავლიანობის დონე მივიღოთ. მაგრამ თუ ჩვენ მოცემულ განტოლებას k -თან მიმართებით განვსაზღვრავთ, მივიღებთ პასუხს კითხვაზე, თუ შემოსავლიანობის როგორ განაკვეთს მიიღებს კორპორაცია-ემიტენტი საკუთარი აქციების მიხედვით, რომელსაც გააჩნია – საბაზრო ღირებულება P , მოსალოდნელი დივიდენდი მიმდინარე პერიოდში DPS და დივიდენდის საშუალო წლიური ნაზარდი g :

$$k = \frac{DPS}{P} + g.$$

მაგალითი 36:

დავუშვათ, პირობის მიხედვით, კაპიტალი მიღებული ჩვეულებრივი აქციების განთავსებიდან, საბალანსო შეფასების მიხედვით, შეადგენს 8013 მლნ ლარს, განთავსება განხორციელდა ნომინალის მიხედვით-1000 ლარი აქციაზე, მიმდინარე პერიოდში მოალოდნელი დივიდენდი (DPS) – 244,5 ლარი აქციაზე, საშუალო წლიური ნაზარდი დივიდენდის – $g = 6\%$ წელიწადში. მიმდინარე საბაზრო კურსი (P) – 2000 ლარი აქციაზე.

ამოხსნა:

ზემოაღნიშნულიდან გამომდინარე, სულ 8013 ათ. ჩვეულებრივი აქცია (8013 მლნ ლარი : 1000 ლარი აქციაზე) იყო გამოშვებული.

გავიანგარიშოთ კაპიტალის ღირებულება, მიღებული მათი განთავსებიდან:

$$k = \frac{DPS}{P} + g = \frac{244,5}{2000} + 0,06 = 0,1823, \text{ ანუ } 18,23\% \text{ წლიური}$$

ლარებში.

საბაზრო ფასი ყველა აღნიშნული აქციის (კაპიტალიზაცია) ჯამურად შეადგენს 16026 მლნ ლარს (8013 ათ. აქცია $\times$ 2000 ლარი აქციაზე).

კაპიტალი, მიღებული გამოუთხოვადი პრივილეგირებული აქციების განთავსების გზით, საბალანსო შეფასების მიხედვით ტოლია 2165 მლნ ლარის, განთავსება განხორციელდა აქციაზე 1000 ლარის ნომინალის მიხედვით, დივიდენდის ფიქსირებული განაკვეთია – 17% წლიური, მიმდინარე საანგარიშო კურსი (P) – 1050 ლარია, აქციაზე. დივიდენდი აღნიშნული აქციების მიხედვით ფიქსირებულია, ამდენად $g=0$.

$$k_n = \frac{DPS_p}{P} = \frac{0,17 \times 1000}{1050} = 0,1619, \text{ ანუ } 16,19\% \text{ წლიური.}$$

გავიანგარიშოთ მიმოქცევაში აღნიშნული აქციების რაოდენობა:

2165 მლნ ლარი : 1000 ლარი აქციაზე = 2165 ათ. პრივილეგირებულ აქციას.

მათი საბაზრო კაპიტალიზაცია გაუტოლდება (2165 ათ. აქცია $\times$ 1050 ლარი აქციაზე) = 2273 მლნ ლარს.

წილობრივი კაპიტალის ღირებულება CAPM-ის მიხედვით. წინა თავში ჩვენ წილობრივი კაპიტალის ღირებულების შეფასების სხვა ხერხსაც გავეცანით. ინვესტორების მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობის დონე შეიძლება ფინანსური ბაზრის მდგომარეობისა და სისტემატიური რისკის ხარისხის შესაბამისად იქნეს განსაზღვრული, რომელიც რაოდენობრივად გამოიხატება კოეფიციენტით β

$$E(r) = R_{\text{ფ}} + \beta \times (R_m - R_{\text{ფ}}).$$

მომხმარებელმა კომპნიის საკუთარი კაპიტალის ღირებულების შეფასებისათვის ამ მეთოდით შეიძლება ადვილად მიიღოს საწყისი მონაცემები (მისამართი: www.finmanager.ru, განყოფილება „კონსულტაციები“).

მაგალითი 37:

პირობის თანახმად, ცნობილია შემდეგი საწყისი მონაცემები:

- შემოსავლიანობის განაკვეთი მინიმალური რისკით – 5% წლიური;
- საბირჟო ინდექსის საშუალოწლიური ნაზარდი – 18% წლიური;
- სისტემატიური რისკის კოეფიციენტი β კორპორაციისათვის – 1,07.

აღნიშნული მონაცემების ცოდნით ძნელი არ არის განისაზღვროს აქციონერების – ჩვეულებრივი აქციების მფლობელების შემოსავლიანობის დონე (რომელიც ერთდროულად აღნიშნული აქციების განთავსებიდან

მიღებული კორპორაციის კაპიტალის თირებულებას წარმოადგენს):

$$E(r)=R_{\text{წ}}+\beta\times(R_m-R_{\text{წ}})=5\%+1,07\times(18\%-5\%)=18,91\% \text{ წლიურს.}$$

როგორც ვხედავთ, საკუთარი კაპიტალის ღირებულების შეფასებები DGM და CAPM მოდელების ბაზაზე სხვადასხვა შედეგებს იძლევა. კანონზომიერია თუ არა აღნიშნული?

საკუთარი კაპიტალის ღირებულების შეფასების CAPM და DGM მოდელების შედარება. სინამდვილეში ძნელია ველოდოთ, რომ კორპორაციის საკუთარი კაპიტალის ღირებულების შეფასების ორი სხვადასხვა მოდელი ერთნაირ შედეგს მოგვცემს. აღნიშნული მოდელების ბუნებაა განსხვავებული, მათ საფუძველში ჩადებული განსაზღვრებაც განსხვავებულია.

უპირველეს ყოვლისა, მოდელი DGM წარმოადგენს პოზიტიურს, ხოლო მოდელი CPM - ნორმატიულს. აღნიშნული ნიშნავს, რომ DGM დაფუძნებულია დივიდენდის **ფაქტობრივად მოსალოდნელ** შეფასებებზე და **მოცემული კორპორაციის** მიხედვით მის ზრდაზე, ხოლო CAPM კი – გამოხატავს რისკის დონეს და მოცემული ინვესტიციებისადმი მიმართებით **საშუალო-საბაზრო მოთხოვნილებებს**. ამრიგად, DGM მოდელის კაპიტალის ღირებულების შეფასებისათვის გამოყენება უკვე ითვალისწინებს, რომ კომპანია ბაზრის მიერ ადეკვატურად არის შეფასებული და მისი ფაქტობრივი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა მოთხოვნილს შეესაბამება.

მეორე მხრივ, DGM არის მოდელი, რომელიც დივიდენდების დროის უსასრულოდ ხანგრძლივი პერიოდით დისკონტირებაზეა დაფუძნებული, ხოლო CAMP ერთ დროით ინტერვალზე ბაზრის მიმდინარე მოთხოვნებს გამოხატავს.

მესამე – თუ შეფასებების სიზუსტისა და კორექტულობის შესახებ ვისაუბრებთ, მაშინ მოდელი CAPM უფრო მისაღებად ითვლება, რამდენადაც დივიდენდის სამომავლო სიდიდისა და მისი ნაზარდის ტემპის შეფასება

რთულია და მხოლოდ პირობითობის დიდი წილით შეიძლება ითქვას, რომ დივიდენდის ნაზარდმა წლების მიხედვით შეიძლება მუდმივი სიდიდე გ შეადგინოს. დაბოლოს, ინვესტორების მიერ მოთხოვნილი შემოსავლიანობის დონის შეფასებისას, კორექტული იქნება დავეფუძნოთ საბაზრო მოთხოვნილებს, და არა ფაქტობრივ მოლოდინებს.

კაპიტალიზირებული მოგების ღირებულება.

კორპორაციას, წილობრივი დაფინანსების გარე წყაროების გარდა, შიდა წყაროც – საწარმოს რეინვესტირებული მოგებაც გააჩნია. ერთი შეხედვით შეიძლება მოგვეჩვენოს, რომ ეს უფასო წყაროა, რამდენადაც იგი პირდაპირ ფინანსურ ბაზრებთან და მათ მოთხოვნილებებთან დაკავშირებული არ არის. მაგრამ, საბოლოო ჯამში, მოგება კორპორაციის, უფრო ზუსტად, მისი აქციონერების – ჩვეულებრივი აქციების მფლობელების კუთვნილებაშია. სწორედ მათმა გადაწყვეტილებამ მიგვიყვანა საერთო კრებაზე იქამდე, რომ ფული საწარმოში დაბანდებული აღმოჩნდა და არა დივიდენდების გადახდაზე მიმართული. ამიტომ დივიდენდებზე გაუნაწილებელი მოგება ისევე უნდა განვიხილოთ, როგორც კაპიტალი, რომლის საწარმოში დაბანდებით აქციონერებს, შემოსავლიანობის დონის მიხედვით, საკუთარი მოთხოვნილების დაკმაყოფილების იმედი ჰქონდათ. აღნიშნული კაპიტალის ღირებულება, შესაბამისად, ზუსტად ჩვეულებრივი აქციების განთავსებიდან მიღებული კაპიტალის ღირებულებას დაემთხვევა. უფრო დეტალურ გაანგარიშებებში შეიძლება გათვალისწინებული იქნეს, რომ ჩვეულებრივი აქციების განთავსებისას კორპორაცია ახალი გამოშვების რეგისტრაციასთან და ანდერრაიტინგთან დაკავშირებულ დამატებით დანახარჯებზე მიდის. კაპიტალის შიდა წყაროების მობილიზაციისას აღნიშნული დანახარჯები არ არსებობენ, ამიტომ ტრანზაქციული დანახარჯების გათვალისწინებისას აქციების განთავსებიდან კაპიტალს რამდენადმე მეტი ღირებულება გააჩნია, ვიდრე გაუნაწილებელ მოგებას.

საბაზრო კაპიტალიზაციის განსაზღვრისას მიმოქცევაში გაშვებული აქციების რაოდენობას ვამრავლებდით მათ საბაზრო ღირებულებაზე. ჩვეულებრივი აქციების საბაზრო ღირებულება არის არა მარტო მათი ნომინალური ღირებულების, არამედ ერთ ჩვეულებრივ აქციაზე მოსული კაპიტალიზებული მოგების საბაზრო შეფასებაც.

ნებისმიერი კორპორაციის მიხედვით, საკუთარი (წილობრივი) კაპიტალის ღირებულების გაანგარიშება ცხრილ 6.3-შია მოცემული.

ცხრილი 6.3

კორპორაციის აქციის მახასიათებელი

აქციები	საბაზრო კაპიტალიზაცია, მლნ ლარებში	კაპიტალის ღირებულება, % წლიური
ჩვეულებრივები	16026	18,91
პრივილეგირებულები	2273	16,19

წილობრივი კაპიტალის ღირებულება ტოლია თითოეული შემადგენლის კაპიტალის ღირებულების საშუალოშეწონილი სიდიდის:

$$k_E = \frac{16026 \times 18,91\% + 2273 \times 16,19\%}{16026 + 2273} 18,57\% \text{ წლიური.}$$

6.2. კომპანიის ნასესხები კაპიტალის ღირებულება

კომპანიის ნასესხები კაპიტალის მოზიდვის ფორმები. კორპორაციის ნასესხები კაპიტალის ფორმირება საოპლიგაციო სესხების განთავსებისას და გრძელვადიანი და საშუალოვადიანი საბანკო კრედიტების მიღებისას ხორციელდება.

დაფინანსების აღნიშნულ ფორმებს შორის განსხვავებები ცხრილ 6.4-შია წარმოდგენილი.

ობლიგაციის ძირითადი უპირატესობაა ნასესხები კაპიტალის მნიშვნელოვანი მოცულობების შედარებით ხანგრძლივი ვადებით და შედარებით სარგებლიანი პირობებით კრედიტორების მხრიდან ზედმეტი კონტროლის გარეშე აკუმულირების შესაძლებლობა.

ცხრილი 6.4

გრძელვადიანი ნასესხები კაპიტალის წყაროების შედარება

დახასიათებები	ნასესხები კაპიტალის წყარო		
	საბანკო კრედიტი:	ობლიგაციის კერძო განთავსება:	ობლიგაციის სახაზინო განთავსება
დაფარვის ვადა	შედარებით მცირე (15 წლამდე)	საშუალო (20 წლამდე)	დიდი (30 წლამდე, ზოგჯერ მეტი)
საპროცენტო განაკვეთი	მცურავი	უფრო ხშირად ფიქსირებული	ფიქსირებული
ვადის სიდიდე	შედარებით მცირე	საშუალო	მსხვილი
რისკი	მაღალი	ზომიერი	შედარებით დაბალი
გირაო	უფრო ხშირად საჭიროა	ზოგჯერ საჭიროა	იშვიათად არის საჭირო
ვადის ლიკვიდობა	დაბალი	დაბალი	მაღალი
კონტროლი კრედიტორის მხრიდან	მაქსიმალური, პრობლე- მები ინფორმაციის მიღებასთან დაკავშირებით	მნიშვნელოვანი	მინიმალური

ობლიგაციის ძირითადი ნაკლოვანება არის ლისტინგისა და განთავსების პრობლემები, აგრეთვე პირველ ეტაპზე ნასესხები სახსრების სიჭარბე: რეალობაა, რომ თუ კრედიტი ვადის საჭიროების შესაბამისად, ხოლო ობლიგაციის გამოშვების გაყიდვიდან ამონაგები შემოდის

მაშინათვე, ეს გამოყენებული უნდა იქნეს ისე, რომ სესხის მიხედვით გადასახდელი კუპონები იქნეს გამართლებული.

კომპანიის შიდა პროექტებმა შეიძლება მოკლევადიანი ფინანსური მხარდაჭერა მიიღონ შემდეგი ნასესხები წყაროებიდან:

- ბანკების მოკლევადიანი კრედიტების (კონკრეტული გარიგების, დებიტორული დავალიანების, მარაგების და ა.შ. ქვეშ);
- საკრედიტო ხაზების გახსნით, ოვერდრაფტებით ან რევოლვერული კრედიტების მიღებით;
- კომერციული ქაღალდების (დისკონტური თამასუქების) გამოშვებით;
- სავაჭრო კრედიტებით მყიდველებისაგან;
- საავანსო ფაქტორინგით და სხვა.

თუ კომპანიაში გრძელვადიანი ფინანსური წყაროებიდან სახსრების მიღებასთან დაკავშირებით არსებობს სიძნელები და იგი მოკლევადიან ნასესხებ სახსრებს დროის გრძელვადიან განმავლობაში მუდმივობის საფუძველზე იზიდავს, მოკლევადიანი დავალიანების „მუდმივმა ნაწილმა“ შეიძლება ნასესხები კაპიტალის როლი შეასრულოს (ფაქტობრივად, აღნიშნული გრძელვადიანი წყაროები „მცურავი“ განაკვეთიანია“).

მეზონიური (შუალედური) დაფინანსების ფორმები. ტრადიციული ვალის გარდა კომპანიამ ან პროექტის მეშვეობით შეიძლება ნასესხები კაპიტალი მოიზიდოს, რომელიც საკუთარი (წილობრივი) კაპიტალის ზოგიერთ თვისებებს ფლობს. ამის დამახასიათებელი მაგალითებია:

- **სუბსიდირებული ვალი** არის კაპიტალის სახეობა, მოთხოვნები, რომლის მიხედვით უფრო პრიორიტეტულია, ვიდრე წილობრივი ინვესტორების მოთხოვნები, მაგრამ ნაკლებად პრიორიტეტულია ჩვეულებრივი კრედიტორების მოთხოვნილებებთან მიმართებაში. სუბორდინაცია შეიძლება იყოს საერთო და შერჩევითი. შერჩევითი ითვალისწინებს

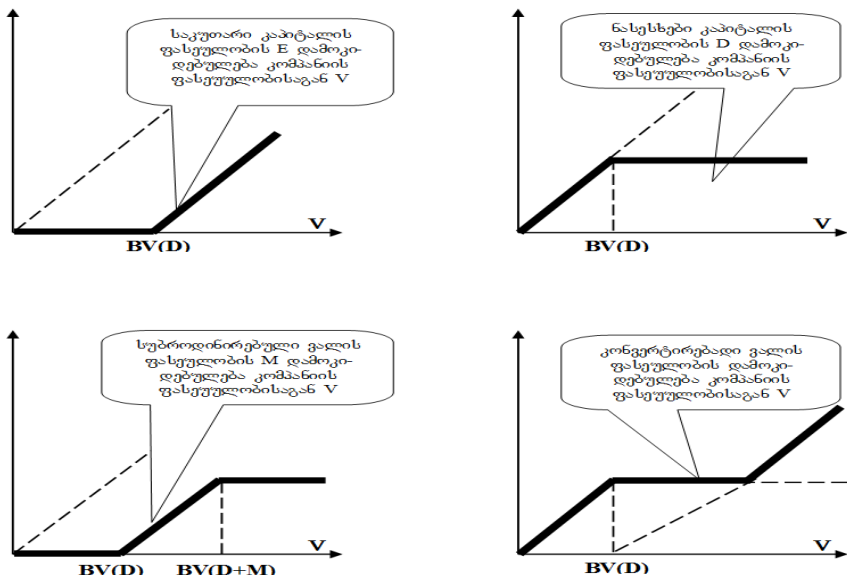
ვალის თავისებურებების დეტალურ აღწერას, რომელთან მიმართებითაც დაფინანსების მოცემული წყარო სუბორდინირებულია;

- **კონვერტირებადი** (პირველირიგისობის ანუ სუბორდინირებული) **ვალი**, რომელიც გარკვეული პროპორციით ობლიგაციების აქციებზე გაცვლის უფლებას იძლევა.

- **ვალი გარანტიით** (ოფციონით აქციაზე, რომლის შესრულების ფასი მიმდინარე საბაზრო ფასზე მაღალია), აგრეთვე **ვალი აქციის შეღავათიანი ყიდვის უფლებით** საპეციალური ფასის მიხედვით დაფარვამდე ვალის განმავლობაში;

- **ვალი კომპანიის მოგებაში მონაწილეობის უფლებით** (მოგების მნიშვნელოვანი ზარდისას).

ნასესხებ, საკუთარ კაპიტალსა და სუბორდინირებულ ვალს შორის განსხვავებების გრაფიკული ილუსტრირება შესაძლებელია შემდეგი სახით (ნახ. 6.2):



ნახაზი 6.2. კაპიტალის სხვადასხვა ტიპების ფასეულობის

დამოკიდებულება კომპანიის ფასეულობისაგან.

აღნიშვნები: BV – საბალანსო ფასეულობა; M – სუბორდინირებული ვალი; D – ვალი; E – საკუთარი კაპიტალი; V – კომპანიის ფასეულობა.

რაზეა დამოკიდებული ვალის ღირებულება. მანამ, სანამ ფული გაიცემა ვალში, კრედიტორი ჩვეულებრივად, პოტენციური მსესხებლის დეტალურ ანალიზს ახორციელებს. სწორედ აღნიშნულ შედეგზეა დამოკიდებული გადაწყვეტილება ფულის მიწოდების, თანხისა და ვალის პირობების (კერძოდ, ღირებულება) შესახებ. მსესხებლის შეფასების უმნიშვნელოვანეს ელემენტს წარმოადგენს მახასიათებლების სისტემა, რომელიც „4C“-ის სახელწოდებითაა ცნობილი:

- character (რეპუტაცია);
- capacity to pay (გადახდისუნარიანობა);
- cash flow (ფულადი ნაკადი);
- collateral (უზრუნველყოფა).

რეპუტაცია. კრედიტორისათვის ყველაზე მნიშვნელოვანია მსესხებლისადმი უნდობლობის საფუძელის არქონა. მსესხებლის რეპუტაციის შესახებ შეიძლება ვიმსჯელოთ:

- მასთან მუშაობის პირადი გამოცდილების მიხედვით. კარგი საკრედიტო ისტორია, ვალდებულებების სრული მოცულობით დროული დაფარვა შეიძლება ბანკის კლიენტის კეთილსინდისიერების დასტურად მიიჩნეს;

- სხვა კრედიტორების გამოცდილების მიხედვით. უმნიშვნელოვანესი საკითხებია გამოსავლენი – რამდენად დროულად გადარიცხავს კორპორაცია ფულს საქონლისა და მომსახურეობისთვის, კრედიტორებიდან ვისთან თანამშრომლობდა იგი ადრე, როგორი შეფასებებია ასეთი

თანამშრომლობის შესახებ, ფიგურირებს თუ არა ის არასაიმედო ორგანიზაციათა სიაში;

- საკრედიტო დაწესებულების უსაფრთხოების სამსახურის მიერ შეგროვებული ინფორმაციის მიხედვით. აღნიშნული სამსახურის თანამშრომლები ორგანიზაციის, მსესხებლის არსებობის, მისი სადამფუძნებლო საბუთების უტყუარობას ადგენენ, წარმოდგენილი ფინანსური ანგარიშგებების ნამდვილობას აფასებენ, შესაბამის მომწოდებლებთან, მომხმარებლებთან, გარანტებთან დაკავშირებით, მოწოდებლობების, ნედლეულის, მასალების მოწოდების შესახებ დადებული ხელშეკრულებების რეალობას ადგენდნენ. გარდა ამისა, აღნიშნული სამსახური სტატუსთან, მსესხებლის ადგილმდებარეობასთან, მის რეპუტაციასთან და ა.შ. დაკავშირებულ ცვლილებებს ამოწმებს.

გადახდისუნარიანობა. მსესხებლის ფინანსური ანგარიშგება მისი გადახდისუნარიანობის შეფასებისათვის და კლიენტების წინაშე მისი ვალდებულებების შესრულებაზე კონტროლისათვის საინფორმაციო ბაზას ემსახურება. ორიენტირების სახით, კრედიტორს შეიძლება ემსახუროს სხვადასხვა ფინანსური კოეფიციენტები (პროცენტული გადაფარვა, ვალის მომსახურების კოეფიციენტი, ფინანსური ბერკეტი და სხვა), აბსოლუტური მაჩვენებლები (საკუთარი კაპიტალის მინიმალური სიდიდე, ლიკვიდური აქტივების მინიმალური თანხა, ნასესხები სახსრების მაქსიმალური სიდიდე და სხვა), აგრეთვე, არარაოდენობრივი ხასიათის მოთხოვნების შესრულება – მაგალითად, ვალდებულებები უფრო პრიორიტეტული ვალების არშექმნასთან მიმართებით, ვიდრე მოცემული ვალია; არ აიღონ კრედიტები სხვა კრედიტორებისაგან, არ გასცენ გარანტიები, არ განახორციელონ რეორგანიზაცია (შერწყმა სხვა საწარმოებთან, სხვა საწარმოების მიერთება, ახალი საწარმოების გამოყოფა საწარმოო-მსესხებლის შემადგენლობიდან).

ფულადი ნაკადი. კომპანია-მსესხებლის ფულადი ნაკადი უნდა ფარავდეს მისი სავალო ვალდებულებების სიდიდეს, უნდა იყოს სტაბილური და შედარებით ადვილად პროგნოზირებადი. აღნიშნული ხელს უწყობს დამაჯერებლობას, რომ ვალი და მასზე დარიცხული პროცენტები გადახდილი იქნება.

უზრუნველყოფა. ვალის უზრუნველყოფა შეიძლება მატერიალური აქტივობის გირაო იყოს, რომელთა გაყიდვის შედეგად მიღებული ამონაგები მსესხებლის ვალდებულებების დაფარვაზე წავიდეს მათი შეუსრულებლობის შემთხვევაში. მსესხებლის ვალდებულებები შეიძლება, ასევე, განმტკიცდეს მესამე პირის გარანტიებით (ბანკების, სადაზღვევო კომპანიების და სხვა), რომლებიც ფასეულობის საფუძველზე იქნება წარმოდგენილი.

თუ მატერიალური აქტივების უზრუნველყოფას გირაო წარმოადგენს, მნიშვნელოვანია, რომ გირაოს საგანი ნამდვილად მსესხებლის საკუთრება იყოს და იგი კიდევ სადღაც არ იყოს ჩადებული. აღნიშნული უნდა იყოს ლიკვიდური აქტივები, ბაზარზე მოთხოვნადი, არ კარგავდეს თავის ხარისხს კრედიტის მიწოდების მთლიანი ვალის განმავლობაში.

და ყველაზე მთავარი: ბანკი აბსოლუტურად დარწმუნებული უნდა იყოს მოცემული მსესხებლის ბიზნესის კომერციულ პერსპექტივაში და მასთან თანამშრომლობის სტრატეგიულ მიზანშეწონილობაში.

ობლიგაციის რეიტინგი. თუ ვალი ობლიგაციების გამოშვების სახით არის გაფორმებული, აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების მყიდველები კრედიტორებს წარმოადგენენ. გარკვეული მიზეზების მიხედვით ობლიგაციების მფლობელებს ყოველთვის არ შეუძლიათ ვალის ხარისხის შეფასების განმხორციელებელი საჭირო ანალიტიკური პროცედურის ჩატარება. მათ მაგიერ აღნიშნულს სპეციალიზებული სარეიტინგო სააგენტოები ახორციელებენ,

რომლებიც ობლიგაციების გამოშვებებს რეიტინგს, ანუ რანგს ანიჭებენ. ამის საფუძველზე პოტენციურმა კრედიტორმა შეიძლება ვალის ხარისხზე და საკრედიტო რისკზე იმსჯელოს.

ობლიგაციის რეიტინგისა და ვალის ცოდნით, შეიძლება შეფასდეს, თუ შემოსავლიანობის (კაპიტალის ღირებულების) რომელი დონე შეესაბამება ობლიგაციის მოცემულ გამოშვებას (ცხრ. 6.5).

ცხრილი 6.5

მსოფლიოს წამყვანი რეიტინგული სააგენტოების სკალები

რეიტინგი SBP	რეიტინგი M's	განმარტება
AAA	Aaa	საუკეთესო ხარისხი, მინიმალური რისკი.
AA	Aa	მაღალი ხარისხი გრძელვადიანი რისკის ზოგიერთი ხარისხით.
A	A	ხარისხი საშუალოზე მაღალი. ეკონომიკური პირობებისადმი მგრძნობიარობა.
BBB	Baa	საშუალო ხარისხი, გრძელვადიან პერსპექტივაში არასაიმედო
BB	Ba	არასაკმარისი დაცვა, არსებობს სპეკულაციური ელემენტი
B	B	ემიტენტი გადახდისუნარიანია დღეს, მაგრამ მომავალში შესაძლებელია პრობლემები გაკოტრებამდეც კი.
CCC	Caa	დაბალი ხარისხი, გაკოტრების საშიშროება სახეზეა.
CC	Ca	სუფთა სპეკულაციური „უსარგებლო“ ობლიგაციები
C	C	მინიმალური ხარისხი, გადახდების დაბალი პერსპექტივები (აღბათობა), თუმცა გადახდები შეიძლება ჯერ კიდევ ხორციელდებოდეს.

ნასესხები კაპიტალის ღირებულება – კოტირებადი ვალის ღირებულების განსაზღვრის პრინციპი. თუ ემიტენტის ობლიგაციები კოტირებადია ბაზარზე და მათი საბაზრო ფასი ცნობილია, მათი გამოშვების პირობების ცოდნით, შეიძლება

შემოსავლიანობის განაკვეთი იქნეს მოძიებული, რომელსაც მოცემული ობლიგაციები სთავაზობენ ინვესტორებს. რამდენადაც ფასი ბაზარზე ყველა ინვესტორის ერთობლივი მოთხოვნის ზემოქმედების ქვეშ ყალიბდება, აღნიშნული შემოსავლიანობა მოცემული ემიტენტისათვის ასეთი ხერხით მოზიდული კაპიტალის ღირებულების საბაზრო შეფასების შესაბამისი იქნება

იმისათვის, რომ კაპიტალის აღნიშნული საბაზრო ღირებულება განისაზღვროს, საჭიროა განსახილველი ობლიგაციის მიხედვით ფულადი ნაკადისათვის შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთი (IRR) იქნეს მოძიებული.

კაპიტალის ღირებულება უკუპონო ობლიგაციებისათვის. ყველაზე მარტივია, აღნიშნული პრინციპის ილუსტრაცია უკუპონო ობლიგაციის მაგალითზე განვიხილოთ. ემიტენტისათვის ასეთი ობლიგაციისათვის არსებობს მხოლოდ ორი ფულადი ნაკადი:

- ფულადი მოდინება დაკავშირებული ნასესხები კაპიტალის მიღებასთან (განთავსებასთან მიმართებაში ტრანსაქციული დანახარჯების გამოქვითვით, თუ ეს უკანასკნელი არსებით სიდიდეს წარმოადგენს);

- ფულადი გადინება, წარმოქმნილი მოცემული ობლიგაციების ნომინალის მიხედვით დაფარვით.

ასეთი თანმიმდევრობის ნაკადების IRR-ის მოძიება ადვილია და ილუსტრირებულია ქვემოთ მოყვანილ მაგალითში.

მაგალითი 38:

ემიტენტის მიერ გამოშვებული უკუპონო ობლიგაციის საბაზრო ფასი შეადგენს 67%-ს ნომინალთან მიმართებით, დაფარვამდე – ოთხი წელია. მოვიძიოთ კაპიტალის ღირებულება ემიტენტისათვის ასეთი ობლიგაციების გამოშვებისას (ტრანსაქციონული დანახარჯები უგულებელყოფილია).

ამოხსნა:

გვაქვს შემდეგი მონაცემები:

- ფულადი მოდინება ნულოვან პერიოდში – +67% ნომინალიდან;

- ფულადი გადინება მეოთხე წელს სესხის დაფარვის აუცილებლობის გამო – -100% ნომინალიდან.

IRR-ის განსაზღვრისათვის შევადგინოთ განტოლება:

$$67 - \frac{100}{(1+x)^4} = 0$$

საიდანაც: $IRR = x = \sqrt[4]{\frac{100}{67}} - 1 = 0,1053$, ანუ 10,53% წლიური.

კაპიტალის ღირებულება ჩვეულებრივი კუპონიანი ობლიგაციებისათვის. კუპონიანი ობლიგაციების გამოშვებისათვის დაფარვისადმი შემოსავლიანობის განაკვეთის, ანუ კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა უფრო რთულია და ასეთი ობლიგაციები ემიტენტისათვის ფულადი ნაკადების სამ სახეობას მოიცავენ:

- ფულადი მოდინება, დაკავშირებული ნასესხები კაპიტალის მიღებასთან;

- ფულადი გადინება, წარმოქმნილი მოცემული ობლიგაციის ნომინალის მიხედვით დაფარვასთან;

- ანუიტეტი, წარმოქმნილი კუპონების გადახდებით.

კაპიტალის შესაბამისი ღირებულების განსაზღვრისათვის შეიძლება, სპეციალური ფინანსური კალკულატორი იქნეს გამოყენებული, რომელსაც თანდართული აქვს „ფინანსური ფუნქციები“ EXCEL-ის პაკეტში, ან მიახლოებითი გაანგარიშება განხორციელდეს საზოგადოებრივი ინტერპოლაციის მეთოდის მიხედვით.

მაგალითი 39:

დავუშვათ, სააქციო საზოგადოების ფინანსური რესურსების ნაწილი გრძელვადიანი ობლიგაციების განთავსების გზით არის მოზილიზებული. გამოშვების ტანხა

ტოლია 5000000 ათ. ლარის, ერთი ობლიგაციის ნომინალია 10000 ლარი, ვადა დაფარვამდე ოთხი წელია, კუპონი – 10%-ია წლიური, გადახდა – წელიწადში ერთხელ წლის ბოლოს. ობლიგაციის საბაზრო კურსია – 97% (ანუ 9700 ლარი). როგორია კაპიტალის საბაზრო ღირებულება, რომელიც ასეთი ხერხით არის მოზიდული?

ამოხსნა:

გამოშვებული ობლიგაციების რაოდენობა – 500000 ცალი (5000000 ათ. ლარი : 10000 ლარი).

მოზიდული კაპიტალის საბაზრო შეფასება – 4850000 ათ. ლარია (500000 ცალი : 9700 ლარი).

კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრისათვის შევადგინოთ განტოლება (ყველა თანხა მოცემულია პროცენტებში ობლიგაციის ნომინალური ღირებულებიდან):

$$97 - 10 \times A_4; \quad x = \frac{100}{(1+x)^4} = 0.$$

ფინანსური კალკულატორის გამოყენებით ან ხაზოვანი ინტეგრაციის მეთოდის მიხედვით, მიახლოებული გაანგარიშებების რამდენიმე ინტერაციით, მივიღებთ:

$$IRR = X = 0,1097, \text{ ანუ } 10,97\% \text{ წლიური.}$$

კონვერტირებადი ობლიგაციები. ინვესტორის მოზიდვის შესაძლებლობის ერთ-ერთ ხერხს ობლიგაციების კორპორაციის აქციებში გარკვეული პროპორციით კონვერციის შესაძლებლობა წარმოადგენს. აღნიშნული ნიშნავს, რომ გარკვეული პირობებისას, როდესაც ინვესტორისათვის აქციების ფლობა უფრო მომგებიანია, ვიდრე ობლიგაციების, მას შეუძლია თავისი ობლიგაცია ერთ ან რამდენიმე აქციაზე გაცვალოს. აქციების რაოდენობას, რომელიც ერთ ობლიგაციაზე იცვლება, **კონვერსიულ თანაფარდობას**, ანუ **აქციის პარიტეტულ რაოდენობას** უწოდებენ. კონვერტირებადი ობლიგაცია ჩვეულებრივად, სხვა თანაბარი პირობებისას, ღირს უფრო ძვირი, ვიდრე

ჩვეულებრივი ობლიცია, და მისი ფასი იზრდება აქციის კურსის ამაღლების შესაბამისად. ემიტენტი გამოუშვებს კონვერტირებად ობლიგაციებს, რადგანაც იმედოვნებს, რომ კონვერსიის უფლების სანაცვლოდ ინვესტორი შემოსავლიანობის შედარებით დაბალ დონეზე დათანხმდება.

კონვერტირებადი ვალის ღირებულების გაანგარიშება. იმისათვის, რომ ფასეულობის და კონვერტირებადი ვალის ღირებულების საბაზრო შეფასება განხორციელდეს, ქმედებების შემდეგი თანმიმდევრობა უნდა შესრულდეს:

- რომელიმე ნდობის მქონე აქციის კურსის მოდელის მეშვეობით განსაზღვავენ, როგორი იქნება აქციის პარიტეტული რაოდენობის საბაზრო ფასი, როდესაც კონვერტირებადი ობლიგაციის დაფარვის ვადა დადგება;

- აღნიშნულის საფუძველზე კეთდება დასკვნა, მოახდენს თუ არა ინვესტორი ობლიგაციის დაფარვას ან გაცვლის მას აქციების პარიტეტულ რაოდენობაზე (კონვერსია იქნება განხორციელებული, თუ აქციის საბაზრო ფასი აღმოჩნდება მეტი, ვიდრე ობლიგაციის დაფარვისას გადახდილი თანხა);

- აღნიშნულთან დამოკიდებულებაში ადგენენ ფულად ნაკადებს და კაპიტალის ღირებულების (IRR) მოძიება ხორციელდება.

მაგალითი 40:

დაეუშვათ, კორპორაციის მიერ გამოშვებული **ობლიგაციები კონვერტირებადებს** წარმოადგენენ. კონვერსიული თანაფარდობა ტოლია 4-ის. სულ გამოშვებულია 500000 ობლიგაცია, თითოეული იყიდება ფასით 97% ნომინალთან (კუპონი – 10%-ია). ისინი შეიძლება ჩვეულებრივ აქციებში იქნენ კონვერტირებულები, რომელთა საბაზრო ფასი შეადგენს 2000 ლარს, შემდეგი წლის მოსალოდნელი რიგითი დივიდენდი შეადგენს 244,5 ლარს, დივიდენდის ყოველწლიური ნაზარდი – საშუალოდ 6%-ია. როგორია ვალის თანხის საბაზრო შეფასება და მისი ღირებულება?

ამოხსნა:

ვალის მინიმალური თანხის საბაზრო შეფასება
შეიძლება მიღებული იქნეს შემდეგი სახით:

- ობლიგაციის საერთო კაპიტალიზაცია – 4850000 ათ. ლარი ($0,97 \times 5000000$ ათ. ლარი);

- აქციების პარიტეტული რაოდენობის საერთო ფასი – 4000000 ათ. ლარი (2000 ლარი/აქციაზე $\times 4$ აქცია ობლიგაციაზე $\times 500000$ ობლიგაცია).

აქედან გამომდინარე, თანამედროვე პირობებში ინვესტორისათვის ფულის ობლიგაციებში განთავსება უფრო მომგებიანია, ვიდრე აქციებში. ამიტომ შეგროვებული თანხის საბაზრო შეფასება (4850000 ათ. ლარი) ტოლია კონვერტირებადი ობლიგაციების საბაზრო შეფასების.

კონვერტირებადი ვალის ღირებულების საბაზრო შეფასება. განვიხილოთ, თუ რა მოხდება ჩვეულებრივი აქციის ფასთან მიმართებით კონვერტირებადი ობლიგაციების დაფარვის მომენტისათვის:

- მოსალოდნელი შემოსავლიანობა აქციებთან მიმართებით:

$$k = \frac{DPS}{p} + g = \frac{244,5}{2000} + 0,06 = 0,1823, \text{ ანუ } 18,23\% \text{ წლიური};$$

- ოთხი წლის შემდეგ გადახდილი იქნება დივიდენტი:

$$DPS_0 = 244,5 \times (1 + 0,06)^{4-1} = 291,2 \text{ ლარი};$$

- მოსალოდნელი დივიდენდი აღნიშნულ პერიოდში გაუტოლდება:

$$DPS = 244,5 \times (1 + 0,06)^4 = 308,68 \text{ ლარს};$$

- აქციის მოსალოდნელი ფასი, იმ პირობით, რომ კონვერტაცია განხორციელდება ექს-დივიდენდური ვადის დასაწყისამდე:

$$P = DPS_0 + \frac{DPS}{k - g} = 291,2 + \frac{308,68}{0,1823 - 0,06} = 2815,12 \text{ ლარი};$$

- აქციის საბაზრო ფასი, ერთ ობლიგაციაზე:

$$2815,12 \text{ ლარი} \times 4 = 11260,5 \text{ ლარს.}$$

აღნიშნულიდან გამომდინარე, უმჯობესია, ობლიგაცია დაიფაროს არა ნომინალის ტოლი ფასის მიხედვით (ანუ დაფარვისას არ გადაიხდება თანხა) $10000+1000=11000$ ლარი ობლიგაციაზე), არამედ კონვერტირებულ იქნეს აქციებში, რომელთა პარიტეტული რაოდენობა ფასდება 11260,5 ლარით ერთ ობლიგაციაზე.

კონვერტირებადი ობლიგაციის მფლობელის ფულადი ნაკადი იქნება ტოლი:

ნულოვანი პერიოდი	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი	მეოთხე წელი
(9700)	1000	1000	1000	11260,5

შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთი $IRR = 11,53 \%$ წლიურს (და არა $10,97\%$, როგორც ჩვეულებრივი აქციების შემთხვევაში).

ზემოთ განხორციელებული გაანგარიშებებიდან არ გამომდინარეობს, რომ კონვერტირებადი ობლიგაციები ნაკლებად სასარგებლოა ემიტენტისათვის, ვიდრე ჩვეულებრივი ობლიგაციები, რამდენადაც მაგალითში შემოთავაზებული პირობები სრულად კორექტულს არ წარმოადგენენ. თუკი კორპორაცია ნამდვილად გამოუშვებდა კონვერტირებად ობლიგაციებს, მათი ღირებულება უფრო ძვირი იქნებოდა, ვიდრე ჩვეულებრივი ობლიგაციების, და მათი საბაზრო ღირებულებაც განისაზღვრებოდა არა 97% -ით, არამედ – უფრო მაღლა.

არაკონვერტირებადი ვალის ანუ საბანკო კრედიტის ღირებულების გაანგარიშება. ობლიგაციის გამოშვების გზით წარმოქმნილი ნასესხები კაპიტალის ღირებულების შეფასების პრობლემების განხილვისას ჩვენ საქმე გვქონდა ვალთან,

რომელსაც საბაზრო კოტირება გააჩნია. ბანკის კრედიტი – არის არაკოტირებადი, არასაბაზრო ვალი, რომელიც კერძო სახით არის განთავსებული და კაპიტალის ბაზარზე არამიმოქცეველია. ამიტომ მისი **საბაზრო** ღირებულების შეფასებასთან მიმართებით სირთულეები წარმოიშობა.

ვალი მცურავი განაკვეთით. თუ კრედიტი მცურავი განაკვეთის ქვეშ გაიცემა, პრობლემა მარტივდება. მცურავი განაკვეთის ცვალებადობას მიუვყავართ იქამდე, რომ საპროცენტო განაკვეთი სულ მუდამ ფინანსურ ბაზარზე შემოსავლიანობის საჭირო დონის ქვეშ მოწყობას (მისადაგებას) ცდილობს. ამიტომ, ასეთი ვალის სიდიდის საბაზრო შეფასება მისი ნომინალური (საბალანსო) თანხის, ხოლო ვალის ღირებულება მცურავი განაკვეთით – მცურავი განაკვეთის მიმდინარე მნიშვნელობის ტოლია. მაგრამ ასეთი მოსაზრება სამართლიანია, თუ ვალი განთავსდება მხოლოდ ნომინალის მიხედვით და მისი არსებობის განმავლობაში რეიტინგი არ გადაიხედება.

ვალი ფიქსირებული განაკვეთით. თუკი განაკვეთი არაკოტირებადი ვალის მიხედვით ფიქსირებულია, მისი საბაზრო ღირებულება შეიძლება საბაზრო ვალის შესახებ მონაცემების (პირობების, ვადებისა და საკრედიტო რეიტინგის) მიხედვით ანალოგიურად განისაზღვროს. ქვემოთ მოყვანილი მაგალითი ასეთი სიტუაციის ილუსტრირებას წარმოადგენს.

მაგალითი 41:

დავუშვათ, კორპორაციამ ბანკის გრძელვადიანი კრედიტი აიღო 1300 მლნ ლარის ოდენობით. მის დაფარვამდე დარჩენილი ვადა შეადგენს – ოთხ წელს, განაკვეთი – 10% წლიურია, პროცენტების გადახდა – წელიწადში ერთხელ (უახლოესი გადახდა – ერთი წლის შემდეგ).

გარდა ამისა, კორპორაციას ობლიგაციები იმავე ვადით აქვს გამოშვებული და მასაც მოცემული საბანკო კრედიტის ტოლი საკრედიტო რეიტინგი გააჩნია. აღნიშნული

ობლიგაციების შემოსავლიანობა დაფარვისას შეადგენს 10,97%-ს წლიურს. ასეთივე უნდა იყოს გრძელვადიანი საბანკო კრედიტის სახით მოზისული კაპიტალის საბაზრო ღირებულებაც, რამდენადაც საბანკო კრედიტს იგივე რეიტინგი და ვადა გააჩნია, რას საობლიგაციო სესხს.

ამოხსნა:

საბანკო კრედიტის თანხის საბაზრო შეფასება შეიძლება დადგინდეს, როგორც მოცემული ვალის მომსახურებასთან მიმართებით 10,97% განაკვეთის მიხედვით დისკონტირებული თანხა. მოცემული ვალის მიხედვით, პირველიდან მეოთხე პერიოდის განმავლობაში პროცენტები გადაიხდება წლიური 10%-ის ოდენობით, ხოლო ბოლო წელს კი – ასევე ძირითადი თანხა, ტოლი 100%-ის.

$$PV = 10\% \times A_{4;0,1097} + \frac{100}{(1 + 0,1097)^4} = 112,5\% \text{ ნომინალიდან,}$$

ანუ

$$1300 \text{ მლნ ლარი} \times 1,125 = 1462,64 \text{ მლნ ლარს.}$$

მოკლევადიანი ვალის ღირებულების გაანგარიშების პრობლემა. იმის შესახებ, თუ კორპორაციის კაპიტალის ღირებულების შეფასებისას როგორ უნდა იქნეს გათვალისწინებული მოკლევადიანი ვალის ღირებულება, სპეციალისტებს ერთნაირი მოსაზრება არ გააჩნიათ. აღნიშნული პრობლემა კორპორაციაში საინვესტიციო გადაწყვეტილებების დასაბუთებისას მუშა კაპიტალის განსაზღვრის ხერხს მჭიდროდ უკავშირდება. აქ შეიძლება გამოიყოს ორი თვალსაზრისი:

1. თუ მუშა კაპიტალი განსაზღვრული იქნება, როგორც სხვაობა კორპორაციის მიმდინარე აქტივებსა და ყველა მოკლევადიან ვალდებულებებს შორის, ბანკების მოკლევადიანი კრედიტების ჩათვლით. აღნიშნული მოკლევადიანი კრედიტები კორპორაციის კაპიტალიდან

გამოიქვითება და კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრისას ისინი საერთოდ არ უნდა გაითვალისწინონ.

მაგალითი 42:

დავუშვათ, რომ კორპორაციის ბალანსი შემდეგნაირად გამოიყურება (ცხრ. 6.6).

ცხრილი 6.6

კორპორაციის ბალანსი, მლნ ლარებში

აქტივი		პასივი	
ძირითადი საშუალებები	32	გრძელვადიანი ვალდებულებები	10
ფულადი სახსრები	4	მოკლევადიან კრედიტები	10
დებიტორული დავალიანება	3	კრედიტორული დავალიანება	5
მარაგები	16	საკუთარი კაპიტალი	30
ჯამი	55	ჯამი	55

ამოხსნა:

მაშინ, თუ გამოვიყენებთ საბალანსო შეფასებებს, საწარმოს კაპიტალი განისაზღვრება :

- ძირითად საშუალებები – 32 მლნ ლარი;
- მუშა კაპიტალი – 8 მლნ ლარი $(4+3+16) - (10+5)$.

კაპიტალის წყაროები შედგება:

- გრძელვადიანი ვალდებულებებისაგან – 10 მლნ ლარი;
- საკუთარი კაპიტალისაგან – 30 მლნ ლარი.

ვალისა და საკუთარი კაპიტალის თანაფარდობა კორპორაციის კაპიტალის წყაროებში ტოლი იქნება 1:3.

2. სხვა (მეორე) მიდგომის საფუძველზე, კომპანიის კაპიტალის ღირებულების ანალიზისას, შეუძლებელია მისი დაფინანსების რომელიმე წყაროს იგნორირება , თუ იგი ფასიან ხასიათს ატარებს. უფრო ვალდებულებები (კრედიტორული დავალიანება, ავანსები) ატარებენ ძალიან

მოკლევადიან ხასიათს და, როგორც წესი, არკაპიტალიზდებიან. ამიტომ საბრუნავი კაპიტალის გაანგარიშებისას, გამოიქვეითება უფრო მიმდინარე ვალდებულებები, ხოლო მოკლევადიანი კრედიტები განიხილება, როგორც კორპორაციის კაპიტალის წყაროები.

მაგალითი 43:

წინა მაგალითის პირობების გათვალისწინებით, მივიღებთ შემდეგ შედეგს:

საწარმოს კაპიტალიზებული აქტივები არის:

- ძირითადი საშუალებები – 32 მლნ ლარი;
- საბრუნავი კაპიტალი – 18 მლნ ლარი $(4+3+16) - 5$.

კაპიტალის წყაროები:

- გრძელვადიანი ვალი – 10 მლნ ლარი;
- მოკლევადიანი კრედიტები – 10 მლნ ლარი;
- საკუთარი კაპიტალი – 30 მლნ ლარი.

ნასესხები და საკუთარი სახსრების თანაფარდობა კორპორაციის კაპიტალის წყაროებში ტოლია – $2 : 3$.

მოკლევადიანი ვალის ღირებულება. ჩვენი ანალიზისათვის საფუძვლად მეორე მიდგომა ავიღოთ, როგორც საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შეფასებისას ყველაზე უფრო გავრცელებული. როგორია კორპორაციის მოკლევადიანი ფასიანი ვალის ღირებულება?

საწარმოს მოკლევადიანი ფასიანი ნასესხები სახსრები თავისთავში მოიცავენ ბანკების მოკლევადიან კრედიტებს და გრძელვადიანი ვალის ნაწილს, რომელიც უახლოესი წლის განმავლობაში უნდა დაიფაროს. როგორც წესი, აღნიშნული არის არაკოტირებადი ვალი. მაგრამ აღნიშნული ვალის სიცოცხლისუნარიანობის ვადა დიდი არ არის, შეიძლება ჩაითვალოს, რომ საპროცენტო განაკვეთი მიახლოებულია იმასთან, რომელსაც ბაზარი მოცემულ მომენტში მოითხოვს. სხვა სიტყვებით, მოკლევადიანი ვალის ღირებულება ახლოსაა მის საბალანსო შეფასებასთან.

მაგრამ საბანკო კრედიტებთან მიმართების სიტუაციაში სიფრთხილის გამოვლენა არის საჭირო. საპროცენტო განაკვეთის გარდა, ბანკი ხშირად მოითხოვს საკომისიოებს, მესამე პირების საგარანტიო ვალდებულებებს, რომლებიც, როგორც ჩვენ ზემოთ უკვე აღვნიშნეთ, ფასის საფუძველზე ხორციელდება. ბანკი, ასევე, ითხოვს ზოგიერთ სხვა ხარჯებს, რომლებიც საპროცენტო განაკვეთის სიდიდეში ასახული არ არის. თუ აღნიშნული ხარჯები მოზიდული კაპიტალის მოცულობასთან მიმართებით არსებით სიდიდეს წარმოადგენენ, ისინი ასევე უნდა იქნეს გათვალისწინებული.

მაგალითი 44:

ზემოგანხილული მაგალითის მონაცემების პირობების მიხედვით, მოცემული კორპორაციის დაფინანსების წყაროებში მონაწილეობს (არსებობს) მოკლევადიანი ვალი – ბანკების მოკლევადიანი კრედიტები: თანხით – 286 მლნ ლარი, საშუალო განაკვეთი 15,65% წლიური. სწორედ აღნიშნული იქნება მოცემული კრედიტის ფასულობისა და ღირებულების საბაზრო შეფასება, რამდენადაც არანაირი დამატებითი გარანტიებისა და საკომისიოების შესახებ პირობებში საუბარი არ არის.

კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება. საინვესტიციო პროექტების შეფასებისას, დისკონტის განაკვეთის სახით ჩვენ აქამდე ვიყენებდით კორპორაციის საკუთარი კაპიტალის ღირებულებას იმ პირობით, რომ მოცემული კორპორაცია მხოლოდ საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე ფინანსდებოდა. თუკი დაფუძნებით შერეული დაფინანსების ვარიანტს, (ანუ ნაწილობრივ წლიობრივს, ნაწილობრივ სავალოს), მხოლოდ საკუთარი კაპიტალის ღირებულების გამოყენება სწორი არ იქნებოდა. ამ შემთხვევაში საჭირო იქნება თავიდან დადგინდეს, თუ „რამდენი ღირს“ საშუალოდ, კორპორაციის მიერ გამოყენებადი კაპიტალის-ერთეული შემდეგის გათვალისწინებით: წილობრივ კაპიტალს, როგორც უფრო

რისკიანს - ერთი საბაზრო ღირებულება, ხოლო ნაკლებად რისკიან ნასესხებ კაპიტალს კი სხვა ღირებულება გააჩნია. ამიტომ, კორპორაციის კაპიტალის ღირებულების საბაზრო შეფასებებისას უნდა მოვიდით ცალკეული მისი შემადგენლის საშუალოშეწონილი სიდიდე, რომელშიც საწონების სახით გამოიყენება კორპორაციის კაპიტალის თითოეული ნაწილის წილები მის საერთო ჯამში. აღნიშნული ხვედრითი წონებიც ასევე მათი საბაზრო შეფასების მიხედვით უნდა განისაზღვროს:

$$WACC = \sum W_j \times k_j,$$

სადაც: W_j არის j - სახეობის კაპიტალის ჯამის ხვედრითი წონა კორპორაციის კაპიტალის ჯამის საერთო საბაზრო შეფასებაში;

k_j - j სახეობის კაპიტალის საბაზრო ღირებულება;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) - კორპორაციის კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება.

გადახდის ზემოქმედება მოგებაზე. ზემოთ მოყვანილი ფორმულა იქნებოდა კორექტული მოგების გადახდით დაბეგერის არარსებობის პირობებში. იმისათვის, რომ WACC გადახდების პირობებში კორექტულად გაანგარიშდეს, საჭიროა გათვალისწინებული იქნეს: პროცენტები ვალის მიხედვით (გარკვეული გამონაკლისით) გადაიხდება, როგორც წესი, მოგების გადასახადის გადახდამდე, ხოლო ინვესტორები - აქციონერები მოგებას გადასახადების გამოქვითვის შემდეგ განკარგავენ. აღნიშნულს მიყვავართ იქამდე, რომ ნასესხები კაპიტალის გამოყენებისას კორპორაციის კაპიტალის ღირებულება ვალის ხარჯზე დაფინანსებისას წარმოქმნილი „საგადასახადო ფასის“ გამო მცირდება. სინამდვილეში, გადახდილი პროცენტები კომპანიისათვის, ერთი მხრივ, კაპიტალის ღირებულებას წარმოადგენენ, ხოლო მეორე მხრივ - მოგებაზე გადახდის მიხედვით გადასახად-დასაბეგრ ბაზას ამცირებენ, რადგანაც ისინი საწარმოს ხარჯებზე გადადის.

კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება „საგადახდო ფასის“ გათვალისწინებით. აღნიშნულის გათვალისწინებით, კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულების განსაზღვრის ფორმულას შემდეგი სახე გააჩნია:

$$WACC = k_d \times w_d \times (1 - T) + k_e \times W_e,$$

სადაც: k_d არის ნასესხები კაპიტალის ღირებულება (საშუალო);

W_d – ვალის ხვედრითი წონა კორპორაციის კაპიტალის სტრუქტურაში;

T – მოგებაზე გადასახადი;

k_e – კორპორაციის საკუთარი კაპიტალის საშუალო ღირებულება;

W_e – საკუთარი კაპიტალის ხვედრითი წონა კორპორაციის კაპიტალის სტრუქტურაში.

მაგალითი 45:

წინა მაგალითების მონაცემების გათვალისწინებით, და გამომდინარე იქიდან, რომ გადასახადით დაბეგვრის წესის თანახმად, ნასესხები კაპიტალის ღირებულება მოგების გადასახადამდე გადაიხდება, განვსაზღვროთ მოცემული კორპორაციის კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება. ამისათვის ადრე გაკეთებული გაანგარიშებების შედეგების მიხედვით, საწყისი მონაცემების ცხრილი შევადგინოთ (ცხრილი 6.7).

ცხრილი 6.7

საწყისი მონაცემების ცხრილი

№ როგო	კაპიტალის წყარო	თანხა (საბაზრო შეფასების მიხედვით), მლნ ლარებში	ოიგვე პროცენტებში ჯამთან მიმართებით	კაპიტალის ღირებულება, წლიურ %-ში

1	ჩვეულებრივი აქციები	16026	64,36	18,91
2	პრივილეგირებული აქციები	2273	9,13	16,19
3	საობლიგაციო სესხები	4850	19,48	10,97
4	გრძელვადიანი კრედიტები	1463	5,88	10,97
5	მოკლევადიანი კრედიტები	286	1,15	15,65
	ჯამი	24898	100	—

კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება WACC შეიძლება განისაზღვროს შემდეგი გამოსახულებით (გადასახადის განაკვეთი $T=24\%$ -ის გათვალისწინებით):

$WACC=0,6436 \times 18,91\% + 0,0913 \times 16,19\% + (0,1948 \times 10,97\% + 0,0588 \times 10,97\% + 0,0115 \times 15,65) \times (1 - 0,24) = 16\%$ წლიური.

კორპორაციის WACC-ის ანუ კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულების გამოყენების შესაძლებლობა საინვესტიციო პროექტების შეფასებისას. მსგავსად იმისა, თუ როგორ გამოიყენებოდა საკუთარი კაპიტალის ღირებულება შერეული დაფინანსების შემთხვევაში უფალო დაფინანსებისას საინვესტიციო პროექტების შეფასებისათვის, მიზანშეწონილია დისკონტის განაკვეთის სახით კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება მივიღოთ. თუ კაპიტალის ღირებულება მთლიანობაში კორპორაციის მიხედვით გაიანგარიშება, ხოლო შეფასებას მისი ერთ-ერთი პროექტი ექვემდებარება, პროექტი მთელ რიგ პირობებს უდნა აკმაყოფილებდეს. იგი უნდა იყოს:

- კორპორაციის ზომასთან მიმართებით მცირე, რომ კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურასა და ღირებულებაზე არსებითი ზეგავლენა არ მოახდინოს;

- ჩვეულებრივი მოცემული კორპორაციისათვის, ანუ მის ტრადიციული საქმიანობის სფეროს მეკუთვნებოდეს.

გარდა აღნიშნულისა, უახლოესი დროის განმავლობაში კორპორაციის გრძელვადიან ფინანსურ პოლიტიკაში მკვეთრი ცვლილებები არ უნდა იყოს მოსალოდნელი, რომელიც მის სტრუქტურასა და კაპიტალის ღირებულებაში აისახება.

მაგალითი 46:

ჩვენს სიტუაციაში კორპორაცია, დაგეგმვის პირობის მიხედვით, ქვესადგურის მშენებლობის საინვესტიციო პროექტს და ახალი მომხმარებლის მიერთებას ახორციელებს. ცნობილია, რომ მოცემული პროექტი მთლიანობაში კომპანიის ბიუჯეტთან შედარებით მცირეს წარმოადგენს და საწარმოს ტრადიციული საქმიანობის სფეროს მიეკუთვნება, ანუ საწარმოს კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულების, როგორც პროექტისათვის საჭირო შემოსავლიანობის განაკვეთის სახით გამოყენებისათვის, ზემოთ მითითებული მოთხოვნები არის დაცული.

პროექტთან მიმართებით საანგარიშო ფულადი ნაკადი ცხრილ 6.8-შია წარმოდგენილი:

ცხრილი 6.8

პროექტის საანგარიშო ფულადი ნაკადი, ათ. ლარებში

წელი	ნულოვანი წელი	პირველი წელი	მეორედან- მეშვიდე წლის ჩათვლით	მერვე წელი
ფულადი ნაკადი	(6454)	20	2344	1023

იმისათვის, რომ მას მიეცეს შეფასება, დისკონტის განაკვეთის სახით $WACC=16\%$ -ის გამოყენებით, განესაზღვროთ NPV-ს კრიტერიუმი:

$$NPV = -6454 + \frac{20}{(1 + 0,16)} + \frac{2344 \times A_{6;16\%}}{(1 + 0,16)} + \frac{1023}{(1 + 0,16)^8} = 1321 \text{ ათ.}$$

ლარს.

$NPV > 0$, პროექტი მოცემული კრიტერიუმის მიხედვით არ შეიძლება უარყოფით, იგი კომერციულად ეფექტურია.

6.3. ტესტები:

1. კორპორაციას შეუძლია საკუთარი კაპიტალის გაზრდა განახორციელოს:

- ა) აქციებისა და ობლიგაციების გამოშვებით
 - ბ) მოგების რეინვესტირების, აქციებისა და ობლიგაციების გამოშვებით, ბანკის კრედიტის აღებით
 - გ) ბანკის კრედიტის აღებით
 - დ) გრანტის მოპოვების ხარჯზე.
- ბ)

2. აქციების სახეობებია:

- ა) გაცხადებულები, განთავსებულები, გამოსყიდულები
- ბ) გაცხადებულები, განთავსებულები
- გ) განთავსებულები, გამოსყიდულები
- დ) პრივილეგირებულები.

ა)

3. ანდერრაიტინგის (საინვესტიციო ან ფინანსური ინსტიტუტების შუამავლობა) შემდეგი სახეობებია შესაძლებელი:

- ა) მტკიცე შეთანხმება, მაქსიმალური ძალისხმევა, „ყველაფერი ან არაფერი“
- ბ) მაქსიმალური ძალისხმევა, „ყველაფერი ან არაფერი“, „მინი-მაქსი“
- გ) „ყველაფერი ან არაფერი“, მტკიცე შეთანხმება

დ) „მინი-მაქსი“, „ყველაფერი ან არაფერი“, მტკიცე შეთანხმება, მაქსიმალური ძალისხმევა.
დ)

4. ობლიგაციის ძირითადი უპირატესობა:

ა) ნასესხები კაპიტალის „შედარებით ხანგრძლივი ვადით, სარგებლიანი

პირობებით კრედიტორების მხრიდან ზედმეტი კონტროლის გარეშე

აკუმულირების შესაძლებლობა

ბ) ნასესხები კაპიტალის „შედარებით ხანგრძლივი ვადით სარგებლიანი

პირობებით აკუმულირების შესაძლებლობა

გ) ნასესხები კაპიტალის „შედარებით ხანგრძლივი ვადით კრედიტორების

მხრიდან ზედმეტი კონტროლის გარეშე აკუმულირების შესაძლებლობა

დ) ნასესხები კაპიტალის „შედარებით სარგებლიანი პირობებით

კრედიტორების მხრიდან ზედმეტი კონტროლის გარეშე აკუმულირების

შესაძლებლობა.

ა)

5. მსესხებლის შეფასების უმნიშვნელოვანესი ელემენტებია:

ა) რეპუტაცია, გადახდისუნარიანობა, ფულადი ნაკადები

ბ) გადახდისუნარიანობა, ფულადი ნაკადები, უზრუნველყოფა

გ) ფულადი ნაკადები, უზრუნველყოფა, რეპუტაცია

დ) უზრუნველყოფა, რეპუტაცია, გადახდისუნარიანობა, ფულადი ნაკადები.

დ)

6. თუ ვალი ობლიგაციების გამოშვების სახით არის გაფორმებული, აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების მყიდველები წარმოადგენენ:

- ა) დებიტორებს
- ბ) კრედიტორებს
- გ) ემიტენტებს
- დ) მყიდველებს.

ბ)

7. კორპორაციის ბალანსის აქტივების გამსხვილებული მუხლებია:

- ა) ძირითადი საშუალებები, ფულადი სახსრები, დებიტორული დავა
ლიანება, მარაგები
- ბ) ფულადი სახსრები, დებიტორული დავალიანება, მარაგები
- გ) დებიტორული დავალიანება, მარაგები, ძირითადი საშუალებები
- დ) მარაგები, ძირითადი საშუალებები, ფულადი სახსრები.

ბ)

8. კორპორაციის ბალანსის პასივების გამსხვილებული მუხლებია:

- ა) გრძელვადიანი ვალდებულებები, მოკლევადიანი კრედიტები, კრედიტორული დავალიანება, საკუთარი კაპიტალი
- ბ) მოკლევადიანი კრედიტები, კრედიტორული დავალიანება, საკუთარი კაპიტალი
- გ) კრედიტორული დავალიანება, საკუთარი კაპიტალი, მოკლევადიანი კრედიტები
- დ) მოკლევადიანი კრედიტები, საკუთარი კაპიტალი.

ა)

ლექცია 7. კაპიტალის სტრუქტურა და დივიდენდური პოლიტიკა

7.1. კაპიტალის სტრუქტურის თეორიები

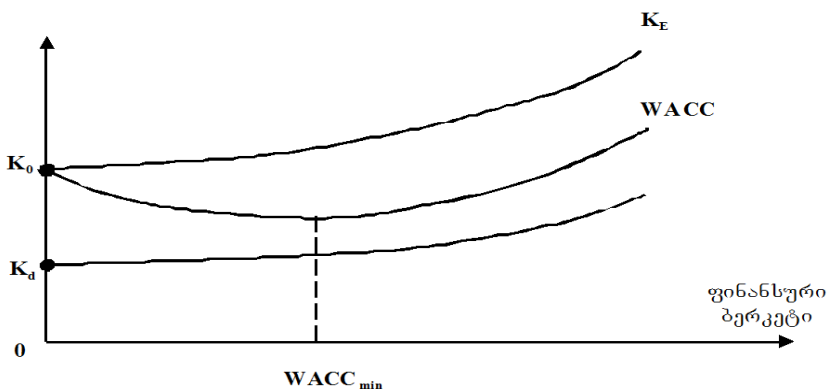
როგორც წინა თავში უკვე იყო აღნიშნული, კომპანიის კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება საწარმოსა და მისი პროექტების შეფასებაში უმნიშვნელოვანეს როლს ასრულებს. რამდენადც დაბალია იგი, იმდენად უფრო მეტად ფასდება ბიზნესი, რომელსაც აწარმოებს კორპორაცია. თუ საწარმოს ფასეულობა იზრდება, მისი აქციების ფასიც მატულობს, შესაბამისად, აქციონერების კეთილდღეობაც მაღლდება. ამიტომ ფინანსურმა მენეჯერმა, აქციონერების კეთილდღეობის ამაღლების მიზნით, უნდა დასახოს ამოცანა: როგორ შეიძლება კაპიტალის სტრუქტურის ოპტიმიზაცია და მისი ღირებულების მინიმუმამდე დაყვანა? სამწუხაროდ, თანამედროვე თეორია აღნიშნულ საკითხზე ერთმნიშვნელოვან პასუხს არ იძლევა. მიუხედავად ამისა, სასარგებლოა ძირითად თეორიულ კონცეფციებს მივმართოთ, რათა აღნიშნული პრობლემის გადაწყვეტისადმი პრინციპული მიდგომა შევიმუშავოთ.

კაპიტალის სტრუქტურის ტრადიციული თეორია. კაპიტალის სტრუქტურის ტრადიციული თეორიის თანახმად, იმის მიხედვით, თუ როგორ იზრდება საწარმოს კაპიტალის სტრუქტურაში ვალის წილი, მისი საშუალოშეწონილი ღირებულება თავიდან (დასაწყისში) მცირდება. აღნიშნული ხორციელდება იმის გამო, რომ რისკიან ნასესხებ კაპიტალის უფრო დაბალი ღირებულება გააჩნია, და როდესაც კაპიტალის სტრუქტურაში მისი წილი იზრდება, კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება მცირდება.

მაგრამ, ფინანსური ბერკეტის გარკვეული მნიშვნელობიდან გამომდინარე, საკრედიტო რისკის წარმოშობის გამო ვალი უფრო ძვირდება. გარდა ამისა, თუ

კორპორაცია ზრდის სესხების მოცულობას, იქმნება დამატებითი ფინანსური რისკი და ამიტომ, კორპორაციის აქციონერებისათვის საკუთარი კაპიტალის ღირებულებაც, ასევე, იზრდება. აღნიშნულს კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულების WACC-ის ზრდამდე მივყავართ.

ნახაზ 7.1-ზე ფინანსური ბერკეტის ოპტიმალური მნიშვნელობაა ნაჩვენები, რომლის დროსაც კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება მინიმალურია, ხოლო ფირმის ფასეულობა, შესაბამისად, მაქსიმალური.



ნახაზი 7.1. კაპიტალის სტრუქტურის ტრადიციული კონცეფცია

ტრადიციული თეორია არაფორმალიზებულია და მხოლოდ რაციონალურ მოსაზრებებზეა დაფუძნებული, ამიტომ არც მათემატიკური მოდელია, რომელიც კონკრეტული კორპორაციისათვის აღნიშნული ოპტიუმის განსაზღვრის შესაძლებლობას მოგვცემდა. აღნიშნული მოსაზრებებიდან გაურკვეველია, თუ როგორ უნდა იცვლებოდეს ფინანსური რისკის ზრდისას საკუთარი და ნასესხები კაპიტალის ღირებულება.

მოდელიან-მიღერის თეორია გადასახადების გარეშე. ფორმალიზებული აღწერა იმისა, თუ WACC და k_d როგორ უნდა იცვლებოდეს D/E-საგან დამოკიდებულებაში ფ.

მოდილიანისა და მ. მილლერის მიერ იყო შემოთავაზებული. საკუთარი მოდელის შესაქმნელად მათ შეზღუდვების (დაშვებების) სისტემა შემოგვთავაზეს, რომელიც საკმაოდ ცუდ თანხედრაშია რეალობასთან და მეცნიერებაში ცნობილია, როგორც „მოდილიანი-მილლერის სამყარო“.

ყველაზე მნიშვნელოვანი აღნიშნულ დაშვებებს შორის შემდეგი საკითხებია:

- ინვესტორები იქცევიან რაციონალურად და მყისიერად ხელავენ საინვესტიციო რისკის არაადეკვატური მოგების მიღების შესაძლებლობას. ამიტომ სტაბილური არბიტრაჟული სიტუაციის შესაძლებლობა, ანუ ერთი და იგივე აქტივზე ფასების სხვაობაზე ურისკო მოგების მიღება, არ შეიძლება ხანგრძლივი დროით შენარჩუნდეს – გონიერი ინვესტორები მას საკუთარი მიზნებისთვის სწრაფად გამოიყენებენ და ბაზარზე პირობებს გაათანაბრებენ. პრაქტიკულად, ეს ნიშნავს, რომ განვითარებულ ფინანსურ ბაზარზე კაპიტალის ერთი და იგივე რისკი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ერთი და იმავე განაკვეთით უნდა გაანგარიშდეს;

- ფინანსურ ბაზრებზე საინვესტიციო და ფინანსური შესაძლებლობები უნდა იყოს თანაბრადმიღწევადი ინვესტორების ნებისმიერი კატეგორიისათვის – ინსტიტუციონალურებისათვის, ინდივიდუალურებისათვის, მსხვილი ან მცირეებისათვის, ინტენსიურად მზარდების ან სტაბილურებისათვის, გამოცდილების ან შედარებით არგამოცდილებისათვის. აღნიშნული ასევე იწვევს ეჭვებს, ადრე ხომ ჯ.მ.კეინსმა შენიშნა: ძნელია წარმოიდგინო მიზეზი, რომელიც რაციონალურ ინვესტორს დააძალებდა ინვესტირებას;

- ტრანსაქციული დანახარჯები, დაკავშირებული დაფინანსების მოზიდვასთან, მაგალითად, ვალის მიღებასთან, ძალიან მცირეა. აღნიშნული ხშირად შემხვედრია შეზღუდვების თეორიაში და იგი უფრო შეესაბამება რეალობას, ვიდრე ის, როცა დიდი თანხების მოზიდვის

შესახებ მიდის საუბარი. სხვა სიტყვებით, ფიზიკური პირი, რომელსაც სურვილი აქვს ორი ათეული ათასი დოლარის კრედიტი მიიღოს, შეიძლება საკმაოდ მგრძნობიარე საკომისიოების წინაშე აღმოჩნდეს. მსხვილი კრედიტებისა და სესხების მოზიდვისას კი, ისევე როგორც მნიშვნელოვანი თანხის აქციების განთავსებისას, შუამავლების გასამრჯელოები სავსებით შესაძლებელია, გაანგარიშებების საერთო უზუსტობების ჩარჩოებში აღმოჩნდეს;

- ინვესტორები იღებენ ფულს და განათავსებენ სახსრებს ვალში ერთი და იგივე განაკვეთის ქვეშ. თუმცა თვით მოდილიანი და მილლერი ამას არ ითხოვენ, მათი ნაშრომებში ხშირად აღნიშნული განაკვეთი გათვალისწინებულია, როგორც ურისკო. ყველა აღბათობის მიხედვით, აღნიშნული დაშვება დაკავშირებულია იმასთან, რომ კრედიტორი მიისწრაფვის, რომ საკუთარი თავი გაუვნებელყოს ამა თუ იმ გარანტიებით, აქტივების გირაოთი, პრეტენზიების მესამე პირებზე გადაცემის უფლებით, ხელშეკრულებების მოთხოვნილებებით, რომლებიც მსესხებლის თავისუფლებას კრედიტორის მოქმედების საზიანოდ ზღუდავს. კრედიტორის რისკი ნამდვილად მცირეა, ხოლო მისი პოზიცია შეიძლება ურისკოდ ჩაითვალოს მსესხებლის პოზიციისადმი მიმართებით და, შესაბამისად, გასამრჯელო მხოლოდ შემოსავლიანობის ურისკო განაკვეთის ფარგლებში მიიღოს;

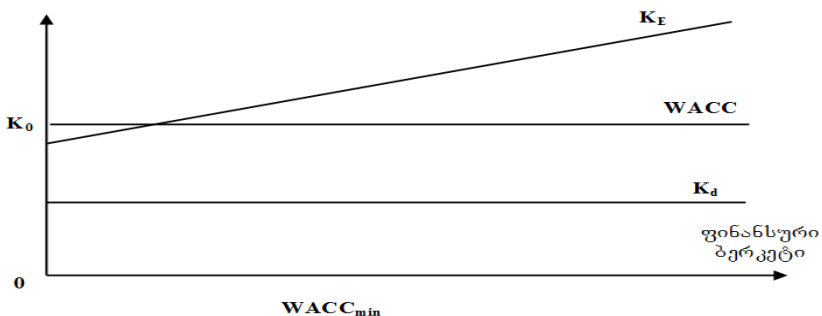
- შემდეგი ორი შეზღუდვა, როგორც წესი, ყველაზე მეტ საყვედურს იწვევს. მილლერისა და მოდილიანის მიერ ჩამოყალიბებულ საბაზისო პირობებში გაკოტრების შესაძლებლობა არ არის გათვალისწინებული;

- „მოდილიანი-მილლერის სამყაროში“ (MM) გათვალისწინებული არ არის შემოსავლების გადასახადით დაბეგვრა. აქ შეიძლება ეჭვი შეგვეპაროს, ხომ არ შეიმუშავეს ავტორებმა თავისი მოდელი ოფშორული ზონებისათვის? რა თქმა უნდა, არა. მოდილიანიც და მილლერიც იმდენად აბსტრაქტული თეორეტიკოსები არ იყვნენ, რომ არ შეემჩნიათ

რეალობა, რომ ისინი ცხოვრობენ ისეთ სამყაროში, რომელშიც გადასახადები არსებობენ.

ზემოთ ჩამოყალიბებული დაშვებები მათ დასჭირდათ მხოლოდ იმისათვის, რომ მათი მეშვეობით, აგრეთვე საკუთარი ცნობილი „არბიტრაჟული მტკიცებულებების“ გამოყენებით ეჩვენებინათ, რომ ზემოაღწერილ პირობებში კომპანიის ფასეულობა მისი ფინანსური ლევერიჯისაგან (ბერკეტი), მისი კაპიტალის სტრუქტურისაგან დამოკიდებული არ არის.

აღნიშნულ პირობებში იმის შესაბამისად, თუ როგორ იზრდება იაფი ნასესხები კაპიტალის წილი (მისი ღირებულება k_d ყოველთვის საკუთარი კაპიტალის ღირებულებაზე ნაკლებია), კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება WACC მცირდება. თუმცა ამასთან, ერთდროულად, მსესხებლის ფინანსური რისკი და საკუთარი კაპიტალის ღირებულებაც k_E იზრდება, რომელიც WACC-ის ზრდის ტენდენციას წარმოშობს. ორი ტენდენცია – ზრდისაკენ და შემცირებისაკენ ფინანსური ბერკეტის თითოეულ მნიშვნელობებს ერთმანეთთან აწონასწორებს, შედეგად WACC რჩება მუდმივი და კომპანიის ფასეულობა არ იცვლება (ნახაზი 7.2).



ნახაზი 7.2. დამოუკიდებლობა WACC-ის ფინანსური ლევერიჯისაგან (ბერკეტისაგან)

„არბიტრაჟული მტკიცებულება“ კაპიტალის სტრუქტურის არარელევანტურობის (ანუ კომპანიის ფასეულობის დამოუკიდებლობა მისი კაპიტალის სტრუქტურისაგან) მტკიცებულებას წარმოადგენს. მისი არსი შეიძლება ილუსტრირებული იქნეს შემდეგ მაგალითში.

მაგალითი 47:

დაეუშვათ, „მოდილიანი-მილლერის სამყაროში“ ორი ფირმა არსებობს (A და B), რომელთაც ბიზნეს-რისკის ერთნაირი დონეები გააჩნიათ. მოგების გადასახადით დაბეგვრა არ არის გათვალისწინებული (ცხრილი 7.1).

ცხრილი 7.1

კომპანია A და B-ს მაჩვენებლები არბიტრაჟამდე

კორპორაცია	A	B
სუფთა მოგება აქციონერების განკარგულებაში (დივიდენდები)	1500 მლნ ლარი	3000 მლნ ლარი
პროცენტები ვალის მიხედვით		1000 მლნ ლარი
ჯამი წლიური ფულადი ნაკადის	1500 მლნ ლარი	4000 მლნ ლარი
საკუთარი კაპიტალი	9000 მლნ ლარი	23000 მლნ ლარი
ვალი		10000 მლნ ლარი
ფინანსური ბერჯეტი D/E	0	$10000:23000=0,43$
შემოსავლიანობა საკუთარ კაპიტალზე	$1500:9000 \times 100\%=16,67\%$	$3000:23000 \times 100\%=13,04\%$
საპროცენტო განაკვეთი	—	$1000:10000 \times 100\%=10\%$
კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება (არა-	16,67%	$(3000+1000) : (23000+10000)=12,12\%$

ადეკვატური ორი ფორმისათვის)		

ამოხსნა:

დავუშვათ, რომელიმე ინვესტორს კორპორაცია B-ს აქციები აქვს 200000 ლარის ოდენობის თანხით. დივიდენდები, რომელიც მან შეიძლება წლის განმავლობაში მიიღოს, შეადგენს 26080000 ლარს წელიწადში (200000 ლარი X 13,04% : 100%).

თუ აღნიშნული ინვესტორი კორპორაცია B-ს აქციებს გაყიდის და მიღებულ ფულზე კორპორაცია A-ს აქციებს შეიძენს, მისი ინვესტიციების ბიზნეს-რისკი არ შეიცვლება, ხოლო ფინანსური რისკი შემცირდება, რადგანაც B-ბერკეტული კორპორაციაა, ხოლო A ფინანსდება მთლიანად საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე. თუ ინვესტორს მოუნდება, რომ მისი ფინანსური რისკი ასევე დარჩეს უცვლელი, მას შეუძლია 10% წლიურის ქვეშ 86000 ლარის ისესხოს (200000 ლარი X 0,43) და ასევე დააბანდოს ისინი კორპორაცია A-ს აქციებში. ამ შემთხვევაში მისი დაბანდების ფინანსური რისკი და ბიზნეს-რისკი არ შეიცვლება, ისევე როგორც დაბანდებული საკუთარი კაპიტალის სიდიდეც, ხოლო შემოსავლები (დივიდენდები) უფრო მაღალი ტემპის იქნება და შეადგენს 47676 ლარს (200000 ლარი + 86000 ლარი) X 16,67%).

გამოვექვითოთ აღნიშნული სიდიდიდან პროცენტები კრედიტის მიხედვით (86000 ლარი X 10% : 100%=8600 ლარს), მივიღებთ კორპორაცია A-ს აქციებში ფულის დაბანდებისას ინვესტორის შემოსავალს. წლის განმავლობაში შემოსავალი შეადგენს 39076 ლარს (47676 – 8600) (ნაცვლად 26080 ლარისა წელიწადში კორპორაცია B-ს აქციებში იმავე რისკის ქვეშ ფულის დაბანდებისას).

შემოსავლიანობის უფრო მაღალი დონე ერთნაირი რისკით შექმნის არბიტრაჟულ სიტუაციას – ყველა დაიწყებს კორპორაცია B-ს აქციების გაყიდვას და კორპორაცია A-ს

აქციების შეძენას. კორპორაცია A-ს საკუთარი კაპიტალის ფასეულობა გაიზრდება მათზე მოთხოვნის ზრდასთან დაკავშირებით, ხოლო კორპორაცია B-ს აქციების ფასი შემცირდება მოთხოვნაზე მიწოდების მეტობის გამო. აღნიშნული გაგრძელდება მანამ, სანამ კორპორაციები A და B-ს შორის კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება არ გათანაბრდება.

მოდით, ვნახოთ რა მოხდება, თუ ორივე კომპანიის WACC-ის მნიშვნელობა გათანაბრდება. დაეუშვათ, კორპორაცია B-ს აქციების ფასის დაცემის გამო აღნიშნული კომპანიის საკუთარი კაპიტალის საბაზრო შეფასება შემცირდება 20000 ლარამდე, ხოლო კორპორაცია A-ს აქციის ფასი გაიზრდება და მათი კაპიტალიზაცია 11253 მლნ ლარს მიაღწევს. როგორც ვხედავთ, ორივე კომპანიის აქციების მიხედვით გვაქვს ერთნაირი კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება (WACC), ტოლი 13,33%-ის (ცხრილი 72).

ცხრილი 72.

კორპორაცია A და B-ს მაჩვენებლები არბიტრაჟის შემდეგ

კორპორაცია	A	B
სუფთა მოგება აქციონერების განკარგულებაში (დივიდენდები)	1500 მლნ ლარი	3000 მლნ ლარი
პროცენტები ვალის მიხედვით		1000 მლნ ლარი
ჯამი წლიური ფულადი ნაკადის	1500 მლნ ლარი	4000 მლნ ლარი
საკუთარი კაპიტალი	11253 მლნ ლარი	23000 მლნ ლარი
ვალი	–	10000 მლნ ლარი
ფინანსური ბერჯეტი D/E	0	10000:20000=0,5
შემოსავლიანობა საკუთარ კაპიტალზე	$1500:11253 \times 100\% = 13,33\%$	$3000:20000 \times 100\% = 15\%$

საპროცენტო განაკვეთი	—	$1000:10000 \times 100\% = 10\%$
კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება (ერთ- ნაირი ორი ფირმი- სათვის)	13,33%	$(3000+1000) : (20000+10000) = 13,33\%$

თუ რომელიმე ინვესტორი კორპორაცია B-ს აქციების 200000 ლარის ოდენობით მფლობელი იქნება, იგი მიიღებს დივიდენდებს 30000 ლარის ოდენობით ($200000 \text{ ლარი} \times 15\% : 100\%$).

თუ იმავე რისკისას მას მოუწდება კორპორაცია A-ს აქციებში ინვესტირება, ამ შემთხვევაში ფინანსური რისკის გათანაბრებისთვის ისესხებს ფულს 100000 ლარის ოდენობით ($200000 \text{ ლარი} \times 0,5$) და მათი საკუთარ კაპიტალთან (200000 ლარი) ერთად კორპორაცია A-ს აქციებში დააბანდებს. ამით მიიღებს შემოსავალს: $(100000 \text{ ლარი} + 200000 \text{ ლარი}) \times 13,33\% - 100000 \text{ ლარი} \times 10\% = 30000 \text{ ლარს}$.

ამრიგად, გაწონასწორებული ბაზარი ერთნაირი ბიზნეს და ფინანსური რისკისას საკუთარ კაპიტალზე შემოსავლიანობის თანაბარ დონეს შემოგვთავაზებს.

მოდილიანი-მილლერის თეორიის მნიშვნელობა გადასახადების გარეშე. იმათ საპირისპიროდ, ვინც „მოდილიანი-მილლერის სამყაროს“ დაშვებებს კრიტიკულად აფასებებს, ვიტყვით, რომ სინამდვილეში აღნიშნულმა მეცნიერებმა „სტერილური“, ნორმალური პირობები განსაზღვრეს, რომლებიც სამომავლო ლოგიკის აგებისათვის საწყის წერტილს წარმოადგენს. ქიმიაში, მაგალითად, ხშირად შეისწავლება რეაქციის მიმდინარეობა და სხეულების მდგომარეობა ეგრეთ წოდებული ნორმალური პირობებისას. ფიზიკაში განხილვის გარკვეულ დონეზე შეისწავლება მატერიალური წერტილისა და მათემატიკური ქანქარას

მოძრაობა, მიიღება იდეალური გაზის ან იდეალური თბომანქანის კატეგორია და არავის უჩნდება მათი გამოყენების პროტესტი.

თუ კი მოდილიანი-მილლერის საბაზისო თეორიის შეზღუდვები შესრულდებოდა, კაპიტალის სტრუქტურა კომპანიის ფასეულობაზე ზემოქმედებას ვერ მოახდენდა. ასეთ შემთხვევაში მაინც რას შეუძლია ზემოქმედების მოხდენა კომპანიის ფასეულობასა და კაპიტალის სტრუქტურის შესახებ გადაწყვეტილებაზე? ალბათ, რეალურ სამყაროში მიმდინარე მოდილიანი-მილლერის საბაზისო პირობებიდან გადახრებს. შევეცადოთ აღნიშნული შეზღუდვებიდან ზოგიერთების მოხსნას და დავაკვირდეთ, თუ როგორი გარეგანი ეფექტები წარმოიქმნება. სწორედ მათი ჯამური ზემოქმედება განსაზღვრავს უპირატესობას, რომლითაც კომპანია რეალურ სამყაროში ამა თუ იმ სახეობის დაფინანსების ხერხზე ზემოქმედებს.

საბაზისო განსაზღვრებები და აღნიშვნები. უპირველეს ყოვლისა, განვიხილოთ ზოგიერთი საბაზისო განსაზღვრება და აღნიშვნები, რომლებიც ჩვენ მომავალში დავგვჭირდება. დასკვნები, რომლებსაც ჩამოყალიბების პროცესში გავაკეთებთ, ძირითადად პერპეტუიტეტული კომპანიის მაგალითზე იქნება ილუსტრირებული.

პერპეტუიტეტულს უწოდებენ კომპანიას, რომელიც სტაბილურ ყოველწლიურ ფულად ნაკადს წარმოშობს და განუსაზღვრელი ვადით არის შექმნილი. იგი საუკეთესო სახით გამოხატავს საწარმოს მდგომარეობას გაწონასწორებული სტაბილური ბაზრის პირობებში. მასთან დაკავშირებული დასკვნების უმეტესობა სხვა ტიპის საწარმოებისთვისაც არის მორგებული. როგორც ცნობილია, მისი ფასეულობა (V) შეიძლება დავადგინოთ შემდეგი ფორმულის მიხედვით:

$$V = CF : WACC,$$

სადაც: CF არის საშუალოწლიური ფულადი ნაკადი;

WACC – კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება.

რაც შეეხება **უბერკეტო კომპანიას**, იგი უმეტეს შემთხვევაში, არის სამეცნიერო აბსტრაქცია. იგი ფლობს იმავე აქტივებს, რასაც მისი რეალური პროტოტიპი – ფაქტობრივად არსებული საწარმოები, ერთი დეტალის გამოკლებით: იგი მოლიანად საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე ფინანსდება. მას ჩვენ პერპეტიუტულის სახით განვიხილავთ.

ძირითადი აღნიშვნები, რომლის ოპერირებასაც განვახორციელებთ, ცხრილ 7.3-შია მოცემული.

ცხრილი 7.3

ძირითადი აღნიშვნები

კაპიტალი:	ფასეულობა (ჯამი)	ღირებულება, %	ხვედრითი წონა
საკუთარი	E	K_E	W_E
ნასესხები	D	K_d	W_d
ბერკეტიანი (რეალური) კომპანიის	$V=E+D$	WACC	$W_E+W_d=1$
უბერკეტო კომპანიის	V_o	K_o	–

მოდილიანი-მილლერის თეორია გადასახადებით. **კაპიტალის სტრუქტურის ზემოქმედება კომპანიის ფასეულობაზე.** თავისი საბაზისო თეორიით მოდილიანმა და მილლერმა დაგვანახეს: მოგების გადასახადით დაბეგვრა რომ არ არსებობდეს, ბერკეტიანი კომპანიის ფასეულობა (რომელიც ნასესხებ კაპიტალს იყენებს) ტოლი იქნებოდა უბერკეტო კომპანიის ფასეულობის, რომელიც მთლიანობაში საკუთარი სახსრების ხარჯზე ფინანსდება, ანუ ფირმის ფასეულობა ან ცალკეული პროექტის შეფასება, შესაბამისად, ფირმის კაპიტალის სტრუქტურაზე ან პროექტზე დამოკიდებული არ იქნებოდა.

მაგრამ მოგების გადასახადით დაბეგვრა შესაძლებლობას აძლევს ბერკეტიან კომპანიას

(უბერკეტოსთან შედარებით) მოგების კორპორაციულ გადასახადზე მიიღოს ეკონომია, რამდენადაც ვალის მიხედვით პროცენტები გადასახადებით დასაბეგრ ბაზაში არ ჩაირთვება და წარმოიშობა „საგადასახადო ფასი“, რომლის მომავალი პერიოდების დაყვანილი (დისკონტირებული) სიდიდე ფირმის ფასეულობას დაემატება. ამრიგად:

$$V = V_0 + PV(TS),$$

სადაც: $PV(TS)$ არის „საგადასახადო ფასის“ ჯამური დაყვანილი ღირებულება, გაანგარიშებული ფირმის არსებობის მთლიანი პერიოდისათვის. „საგადასახადო ფასი“ ყოველ წელს ტოლია ვალის მიხედვით გადახდილი პროცენტები გამრავლებული მოგების გადასახდელ განაკვეთზე.

თუ ფირმა შეუზღუდავი ვადითაა ჩამოყალიბებული, ხოლო მისი ვალი მიახლოებით მუდმივი საშუალო-წლიური სიდიდეა- D , საშუალო წლიური „საგადასახადო ბერკეტი“ გაუტოლდება:

$$D \times K_d \times T,$$

სადაც: T – არის მოგებაზე საგადასახადო განაკვეთი.

„საგადასახადო ფასის“ ჯამური დაყვანილი ფასეულობა ფირმის უსასრულოდ არსებობის ვადაში პერპეტუიტეტის ფასეულობის ტოლი იქნება, დაყვანილი ვალის მიხედვით პროცენტების რისკის შესაბამისი, განაკვეთის მიხედვით:

$$PV(TS) = D \times K_d \times T : K_d = D \times T.$$

აღნიშნულს მოდილიანი-მილლერის პირველ კანონამდე მივყავართ, რომელიც მიუთითებს, თუ როგორ იცვლება ფირმის ფასეულობა მის ვალზე დამოკიდებულებით კორპორაციის მოგებაზე გადასახადის არსებობისას:

$$V = V_0 + D \times T.$$

მაგალითი 48:

ნავთობკომპანიას, რომელიც მთლიანად საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე ფინანსდება, აქვს საშუალო-წლიური თავისუფალი ფულადი ნაკადი 50 მლრდ ლარის ოდენობით.

მოგებაზე გადასახადის განაკვეთია – 24%. კომპანიის კაპიტალის ღირებულებაა – 15% წლიური. კომპანიის მენეჯმენტმა გადაწყვიტა, მისი ფინანსური პოლიტიკა შეცვალოს. ამისათვის გამოუშვა ობლიგაცია, 100 მლრდ დოლარის ოდენი ნომინალის მიხედვით, შემოსავლიანობით 6% წლიური, ხოლო განთავსებიდან მიღებული სახსრები აქციების გამოსყიდვაზე მიმართა. გამოსყიდული აქციები მიმოქცევიდან გამოდიან (იფარებიან). როგორია კომპანიის ფასეულობა აღნიშნული ღონისძიების განხორციელებამდე და მის შემდეგ? საკითხის გადაწყვეტისას ჩავთვალოთ, რომ კომპანიის გაკოტრების ალბათობა და ტრანსაქციული ფინანსური დანახარჯები საკმაოდ მცირეა.

ამოხსნა:

პერპეტუიტიული ბერკეტის გარეშე კომპანიის ფასეულობა ტოლი იქნება:

$$V_0 = \frac{FCF}{k_0} = \frac{50 \text{ მლრდ დოლარი}}{0,15} = 333,33 \text{ მლრდ დოლარს.}$$

იმავე კომპანიის ფასეულობა ფინანსური ბერკეტით:

$$V = V_0 + D \times T = 333,33 + 100 \times 0,24 = 357,33 \text{ მლრდ დოლარს.}$$

ამრიგად, მოცემულმა ფინანსურმა ოპერაციამ კომპანიის ფასეულობის 24 მლრდ დოლარის ოდენობით ზრდამდე მიგვიყვანა.

დასკვნები მოდილიანი-მილლერის გადასახად-დაბეგვრადი თეორიის მიხედვით. აღნიშნული თეორიის ყველა დაშვების შესრულებისას, გარდა უკანასკნელისა (მოგებაზე გადასახადის არარსებობა), ფინანსური ბერკეტის ზრდასთან ერთად:

- ფირმის ფასეულობა იზრდება (იხ. ფორმულა: $V = V_0 + D \times T$);
- კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება მცირდება (იხ. ფორმულა: $WACC = k_0(1 - W_d \times T)$);

- საკუთარი კაპიტალის ღირებულება დიდდება (იხ. ფორმულა: $k_E = k_o + (k_o - k_d) \times D/E \times (1 - T)$).

აღნიშნული ნიშნავს, რომ კომპანიისათვის სასარგებლოა სავალი დაფინანსება მანამ, სანამ კრედიტორი ფული სესხების შესაძლებლობას იძლევა, რამდენადაც აღნიშნული „საგადასახადო ფასს“ ქმნის, კომპანიის ფასეულობას ადიდებს და პრაქტიკას არ ეწინააღმდეგება: მაგალითად, საპროექტო და კორპორაციულ დაფინანსებაში კაპიტალის გარე წყაროებიდან უპირატესობა ყოველთვის ნასესხებს ენიჭება და არა წილობრივ კაპიტალს, ორივე ალტერნატივის მიღწევადობის შემთხვევაში.

7.2. დივიდენდები და დივიდენდური პოლიტიკა

დივიდენდი არის შემოსავლები, რომელსაც იღებენ აქციონერები მათ მფლობელობაში არსებული აქციების მიხედვით. დივიდენდები, თავისთავად, აქციონერების საზღაურს წარმოადგენს კაპიტალზე, რომელიც მათ მიერ კორპორაციაშია ჩადებული. როგორც ზემოთ უკვე იყო აღნიშნული, დროის გარკვეულ პერიოდში კორპორაციას შეუძლია გადაიხადოს ან არ გადაიხადოს დივიდენდები თავისი აქციების მიხედვით, მისი საქმიანობის კონკრეტული პირობებიდან და გატარებული პოლიტიკიდან გამომდინარე. დივიდენდები დაირიცხება და გადაიხდება მხოლოდ მიმოქცევაში არსებული აქციების მიხედვით და არ დაირიცხება იმ აქციებთან მიმართებით, რომლებიც სააქციო საზოგადოების მიერაა გამოსყიდული და მის ბალანსზე აღრიცხული. დივიდენდებს, რომლებსაც იხდიდნენ წლის განმავლობაში, კვარტალში ან ნახევარ წელიწადში, შუალედურებს უწოდებენ და წლის ჯამის მიხედვით მათი რაოდენობა წლიურ დივიდენდს შეადგენს.

დივიდენდების გადახდის ფორმები. დივიდენდების გადახდა შეიძლება როგორც ფულადი ფორმით, აგრეთვე

აქციონერის მფლობელობაში არსებული პაკეტის დამატებით, კომპანია-ემიტენტის აქციების გეგმის გზით. გარდა ამისა, საერთაშორისო პრაქტიკაში ზოგჯერ გამოიყენება დივიდენდების საკუთარ აქციონერებზე კომპანია-ემიტენტის მიერ შეღავათიანი მომსახურების ფორმები.

აკრძალვა დივიდენდის გაცემაზე. ზოგიერთ შემთხვევაში აქციონერულ საზოგადოებას დივიდენდების გადახდაზე უფლება არ გააჩნია:

- როდესაც საზოგადოების საწესდებო კაპიტალი სრულად არ არის გადახდილი;

- თუ დივიდენდების გადახდის მომენტისათვის კომპანია, ფაქტობრივად, გაკორტრების მდგომარეობაში იმყოფება;

- თუ საზოგადოების სუფთა აქტივების ღირებულება ნაკლებია მისი საწესდებო კაპიტალისა და სარეზერვო ფონდის ჯამზე (ან დივიდენდების გადახდის შედეგად ნაკლები გახდება);

- თუ აქციონერების განკარგულებაში არსებული საზოგადოების მოგება დივიდენდის გადასახდელ სიდიდეზე ნაკლებია;

- თუ კრედიტორების წინაშე ვალდებულებები სრულად არ არის შესრულებული და დივიდენდების გადახდა საკრედიტო ხელშეკრულების დებულებებს ეწინააღმდეგება.

დივიდენდების გადახდის თანმიმდევრობა. როდესაც კომპანიის დირექტორთა საბჭო დივიდენდების გადახდის მცდელობის შესახებ ინფორმაციას აქვეყნებს, იგი დეკლარირებას ახდენს არა მარტო მათი სიდიდისა, ერთ ჩვეულებრივ აქციაზე გაანგარიშებით, არამედ აქციონერების ჩამონათვალის შედგენის თარიღისა და გადახდის განხორციელებასაც ცხადყოფს.

დივიდენდების სახეობები. დივიდენდები შეიძლება იყოს კორპორაციის მოგების განაწილების შედეგი და აქციის მიხედვით „მიმდინარე“ შემოსავალს წარმოადგენს. მაგრამ კორპორაციის საქმიანობის შეწყვეტისას აქციონერებს

სალიკვიდაციო ღირებულების ნაწილზე აქვთ უფლება, რომლის გადახდა ასევე შეიძლება განვიხილოთ, როგორც დივიდენდების თავისებური ფორმა – ლიკვიდური დივიდენდები.

ამრიგად, ყველაფერი ის, რაც აქციების მიხედვით მის მფლობელს შეუძლია მიიღოს, დივიდენდების ფორმას იძენს, და სწორედ მათ ხარჯზე ანაზღაურდება დაბანდებული კაპიტალი, შემოსავლის მიღების შესაძლებლობა ჩნდება. დივიდენდების გადახდის გარეშე აქციებს არანაირი ფასეულობა არ ექნებოდა. ამიტომ აქციის ფასი განისაზღვრება როგორც მოსალოდნელი დივიდენდების დისკონტირებული თანხა.

$$P = d_0 + \frac{d_1}{1+k} + \frac{d_2}{(1+k)^2} + \frac{d_3}{(1+k)^3} + \dots$$

დივიდენდური პოლიტიკა და კომპანიის ფასეულობაზე მისი ზემოქმედება. დივიდენდური პოლიტიკა არის საკითხის გადაწყვეტა იმის შესახებ, თუ რა რეჟიმში ახორციელებს კომპანია დივიდენდების გადახდას – გადაიხდის ახლა თუ მოგების რეინვესტირებას განხორციელებს, მისგან მიიღებს შემოსავალს, ხოლო შემდეგ კი დივიდენდს უფრო მეტი მოცულობით გადაიხდის.

კომპანიის ფასეულობასთან მიმართებით დივიდენდური პოლიტიკის ზემოქმედების ოთხი თვალსაზრისია ცნობილი:

- ტრადიციული კონცეფცია;
- მოდილიანი-მილლერის თეორია;
- კლიენტურული უპირატესობების თეორია;
- იერარქიის თეორია.

ტრადიციული კონცეფციის თანახმად, დივიდენდური პოლიტიკა არის მოგების გასანაწილებელ და კაპიტალიზებად ნაწილებად დაყოფა. იგი საწარმოს უმნიშვნელოვანეს მაჩვენებლებზე ახდენს ზემოქმედებას, ისეთებზე, როგორიცაა დივიდენდი აქციაზე, დაგროვების კოეფიციენტი,

დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტი და მათი მეშვეობით კი – კომპანიის უმნიშვნელოვანეს ფასობრივ მაჩვენებლებზე.

მაგალითი 48:

კომპანიის შესახებ ცნობილია შემდეგი მონაცემები:

- სუფთა მოგება წელიწადში – 1000 მლნ ალრი;
- სახელმწიფო აქციების რაოდენობა – 50 მლნ;
- ერთი აქციის საბაზრო ფასი – 100 ლარი.

გარდა აღნიშნულისა, ცნობილია, რომ კომპანიის სუფთა მოგების დაახლოებით ნახევარი მოდერნიზაციისა და რენოვაციის პროექტების დაფინანსებას მიიმართება.

რა სახის მაჩვენებლებზე იმოქმედებს კომპანიის ასეთი დავიდენდური პოლიტიკა?

ამოხსნა:

ასეთი მაჩვენებლებია:

- მოგება აქციაზე (EPS):

$$EPS = \frac{1000 \text{ მლნ ლარი}}{50 \text{ მლნ აქცია}} = 20 \text{ ლარი აქციაზე};$$

• დაგროვების კოეფიციენტი (დივიდენდებზე გაუნაწილებელი მოგების წილი, კომპანიის საერთო სუფთა მოგებაში):

$$b=50\%, \text{ ანუ } 0,5;$$

- დივიდენდი აქციაზე:

$$DPS = \frac{0,5 \times 1000 \text{ მლნ ლარი}}{50 \text{ მლნ აქცია}} = 10 \text{ ლარი აქციაზე};$$

• დივიდენდების გადახდის დივიდენტი (დივიდენდებზე განაწილებული მოგების წილი, კომპანიის საერთო სუფთა მოგებაში):

$$DPR = \frac{10 \text{ ლარი აქციაზე}}{20 \text{ ლარი აქციაზე}} = 1 - 0,5 = 0,5, \text{ ანუ } 50\%;$$

- მუльтиპლიკატორი „ფასი მოგებასთან“ (P/E):

$$P/E = \frac{100 \text{ ლარი აქციაზე}}{20 \text{ ლარი აქციაზე}} = 5.$$

როგორია დივიდენდური პოლიტიკის ზემოქმედების მექანიზმი კომპანიის აქციის კურსზე?

აქციის კურსის განსაზღვრისათვის განვიხილოთ გორდონის მოდელი:

$$P = \frac{d}{k - g}.$$

მომავალი წლის მოსალოდნელი დივიდენდი შეიძლება წარმოვიდგინოთ, როგორც:

$$d = EPS \times (1 - b),$$

სადაც: EPS არის მოგება აქციაზე, რომელიც დროის შემდგომ პერიოდშია მოსალოდნელი.

მათემატიკურად შეიძლება ვაჩვენოთ, რომ კომპანიისათვის, რომელიც დაგროვების სტაბილურ კოეფიციენტს **B** ფლობს, და რომელიც ფინასდება საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე და ახალი აქციების გამომშვები არ არის, დივიდენდების ყოველწლიური ნაზარდის შიდა შესაძლებლობები შეიძლება გავიგოთ შემდეგი ფორმულით:

$$g = ROE \times b,$$

სადაც: ROE არის კომპანიის საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა. აქედან:

$$P = \frac{EPS \times (1 - b)}{k_E - ROE \times b}.$$

აღნიშნული ფორმულიდან ჩანს, რომ **b** და **ROE** მნიშვნელობების მუდმივობისას აქციის საბაზრო ფასი **P** შეიძლება თეორიულად გამარტივებულ განხილვებში აქციაზე მოგების **EPS**-ის პროპორციულად ჩაითვალოს. აღნიშნული დასკვნა მნიშვნელოვანია ჩვენთვის და იგი შემდეგ განხილვებშიც გამოგვადგება.

განვიხილოთ, როგორ იმოქმედებს დაგროვების კოეფიციენტი **B**, რომელიც დივიდენდური პოლიტიკას გამოხატავს, აქციის კურსზე. ამასთან, k და ROE-ს სხვადასხვა თანაფარდობები დავსახოთ.

კომპანიის დაგროვების კოეფიციენტის აქციის საბაზრო ფასზე ზემოქმედების ანალიზისათვის გამოვიყენოთ გორდონის მოდელი იმის გათვალისწინებით, რომ ყველა მისი დაშვება სრულდება:

$$P = \frac{EPS \times (1 - b)}{k_E - ROE \times b}.$$

წინა მაგალითის მონაცემებიდან ცნობილია, რომ კომპანიის მიხედვით $b=0,5$; $k=20\%$ -ს, $EPS = 20$ ლარს აქციაზე; საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა ტოლია საშუალო წლიური სუფთა მოგება (1000 მლნ ლარი) შეფარდებული საკუთარი კაპიტალის ჯამთან (5000 მლნ ლარი):

$$ROE = \frac{100 \text{ მლნ ლარი}}{500 \text{ მლნ ლარი}} = 20\%.$$

აქედან ერთი აქციის საბაზრო ფასი შეადგენს:

$$P = \frac{1 - 0,5}{0,2 - 0,5 \times 0,2} \times 20 \text{ ლარი აქციაზე} = 100 \text{ ლარი აქციაზე}.$$

განვიხილოთ კომპანიის აქციის საბაზრო ფასის მნიშვნელობა კაპიტალის ღირებულების k და დაგროვების კოეფიციენტის **B** სხვადასხვა მნიშვნელობებისათვის. გაანგარიშების შედეგები ცხრილ 7.4-შია წარმოდენილი.

ცხრილი 7.4.

კომპანიის აქციის საბაზრო ფასი
კაპიტალის ღირებულების სხვადასხვა მნიშვნელობისათვის

კაპიტალის ღირებულება K	დაგროვების კოეფიციენტი b		დასკვნა
	0,5	0,3	
15%	200	155,5	როდესაც $k < ROE$ -ზე b -ს შემცირება

			იწვევს P-ს შემცირებას
20%	100	100	როდესაც $k=ROE$ -ს b -ს შემცირება ზემოქმედებას არ ახდენს P-ზე
25%	66,6	73,7	როდესაც $k>ROE$ -ზე b -ს შემცირება იწვევს P-ს ზრდას

გაანგარიშების შედეგების მიხედვით შეიძლება გაკეთდეს შემდეგი დასკვნები: როდესაც საწარმოს საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა საჭიროზე მაღალია, მასში მიღებული მოგების რეინვესტირება (**b**-ს გადიდება) მომგებიანია, როდესაც დაბალია – არამომგებიანი. ბოლო შემთხვევაში, იმისათვის, რომ საკუთარი აქციების საინვესტიციო მიმოხიდელობა იქნეს მხარდაჭერილი, ასეთმა დაბალრენტაბელურმა საწარმომ დიდი დივიდენდები უნდა გადაიხადოს (ანუ **b**-ს შემცირება ასეთი ფორმის ფასეულობას აამაღლებს). სხვა სიტყვებით, შემოსავლიანი საწარმო შეფასდება, როგორც ფულის დაბანდების ობიექტი, ხოლო დაბალშემოსავლიანი კი – როგორც თავისუფალი ფულის წყარო („ფულადი ძროხა“).

მოდელიანი-მიღღერის თეორია. წარმოვიდგინოთ კომპანია, რომლისთვისაც განსახორციელებელი პროექტების შემადგენლობა არის ცნობილი. აღნიშნული პროექტების ფულადი ნაკადის დაყვანილი ფასეულობა კომპანიის საბაზრო შეფასებას განსაზღვრავს. მისი დივიდენდური პოლიტიკა დამოკიდებულია ისეთი საკითხის გადაწყვეტაზე, დაფინანსდეს თუ არა საკუთარი პროექტები მოგების ხარჯზე, თუ მოგება დივიდენდების სახით განაწილდეს, მაგრამ ამასთან დაფინანსების გარე წყაროები იქნეს გამოყენებული (მაგალითად, გამოუშვან დამატებითი აქციები), რათა კომპენსირდეს დივიდენდების გადახდით გამოწვეული გადინება.

ინვესტორის დასაშვები რაციონალური ქცევის განსაზღვრით, მოგების გადასახადით დაბეგვრის, ტრანსაქციული დანახარჯებისა და გაკოტრების საშიშროების

არარასეულობით, აგრეთვე, ბაზრის ყველა მონაწილისათვის დაფინანსების წყაროებისადმი ტოლმდევადობით, კვლევებმა გვიჩვენა: დივიდენდური პოლიტიკა აღნიშნული პირობების დაცვისას ფირმის ფასეულობაზე არ ზემოქმედებს (დივიდენდური პოლიტიკის არარელევანტურობის შესახებ დებულება).

როდესაც ფირმა იხდის დივიდენდებს, რათა სახსრების გადინების კომპენსირება მოახდინოს, მან კაპიტალი გარე წყაროებიდან უნდა მოიხილოს. დივიდენდები გადახდიდან ძველი აქციონერების შემოსავლების დანაკარგებით კომპენსირდება, რომლებსაც ისინი ბიზნესის ახალ მონაწილეებთან **მომავალი** ფულადი შემონატანების განაწილების აუცილებლობის გამო გაწევენ.

დივიდენდური პოლიტიკა ფირმის ფასეულობაზე არ ზემოქმედებს. თუ ფირმა არანაირ დივიდენდებს არ გადაიხდის, აქციონერი თვითონ შეძლებს თავისთვის, დანაკარგების გარეშე მათი გადახდა „საშინაო ხერხით“ განახორციელოს. ამიტომ დივიდენდების გადახდასთან მიმართებით კომპანიის კეთილდღეობა მის გადაწყვეტილებაზე დამოკიდებული არ არის.

მაგალითი 50:

დავუშვათ, რომელიმე აქციონერი კომპანიის აქციების 0,01%-ს ფლობს. იგი უფლებამოსილი იქნება მოცემული კომპანიის ფულადი ნაკადის 1/10000 ნაწილზე განაცხადოს პრეტენზია. ამიტომ, კომპანიის აქციების ფლობისაგან ნულოვანი პერიოდის დივიდენდების გადახდამდე და გადახდის შემდეგ იქნება (იხ. ცხრ. 7.5).

ცხრილი 7.5

ფულადი ნაკადები აქციონერებისათვის ნულოვანი პერიოდის

დივიდენდების გადახდამდე და გადახდის შემდეგ, ათ. ლარებში

პერიოდი:	ნულოვანი პერიოდი	პირველი პერიოდი	მეორე პერიოდი	მესამე პერიოდი	...	აქციის პაკეტის ფასეულობა
დივიდენდების გადახდამდე	50	180	100	100	100	V=616,67 ათ.ლარი
დივიდენდების გადახდის შემდეგ	0	180	100	100	100	V=566,67 ათ.ლარი

აქციის პაკეტის ფასეულობა, კომპანიის კაპიტალის ღირებულების მიხედვით, შესაბამისი ფულადი ნაკადის დისკონტირების გზით არის მიღებული (20% წლიური).

აქციონერს მოქმედების ორი ვარიანტი გააჩნია:

1. თუ იგი თანახმაა, ნულოვან პერიოდში 50 ათ. ლარის შემოსავალი მიიღოს, მას აღნიშნული თანხის მიღება დივიდენდების სახით შეუძლია. მაშინ მისი კეთილდღეობის საერთო შეფასება, როგორც ეს ცხრილიდან ჩანს, 616,67 ათ. ლარის ტოლი იქნება;

2. თუ იგი კომპანიის დივიდენდურ პოლიტიკაზე თანახმა არ არის და სურვილი აქვს მიმდინარე წელს გადახდის უფრო მნიშვნელოვანი თანხა მიიღოს, აღნიშნულის გაკეთება არადივიდენდური ფორმით შეუძლია.

მაგალითად, შემოსავლების არა 50, არამედ 100 ათ. ლარის მოცულობით მიღების სურვილისას, მას შეუძლია:

- მიიღოს დივიდენდი 50 ათ. ლარის ოდენობით;
- გაყიდოს აქციები დივიდენდების გადახდის შემდეგ მოცულობით 50 ათ. ლარი.

$$\text{აღნიშნული შეადგენს } \frac{50 \text{ ათ.ლარი}}{566,67 \text{ ათ.ლარი}} \times 100\% = 8,82\% \text{ მისი}$$

აქციების პაკეტის;

- გააგრძელოს დარჩენილი აქციების (91,18%) ფლობა.

მისი ფულადი ნაკადი მიაღწევს (იხ. ცხრილი 7.6).

ცხრილი 7.6

აქციონერის ფულადი ნაკადი

პერიოდი:	ნულოვა ნი პერიოდი	პირველი პერიოდი	მეორე პერიოდი	მესამე პერიოდ ი	. . .
დივიდენდებ ის გადახდა ნულოვან პერიოდში	50				
აქციების პაკეტის გაყიდვა (8,82% არსებულის)	50				
ფლობა პაკეტის დარჩენილი აქციების	0	$180 \times (1 - 0,0882) = 164,12$	$100 \times (1 - 0,0882) = 91,18$	91,18	91,18
ჯამი	100	164,12	91,18	91,18	91,18

მისი კეთილდღეობის შეფასება:

$$V = 100 + \frac{164,12}{1 + 0,2} + \frac{91,18}{(1 + 0,2)0,2} = 616,67 \text{ ათ. ლარი.}$$

ამრიგად, იმისგან დამოუკიდებლად, თუ რა თანხას მიიღებს პარტნიორი მიმდინარე პერიოდში, მისი კეთილდღეობის დონე არ შეიცვლება. როგორც მაგალითიდან ჩანს, მას შეუძლია თვითონ საკუთარ თავს ისეთი დივიდენდები გაუკეთოს, როგორიც უნდა. აღნიშნული იმას ადასტურებს, რომ ფირმის ფასეულობა პოტენციური აქციონერებისათვის მისი დივიდენდური პოლიტიკით არ უნდა განისაზღვრებოდეს.

კლიენტურული უპირატესობების თეორია, ანუ ინვესტორების უპირატესობები. რაციონალური მოსაზრებების

გარდა კიდევ არსებობს ინვესტორების ცალკეული ჯგუფის ფსიქოლოგიური უპრატესობები. კლიენტურული უპირატესობების თეორიის თანახმად, დივიდენდური გადახდების ბაზარი სეგმენტირებულია. აქციონერების გარკვეული ჯგუფი (შედარებით მცირე პერსონალური შემოსავლებით, მაგრამ მნიშვნელოვანი მიმდინარე მოთხოვნილებებით) უპირატესობას მაღალ დივიდენდებს ანიჭებს. სხვა აქციონერებს კი დივიდენდები არ სჭირდებათ. ისინი იმედოვნებენ, ბოლომდე შეუფასებელი აქტივები მოიძიონ, მათი საბაზრო ფასის არსებული ნაზარდიდან მიიღონ შემოსავალი. ამიტომ, მათთვის სტაბილური დივიდენდების გადამხდელი მდგრადი კომპანია საინტერესო არ იქნება. ამრიგად, თუ ფირმა, რომელიც ზოგჯერ არ იხდიდა დივიდენდს და უცბად იწყებს გადახდას, ჯერ კიდევ არ ნიშნავს იმას, რომ მისი საბაზრო კაპიტალიზაცია უნდა გაიზარდოს. ასეთი კომპანია, უბრალოდ, აქციების ბაზრის ერთი სეგმენტიდან მეორეზე გადავა.

იერარქიის თეორია, ანუ უპირატესობის იერარქია. მენეჯერებისა და მესაკუთრეების უპირატესობებზე შეიძლება ზემოქმედება ტრანსაქციულმა დანახარჯებმა მოახდინონ. სინამდვილეში, როგორც გვჩვენა **ს. მაიერმა**, კომპანიის პროექტების დაფინანსების შიდა წყარო ანუ გაუნაწილებელი მოგება, ხშირად უფრო უპირატესს წარმოადგენს, ვიდრე კაპიტალის გარე წყაროები, იმის გამო, რომ აქციების, ობლიგაციების გამოშვება, კრედიტების მიღება დამატებით გასამრჯელოებს მოითხოვს და ღრის დაკარგვასთან არის დაკავშირებული.

აქციებისა და ობლიგაციების გამოშვება ინფლაციური ასიმეტრიის პირობებში შეიძლება იყოს „ზარი“ იმისა, რომ აღნიშნული ფასიანი ქაღალდები დღეს გადაფასებულებია. არსებული კომპანიის აქციებისა და ობლიგაციების ფასზე შემცირების გზით ზემოქმედება არც მენეჯერებისთვის და არც მესაკუთრეებისთვის მომგებიანი არ არის. აღნიშნულის

გაგებით, ანდერრაიტერები ხშირად ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვებების განთავსების ფასს ამცირებენ, რათა ისინი განათავსონ გარანტიით და მაქსიმალური გასამრჯელო მიიღონ. ყოველივე ეს კომპანიისათვის დაკისრებულ დანახარჯს წარმოადგენს და გარე წყაროებიდან მიღებული კაპიტალის ღირებულებას ამადლებს (მის ფასეულობას ამცირებს).

ამას შეიძლება დავამატოთ შემდეგიც: მოგების რეინვესტირება არის კაპიტალის მოზიდვის უფრო ბუნებრივი ვარიანტი, რამდენადაც გარე წყაროებიდან კაპიტალის მისაღებად პრინციპული და გაცნობიერებული გადაწყვეტილებაა საჭირო და ეს მაშინ, როდესაც კომპანიის მიმდინარე პროექტებში მოგების რეინვესტირება ხშირად თავისთავად ხორციელდება. უბრალოდ „კომპანია გარკვეულ ფულად ნაკადებს იღებს და საკუთარი განვითარებისთვის მათ ინვესტირებას ახორციელებს, რის შედეგად, ფაქტობრივად, მოგების გარკვეული ნაწილი რეინვესტირდება.

ღივიდენდური პოლიტიკის პრაქტიკული ასპექტები – ღივიდენდური პოლიტიკა ფართო გაგებით. თუ ღივიდენდების გადახდის პრობლემას კომპლექსურად განვიხილავთ, უნდა ვაღიაროთ შემდეგი: იგი არ იზღუდება ღივიდენდების გადახდის ან არ გადახდის საკითხის გადაწყვეტით. არსებობს კიდევ სულ მცირე სამი მნიშვნელოვანი საკითხი, რომელიც აქციონერებისთვის ფულის გადახდას ეხება:

- ღირს ფულის გადახდა, თუ არსებულის გარკვეულ რაოდენობაზე დამატებითი აქციების გამოშვებით შევიზღუდოთ (ღივიდენდები აქციებით);

- თუ ფულის გადახდა გადავწყვიტოთ, მაშინ - რამდენი;

- თუკი აქციონერებს ფულს უხდიან, რომელი ვარიანტია უფრო ღირებული - ეს ღივიდენდების ფორმით განხორციელდეს, თუ ფული აქციონერების ნაწილისაგან აქციების გამოსყიდვაზე მიიმართოს?

დივიდენდები აქციებით. დივიდენდების აქციებით გადახდის წინადადება ხშირად, თუ იგი მენეჯერებიდან გამომდინარეობს, აქციონერების მიერ უნდობლობით აღიქმება. მათ შეიძლება გაეუგოთ, რამდენადაც „ფაქტობრივად“ ასეთი სახის დივიდენდები აქციონერების კეთილდღეობას არ ამადლებენ, რადგანაც რამდენჯერაც გაიზრდება ხმის მიმცემი აქციების რაოდენობა, იმდენჯერვე მათი საბაზრო ფასი უნდა დაეცეს. ნამდვილად, დივიდენდები აქციებით „თავისთავად“, აქციების დანაწევრების დამალულ ფორმას წარმოადგენს. ამასთან, კომპანიის მაჩვენებლების „გაჯერება“ ხორციელდება, რომლისაგანაც აქციების საბაზრო ფასია დამოკიდებული.

მაგალითი 51:

ზემოთ განხილული მაგალითების მონაცემების მიხედვით ჩვენ დავინახეთ, რომ კომპანიისათვის მოგება აქციაზე შეადგენს:

$$EPS = \frac{1000 \text{ მლნ ლარი}}{50 \text{ მლნ ლარი}} = 20 \text{ ლარი აქციაზე.}$$

დივიდენდების აქციებით გადახდის შედეგად, თუ მიმოქცევაში არსებულ თითოეულ ხუთ აქციაზე ერთი ახალი გაიცა, აქციების რაოდენობა უკვე იქნება 60 მლნ ცალი (50 მლნ $\times$ 6 : 5).

მოგება ერთ აქციაზე გაუტოლდება:

$$EPS = \frac{1000 \text{ მლნ ლარი}}{60 \text{ მლნ ლარი}} = 16,67 \text{ ლარს აქციაზე.}$$

ზემოთ ჩვენ დავასკვნით, რომ აქციის ტრანსაქციული ფასი გარკვეული პირობებისას აღნიშნული მაჩვენებლის პროპორციული უნდა იყოს. აქედან გამომდინარე, აქციის ფასი იმდენჯერ უნდა შემცირდეს, რამდენჯერაც აქციების რაოდენობა გაიზრდება.

მაგალითი 52:

კომპანიის ანგარიშზე 500 მლნ ლარის ფულადი სახსრები არსებობს. კომპანიამ გადაწყვიტა, ისინი

დივიდენდების გადახდაზე მიმართოს. შევეცადოთ წარმოვიდგინოთ, რა მოხდება, თუ კომპანია აღნიშნული თანხების მიმართვას აქციონერებისაგან მათი საკუთარი აქციების გამოსყიდვაზე გადაწყვეტს?

ამოხსნა:

გამოსყიდული აქციების რაოდენობა გაუტოლდება 5 მლნ აქციის (500 მლნ ლარი : 100 ლარი აქციაზე).

აქციის გამოსყიდვის განხორციელების და დივიდენდების გადახდის შემდეგ სააქციო საზოგადოების ბალანსს ასეთი სახე ექნება (ცხრ. 7.7).

ცხრილი 7.7

კომპანიის ბალანსი აქციების გამოსყიდვისა და დივიდენდების გადახდის შემდეგ

აქტივი:	მლნ ლარი	პასივი:	მლნ ლარი
ფულადი სახსრები	0	საკუთარი კაპიტალი	4500
მარაგები	1500	ვალდებულებები	0
ფიქსირებული აქტივები	3000		
ჯამი	4500	ჯამი	4500

მაგრამ, ზოგიერთი შეფასებით ,მაჩვენებლები იქნება განსხვავებული (იხ. ცხრ. 7.8)

ცხრილი 7.8

შეფასებითი მაჩვენებლები აქციის გამოსყიდვისას და დივიდენდების გადახდისას

აქციების გამოსყიდვა	დივიდენდები
ერთი აქციის ფასი	
$P = \frac{4500 \text{ მლნ ლარი}}{50 \text{ მლნ აქცია} - 5 \text{ მლნ აქცია ლარს}} = 100$	$P = \frac{4500 \text{ მლნ ლარი}}{50 \text{ მლნ აქცია რს.}} = 90 \text{ ლა}$

აქციონერის კეთილდღეობა ერთ აქციაზე გაანგარიშებული	
100 ლარი (აქციის ფასი)	90 ლარი (აქციის ფასი) + 10 ლარი (დივიდენდი) = 100 ლარს
მოგება აქციაზე	
$EPS = \frac{1000 \text{ მლნ ლარი}}{50 \text{ მლნ აქცია} - 5 \text{ მლნ აქცია ლარს.}} = 22,2$	$EPS = \frac{1000 \text{ მლნ ლარი}}{50 \text{ მლნ აქცია ლარს.}} = 20$
მულტიპლიკატორი P/E	
$P / E = \frac{100 \text{ ლარი}}{22,2 \text{ ლარი}} = 4,5$	$P / E = \frac{90 \text{ ლარი}}{20 \text{ ლარი}} = 4,5$

ამრიგად, აქციების გამოსყიდვისას და დივიდენდების გადახდისას აქციონერების კეთილდღეობა ერთნაირია (100 ლარი აქციაზე). ამიტომ, ორივე გადაწყვეტილება უნდა განვიხილოთ, როგორც ტოლსარგებლიანი.

მაგრამ თუ კომპანიის მენეჯერები აქციის ფასის ან ერთ აქციაზე გაანგარიშებული მოგების ამაღლებისთვის არიან მოტივირებულნი (ანუ მათი გასამრჯელო აღნიშნულ მაჩვენებლებზეა დამოკიდებული), მათ შეუძლიათ უპირატესობა გამოსყიდვას მიანიჭონ და დივიდენდების გადახდაზე თქვან უარი, რადგანაც ფასი და EPS გამოსყიდვის ვარიანტში მეტია, ვიდრე დივიდენდების გადახდისაში.

7.3. ტესტები:

1. პერპეტიუტეტულს უწოდებენ კომპანიას, რომელიც სტაბილურ

ყოველწლიურ ფულად ნაკადს წარმოშობს და:

- ა) განუსაზღვრელი ვადით არის შექმნილი
- ბ) განსაზღვრული ვადით არის შექმნილი
- გ) სპეციალური საქმიანობისათვის არის შექმნილი
- დ) სააქციო საზოგადოების სახით არის შექმნილი.

ა)

2. უბერკეტო კომპანია არის წარმონაქმნი, რომელიც

- ა) საკუთარი აქციების ხარჯზე ფინანსდება
- ბ) მთლიანად საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე ფინანსდება
- გ) საკუთარი მოგების ხარჯზე ფინანსდება
- დ) საკუთარი შემოსავლების ხარჯზე ფინანსდება

ბ)

3. მოდილიანი-მილლერის თეორიის მიხედვით, ყველა დაშვების

შესრულებისას ფინანსური ბერკეტის ზრდასთან ერთად:

- ა) ფირმის ფასეულობა იზრდება
- ბ) კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება მცირდება
- გ) ფირმის ფასეულობა იზრდება და კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება მცირდება
- დ) ფირმის ფასეულობა მცირდება.

გ)

4. კომპანიისათვის სასარგებლოა სავალდებულო დაფინანსება მანამ, სანამ:

- ა) კრედიტორი რენტაბელურია
- ბ) კრედიტორი ფულის შესხების შესაძლებლობას იძლევა
- გ) კრედიტორი გადახდისუნარიანია
- დ) კრედიტორის ფული კონვერტირებადია.

ბ)

5. დივიდენდი არის შემოსავლები, რომელსაც იღებენ აქციონერები:

- ა) მათ საკუთრებაში არსებული პრივილეგირებული აქციების მიხედვით
- ბ) მათ მიერ ემიტირებული აქციების მიხედვით

- გ) მათ ორგანიზაციაში არსებული აქციების მიხედვით
 - დ) მათ მფლობელობაში არსებული აქციების მიხედვით.
- დ)

6. დივიდენდების გადახდის ფორმები:

- ა) ფულადი ფორმით
 - ბ) ფულადი ფორმით და აქციების გაცემის გზით
 - გ) კომპანია-ემიტენტის აქციების გაცემის გზით.
 - დ) კომპანიის აქციების გაცემით
- ბ)

7. დივიდენდური პოლიტიკა არის:

- ა) შემოსავლების ყოველთვიური განაწილების შესაძლებლობა
- ბ) მოგების რეინვესტირების განხორციელების შესაძლებლობა
- გ) საკითხის გადაწყვეტა იმის შესახებ, თუ რა რეჟიმში ახორციელებს კომპანია დივიდენდების გადახდას
- დ) კომპანიის მიერ მოგების ნაწილის განაწილების შესაძლებლობა.

გ)

8. მოგების რეინვესტირება არის კაპიტალის გაზრდის ბუნებრივი და უფრო

მისაღები საკუთარი წყარო, ვინაიდან:

- ა) აქციების, ობლიგაციების გამოშვება, კრედიტის მიღება დამატებით ხარჯებს მოითხოვს
- ბ) აქციების გამოშვება დამატებით ხარჯებს მოითხოვს
- გ) ობლიგაციების გამოშვება დამატებით ხარჯებს მოითხოვს
- დ) კრედიტების მიღება დამატებით ხარჯებს მოითხოვს.

ა)

ლექცია 8. ტრანსეროვნული კორპორაციის ფინანსური მენეჯმენტი

8.1. საერთაშორისო საინვესტიციო პროექტების რისკი და შემოსავლიანობა

საერთაშორისო ბიზნესის მაკროეკონომიკური
სარგებლიანობასთან მიმართებით შეიძლება აღინიშნოს, რომ წარმატებული ბიზნესის განვითარების კანონზომიერ ეტაპს ხშირად საერთაშორისო არენაზე გასვლა, ტრანსეროვნული ოპერაციების განხორციელების დაწყება წარმოადგენს. აღნიშნული გასვლა შეიძლება პროდუქციის მყიდველებისათვის, გამსაღებლებისათვის, კაპიტალის ექსპორტიორებისათვის და რეციპიენტებისათვის იყოს სასარგებლო. საერთაშორისო ბიზნესი ასევე ქვეყნისა და რეგიონების ეკონომიკური განვითარებისათვისაც არის სასარგებლო.

აღნიშნული სარგებლიანობის ყველაზე უფრო პოპულარული განმარტება ჩვეულებრივად შედარებითი უპირატესობების თეორიის პოზიციიდან შეიძლება ავსხნათ, რომლის არსს შემდეგი მაგალითით განვმარტავთ.

მაგალითი 53:

დაეუშვათ, არსებობს ორი ქვეყანა, რომლებსაც ვერცხლისა და ნავთობის წარმოება შეუძლიათ. აღნიშნული საქონელების წარმოებასთან მიმართებით პოტენციური ცხრილი 8.1-ზეა წარმოდგენილი (პოტენციური გამოხატავს პროდუქციის ერთეულის რიცხოვნობას, რომლის წარმოება შეუძლია ქვეყანას, თუ იგი სხვა, ალტერნატიული საქონლის წარმოებაზე სრულად იტყვის უარს). მხოლოდ აღნიშნული ორი საქონლის მხედველობაში მიღებით, პასუხი უნდა გაიცეს კითხვაზე: რომელ ქვეყანაში სჯობს ვერცხლის წარმოება და რომელში – ნავთობისა?

ცხრილი 8.1

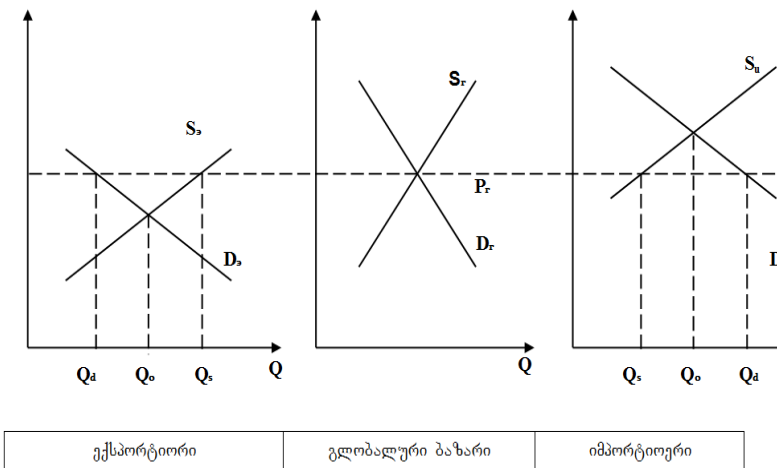
ნავთობისა და ვერცხლის წარმოების პოტენციალი

	A	BB
პოტენციალი ვერცხლის წარმოებასთან მიმართებით, ტონა	20	60
პოტენციალი ნავთობის წარმოებასთან მიმართებით, მლნ ერთ. მოცულობა	100	200
ნავთობის ალტერნატიული ღირებულება ვერცხლის ერთეულებში, ტონა მოცულობის მლნ ერთეულზე (ნავთობის ფასი)	$20 : 100 = 0,2$	$60 : 200 = 0,3$

ამოხსნა:

უკეთესია, ვერცხლი ვაწარმოოთ B ქვეყანაში, ხოლო ნავთობი ქვეყანა A-ში. ქვეყანა A, დამატებით ნავთობზე დაადგენს რა ფასს (მაგალითად, 0,25 ქვეყანა B-სთვის), მიიღებს სარგებელს იმასთან შედარებით, რამდენსაც იგი მიიღებდა, თუ ნავთობს შიდა ბაზარზე გაყიდოდა ($0,25 > 0,2$). ქვეყანა B ასევე მიიღებს სარგებელს, რამდენადაც საკუთარი ნავთობის წარმოება მისთვის უფრო ძვირი იქნებოდა ($0,25 < 0,3$).

საერთაშორისო ბიზნესის ეკონომიკის დარგის განვითარებაზე ზემოქმედება. აღნიშნული ზემოქმედება არაერთგვაროვანია, რაც შეიძლება „მოთხოვნა-მიწოდებას“ის შეიძლება გრაფიკული მოდელის მეშვეობით იქნეს ილუსტრირებული. გრაფიკებზე (ნახაზი 8.1) ჩანს, რომ ქვეყანა-ექსპორტიორის და ქვეყანა-იმპორტიორის დარგებისათვის შედეგები სხვადასხვაა:



**ნახაზი 8.1. საერთაშორისო ვაჭრობის ზემოქმედება
ქვეყანა-იმპორტიორის
და ქვეყანა-ექსპორტიორის ეკონომიკაზე**

პირობითი აღნიშვნები: S (supply) – მიწოდების მრუდი;
D (demand) – მოთხოვნის მრუდი;
P – ფასი;
Q – მოცულობა.

- ქვეყანა-ექსპორტიორი: პროდუქციის მომხმარებლები აგებენ, შიდა მწარმოებლები იგებენ;
- ქვეყანა-იმპორტიორი: იმპორტირებული პროდუქციის მომხმარებლები იგებენ, შიდა მწარმოებლები აგებენ.

მთლიანობაში გლობალური ეკონომიკა მოიცავს (ერთი ქვეყანა შეიძლება ექსპორტიორიც და იმპორტიორიც იყოს, მაგრამ რეალიზაციის შედარებითი უპირატესობების გამო ალტერნატიული ღირებულება ეკონომიკაში მცირდება).

საერთაშორისო ბაზარზე გასვლის სარგებელი ცალკეული კორპორაციისათვის. ღირს თუ არა საერთაშორისო ბაზარზე გასვლა, თითოეულმა კორპორაციამ შეიძლება, ჩამოყალიბებული კონკრეტული სიტუაციიდან გამომდინარე, თავისებურად გადაწყვიტოს. ძირითადი საკითხი ისაა, დაეხმარება თუ არა იგი კომპანიას ფასეულობის გადიდებაში.

კომპანიის ფასეულობის ზრდა ნებისმიერი გადაწყვეტილების მიხედვით მაჩვენებელი NPV-ს მეშვეობით ფასდება. სუფთა დაყვანილ ღირებულებებზე (NPV) ზემომქმედი ძირითადი პარამეტრები შეიძლება ჩამოვთვალოთ:

- გაყიდვების მოცულობა (S);
- კაპიტალური დანახარჯები (Capex) ან საინვესტიციო კაპიტალი (IC);
- საოპერაციო ხარჯები (C);
- გადასახადის ეფექტური განაკვეთი (T);
- პროექტის სიცოცხლისუნარიანობის ვადა (n);
- კაპიტალის ღირებულება (R);
- გაცვლითი კურსი (ვალუტის კურსი) (XR).

აქედან გამომდინარე, ამოცანა იმაში მდგომარეობს, რომ გავიგოთ, თუ როგორ შეიძლება უცხოეთის ბაზარზე გასვლამ მითითებულ პარამეტრებზე იმოქმედოს.

საერთაშორისო ბაზარზე გასვლის ზემოქმედება NPV პარამეტრებზე. მაგალითად, გაყიდვების მოცულობის ზრდა ნატურალურ გამოსახულებაში შეიძლება ახალი ბაზრების, პროდუქციის გასაღებისათვის ახალი არხების ექსტენსიური ათვისების ხარჯზე იქნეს მიღწეული. მაგრამ მეორე ქვეყნის ეროვნულ ბაზარზე შეიძლება ფასების სასურველი დონე მცირდებოდეს ან ახალი პროექტებისათვის სახელმწიფოებრივი სპონსირების ახალი შესაძლებლობები წარმოიქმნას. კომპანიას შეუძლია კონკურენტებს შორის პირველმა საკუთარი ბრენდი განვითარებად ბაზარზე გაიტანოს და გარკვეული დროით მონოპოლიური

უპირატესობა მიიღოს და დაიმკვიდროს. გარდა ამისა, სხვა ქვეყნის ვალუტას შეუძლია დაიმკვიდროს თავი მასში გამოხატული აქტივების შემოსავლიანობის გადიდებით. ყოველივე აღნიშნულს შეუძლია, გაყიდვების ღირებულებითი მოცულობები გაადიდოს.

წარმოების, რესურსების ფაქტორების დაბალ ღირებულებას, სხვა ქვეყანაში წარმატებული ტექნოლოგიების არსებობას ან საწარმოო სიმძლავრეების ბოლომდე დაუტვირთაობას, აგრეთვე პირობითად – მუდმივ ხარჯებზე ეკონომიას კაპიტალური და მიმდინარე ხარჯების არსებით შემცირებამდე მიყვანა შეუძლიათ.

საერთაშორისო დივერსიფიკაციამ, სხვა ქვეყანაში იაფი კაპიტალის მიღების შესაძლებლობამ (მაგალითად, სხვა ქვეყნის ვალუტის კურსის შემცირება) შეიძლება კაპიტალის ღირებულების შემცირება გამოიწვიოს.

სხვა ქვეყნის საგადასახადო სისტემის თავისებურებები, სხვა ქვეყნებთან ორმაგი დაბეგვრის თავიდან აცილების ხელშეკრულებების არსებობა, უცხოურ აქტივებს შორის მოგებების გადანაწილების შესაძლებლობა ზოგჯერ ეფექტური საგადასახადო განაკვეთის შემცირებას უწყობს ხელს.

საერთაშორისო ბაზარზე კორპორაციის მუშაობის პირობების სპეციფიკა. საერთაშორისო ბაზარზე მომუშავე კორპორაციის ფინანსური მენეჯერის ამოცანა ეროვნული კომპანიის სპეციალისტის შესაბამისი ამოცანებისგან პრინციპულად არ განსხვავდება: მანაც უნდა იცოდეს საქმის მიმდინარე მდგომარეობის ანალიზი, უნდა უზრუნველყოს თავისი საწარმოსათვის მოკლევადიანი ფინანსური მდგრადობა, უნდა განახორციელოს საბიუჯეტო პროცესის ორგანიზება და საინვესტიციო და ფინანსური გადაწყვეტილებების უზრუნველყოფა. მაგრამ საერთაშორისო ბაზარზე საქმიანობის პირობებს ზოგიერთი სპეციფიკაც გააჩნია, რაც ცხრილ 8.2-შია გამოსახული.

კომპანიის საქმიანობის თავისებურებები საერთაშორისო
ბაზარზე

ფაქტორი	ეროვნული კომპანია	კომპანია, გასული საერთაშორისო ბაზარზე (MHK)
ოპერაციის ხასიათი	ყველა გაყიდვა და დანახარჯი ერთ ეროვნულ ვალუტაში ხორციელდება.	ანგარიშსწორებები სხვადასხვა ვალუტაში ხორციელდება, რაც მიმდინარე ანგარიშების მომზადებასა და გადაწყვე- ტილების დასაბუთების მეთოდოლოგიაზე გამოიწვევს.
საკუთრების ფლობა	ყველა აქტივი შეძენილია და ეროვნულ ბაზარზე გამოიყენება.	აქტივები სხვადასხვა ქვეყანა- შია განთავსებული, რაც აღ- ნიშნული ქვეყნების პოლიტი- კური სიტუაციების თავისებუ- რებების და კანონმდებლობის გათვალისწინებას აუვალდებულებს.
კაპიტალის ბაზარი	დაფინანსების სტრუქ- ტურა მთლიანობაში ეროვნულ ბაზარზე ფორმირებული.	გლობალურ ფინანსურ ბაზ- რებზე შედგენს დაფინანსების ფორმები და მეთოდების მრავალ- ფეროვნებაზე მივყავართ.
ფინანსური რისკები. არასისტემატური რისკი	ქვეყნის ეროვნული ფინანსური ბაზრების ტენდენციებთან არის დაკავშირებული. არასისტემატური რისკის დივერსიფიკა- ცია ქვეყნის ბაზარის შესაძლებლობებით არის შეზღუდული.	საპროცენტო და სავალუტო რისკები უფრო მაღალია, ვიდრე ეროვნულ ბაზრებზე. არსებობს მათი შეჯერების შესაძლებლობები წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების მეშვეობით არასისტემატური რისკის ინტერნაციონალური დივერ- სიფიკაცია ხორციელდება.

საერთაშორისო კორპორაციის ფინანსური მენეჯერის საქმიანობის სპეციფიკა. საერთაშორისო კორპორაციის საქმიანობის პირობების სპეციფიკა ბუნებრივად ფინანსური მენეჯერის ფუნქციებზეც აისახება. კერძოდ, მან უნდა:

- გამოიყენოს თავის გაანგარიშებებში სავალუტო ბაზრის ტენდენციები, რამდენადაც ოპერაციები სახვდასხვა ვალუტაში ხორციელდება. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების დასაბუთებები სავალუტო კურსების გრძელვადიან პროგნოზებზე უნდა ხორციელდებოდეს;

- შეეძლოს დამატებითი შესაძლებლობების გამოყენება საერთაშორისო ბაზრებზე წარმოქმნადი ფინანსური რისკების აღმოფხვრასთან მიმართებით;

- განახორციელოს საკუთარი პროექტების დაფინანსების სტრუქტურირება უცხოეთში კაპიტალის მოზიდვის შესაძლებლობის გათვალისწინებით;

- საკუთარ ანალიზში სხვა ქვეყნების კანონმდებლობების დებულებებისა და მათი პოლიტიკური სიტუაციის გათვალისწინება.

თანამიმდევრულად და უფრო დეტალურად განვიხილოთ, თუ რაში მდგომარეობს ჩამოთვლილი თავისებურებებიდან თითოეული და დავიწყეთ სავალუტო ბაზრიდან.

სავალუტო ბაზარი, თეორემები პარიტეტის შესახებ და გაცვლითი განაკვეთები. სავალუტო ბაზარი არის უცხოური ვალუტის ყიდვისა და გაყიდვის ბაზარი. მის ძირითად მონაწილეებს საერთაშორისო ბანკები წარმოადგენენ.

გაცვლითი განაკვეთები ანუ **სავალუტო კურსები** მიუთითებენ, ერთი ვალუტის (ვალუტა 1) რამდენი ფულადი ერთეული გადაიხდება მეორე ვალუტის (ვალუტა 2) ერთ ფულად ერთეულზე. ფასების როლს აღნიშნულ ბაზარზე ასრულებენ **გაცვლითი განაკვეთები**, ანუ **სავალუტო კურსები**, რომლებიც მიუთითებენ, ერთი ვალუტის (ვალუტა 1) რამდენი

ფულადი ერთეული გადაიხდება მეორე ვალუტის (ვალუტა 2) ერთ ფულად ერთეულზე.

ფასების, ანუ გაცვლითი განაკვეთების კოტირებები წილადის სახით ჩაიწერება, რომლის მრიცხველში იქნება ვალუტა 1, ხოლო მნიშვნელში – ვალუტა 2, მაგალითად:

- RUB 26,6/USD – ანუ აშშ-ის ერთ დოლარზე გადაიხდება 26,6 რუსეთის ფედერაციის რუბლი;

- USD 1,7934/UKP – ანუ ერთ ფუნტ სტერლინგზე გადაიხდება 1,7934 აშშ დოლარი;

- CAD 2,0061/IEP – ანუ ერთ ირლანდიის ფუნტზე შეიძლება მივიღოთ 2,0061 კანადური დოლარი;

- GEI 1,7000/USD – ანუ აშშ-ის ერთ დოლარზე გადაიხდება 1,7000 საქართველოს ეროვნული ფულადი ერთეული – ლარი.

გაცვლითი კურსების ჩანაწერის ასეთი ფორმა მასალის აღქმის გაადვილების მიზნით არის არჩეული. კომპიუტერული ინფორმაციული სისტემების უმეტესობაში სხვა მეთოდია მიღებული: სავალუტო კურსების აღნიშვნისას გამოიყენება წილადი, რომლის მრიცხველში ჩაიწერება ვალუტა 2, ხოლო მნიშვნელში – ვალუტა 1. მაგალითად, კოტირება USD/EUR-1,28 ასეთი მიდგომისას უნდა გავითვალისწინოთ ევროს რაოდენობა 1 აშშ დოლარზე. ამიტომ კოტირება RUB 26,6/USD უნდა გავიგოთ, როგორც რუბლების რაოდენობა (26,6), რომელსაც გადავიხდით აშშ-ს ერთ დოლარზე, ხოლო ეუწოდოთ – დოლარის კურსი რუბლთან.

თუ ვიცით, როგორ კოტირდება ვალუტა 2 ვალუტა 1-ში, ყოველთვის შეიძლება უკუსურათი მივიღოთ – ფასი ვალუტა 1-ის ვალუტა 2-ში. ამისათვის საკმარისია წილადი გადავაბრუნოთ, მრიცხველსა და მნიშვნელს ადგილი შევუცვალოთ. მაგალითად, თუ დოლარის კურსი 26,6/შ -ა, შეიძლება ადვილად განვსაზღვროთ, რომ ერთ რუსულ რუბლზე გადაიხდება $1/26,6=0,038$ დოლარი, ანუ 3,8 ცენტი.

ვალუტის შეძენისა და გაყიდვის კურსები.
ჩვეულებრივად ბანკს – ბაზრის მონაწილეს გამოაქვს არა

ერთი, არამედ ორი კოტირება: პირველი – რომლის მიხედვით ბანკი თანახმაა შეიძინოს, და მეორე – რომლის მიხედვით იგი თანახმაა, გაყიდოს ვალუტა. მაგალითად, თუ დოლარი ფასდება რუსულ რუბლში, მას შეუძლია გამოიტანოს კოტირება 25,95-26,37. აღნიშნული ნიშნავს, რომ ბანკი თანახმაა იყიდოს აშშ დოლარები და გადაიხადოს 25 რუბლი და 95 კაპიკი დოლარზე, ხოლო გაყიდოს – 26 რუბლად და 37 კაპიკად.

ამრიგად, კოტირებაში ყოველთვის ორი ციფრი არსებობს (მონაწილეობს) – ციფრი №1 (მოთხოვნის ფასი) და ფასი №2 (მიწოდების ფასი).

ვალუტის შეძენისა და გაყიდვის წესი. სავალუტო კურსების კოტირებების გამოყენების წესი ბაზარზე გარკვეული ვალუტის ყიდვის ან გაყიდვის გარიგებების განხორციელებისას შეიძლება სქემატურად წარმოვიდგინოთ ცხრილის სახით (ცხრ. 83).

ცხრილი 83

სავალუტო კურსების კოტირებების გამოყენების წესი

გარიგების ობიექტი	ოპერაცია	კოტირება	
		ციფრი №1	ციფრი №2
ვალუტა 1	:	შეძენა	გაყიდვა
ვალუტა 2	×	გაყიდვა	შეძენა

აღნიშნული ნიშნავს, რომ თუ ყიდვა-გაყიდვის ობიექტს წარმოადგენს ვალუტა 1, მის გადასაყვანად ვალუტა 2-ში გამოიყენება ოპერაცია „გაყოფა“ (ამასთან ვალუტა 1-ის შეძენისას აიღება კოტირების პირველი ციფრი, ხოლო გაყიდვისას კი – მეორე).

მაგალითი 54:

დავეუშვათ, კომპანია A-ს სურს შეიძინოს 60 მლნ რუბლი, ხოლო კომპანია B-ს კი – გაყიდოს 56 მლნ რუბლი აშშ დოლარზე. რამდენ დოლარს დახარჯავს კომპანია A

რუბლის შესაძენად და უცხოური ვალუტის რა თანხა შეუძლია იყოდოს თავისი ფულით კომპანია B, თუ ბანკს, რომელშიც ხორციელდება ოპერაცია, გამოკრული აქვს კოტირება 25,95–26–37 რუბლი დოლარზე?

ამოხსნა:

კოტირების ჩანაწერი RUB25,95/USD – RUB 26,37/USD ნიშნავს, რომ ვალუტა 1 წარმოადგენს რუსულ რუბლს, ხოლო ვალუტა 2-კი – აშშ დოლარს. გარიგების ობიექტად გამოდის თანხა რუბლებში, ანუ ვალუტა 1-ში. შესაბამისი ოპერაცია (ცხრილის თანახმად) - გაყოფაა. კოტირების რომელ ციფრზე უნდა გაიყოს თანხები რუბლებში?

კომპანია A-ს შემთხვევაში საუბარია **შეძენის** ოპერაციაზე, და ამიტომ, ცხრილის თანახმად, უნდა გამოვიყენოთ ციფრი №1, ანუ 25,95:

60000 ათ. რუბლი : 25,95 რუბლზე = 2 312 139 დოლარს.

კომპანია B-ს შემთხვევაში, პირიქით, ხორციელდება ოპერაცია ვალუტა 1-ის **გაყიდვა**, ანუ გაანგარიშებისათვის საჭიროა ავირჩიოთ ციფრი №2:

56000 ათ. რუბლი : 26,37 რუბლზე = 2 123 625 დოლარს.

და პირიქით: ვალუტა 2-თან ოპერაციებისას საჭიროა კოტირებაზე გამრავლება განუხორციელოთ, ამასთან, გაყიდვისას საჭიროა გამოვიყენოთ ციფრი №1, ხოლო შეძენისას კი – ციფრი №2.

მაგალითი 55:

კორპორაცია R-ს, რომელმაც რუსეთის ფედერაციაში საინვესტიციო პროექტის განხორციელება გადაწყვიტა, სურს საკუთარი ფული რუსეთის კომპანიის საწესდებო კაპიტალში დააბანდოს. ამისათვის იგი 500 000 დოლარს გაყიდის რუბლებში. გერმანული ფირმა B, რომელიც რუსეთში უკვე ახორციელებს ბიზნესს, მიღებული შემოსავლების გერმანიაში რეპატირებით, გეგმავს რუბლზე შეიძინოს 300 000 ევრო. სავალუტო ბაზრის კოტირებები იქნება:

- RUB 25,95 / USD – RUB 26,37 / USD;

- RUB 34,35 / EUR – RUB 35,51 / DM.

საჭიროა განისაზღვროს, თუ კომპანია R თავის ბიზნესში რა თანხას (რუბლებში) დააბანდებს და კომპანია რამდენ რუბლს დახარჯავს ევროს შეძენაზე?

ამოხსნა:

პირობის თანახმად, ოპერაციები ხორციელდება ვალუტა 2-თან (დოლარების გაყიდვა ან ევროს შეძენა). აქედან გამომდინარე, კურსის უნდა გამოვიყენოთ გამრავლების პრინციპი.

პირველ შემთხვევაში საუბარი ეხება ვალუტა 2-ის **გაყიდვას**, და აქედან გამომდინარე, კოტირებაში ვირჩევთ ციფრ №1-ს:

$$500\ 000 \text{ დოლარი} \times 25,95 = 12\ 975 \text{ ათ. რუბლი.}$$

გერმანული კომპანია B-ს შემთხვევაში განიხილება ვალუტა 2-ის ყიდვის შესაძლებლობა, ანუ ევროს კოტირებაში ვიყენებთ ციფრ №2-ს:

$$300\ 000 \text{ ევრო} \times 35,51 = 10\ 563 \text{ ათ. რუბლი.}$$

უკუ-კოტირებები. ვალუტების უკუკოტირებების განსაზღვრისას საჭიროა არა მარტო გადავებრუნოთ შესაბამისი წილადები, მრიცხველისა და მნიშვნელის ადგილების შეცვლით, არამედ შეძენისა და გაყიდვის კურსების ურთიერთგადაადგილებაც უნდა განხორციელდეს. მაგალითად, ვიცი რა რუსული რუბლის კოტირებები (RUB 25,95 / USD – Rub 26,37 / ₴), შეიძლება რუბლის აშშ დოლარებში ღირებულების გამომსახველი შესაბამისი გაცვლითი განაკვეთები უნდა განისაზღვროს. ამისათვის საჭიროა განხორციელდეს შემდეგი ქმედებები:

$$1 : 25,95 = 0,039;$$

$$1 : 26,37 = 0,038;$$

ხოლო შემდეგ მითითებულ ციფრებს ადგილები შევუცვალეთ: USD 0,038 / RUB – USD 0,039 / RUB.

კროს-კურსები. ზოგიერთ შემთხვევაში სასარგებლოა ვიცოდეთ, თუ როგორ შეეფარდებიან მსოფლიოს წამყვანი

ვალუტები ერთმანეთს. ორგანოზომიელებიან ცხრილს, რომელშიც ასეთი ურთიერთგაცვლითი განაკვეთები თვალსაჩინო სახით არის წარმოდგენილი, უწოდებენ **კროს-კურსების ცხრილს** . (ცხრილი 8.4).

ცხრილი 8.4

კროს-კურსების ცხრილი

ვალუტა 1 / ვალუტა 2	USD	UKP	100Y
USD	1	0,6117	127,49
UKP	1,6358	1	208,42
100Y	0,7844	0,4800	1

კერძოდ, ასეთი ცხრილის გამოყენებით, შეიძლება ვალუტის კურსი იქნეს გაანგარიშებული, რომლის ოფიციალური კოტირება შეიძლება ძნელად მიღწევადი იყოს. მაგალითად, თუ ჩვენ ფუნტი სტერლინგის კურსის რუბლებში მიახლოებითი შეფასება გვჭირდება, შეიძლება აშშ დოლარის მიმდინარე კოტირება (მაგალითად, RUB 26,37 / USD) და კროს-კურსი ფუნტი სტერლინგების USD 1,6358 / UKP გამოვიყენოთ. მაშინ:

$$\text{RUB/USD} \times \text{USD / UKP} = 26,37 \times 1,6358 = \text{RUB } 43,136 / \text{UKP}.$$

განაკვეთები „სპოტი“ – ვალუტის იმავდროულ (მყისიერ) მიწოდებას, ხოლო **განაკვეთები „ფორვარდი“** – ვალუტის შეთანხმებული დროის შემდეგ მომავალში მიწოდებას ითვალისწინებენ. სავალუტო ბაზრის კოტირებები ვალუტის მიწოდების ვადებზეა დამოკიდებული. გაცვლითი განაკვეთები „სპოტი“ გამოხატავენ ვალუტის ფასს მისი იმავდროული მიწოდების შემთხვევაში, კურსები Tomorrow (ხვალ) კი – გაკვეთულ მცირე განვადებას.

ფორვარდული განაკვეთები არსებობენ გარიგებებისათვის, რომელიც ახლავე დაიდება, მაგრამ მიწოდებას ითვალისწინებს გარკვეული თარიღისათვის მომავალში. შესაბამისად, სავალუტო ბაზრის ორი სექტორიც

არსებობს – საკასო გარიგებების ბაზარი და ფორვარდული გარიგებების ბაზარი. იმის მიხედვით, თუ როგორ იცვლება ფორვარდული განაკვეთები მიწოდების ვადებთან დამოკიდებულებით, ხშირად კეთდება დასკვნა იმის შესახებ, თუ ვალუტის კურსის როგორი ცვლილებებია მოსალოდნელი მომავალში სპოტ ბაზარზე.

მაგალითად, ცხრილი 8.5-ში რუსეთის სავალუტო ბაზარზე გარკვეული „X“ პერიოდისათვის ფორვარდული განაკვეთების სტრუქტურა არის ასახული. ცხრილიდან ჩანს, რომ ბაზარი მაშინ დოლარის შედარებით სტაბილურ კურსს ელვდა.

ცხრილი 8.5

ფორვარდული კურსები USD/RUB გარკვეული თარიღისათვის

კოტირებების შესრულებამდე ვადა	მოთხოვნა	მიწოდება
პირველი კვირა	25,7095	25,7189
მეორე კვირა	25,7007	25,7121
პირველი თვე	25,6859	25,7018
მეორე თვე	25,6520	25,6764
მესამე თვე	25,6348	25,6677
მეექვსე თვე	25,6497	25,6758
მეცხრე თვე	25,6266	25,6615
მეთორმეტე თვე	25,6853	25,7289

საერთაშორისო ბაზარზე ოპერაციის განხორციელებისას და საერთაშორისო საინვესტიციო პროექტების დასაბუთებისას საჭიროა, გაცვლითი განაკვეთების სამომავლო დინამიკის განჭვრეტა შეგვეძლოს. კერძოდ, თუ პროექტი პროდუქციის წარმოებას და მის ექსპორტზე მიწოდებას ითვალისწინებს, აღნიშნული პროდუქციის გაყიდვები განხორციელდება არა რუბლებში და ლარებში, არამედ სხვა ვალუტაში, მაგალითად, ევროში.

პროექტის ინიციატორი საკმარისად მშვიდად უნდა იყოს იმასთან მიმართებით, რომ აღნიშნული ვალუტა არ დაეცემა იმდენად, რომ ამონაგები დაბანდებულ რუბლებიან (ლარებიან) დანახარჯებს ვერ გადაფარავს და ფინალი არ აღმოჩნდება დრამატული.

მსყიდველობითი შესაძლებლობის პარიტეტი.

ნებისმიერი ვალუტის კურსის ნაზარდი გამოხატავს მისი მსყიდველობითი შესაძლებლობის ცვლილებას სხვა ვალუტის მსყიდველობით შესაძლებლობის ცვლილებასთან მიმართებით. მსყიდველობითი შესაძლებლობის პარიტეტის თეორია ერთმანეთს უკავშირებს სხვადასხვა ვალუტის ინფლაციის ღონეს მათი კურსების დინამიკასთან. არნიშნული თეორიის თანახმად, სხვადასხვა ვალუტის განაკვეთები იცვლებიან ისე, რომ ნებისმიერი ვალუტა 1-ის კურსის ნაზარდი გამოხატავს მეორე ვალუტის (ვალუტა 2-ის) მსყიდველობით შესაძლებლობასთან მიმართებით მისი მსყიდველობითი შესაძლებლობის ცვლილებას.

ახლა მოვიაზროთ, რომ ათი წლის განმავლობაში ევრო ორჯერ გაიადფება, ხოლო რუბლი კი – ოთხჯერ. ახლა 36 რუბლად შეიძლება მხოლოდ ერთი საწერკალამი ვიყიდოთ, ხოლო ერთ ევროდ კი – ორი. როგორი იქნება ახლა ერთი ევროს მოსალოდნელი რუბლიანი ეკვივალენტი?

$$1 \text{ ევრო} = 1 \text{ საწერკალამს} = 36 \text{ რუბლი} \times 2 = 72 \text{ რუბლს.}$$

თუ მიახლოებით სხვა საქონლების ფასებთან მიმართებითაც იგივე მოხდება, ათი წლის შემდეგ ახალი გაცვლითი განაკვეთის მიახლოებითი შეფასება გაუტოლდება RUB 72/EUR.

უცხოური ვალუტის კურსის ნაზარდი. ასეთი სახის მსჯელობას მიეყვართ არც ისე რთულ ფორმულამდე, რომელიც ნებისმიერი ვალუტის კურსის თეორიული ნაზარდის შეფასების შესაძლებლობას იძლევა:

$$\Delta XR = \frac{1 + H_j}{1 + H_s} - 1,$$

სადაც: H_j არის ნებისმიერი j ვალუტის, მაგალითად, ლარის ინფლაცია;

$H_{\$}$ – ალტერნატიული ვალუტის, მაგალითად აშშ დოლარის ინფლაცია;

ΔXR – აშშ დოლარის კურსის ნაზარდი, j ვალუტის ერთეულში გამოხატული.

მაგალითი 56:

დავუშვათ, რომ ლარის მოსალოდნელი ინფლაციის დონე $H=7\%$ წლიურს; აშშ დოლარის ინფლაციის დონე – $H_{\$}=5\%$ წლიურს, დოლარის „სპოტ“ კურსი ლართან მიმართებასი (USD/GEL) =2.

იმისათვის, რომ მოსალოდნელი ყოველწლიური დოლარის კურსის ნაზარდი შევაფასოთ, მსყიდველობითი შესაძლებლობის პარიტეტის თეორია (PPPT) უნდა გამოვიყენოთ:

$$\Delta XR = \frac{1 + H_j}{1 + H_{\$}} - 1 = \frac{1 + 0,07}{1 + 0,005} - 1 = 0,019, \text{ ანუ } 1,9\% \text{ წლიურს.}$$

აღნიშნული, კერძოდ, ნიშნავს, რომ ერთი წლის შემდეგ მოსალოდნელი დოლარის კურსი გაუტოლდება დოლარზე $(2 \times (1 + 0,019)) = 2,038$ ლარს.

მსყიდველობითი შესაძლებლობის პარიტეტის თეორიის (PPPT) ემპირიული შემოწმების შედეგმა დაგვანახა, რომ თეორია მხოლოდ მიახლოებით სრულდება და შეიძლება მხოლოდ დოლარის კურსის გრძელვადიანი პროგნოზებისას გამოვიყენოთ. ვალუტის კურსების მოკლევადიანი რყევები, უმეტესი ხარისხით, ნაკლებად ფუნდამენტური და უფრო კონიუნქტურული ფაქტორების ზემოქმედების ქვეშ ხორციელდება, ვიდრე ინფლაციაა.

საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტი.
გაწონასწორებულ და ეფექტურ ბაზარზე სხვადასხვა ვალუტების და აღნიშნული ვალუტების კურსებით გამოხატული საპროცენტო განაკვეთებს (შემოსავლიანობის განაკვეთებს) შორის დამოკიდებულების დამდგენი სხვა

ფართოდ ცნობილი თეორიაა – საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტი.

საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტის თეორია (IRPT)

მდგომარეობს შემდეგში: საპროცენტო განაკვეთები დამოკიდებულია იმაზე, თუ რომელ ვალუტაშია განხორციელებული ანაბარი. მათ სიდიდეზე ვალუტის კურსის დინამიკა ახდენს ზემოქმედებას. IRPT-ს თანახმად, დაბანდების შემოსავლიანობა აშშ დოლარებში 8% წლიურის ტოლია, ხოლო იმავე დონის რისკის დაბანდების შემოსავლიანობა ლარებში (% წლიურის ტოლია, ამასთან, აღნიშნული ალტერნატივები ინვესტორისათვის (მეანაბრისათვის) ტოლმძლველადია, ისინი დოლარის კურსის ცვლილების გათვალისწინებით და სარგებლიანობის დონის მიხედვით, ერთმანეთს შორის ეკვივალენტურები უნდა იყვნენ. უფრო მაღალმა შემოსავლიანობამ ლარებში 8% წლიური აშშ დოლარში და დოლართან შედარებით ლარის ღირებულების მოსალოდნელი დაცემის კომპენსირება უნდა უზრუნველყოს. წინააღმდეგ შემთხვევაში, შეიძლება არბიტრაჟული სიტუაცია წარმოიშვას, რადგანაც ერთნაირი რისკის ორი ალტერნატივა მოსალოდნელი შემოსავლიანობის სხვადასხვა დონეებს შემოგვთავაზებს.

ამრიგად, ორივე დაბანდებიდან საბოლოო შედეგი უნდა იყოს ერთნაირი:

$$1+0,09=(1+0,08)\times (1+\Delta XR).$$

საიდანაც დოლარის კურსის წლიური მოსალოდნელი ნაზარდი $\Delta XR = 0,93\%$.

აღნიშნული მოსაზრებები შესაძლებლობას იძლევა:

$$\Delta XR = \frac{1 + R_j}{1 + R_s} - 1,$$

სადაც: R_s არის დაბანდების შემოსავლიანობა უცხოურ ვალუტაში (მაგალითად, აშშ დოლარებში);

R_j – მისი ეკვივალენტური შემოსავლიანობა j ვალუტაში (მაგალითად, ლარებში);

ΔXR – დოლარის კურსის ნაზარდი (ლარებში ერთ აშშ დოლარზე).

მაგალითი 57:

დავუშვათ, რომ საპროცენტო განაკვეთი ლარიანი კრედიტის მიხედვით 15% წლიურის ტოლია. საჭიროა იგი ინგლისური ფუნტ სტერლინგში გამოხატული ეკვივალენტურ განაკვეთში დავიყვანოთ. ფუნტი სტერლინგების ნაზარდის მოსალოდნელი საშუალო წლიური ტემპი ლართან მიმართებით 2,5%-ის ტოლია:

ამოვახსნათ განტოლება:

$$0,025 = \frac{1 + 0,15}{1 + X} - 1,$$

აქედან $X=0,122$, ანუ 12,2% ფუნტ სტერლინგებში.

რეალური განაკვეთების პარიტეტი (RRPT).

გაწონასწორებულ და ეფექტურ ბაზარზე ერთდროულად საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტისა და მსყიდველობითი შესაძლებლობის პარიტეტის არსებობა ითვალისწინებს, რომ ორი თეორია თავიანთ დაშვებებში ერთმანეთს არ უნდა ეწინააღმდეგებოდეს.

აღნიშნული შესაძლებელია მხოლოდ მაშინ, თუ კაპიტალის გლობალურ ბაზარზე, რისკის ერთნაირი დონისას, სხვადასხვა ვალუტაში რეალური განაკვეთები ერთნაირია.

რეალური განაკვეთის მუდმივობა. ნამდვილად, PPPT-ს თანახმად:

$$\Delta XR = \frac{1 + H_j}{1 + H_s} - 1.$$

ხოლო IRPT-ს თანახმად:

$$\Delta XR = \frac{1 + R_j}{1 + R_s} - 1.$$

აღნიშნული ორი განტოლების ერთმანეთთან გატოლებით, მივიღებთ:

$$\frac{1 + H_j}{1 + H_s} = \frac{1 + R_j}{1 + R_s}.$$

აქედან გამომდინარეობს, რომ რეალური განაკვეთი R_p შეიძლება შემდეგნაირად იქნეს განსაზღვრული:

$$R_p = \frac{1 + R_j}{1 + R_s} - 1 = \frac{1 + H_j}{1 + H_s} - 1 = \text{const}.$$

მაგალითი 53:

განაკვეთი აშშ დოლარებში 8%-ის ტოლია, ამერიკული ვალუტის ინფლაცია – 3,5%. როგორი უნდა იყოს მისი ეკვივალენტური განაკვეთი ევროში, თუ ევროს ინფლაცია შეადგენს 2,5%?

ამოხსნა:

გადაწყვეტილების მისაღებად ჩავწეროთ:

$$\frac{1 + H_j}{1 + H_s} - 1 = \frac{1 + R_j}{1 + R_s}.$$

რიცხობრივი სახით აღნიშნული შემდეგნაირად გამოიყურება:

$$\frac{1 + 0,025}{1 + 0,035} = \frac{1 + X}{1 + 0,08},$$

საიდანაც: $X=0,0696$, ანუ 6,96%.

8.2. საერთაშორისო პროექტების შეფასება და დაფინანსება ქვეყნიური რისკის გათვალისწინებით

საინვესტიციო პროექტის რისკი. როგორც ზემოთ უკვე იყო აღნიშნული, რისკი შეიძლება დახასიათდეს, როგორც საინვესტიციო პროექტის შედეგის (ეფექტის) განუსაზღვრელობა. რისკი სხვა გაგებით (downside risk) არის განუსაზღვრელი არაკეთილსასურველი გარემოებების

შესაძლებლობა, რომლებსაც პროექტის ეფექტზე ნეგატიური ზემოქმედება შეუძლიათ. **ქვეყნიური რისკი** იმ ქვეყნის თავისებურებებთან არის დაკავშირებული, რომელშიც ტრანსაქციული კორპორაცია ახორციელებს თავის საქმიანობას.

ქვეყნიური რისკის შესაძლო ასპექტები. საერთაშორისო კორპორაცია იმ ქვეყნის პირობების შესწავლისას, რომელშიც საქმიანობას ახორციელებს, ყველაზე დიდ ყურადღებას უთმობს შემდეგ ასპექტებს:

- გადასახადით დაბეგვრას;
- პოლიტიკურ და სამართლებრივ რისკებს, რომელიც მოცემული ქვეყნისათვის არის დამახასიათებელი;
- ვალუტის გატანის (რეპატრიაციის) შესაძლებლობებს.

გადასახადით დაბეგვრის პირობები. გადასახადით დაბეგვრის პირობები ამა თუ იმ ქვეყნის აქტივებში დაბანდების საინვესტიციო მიმზიდველობის უმნიშვნელოვანეს ფაქტორს წარმოადგენს. ჩვეულებრივად, მანამ, სანამ კაპიტალდაბანდებას განვახორციელებთ, პოტენციური უცხოელი ინვესტორი პროფესიონალი იურისტების, კონსულტანტების მეშვეობით საქმიანობის მოსალოდნელი სფეროსთვის განკუთვნილი შემდეგი უმნიშვნელოვანესი საკითხების გარკვევას იწვევს:

- გადასახადების შემადგენლობისა და საგადასახადო განაკვეთების ღონეს;
- გადახდადასაბეგრ ბაზას, ამა თუ იმ სახეობის გადასახადის გადახდის თანმიმდევრობას და რეჟიმს;
- შესაძლო შეღავათებს და ქვეყანაში ჩამოყალიბებული გადასახდელი გადასახადების თანხის მინიმიზაციის პრაქტიკის;

• კაპიტალის ექსპორტიორი ქვეყნის კანონმდებლობას, რომელიც უცხოური ინვესტიციების განხორციელებისას მოგებისა და სხვა გადასახადების გადახდით დაბეგვრას ეხება.

მაგალითად, ინგლისში უცხოეთის საინვესტიციო პროექტების განხორციელებისას გადასახადების განგაღება მიღებული; აშშ-ში გარკვეული პირობებისას (უცხოეთის საწარმოს საწესდებო კაპიტალში არანაკლებ 5% წილის ფლობა) კომპანიები სარგებლობენ საგადასახადო კრედიტით, რომელიც აღნიშნული ქვეყნის მთავრობის მიერ უცხოეთში გადახდილი გადასახადების თანხის სიდიდის მიწოდებაა და ა.შ.

მაგალითი 59:

კომპანია „A“, რომელიც X ქვეყანაში იმყოფება, ყიდის „Y“ ქვეყანაში მანქანებს (10 ათ. ცალს 30000 ევროდ ერთეულზე). საბაზრო ფასების დიაპაზონი მოცემულ მანქანებზე – 25000-დან – 30000 ევრომდეა. კომპანია „A“ იხდის მოგებაზე გადასახადს 30%-იანი განაკვეთით. ქვეყანა „Y“-ში მოგებაზე გადასახადი 20%-ის ტოლია.

კომპანია „A“-ს მოგების ანგარიში და აგრეთვე, ადგილობრივ პირობებთან მათი ადაპტაციის „Y“ ქვეყანაში თითოეული მანქანის 40000 ევროდ გაყიდვის განმხორციელებელი მანქანების შემძენი კომპანია „B“-ს მოგების ანგარიში ცხრილ 8.6-ზეა წარმოდგენილი.

ცხრილი 8.6

კომპანია „A“ და „B“-ს მოგების ანგარიში „A“ კომპანიის მიერ მანქანების საბაზრო ფასების ზედა ზღვარის მიხედვით გაყიდვისას

მოგების ანგარიში	კომპანია „A“-ს ქვეყანა „X“-ში	კომპანია „B“-ს ქვეყანა „Y“-ში	ჯამი ორი კომპანიის მიხედვით
გაყიდვების, მლნ ევრო	300	400	
ხარჯები, მლნ ევრო	(200)	(350)	
მათ შორის მანქანის შეძენაზე „A“ კომპანიისაგან, მლნ ევრო	–	(300)	
მოგება გადასახადებამდე, მლნ ევრო	100	50	150

მოგების გადასახადის განაკვეთი, %	30	20	
მოგებაზე გადასახადი, მლნ ევრო	(30)	(10)	(40)
ჯამი სუფთა მოგების, მლნ ევრო	70	40	110

შეგხედოთ, როგორი იქნება გადასახადი ორი კომპანიის მიხედვით, თუ კომპანია „A“ თავის მანქანებს კომპანია „B“-ს მიყიდის საბაზრო ფასების ქვედა ზღვარის მიხედვით მიყიდის, ანუ არა 30000-ად, არამედ 25000 ევროდ (ცხრილი 8.7).

ცხრილი 8.7

კომპანია „A“ და „B“-ს მოგების ანგარიში „A“ კომპანიის მიერ მანქანების საბაზრო ფასების ზედა ზღვრის მიხედვით გაყიდვისას

მოგების ანგარიში	კომპანია „A“-ს ქვეყანა „X“-ში	კომპანია „B“-ს ქვეყანა „Y“-ში	ჯამი ორი კომპანიის მიხედვით
გაყიდვების, მლნ ევრო	250	400	
ხარჯები, მლნ ევრო	(200)	(300)	
მათ შორის მანქანის შეძენაზე „A“ კომპანიისაგან, მლნ ევრო	–	(250)	
მოგება გადასახადებამდე, მლნ ევრო	50	100	150
მოგების გადასახადის განაკვეთი, %	30	20	
მოგებაზე გადასახადი, მლნ ევრო	(15)	(20)	(35)
ჯამი სუფთა მოგების, მლნ ევრო	35	80	115

150 მლნ ევროს მოგება კომპანიებს შორის გადანაწილდა, შედეგად გადასახადების საერთო თანხა

შემცირდა. ამრიგად, თუ ორივე კომპანია გადასახადების **საერთო ჯამის (თანხის)** შემცირებით დაინტერესდება, მეორე ვარიანტი მათთვის უფრო ხელსაყრელია. აღნიშნული მაგალითი გვიჩვენებს, რომ ქვეყანაში, სადაც გადასახადების განაკვეთი უფრო მაღალია, მათი გადასახადის თანხა სხვა თანაბარი პირობებისას, ყოველთვის მეტი არ არის.

პოლიტიკური რისკი არის ქვეყანაში პოლიტიკური სიტუაციის ცვლილების რისკი. იგი მაღალია იქ, სადაც შემოსავლების დონის მიხედვით საზოგადოების პოლარიზაციის ხარისხი მაღალია და კონფისკაციური რეფორმების განხორციელების მომხრე დესტრუქციული ოპოზიცია ძლიერია. პოლიტიკური რისკის გამოვლენის პრაქტიკული ფორმები შეიძლება იყოს:

- უცხოელი ინვესტორებისა და კერძო კომპანიების საკუთრების ექსპროპრიაციისა და ნაციონალიზაციის შესაძლებლობა;

- ომების, ლოკალური კონფლიქტების, რევოლუციების წარმოშობის საშიშროება, რომელთაც კერძო ინვესტორებისა და უცხოელი სახელმწიფოების საკუთრებების ზიანის მომტანება;

- ეროვნული ვალუტის წამყვანი ქვეყნების მტკიცე ვალუტებზე კონვერტაციის შეჩერების შესაძლებლობა.

ავტორიტეტული საერთაშორისო სააგენტოები, ისეთები, როგორებიცაა OPIC, გერმანული სადაზღვევო კომპანია „გერმესი“ და სხვა, პოლიტიკური რისკების დაზღვევით არიან დაკავებული. მაგრამ აღნიშნულის ნებისმიერ რეგიონში განხორციელდება არ შეიძლება (მაგალითად, აფხაზეთში, სერბეთში, ჩეჩნეთში), ხშირად ძალიან ძვირი ღირს (მაგალითად რუსეთში – კონტრაქტის ღირებულების 10%-მდე და უფრო მეტი) და ყოველთვის ეფექტური არ არის, რადგანაც ინვესტორის ყველა დანაკარგებს ვერასდროს გადაფარავს.

სამართლებრივი რისკი არის კანონმდებლობისა და ფორმების ცხოვრებაში გატარების ცვლილებების რისკი. კანონმდებლობის მდგომარეობის განუსაზღვრელობა, მისი სხვადასხვანაირად განმარტებების შესაძლებლობა და ცვლილებები კორუფციის საფუძველს ქმნიან, რამდენადაც სახელმწიფო ხელისუფლების წარმომადგენელი – ჩინოვნიკების სუბიექტურ მიდგომებთან დამოკიდებულებით საინვესტიციო პროექტების ეფექტურობის აღგენენ. აღნიშნული რისკისგან დაცვის საშუალება გარანტიების მიღებაა მაღალ დონეზე, პროექტების განხორციელება სახელმწიფოს (კონცესიის) მონაწილეობით, რაც მხოლოდ გამორჩეული პროექტებისათვის და ინვესტორებისათვის არის შესაძლებელი.

ვალუტის რეპატრაციის შესაძლებლობა. ბევრ ქვეყანაში კანონმდებლობა აშკარა და ფარული ფორმით უცხოელი ინვესტორების დისკრიმინაციისათვის ქმნის პირობებს. მაგალითად, ასეთი სახის აშკარა ზომები ტარდება ისეთ ქვეყნებში, როგორიცაა მექსიკა, კოლუმბია, ბრაზილია, ვენესუელა და სხვა, რომლებიც ეროვნული საწარმოების საწესდებო კაპიტალში არარეზიდენტების წილზე შეზღუდვები არიან.

ზოგიერთ სახელმწიფოში არსებობს პირდაპირი შეზღუდვები გამავალი ფულადი ნაკადების (რეპატრირებადების) სიდიდეზე (მაგალითად, წელიწადში მიღებული მოგების 50%-ზე არაუმეტესი და ა.შ.). კანონმდებლობის სხვა დებულებები შეიძლება იმდენად მკაცრი არ იყოს, მაგრამ ისინიც გარკვეულ პრობლემებს ქმნიან ეროვნული და უცხოური კომპანიების მიერ უცხოეთში ვალუტის გადატანასთან დაკავშირებით. ასეთი მდგომარეობის ჩამოყალიბება, ძირითადად, ნაკარნახევია ორი მოსაზრებით:

- უცხოეთში მტკიცე ვალუტის გადინების აღმოფხვრის მიზნით, ეროვნულ ეკონომიკაში მისი დეფიციტის პირობებში;

• ეროვნული ვალუტის განმტკიცების სურვილით, მისი ოქროსავალუტო რეზერვებით უზრუნველყოფის ამადლებისა და ეროვნულ ეკონომიკაში უცხოური ფულის თავისუფალი მიმოქცევის შეზღუდვის გზით.

მიმდინარე ოპერაციები, ისეთები, როგორიცაა პროცენტების, დივიდენდების გადარიცხვა, კრედიტების მიწოდება და 180 დღემდე ვადით მიღება, ანგარიშსწორებები ექსპორტ-იმპორტის გარიგებებთან მიმართებით და ზოგიერთი სხვა, სამუშაო წესით ხორციელდებიან და სპეციალური ნებართვების მიღებას არ საჭიროებენ.

კაპიტალურ ოპერაციებს მიეკუთვნებიან პირდაპირი და პორტფელური ინვესტიციები და ანგარიშსწორებები გრძელვადიანი კრედიტების მიხედვით. მათზე ქვეყნის ცენტრალური ბანკის მხრიდან ხშირად შეზღუდვები იყო გათვალისწინებული და აღნიშნული გარკვეულ უხერხულობას ქმნიდა, თუმცა ვალუტის უცხოეთში გადინებას ზღუდავდა.

მაგალითი 60:

ტრანსეროვნული კორპორაცია განიხილავს საინვესტიციო პროექტის ქვეყანა „X“-ში დაფინანსების შესაძლებლობას. პროექტის კაპიტალის ღირებულება 15% წლიურის ტოლია. გათვალისწინებული პროექტის ფულადი ნაკადები ცხრილ 8.8-შია წარმოდგენილი

ცხრილი 8.8

საინვესტიციო პროექტის ფულადი ნაკადები, მლნ ლარებში

წელი	ნულოვანი წელი	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი	მეოთხე წელი
მოგება		40	40	40	40
ამორტიზაცია		25	25	25	25
მუშა კაპიტალის ნაზარდი	(20)	(5)			25
კაპიტალური ხარჯები	(100)				
ჯამი FCF	(120)	60	65	65	90

პროექტის NPV 15%-იანი განაკვეთისას ტოლი იქნება:

$$NPV = -120 + \frac{60}{1 + 0,15} + \frac{65}{(1 + 0,15)^2} + \frac{65}{(1 + 0,15)^3} + \frac{90}{(1 + 0,15)^4} = 75,52 \text{ მლნ ლარი.}$$

ნ ლარი.

პროექტი შეიძლება მომგებიანად ჩაითვალოს.

თუმცა, კონკურსის პირობების მიხედვით, კომპანიას არ შეუძლია „X“ ქვეყნიდან მთლიანი ფულადი ნაკადის რეპატრირება მოახდინოს. შესაძლებელია მხოლოდ დივიდენდების მოგების 50%-ის ფარგლებში რეპატრიაცია. ნაკადის დანარჩენი ნაწილი ბლოკირებულია ბანკში და ბლოკირებულ სახსრებზე პროექტის დასრულებამდე დაირიცხება პროექტი წლიური 5%-ის განაკვეთით. პროექტის დასრულების შემდეგ ნაკადის დარჩენილი ნაწილი შეიძლება რეპატრირებული იქნეს.

აღნიშნული პირობები პროექტის თავისუფალი ფულადი ნაკადების ტრანსფორმირებას ახორციელებენ, როგორც ცხრილი 8.9-შია მითითებული:

ცხრილი 8.9

ტრანსფორმირებული ფულადი ნაკადები, მლნ ლარებში

წელი	ნულოვანი წელი	პირველი წელი	მეორე წელი	მესამე წელი	მეოთხე წელი
ბლოკირებული ფონდი წლის დასაწყისში		0	40	47	47,35
პროექტის ფულადი ნაკადი	(120)	60	65	65	90
პროცენტები ბლოკირებული ფონდის მიხედვით		0	2	2,35	2,37
ჯამი დაგროვებული ფულადი ნაკადის		60	67	67,35	92,37
რეპატრირებული ფულადი ნაკადი	(120)	20	20	20	92,37
მოგების 50%					

ბლოკირებული ფონდი წილის ბოლოსათვის		40	47	47,35	0

რეპატრირებული პროექტის NPV 15%-იანი განაკვეთისას ტოლი იქნება:

$$NPV = -120 + \frac{20}{1 + 0,15} + \frac{20}{(1 + 0,15)^2} + \frac{20}{(1 + 0,15)^3} + \frac{92,37}{(1 + 0,15)^4} = -21,52$$

მლნ ლარი.

როგორც ვხედავთ, მითითებული პირობებისას პროექტი ზარალიანია.

დაფინანსების ფორმის სტრუქტურირება. მსოფლიო ფინანსურ პრაქტიკაში ბოლო ორი ათწლეულის განმავლობაში ტენდენცია გახდა დაფინანსების სტრუქტურირებული ფორმების პოპულარულობის განტიცება. დაფინანსების აღნიშნული სახეობა თავისთავში მოიცავს თავისი ტიპის მიხედვით არატრადიციული შემოსავლიანობარისკის პროფილის ფინანსური პროდუქტების და (ან) პროცესების შექმნას, რომელიც გარკვეული ტიპის ინვესტირების მოთხოვნილებებს პასუხობენ.

ამრიგად, აღნიშნული არის არა მასიური, არამედ ინდივიდუალიზებული ფინანსური პროდუქტი, რომელიც დასახული კატეგორიის დაფინანსების მონაწილეების საჭიროებისათვის სპეციალურადაა შექმნილი და დარეგულირებული.

სტრუქტურირებული ფინანსური პროდუქტების სახეობები. დაფინანსების სტრუქტურირებული ფორმები თავისთავში მოიცავენ შემდეგ ყველაზე უფრო პოპულარულ ნაირსახეობებს:

- აუტსორსინგი;

- ობლიგაციები, რომლებიც ვალით არის უზრუნველყოფილი (CDO);

- სტრუქტურირებული ნოტები (equity linked structured notes, credit linked structured noted, interest rates linked structured notes, insurance linked structured notes);

- საპროექტო დაფინანსება, მათ შორის სქემები სახელმწიფოს გათვალისწინებით;

- ბერკეტული ღიზინგი;

- ბერკეტული გამოსყიდვა (LBO, MBO).

აუტსორსინგი და სეკიურიტიზაცია. აუტსორსინგი არის კომპანიის მიერ რომელიმე პროცესის (ფუნქციის, სამუშაოს) ან მისი ნაწილის სხვა ორგანიზაციისთვის (ხშირად სპეციალურად შექმნილი კომპანიის სპეციალური ქვედანაყოფი, SPV – Special purpose vehicle) გადაცემა. მოცემულ შემთხვევაში ასეთ პროცესს ფინანსური აქტივების მართვა (ჩვეულებრივად დებიტორული დავალიანებების) წარმოადგენს. კომპანიის განკარგულებაში არსებული დებიტორული დავალიანების ქვეშ იგი სავალო ფასიან ქაღალდებს გამოუშვებს, რომლებიც შესაძლებლობას იძლევიან დებიტორული დავალიანების დაფარვის დაცდის გარეშე, საჭირო სახსრები მაშინათვე მოიზიდონ. აღნიშნულ პროცესს **აქტივების სეკიურიტიზაციას** უწოდებენ, რომელიც, თავისთავად, გულისხმობს ფინანსური პროდუქტების (ფასიანი ქაღალდების) შექმნას, რომლებიც კომპანიაში ბუნებრივად წარმოქმნილი (asset backed securities – ABS) ფინანსური (სეკიურიტიზებული) აქტივების თანხით არის უზრუნველყოფილი.

აუტსორსინგისა და გამოშვება ABS-ის უპირატესობები. ასეთ უპირატესობებს მიეკუთვნებიან:

- მენეჯმენტის მოტივაციის ამაღლება აქტივების ეფექტურად მართვაზე, სქემის გამჭვირვალობა;

- კომპანიის მიერ ფულის სწრაფად მიღება – ლიკვიდობის ამაღლება;

- დაფინანსების წყაროების დივერსიფიკაცია;

- დაფინანსების უფრო დაბალი ღირებულება, რადგანაც SPV-ს ნდობის ამაღლებასთან მიმართებით, დამატებითი ღონისძიებების ნებისმიერი მოცულობით უზრუნველყოფის მიწოდების გამო რეგულირებადი საკრედიტო რეიტინგი გააჩნია.

რეგულირებადი რეიტინგი. ბოლო მოსაზრება დაკავშირებულია იმასთან, რომ, როგორც ცნობილია, ტრადიციულ ფინანსურ პროდუქტებს იგივე რეიტინგი გააჩნიათ, რაც მათი კორპორაციის მიერ გამოშვებულ ფინანსურ პროდუქტებს. ABS-სთვის რეიტინგის რეგულირება „ნდობის ამაღლების“ (credit enhance) შემდეგი ღონისძიებითაა შესაძლებელი:

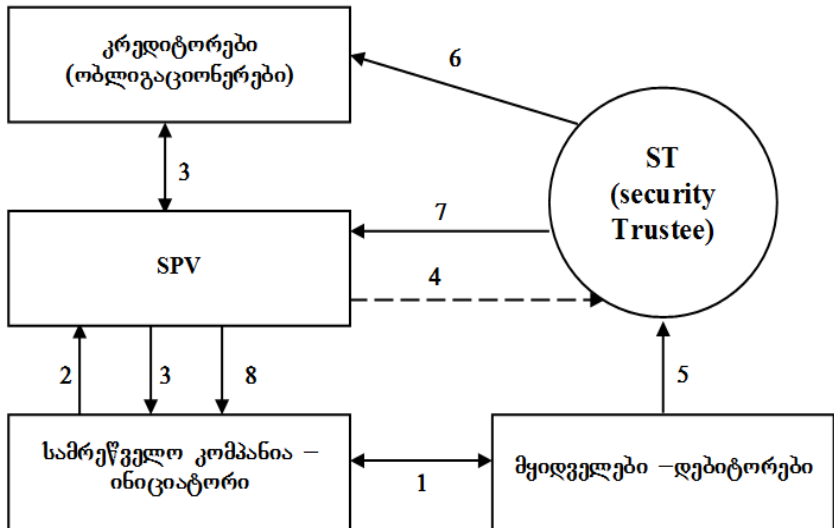
- სპონსორებისა და მესამე პირებისაგან დამატებითი გარანტიების მიღება ობლიგაციების მფლობელებზე გადახდებთან მიმართებით სეკიურიტიზებული აქტივებისაგან ფულადი ნაკადების შემცირების შემთხვევაში;

- ჭარბი უზრუნველყოფა (overcollateralization) – ABS გამოშვების მოცულობის რეგულირება უზრუნველყოფის მოცულობისადმი მიმართებაში;

- ABC-ის რეიტინგის მიხედვით სხვადასხვა კლასებად დანაწევრება.

რეიტინგის არჩევა დაკავშირებულია დილემასთან: მისი გადიდება ნიშნავს საპროცენტო განაკვეთის შემცირებას, მაგრამ დანახარჯების ზრდა კი – ნდობის ამაღლებას. ამრიგად, კომპანია ABS-სთვის ოპტიმალურ რეიტინგს თვითონ ირჩევს, რომელიც დანახარჯების საერთო თანხის მინიმიზირებადია.

გამოშვება ABS-ის ტიპური ვარიანტი ნახაზ 8.2-ზეა წარმოდგენილი.



ნახაზი 8.2. გამოშვება ABS-ის სქემა

განმარტებები:

- 1 – დებიტორული დავალიანების წარმოქმნა;
- 2 – დებიტორული დავალიანების გაყიდვა ოფშორულ SPV-ზე;
- 3 – ABS-ის გაყიდვა და დებიტორული დავალიანების შეძენა;
- 4 – დებიტორული დავალიანების შთ (დაქვემდებარებულ ფინანსურ სტრუქტურაზე) მართვაში (გირაოში) გადაცემა;
- 5 – მყიდველების მიერ დავალიანების გადახდა;
- 6 – ანგარიშსწორება ობლიგაციების მფლობელებთან;
- 7 – ანგარიშსწორება SPV-სთან;
- 8 – დეპოზიტური დავალიანების შემდეგი პორციის შეძენა და ა.შ.

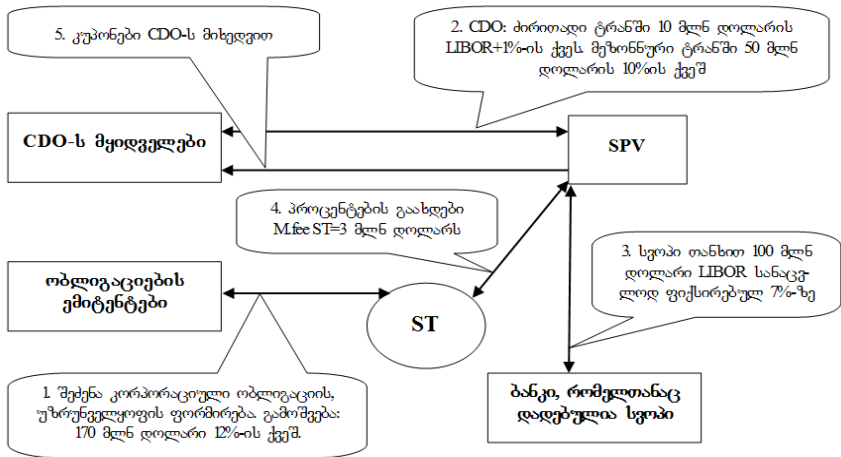
სეკიურიტიზაციის სქემების ნაირსახეობად შეიძლება იპოთეკური დაკრედიტება ჩაითვალოს. სეკიურიტიზებული აქტივების ფული რისკის დივერსიფიცირების შესაძლებლობას

იძლევა, რაც გამოსაშვები ობლიგაციების უზრუნველყოფას საკმარისად საიმედოს ხდის. მაგრამ ასეთი სქემების ნაკლოვანება ისაა, რომ დივერსიფიკაციის მეშვეობით დაზღვევას მხოლოდ არასისტემატური რისკები ექვემდებარებიან. მთლიანი პორტფელის მიხედვით, სიტუაციის სისტემური გაუარესების წარმოშობის დებიტორული დავალიანების ხარისხი შეიძლება მკვეთრად გაუარესდეს და ამან ობლიგაციების ბაზარზე ჩამოზავებამდე მიგვიყვანოს.

ობლიგაციები, უზრუნველყოფილი ვალით (CDO). კომპანიის მფლობელობაში არსებული აქტივების სეკიურიტიზაციის იდეის ლოგიკური გაგრძელება გახდა **ვალით უზრუნველყოფილი ობლიგაციების გამოშვება – CDO** (collateralized debt obligations). ფულით უზრუნველყოფილი ფინანსური (სეკიურიტიზებული) აქტივებისაგან (ABS) ისინი იმით გასხვავდებიან, რომ მათი გამოშვება სავალო აქტივების დივერსიფიცირებული პორტფელის სახით ხელოვნურადაა უზრუნველყოფილი. პროდუქტი კომპანიაში ბუნებრივი გზით არ წარმოიშობა, არამედ მიზანმიმართულად შეიძინება, მოაქვს შემოსავალი და ვალის უზრუნველყოფას ემსახურება.

ამრიგად, CDO-ის სტრუქტურირებული ფინანსური პროდუქტი, რომელშიც ცალკეული იურიდიული პირი (SPV) უშვებს ობლიგაციებს (ბონდებს, ნოტებს), და რომლებიც აღნიშნული მიზნებისათვის სპეციალურად შექმნილი და სავალო აქტივების (ობლიგაციები, საბანკო კრედიტები) ფულით არის უზრუნველყოფილი.

ასეთი სახის ობლიგაციების კაპიტალის არაეფექტურ ბაზარზე გამოშვება შეიძლება კომპანიისათვის არბიტრაჟული მოგების კარგი წყარო გახდეს (ნახაზე 8.3).



ნახაზი 8.3. CDO-ს გამოშვების სქემა (წყარო : Fabocci, 2009)

ახსნები: მოგება არბიტრაჟული ოპერაციებიდან:

- $170 \times 12\% = 20,4$ მლნ დოლარს – შემოსავალი უზრუნველყოფის ობლიგაციისაგან;
- 3 მლნ დოლარი – management fee და ა.შ.;
- $100(\text{LIBOR} + 1\%) - 50 \text{ დოლარი} \times 10\% = -100\text{LIBOR} - 6$ მლნ დოლარი – კუპონების გადახდა CDO-ს მიხედვით;
- $+100(\text{LIBOR} - 7\%) = +100\text{LIBOR} - 7$ მლნ დოლარი – ნაკადები SWAP ოპერაციების მიხედვით;
- ჯამი – $20,4 - 3 - 100\text{LIBOR} - 6 + 100\text{LIBOR} - 7 = 4,4$ მლნ დოლარი.

ამრიგად, ფირმამ განახორციელა საკუთარი სახსრების ინვესტირება $170 - 150 = 20$ მლნ დოლარის და აღნიშნულ თანხაზე მიიღო 4,4 მლნ დოლარის შემოსავალი, ანუ წლიური 22%.

საერთაშორისო პრაქტიკაში პროექტების დაფინანსების ხერხები – პირდაპირი და საპროექტო დაფინანსება. საერთაშორისო პრაქტიკაში საინვესტიციო პროექტის დაფინანსებისათვის ნასესხები კაპიტალის მოზიდვის ორი ძირითადი ხერხი არსებობს:

- კორპორაცია – ინვესტორის პირდაპირი დაფინანსება (direct conventional financing);

- საპროექტო დაფინანსება (project financing).

კორპორაციის პირდაპირი დაფინანსება ეწოდება ეკონომიკურად სასარგებლო ან მოქმედ საწარმოში (საწარმო-ინიციატორი) ინტეგრირებული პროექტების დაფინანსებისათვის ფონდების აკუმულირებას. ვალის ძირითად უზრუნველყოფას **კორპორაცია-მსესხებლის** (პროექტის ინიციატორის) **აქტივები** წარმოადგენენ.

საპროექტო დაფინანსება არის ეკონომიკურად სასარგებლო პროექტების დაფინანსებისათვის ფონდების აკუმულირება. ვალის ძირითად უზრუნველყოფას წარმოადგენს **პროექტის ფულადი ნაკადები** (დამატებითი უზრუნველყოფის სახით გამოიყენება კომპანიის აქტივები, რომელიც პროექტის განსახორციელებლად არის შექმნილი). პროექტის რისკი მის მონაწილეებს შორის (შეზღუდული რეგრესი) იყოფა: მეიჯარე და მისი გარანტები თავისთავზე იღებენ ვალდებულებებს საჯარო სამუშაოების ვადებზე, ღირებულებასა და ხარისხზე ; მომწოდებლები – მიწოდების ვადების, რაოდენობისა და ხარისხის მიხედვით; მყიდველები – დროული გადახდის მიხედვით და ა.შ. მთლიანი რეგრესი ერთადერთ მონაწილეზე (ინიციატორზე) დროის გარკვეული მომენტიდან არ არსებობს.

საპროექტო დაფინანსების ძირითადი თვისებებია:

- პროექტი ეკონომიკურად ინვესტორისაგან გამოცალკევებულია, ჩვეულებრივად, იგი იურიდიულადაც გამოიყოფა (იქმნება საპროექტო კომპანია, ან SPV (ნახაზი 8.4);

- საპროექტო დაფინანსება ხორციელდება, ძირითადად, ვალის ხარჯზე, რომელიც პროექტში ინვესტირებული კაპიტალის 90%-მდე სიდიდეს შეადგენს;

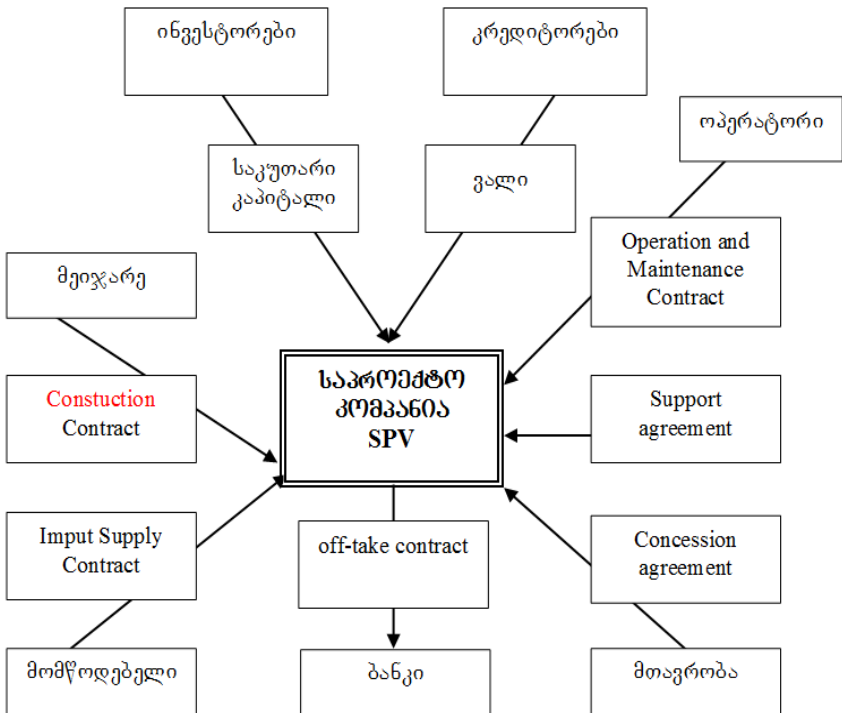
- პროექტის ვალი სპონსორების სხვა ვალდებულებებისგან გამოყოფილია (შეზღუდული რეგრესი ან რეგრესის არარსებობა). აღნიშნული არის არასაბალანსო

დაფინანსება, ანუ ანგარიშგებაში საკუთარი ინვესტიციების ასახვისათვის პროექტში სპონსორები საკუთარი კაპიტალის მეთოდს იყენებენ (როგორც ცნობილია, ამისათვის არაუმცირესი 50%-ის მონაწილეობაა საჭირო), და პროექტის ბალანსი არ კონსოლიდირდება სპონსორის ბალანსთან. სპონსორსა და პროექტს შორის ასევე საგადასახადო ვალდებულებებიცაა დაყოფილი (ამისათვის 80%-მდე მონაწილეობა არის საჭირო).

ვალის ძირითადი უზრუნველყოფა არის ფულადი ნაკადები, რომლებიც სპონსორების ვალდებულებებით და საპროექტო კომპანიის აქტივებითაა გარანტირებული. კრედიტუნარიანობის საჭირო დონე მხარდაჭერილია სპონსორების ურთიერთსახელშეკრულებო ვალდებულებების „ობობის ქსელის“ ხარჯზე.

საპროექტო დაფინანსების უპირატესობებია: პოტენციურად, აღნიშნულ პროექტს შეუძლია კაპიტალის უფრო მნიშვნელოვანი თანხების აკუმულირების მოხდენა; პროექტს შეიძლება ჰქონდეს უკეთესი საგადასახადო სტატუსი და (ან) საკრედიტო რეიტინგი, ვიდრე მის პარტნიორებს; საპროექტო დაფინანსება შესაძლებლობას იძლევა სპონსორების რეპუტაცია გამოეოს პროექტის რეპუტაციისაგან, სპონსორს პროექტიდან „ოფციონი გასვლაზე“ მიეცეს, ანუ მისი პასუხისმგებლობა საპროექტო ვალის მიხედვით შეიზღუდოს; პროექტი შეიძლება უფრო „გამჭვირვალე“ აღმოჩნდეს ფულად ნაკადზე მისი კონტროლის თვალსაზრისით.

საპროექტო დაფინანსების ძირითადი უარყოფითი მხარე დაფინანსების სქემის გართულებაში მდგომარეობს: იგი დეტალურ იურიდიულ დამუშავებას და პროექტის სტეიკჰოლდერების (მონაწილეების) ურთიერთობებში ყველა ნიუანსის გათვალისწინებას მოითხოვს; მას დიდი ორგანიზაციული დანახარჯების გაწევა სჭირდება.



ნახაზი 8.4. კონტრაქტების ძირითადი ტიპები, რომლებიც დაიდება საპროექტო დაფინანსებაში და კრედიტორს უზრუნველყოფის სახით წარედგინება.

საპროექტო ვალის დაფარვის შკალა. ვალის დაფარვის შკალა უნდა იყოს მდგრადი საწარმოო-ინვესტორის ფულადი ნაკადებისადმი (კორპორაციის პირდაპირი დაფინანსების შემთხვევაში) ან პროექტისადმი მიმართებაში (საპროექტო დაფინანსების შემთხვევაში) დროის თითოეულ პერიოდში.

ვალის დაფარვის მდგრადი შკალის შეფასებისათვის პრაქტიკაში გამოყენებულია ძირითადი მაჩვენებლები:

- პროცენტული გადაფარვა (interest coverage ratio, ICR):

$$ICR = \frac{EBIT}{I},$$

სადაც: EBIT არის მოგება გადასახადებისა და პროცენტების გადახდამდე;

I – პროცენტული გადახდები დროის განსახილველ პერიოდში.

• ვალის მომსახურების კოეფიციენტი (debt service ratio, DSR):

$$DSR = \frac{EBITDA}{I + PR / (1 - T)}$$

სადაც: EBITDA არის მოგება გადასახადებამდე პროცენტები და ამორტიზაციამდე;

PR – პრინციპალი განსახილველ პერიოდში გადასახდელი;

T – მოგებაზე გადასახადის განაკვეთი.

• ვალის მიხედვით გადახდების გადაფარვის კოეფიციენტი (debt service coverage ratio, DSCR):

$$DSCR = \frac{NI + I + DP}{PR + 1},$$

სადაც: NI არის სუფთა მოგება;

DP – ამორტიზაცია განსახილველ პერიოდში.

მაგალითი 61:

საინვესტიციო პროექტის 2014 წლის ბიუჯეტი მოიცავს შემდეგ მონაცემებს (ცხრილი 8.10).

ცხრილი 8.10

საინვესტიციო პროექტის 2014 წლის ბიუჯეტი

მაჩვენებელი	მნიშვნელობა, მლნ ლარებში
გაყიდვების მოცულობა	2000
რეალიზებული საქონლის ღირებულება, გადატანილი ხარჯებზე	(1000)
ჯამი მთლიანი მარუა	1000

ამორტიზაცია (DP)	(200)
კომერციული, ადმინისტრაციული და მმართველობითი ხარჯები	(200)
ჯამი მოგება გადასახადებისა და პროცენტების გადახდამდე	600
პროცენტული გადახდები (I)	(100)
ჯამი მოგება გადახდებამდე	500
მოგების გადასახადი (25%)	(125)
სუფთა მოგება (NI)	375

აღნიშნულ წელს 200 მლნ ლარის ოდენობის ვალის გადახდა არის გათვალისწინებული. მოვიძიოთ დაფარვის შკალის ხარისხის მაჩვენებლები.

ამოხსნა:

- პროცენტული გადაფარვა (interest coverage ratio, ICR):

$$ICR = \frac{EBIT}{I} = \frac{600}{100} = 6.$$

- ვალის მომსახურების კოეფიციენტი (debt service ratio, DSR):

$$DSR = \frac{EBITDA}{I + PR / (1 - T)} = \frac{600 + 200}{100 + 200 / (1 - 0,25)} = 2,45.$$

- ვალის მიხედვით გადახდების გადაფარვის კოეფიციენტი (debt service coverage ratio, DSCR):

$$DSCR = \frac{NI + I + DP}{PR + I} = \frac{375 + 200 + 200}{200 + 100} = 2,58.$$

პროექტები სახელმწიფოს მონაწილეობით. ხშირად პროექტებში (საკუთარი ან ნასესხების სახით) სახელმწიფოს კაპიტალი მონაწილეობს. თეორია გვეუბნება, რომ სახელმწიფოს პირდაპირი მხარდაჭერა შეიძლება მისაღები იქნეს ისეთ დარგებში, როგორიცაა გზების მშენებლობა, ჯანდაცვა, თავდაცვა და წესრიგის დაცვა, განათლება და კულტურა.

სახელმწიფო , სამთავრობო ან მუნიციპალური ორგანოების სახით, შეიძლება პროექტში და (ან) ბიზნესში როგორც აქციონერი, კრედიტორი, გარანტი, პარტნიორი (სპონსორი) გამოვიდეს. ეს უკანასკნელი ყველაზე ეფექტურად ითვლება.

BOT („აშენე, ისარგებლე, გადაეცი“ – „build - operate - transfer“). კერძო სახელმწიფოებრივი პარტნიორობის (კონცესიის) მოდელი ხშირად აღნიშნული პრინციპის მიხედვით იგება:

- კერძო კომპანია ან კომპანიათა ჯგუფი კონკრეტულ საფუძველზე სახელმწიფოებრივი ობიექტის განვითარებასა და ექსპლუატაციაზე იღებს უფლებამოსილებას;
- იგი ქმნის საპროექტო კომპანიას და დაინტერესებულ ფინანსურ ინსტიტუტებთან ერთად დაფინანსების სტრუქტურირებას ახორციელებს;
- მიღებულ ფულით ობიექტი დასრულდება, კონკურსის პირობების შესაბამისად, ექსპლუატაციაში შევა;
- შემდგ გარკვეული დროით მისი ექსპლუატაცია ხორციელდება და პროექტის კერძო სპონსორები მისგან შემოსავლებს იღებენ;
- ხელშეკრულების მოქმედების ვადის დასრულებისას, ობიექტი სახელმწიფოს გადაეცემა.

კერძო-სახელმწიფოებრივი პარტნიორობის სქემა ნახაზი 8.5-ზეა ნაჩვენები.

კონცესიური შეთანხმებების სარგებლიანობა. BOT-ის სარგებლიანობა სახელმწიფოსათვის მდგომარეობის იმაში, რომ იგი საბიუჯეტო სახსრების ეკონომიას უფრო სოციალური მნიშვნელოვანებისათვის აკეთებს ,მაგრამ, შეიძლება კომერციულად ნაკლებად მიმზიდველი პროექტი იყოს და კერძო სექტორისათვის დამახასიათებელ ბიზნესს განხორციელების უფრო ეფექტური ხერხის გამოყენების შესაძლებლობა გააჩნდეს.

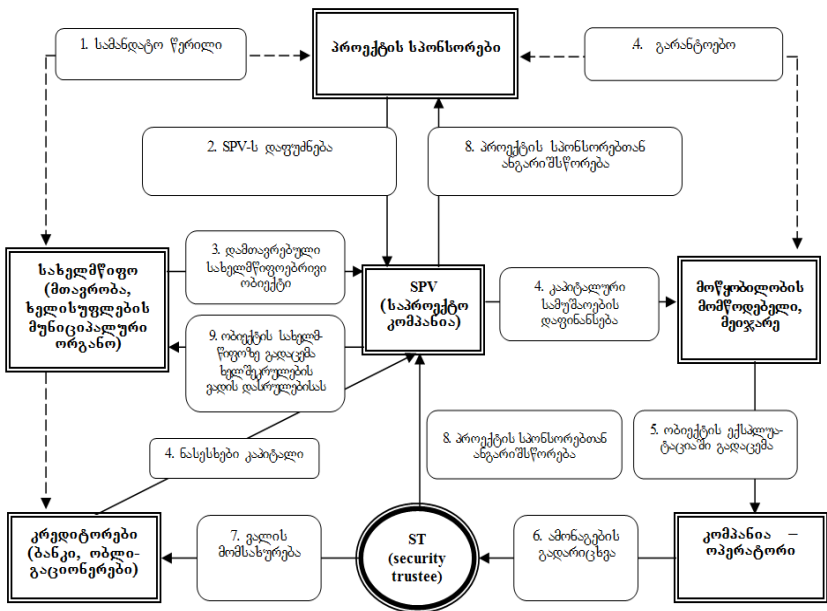
BOT-ის სარგებლიანობა კერძო პარტნიორისათვის უნიკალური და საზოგადოებისათვის აუცილებელი ობიექტის შემოსავლებზე საკმაოდ მნიშვნელოვანი დროის განმავლობაში მონოპოლიურ უფლებაში მდგომარეობს.

საზოგადოებრივი სარგებელი გამოიხატება იმით, რომ საზოგადოებრივად აუცილებელი ობიექტი შენდება სწრაფად და დამატებითი დანახარჯების გარეშე ; მაგრამ მონაწილეთა უფლებების განაწილებისას კორუფციის სახით ნეგატიური ეფექტიც არის შესაძლებელი.

პროდუქციის დაყოფის შესახებ შეთანხმებები. პარტნიორული ურთიერთქმედების კიდევ ერთი ვარიანტი სახელმწიფოსა და კერძო ბიზნესს შორის პროდუქციის დაყოფის შესახებ (CPN, production sharing) შეთანხმებაა.

CPN არის ხელშეკრულება, რომლის შესაბამისად სახელმწიფო შესაძლო საფუძველზე და გარკვეული ვადით გადასცემს განსაკუთრებულ უფლებებს ინვესტორს წიაღისეულის არსებობის გარკვეულ მონაკვეთზე, მინერალური ნედლეულის მოძიებაზე, გამოკვლევასა და მოპოვებაზე, ხოლო ინვესტორი იღებს ვალდებულებას , აღნიშნული სამუშაოები თავისი ხარჯით და საკუთარი რისკით განახორციელოს. შეთანხმებაში მითითებული იქნება შეთანხმების მხარეებს შორის ყველა განსაკუთრებული პირობა და წარმოებული პროდუქციის დაყოფის წესი.

სქემის მოქნილობა, ერთი მხრივ, სახელმწიფოსა და კერძო ბიზნესის ინტერესების გონივრული აღრიცხვის შესაძლებლობას ქმნის, რამდენადაც სასარგებლო წიაღისეულების ადგილწარმოშობა ძალიან განსხვავდება ერთმანეთისაგან და ამიტომ ინვესტორებისათვის სხვადასხვა მიმზიდველობა გააჩნია. მეორე მხრივ, აღნიშნული მოქნილობა და ადაპტირებადობა შეიძლება ბოროტმოქმედებისა და კორუფციის წყაროებად გადაიქცნენ.



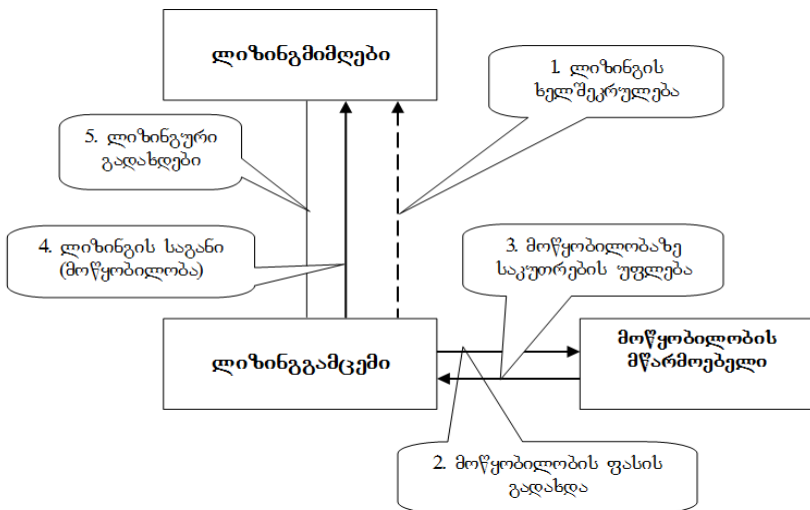
ნახაზი 8.5. კერძო სახელმწიფოებრივი პარტნიორობის (კონცესიის) სქემა BOT მოდელის მიხედვით

კრედიტი თუ ლიზინგი? ლიზინგი, როგორც კრედიტის ალტერნატივა. ლიზინგის ბერკეტის და ბერკეტებზე ვარიანტები. საინვესტიციო პროექტების დაფინანსებისას კრედიტის ალტერნატივას წარმოადგენს ლიზინგი (არენდა). კანონის მიხედვით, **ლიზინგი** არის პროექტის ან ბიზნესის დაფინანსების ხერხი, რომლის დროსაც არენდაგამცემი (ანუ ლიზინგგამცემი) იღებს ვალდებულებას მის მიერ განსაზღვრული გამყიდველისაგან საკუთრებაში შეიძინოს არენდატორის (ანუ ლიზინგმიმღები) მიერ მითითებული ქონება და აღნიშნული ქონების ფასების საფუძველზე, დროებით მფლობელობასა და დამოუკიდებლობის ლიზინგმიმღებს გადასცეს. ლიზინგის ხელშეკრულებით შეიძლება, ასევე, გათვალისწინებული იქნეს, რომ გამყიდველისა და შესაძენი ქონების არჩევა ლიზინგმიმღების მიერ ხორციელდება.

ამრიგად, პროექტის აქტივების დაფინანსება მათ შეძენაზე ფულის მიწოდებით კი არა, არამედ თვით აღნიშნული აქციების დროებით სარგებლობაში გადაცემით ხდება.

ლიზინგი იყოფა ბერეკტარეშედ და ბერეკტიანად, აგრეთვე, ფინანსურად (კაპიტალურ) ან საოპერაციოდ (ჰეშმარიტი, ნამდვილი).

ბერეკტარეშე ლიზინგი არის არენდა, რომლის დროსაც ქონების შეძენა (ლიზინგის საგანი) ლიზინგამცემის საკუთარი სახსრების ხარჯზე ხდება (ნახაზი 8.6).



ნახაზი 8.6. ბერეკტარეშე ლიზინგი

ბერეკტიანი ლიზინგი (leveraged leasing) არის არენდა, რომლის დროსაც მოწყობილობის შესაძენად ლიზინგამცემი ბანკის სახსრებს იზიდავს (ნახაზი 8.7). ხშირად ლიზინგური კომპანია ბანკის შვილობილ სტრუქტურას წარმოადგენს და თავისთავად, ამრიგად, აღნიშნული ბანკის იურიდიულად გამოყოფილი ბიზნესია.

კაპიტალური, ან ფინანსური ლიზინგისას – მოწყობილობა, რომელიც ლიზინგშია აღებული, ლიზინგმიმღების ბალანსზე აღირიცხება, ანუ არენდაგამცემს წარმოიქმნება აქტივებიც (არენდაში გაცემული ქონება) და ვალდებულებაც (ფინანსური ლიზინგის მიხედვით). ლიზინგური გადასახადი მოგებისა და ზარალის ანგარიშზე დაიყოფა აქტივების ამორტიზაციაზე და ვალდებულებების მიხედვით პროცენტების გადახდაზე. რუსეთის კანონმდებლობის მიხედვით, ლიზინგი **დაჩქარებული ამორტიზაციის** (კოეფიციენტი 3) განხორციელებას ითვალისწინებს.

ფინანსური ლიზინგის ნიშანთვისებები:

- ლიზინგის ხელშეკრულების დასრულებისას ხდება საკუთრების გადაცემა ან არენდატორის წინაშე ლიზინგის საგნის გამოსყიდვის ვალდებულება წარმოიშობა;
- ლიზინგის ვადა არის, როგორც მინიმუმ, აქტივის სიცოცხლისუნარიანობის ვადის 75%;
- ლიზინგური გადახდების PV არის აქტივების სამართლიანი ფასეულობის (როგორც მინიმუმ) 90%. ლიზინგური გადახდების დისკონტირებისათვის გამოყენებადი დისკონტის განაკვეთი, ლიზინგმიმღების დაკრედიტების განაკვეთს წარმოადგენს.

თავისი არსით, **ფინანსური ლიზინგი** – თავისთავად, მოწყობილობას გრძელვადიან კრედიტში შეძენას გულისხმობს, ამიტომ გასაკვირი არ არის, რომ ლიზინგის ხელშეკრულების დასრულების შემდეგ ქონების (ხელშეკრულების საგანი) გამოისყიდვა (ხშირად სიმბოლურ ფასებში) ხდება.

მაგალითი 62:

კომპანიას მოწყობილობის ლიზინგში მიღებას სთავაზობენ ხუთი წლის ვადით. აღნიშნული ვადის განმავლობაში მოწყობილობა მთლიანად იქნება ამორტიზებული და ლიზინგმიმღებზეც გადაეცემა ნულთან

მიახლოებული ფასით. ყოველწლიური საავანსო გადახდა ლიზინგის მიხედვით შეადგენს 1000 ათ. ლარს. საწყისი ავანსური გადასახადი ყოველწლიური ლიზინგური გადახდის 1,5-ის ტოლია.

მოწყობილობის ღირებულება – 4000 ათ. ლარის ტოლია, ამორტიზაცია – ხაზოვანია. როგორია გადასახადებური ლიზინგის ღირებულება? დღგ-ისა და ქონებაზე გადასახადი შეიძლება უგულებელყოფილი იქნეს. მოგებაზე გადასახადის განაკვეთი – 24%-ია.

ამოხსნა:

გავიანგარიშოთ ყოველწლიური „საგადასახადო ფასი“ მოწყობილობის ამორტიზაციაზე.

მოწყობილობა 4000 ათ. ლარის ღირებულებით ამორტიზირდება ხაზობრივი კანონით ხუთი წლის განმავლობაში და, აქედან გამომდინარე, წლის განმავლობაში დაირიცხება ცვეთა (4000 ათ. ლარი : 5 წელზე) = 800 ათ. ლარს. „საგადასახადო ფასი“ აღნიშნულ თანხაზე შეადგენს 24%-ს 800 ათ. ლარიდან, ანუ 192 ათ. ლარს.

გავიანგარიშოთ ფულადი ნაკადები, რომლებიც დაკავშირებულია მოწყობილობის შეძენასთან, მის ლიზინგთან და მეორე ნაკადიდან პირველის გამოქვითვასთან. მივიღებთ დიფერენცირებულ ნაკადს (ცხრილი 8.11).

აღნიშნული ნაკადის IRR (შემოსავლიანობის შიდა განაკვეთი) ტოლია 14,22% წლიურის. სწორედ ეს იქნება ლიზინგის გადასახად-დაბეგვრის შემდგომი ღირებულება. ამრიგად, თუ მაგალითად, მოცემულ კომპანიისათვის მოწყობილობის კრედიტში წლიურ 15%-იანი განაკვეთით შეძენა მიღწევადია, კრედიტი იქნება უფრო მისაღები, რადგანაც:

$$\begin{aligned} \text{IRR}_{\text{ACF}} &> R_d \times (1 - T) = \\ &= 15\% \times (1 - 0,24) = \\ &= 11,4\% \text{ წლიურს.} \end{aligned}$$

ცხრილი 8.11

დიფერენცირებული ფულადი ნაკადი

წელი	ნულოვანი	პირველი	მეორე	მესამე	მეოთხე	მეხუთე
ფულადი ნაკადი, დაკავშირებული შემენასთან						
მოწყობილობის შემენა	(4 000)					
ამორტიზაცია		192	192	192	192	192
ჯამი CF	(4 000)	192	192	192	192	192
ფულადი ნაკადი, დაკავშირებული შემენასთან						
გადახდა ლიზინგის მიხედვით	(1 500)	(1 000)	(1 000)	(1 000)	(1 000)	0
საგადასახადო ფარი არენდულ გადახდაზე	360	240	240	240	240	0
ჯამი CF	(1 140)	(760)	(760)	(760)	(760)	0
დიფერენციალური ფულადი ნაკადი	2 860	(952)	(952)	(952)	(952)	(192)

8.3. ტესტები:

1. სუფთა დაყვანილ ღირებულებებზე (NPV) ზემოქმედი ძირითადი პარამეტრებია:
 - ა) გაყიდვების მოცულობა, კაპიტალური დანახარჯები, გადასახადის ეფექტური განაკვეთი
 - ბ) კაპიტალური დანახარჯები, საოპერაციო ხარჯები, პროექტის სიცოცხლისუნარიანობის ვადა

გ) გადასახადის ეფექტური განაკვეთი, პროექტის სიცოცხლისუნარიანობის

ვალა, კაპიტალის ღირებულება გაყიდვების მოცულობა, კაპიტალური

დანახარჯები, საოპერაციო ხარჯები,

ვ) გადასახადის ეფექტური განაკვეთი, პროექტის სიცოცხლისუნარიანობის ვალა, კაპიტალის ღირებულება.

დ)

2. საერთაშორისო ბაზარზე კომპანიის საქმიანობის ძირითადი ფაქტორები:

ა) ოპერაციების ხარისხი, საკუთრების ფლობა, კაპიტალის ბაზარი

ბ) საკუთრების ფლობა, კაპიტალის ბაზარი, ფინანსური რისკები

გ) ოპერაციების ხარისხი, საკუთრების ფლობა, კაპიტალის ბაზარი,

ფინანსური რისკები

დ) კაპიტალის ბაზარი, ფინანსური რისკები, საკუთრების ფლობა.

ე)

3. სავალუტო ბაზარი არის:

ა) უცხოური ვალუტის ყიდვისა და გაყიდვის ბაზარი

ბ) უცხოური ვალუტის გაყიდვის ბაზარი

გ) უცხოური ვალუტის შეძენის ბაზარი

დ) უცხოური ვალუტის კონვერტირების ბაზარი.

ა)

4. ჩველებრივად, ბაზრის მონაწილე ბანკს შემდეგი სახის კოტირება:

ა) პირველი, რომლის მიხედვით ბანკი თანახმაა შეიძინოს ვალუტა

ბ) მეორე, რომლის მიხედვით ბანკი თანახმაა გაყიდოს ვალუტა

გ) პირველი – ვალუტის შესაძენად, მეორე – ვალუტის გასაყიდად

დ) კურსი ეროვნულ ვალუტასთან მიმართებით.

ე)

5. განაკვეთი „სპორტი“ ითვალისწინებს:

ა) ვალუტის იმავდროულ მყისიერ მიწოდებას

ბ) ვალუტის მიწოდებას მეორე დღეს

გ) ვალუტის მიწოდებას მესამე დღეს

დ) ვალუტის მიწოდებას მეოთხე დღეს.

ა)

6. განაკვეთი „ფორგარდი“ ითვალისწინებს:

ა) ვალუტის მყისიერად მიწოდებას

ბ) ვალუტის შეთანხმებულ დროში მომავალში მიწოდებას

გ) ვალუტის არსებობის პირობებში მიწოდებას

დ) ვალუტის დადგენილი კურსით მიწოდებას.

ბ)

7. მსყიდველობითი შესაძლებლობის პარიტეტის თეორია ერთმანეთს

აკავშირებს სხვადასხვა ვალუტის ინფლაციის დონეს:

ა) ეროვნული ვალუტის კურსთან

ბ) უცხოურ ვალუტის კურსთან

გ) მათი კურსების დინამიკასთან

დ) აშშ დოლარის კურსთან.

ე)

8. პოლიტიკური რისკი არის:

ა) ქვეყანაში პოლიტიკური სიტუაციის ცვლილების რისკი

ბ) ქვეყანაში საომარ მოქმედებასთან დაკავშირებული რისკი

გ) ქვეყანაში კონფლიქტებთან დაკავშირებული რისკი

დ) ქვეყნის ორ წამყვან პარტიებს შორის სიტუაციების ცვლილების რისკი.

ა)

ლექცია 9. ბიზნესის შეფასების მიდგომები და მეთოდები

9.1. ბიზნესის შეფასების ძირითადი ცნებები და განსაზღვრები

ბიზნესის შეფასების საგანი. იმისათვის, რომ გაგერკვეთ, თუ რას ვგულისხმობთ ბიზნესის შეფასებაში, უნდა განვიხილოთ ოთხი ძირითადი საკითხი:

- რისთვის არის საჭირო ბიზნესის შეფასება?
- ვინ ახორციელებს ბიზნესის შეფასებას?
- რა წარმოადგენს შეფასების საგანს?
- როგორ ხორციელდება ბიზნესის შეფასება?

რისთვის არის საჭირო ბიზნესის შეფასება? ბიზნესის შეფასება მხოლოდ გადაწყვეტილების შერჩევისა და მიღებისთვის არის საჭირო და აქედან გამომდინარე, სინამდვილეში, შეფასება არის აღნიშნული გადაწყვეტილების უმნიშვნელოვანესი ნაწილი: მისი მიღების პროცესში განისაზღვრება ამა თუ იმ გადაწყვეტილების შედეგები. შეფასება საჭიროა, რომ შეწონილი, ეკონომიკურად სასარგებლო გადაწყვეტილებები მივიღოთ.

ვინ ახორციელებს ბიზნესის შეფასებას? ბიზნესს აფასებს ის, ვინც არჩევანის პრეროგატივით სარგებლობს, ვისაც გადაწყვეტილების მიღების უფლება გააჩნია. ამიტომ კითხვაზე, თუ ვინ აფასებს, შეიძლება დარწმუნებით გუპასუხოთ: ინდივიდუალურ-მესაკუთრე. ეკონომიკური შეფასების მესაკუთრეების დავალების მიხედვით, შეფასება, ასევე შეუძლიათ შემფასებელ აგენტებს და საკუთრების მმართველებს (მენეჯერებს).

რა წარმოადგენს შეფასების საგანს? თუ შეფასების მიზანი არის გადაწყვეტილების მიღება, მაშინ მის საგანს გადაწყვეტილებიდან მიღებული ეკონომიკური სარგებელი

წარმოადგენს. შეფასების ობიექტი შეიძლება იყოს საკუთრების სხვადასხვა სახეობები, ნებისმიერი აქტივი, მაგრამ საგნის სახით, ნებისმიერ შემთხვევაში, ეკონომიკური სარგებელი იქნება. სხვა სიტყვებით, შეფასებას ექვემდებარება არა მხოლოდ თვით ბიზნესი (აქტივი) როგორც ასეთი, როგორც რომელიმე „ნივთი თავისთავად“, არამედ აქტივთან მიმართებით შესაძლო ქმედებების ნაკრები, რომელიც აქტუალური ან პოტენციური უფლებების არსებობასთან არის დაკავშირებული, ბიზნესის შექენასთან, გაყიდვასთან ან მართვასთან მიმართებით მომავალში გათავალისწინებული ეკონომიკური სარგებელი.

როგორ ხორციელდება ბიზნესის შეფასება?
ეკონომიკური სარგებელი ფასდება საკუთრების გამოყენების ალტერნატიული შესაძლებლობების ფასეულობის შედარების გზით. ნებისმიერი შეფასება არის შედარება ალტერნატიული კეთილდღეობების ფასეულობისა.

შეფასება შეიძლება სხვადასხვა სახეობის საკუთრებებთან მიმართებით მომავალში მოსალოდნელ ქმედებებს ეხებოდეს, როგორებიცაა: ფული, ნივთები, აქტივები. აქტივები საკუთრების სხვა ობიექტებისგან განსხვავდება იმით, რომ მას მფლობელისათვის შემოსავლის მოტანა შეუძლია. შესაბამისად, აქტივებთან მიმართებაში ქმედებების შეფასება, თავისთავად, მისი ფლობის ეკონომიკური სარგებლის შეფასებას წარმოადგენს.

ფასეულობა და ღირებულება. გადაწყვეტილება ფასდება როგორც ეკონომიკურად სარგებელიანი, როდესაც მოსალოდნელი შედეგების ფასეულობა მაღალია უუფლებელი ალტერნატივების ფასეულობაზე. უუფლებელი ალტერნატივების ფასეულობა თავისთავად მისაღები გადაწყვეტილების ღირებულებას წარმოადგენს, ამასთან არა ნებისმიერ ღირებულებას, არამედ შესაძლებელიდან საუკეთესოს. ღირებულება არის ალტერნატიული ფასეულობა.

მიუხედავად იმისა, რომ რუსულენოვან ეკონომიკურ ლიტერატურაში ტერმინი „ვალუე“ განმარტებულია როგორც ღირებულება, და ამიტომ ყველგან ბიზნესის ღირებულების შეფასების შესახებ საუბრობენ, ჩვენ, რეალურად, მას განვსაზღვრავთ, როგორც **ბიზნესის ფასეულობას**, ხოლო **ღირებულების** ქვეშ კი ალტერნატიულ **ფასეულობას** განვმარტავთ.

ეკონომიკური მეცნიერება გამომდინარეობს დებულებიდან, რომ ბაზრის ნებისმიერი სუბიექტი (ინვესტორი, საწარმოს მესაკუთრეები, კომპანიის მენეჯერები, კომპანიები) არჩევანს (გადაწყვეტილებას) ეკონომიკური სარგებლის შეფასების საფუძველზე ახორციელებენ. ამასთან ღირებულება ყოველთვის ალტერნატივებით იქმნება, ამიტომ იგი ყოველთვის ალტერნატიულია, სხვა არ არსებობს და სიტყვა „ალტერნატიულის“ დამატებას აზრი არ აქვს. აღსანიშნავია, რომ “ოპპორტუნიტე” “შესაძლებლობას ნიშნავს, ანუ “ოპპორტუნიტე ცოსტ” არის გაშვებული შესაძლებლობების დნახარჯები. ამრიგად, **ფასეულობა და ღირებულება – სინონიმები** კი არა, არამედ საპირისპირო ცნებებია, მაგრამ ამასთან განუყოფელი წყვილია: ნებისმიერი გადაწყვეტილება თავისთავად ფასეულობებს შორის არჩევანს წარმოადგენს.

ამრიგად, ბიზნესის შეფასების საგანი საწარმოს კაპიტალში ფლობისა და განკარგვის წილებისაგან ეკონომიკური სარგებლის შეფასებაა.

ბიზნესის შეფასება – საკუთრებასთან მიმართებაში მისაღები ქმედებებისაგან- ბიზნესის შეძენის ან გაყიდვის, ლიკვიდაციის, ბიზნესის ფლობის გაგრძელების, მისი გამოყენების ამა თუ იმ ვარიანტის ეკონომიკური სარგებლის შეფასებას ნიშნავს.

შეფასება საკუთრებას, პროცედურებისა და ტექნოლოგიების სახეობიდან დამოკიდებულებაში განსხვავდება. რამდენადაც მოსალოდნელი ქმედებები ფასდება საკუთრებაზე უფლებების რეალიზაციის მიხედვით, ხოლო

სხვადასხვა მესაკუთრეების უფლებები განსხვავებულია, შესაძლო ქმედებების ჩამონათვალიც განსხვავდება. საწარმოს კაპიტალში მყიდველისათვის და გამყიდველისათვის ერთი და იგივე წილის ბიზნესის ფასეულობა განსხვავებული იქნება, იმიტომ რომ საკუთრების შეძენა, შემდგომი გამოყენება და მისი გაყიდვა სხვადასხვა ქმედებებია. ბიზნესის ფასეულობა ერთი და იმავე საწარმოს სხვადასხვა მფლობელებისათვის აღნიშნული წილის სიდიდისაგან, კონტროლის უფლებებისაგან დამოკიდებულებაში სხვადასხვაა.

კომპანიის ფასეულობა და ფასეულობა კონკრეტული მფლობელისათვის. კომპანიის კაპიტალში წილის ფასი თვით კომპანიის ფასეულობაზეა დამოკიდებული, ამავე დროს სხვადასხვა მესაკუთრისათვის კომპანიის კაპიტალში მონაწილეობის უფლებების რეალიზაციის მიხედვით, ფასეულობა და ქმედების ღირებულება სხვადასხვა მესაკუთრისათვის სხვადასხვაა.

ამიტომ მფლობელისათვის ბიზნეს ფასეულობის განმსაზღვრელი ფაქტორები, შედგება ორი ნაწილისაგან: კომპანიის ფასეულობის ფაქტორებისა და კონკრეტული მფლობელისათვის ფასეულობის ფაქტორებისაგან.

კომპანიის ფასეულობის ფაქტორები. კომპანიის ფასეულობა მფლობელებისათვის (აქციონერებისათვის) შემოსავლების გენერირების შესაძლებლობით განისაზღვრება.

კონკრეტული მფლობელისათვის ფასეულობის ფაქტორი. კონკრეტული მფლობელისათვის მისი წილის ფასეულობა განისაზღვრება როგორც კომპანიის ფასეულობით, ასევე დამატებითი ფაქტორებითაც, როგორებიცაა კონტროლის ხარისხი და კაპიტალში წილის ლიკვიდობის დონე.

ამიტომ შეფასების დაწყების წინ მნიშვნელოვანია, მკვეთრად განისაზღვროს მისი ობიექტი:

- მთლიანი საინვესტიციო კაპიტალი (საკუთარ ფასეულობას პლუს ნასესხები კაპიტალის ფასეულობა);

- საკუთარი კაპიტალი
- საკუთარი კაპიტალის საკონტროლო წილი;
- მინორიტარული წილი.

ბიზნესის ფასეულობის საბაზისო განსაზღვრებები. ფასეულობის განსაზღვრის დაჯგუფება იწყება დაყოფიდან:

1. მოქმედი საწარმოს ფასეულობაზე. შეფასება დაფუძნებულია წინადადებაზე, რომ საწარმო აგრძელებს მოქმედებას და შემოსავლების მოტანას;

2. საწარმოს ლიკვიდაციის ფასეულობაზე. აღნიშნული შეფასება გამოდინარეობს იმ თვალსაზრისიდან, რომ საწარმო იქნება დაშლილი ან ლიკვიდირებული.

მოქმედი საწარმოს ფასეულობა შეიძლება განისაზღვროს, როგორც:

- მიმდინარე საბაზრო ფასეულობა;
- შიდა (ეკონომიკური) ფასეულობა – სამართლიანი საბაზრო ფასეულობა და საინვესტიციო ფასეულობა.

მიმდინარე საბაზრო ფასეულობა და ფუნდამენტალური ფასეულობა. მიმდინარე საბაზრო ფასეულობა არის კაპიტალის ბაზრის მონაწილეების შეფასებების, აქციის ფლობის ფასეულობებისა და სხვა აქციების შეძენაზე უარის თქმის ჯამური სიდიდე.

საერთო სახით ორგანიზაციის აქტივის, ვალდებულებებისა და კაპიტალის **ფუნდამენტური ფასეულობის ქვეშ** იგულისხმება შეფასების გარკვეული მოდელის გამოყენებისას მიღებული პროგნოზირებული შემონატანებისა და(ან) მასთან დაკავშირებული გადახდების საფუძველზე აღნიშნული ელემენტის შეფასება.

სამართლიანი საბაზრო ფასეულობა. ბიზნესის შეფასების სტანდარტებში განმტკიცებული სამართლიანი საბაზრო ფასეულობის განსაზღვრა ჟღერს, როგორც „ჰიპოთეტური გარიგების ფასი ბიზნესის ან მისი წილის შეძენასთან მიმართებით, როდესაც გარიგებაში ორივე მხარეა დაინტერესებული, მოქმედებენ დაძალების გარეშე, გარიგების

პირობების შესახებ საკმარის ინფორმაციას ფლობენ და მათ სამართლიანად თვლიან“.

სამართლებრივი ფასეულობის განმარტება უფრო ფაროა, ამიტომ მისი განხილვა მნიშვნელოვანია. რატომ გამოიყენება სახელწოდება „სამართლიანი“, ბაზარი ხომ ის ადგილი არ არის, სადაც სამართლიანობაა გაბატონებული?

განსაზღვრება „სამართლიანი ფასეულობა“ ანუ „სამართლიანი ღირებულება“, მოცემულ შემთხვევაში ძალიან ზუსტია, რადგან მასში საუბარია აბსტრაქტული გარიგების შესახებ. აღნიშნული არის საბაზისო აბსტრაქცია, რომლისაგან ბიზნესის მთლიანი შეფასება აიგება.

საინვესტიციო ფასეულობა არის ფასეულობა მისაღები გადაწყვეტილების გათვალისწინებით. საინვესტიციო ფასეულობა კონკრეტულ მესაკუთრეს, მის მიზნებს, მოსაზრებებს, აქტივთან მიმართებით შესაძლო ქმედებებს ითვალისწინებს. თუ კომპანიის სამართლიანი ფასეულობა მოცემული მომენტისათვის ერთია, საინვესტიციო ან სტრატეგიული ფასეულობა საინვესტიციო (სტრატეგიული) ალტერნატივის ფასეულობას წარმოადგენს. ალტერნატივები შეიძლება იყოს ბევრი, ამიტომ საინვესტიციო ფასეულობაც კომპანიას შეიძლება ჰქონდეს არაერთი. გადაწყვეტილების მიღებისათვის ნებისმიერი შეფასება არის „როგორ მინიმუმ, სამი : სამართლიანი (V_0) და საინვესტიციო ფასეულობის (V_i), აგრეთვე მათი შედარება.

NPV კონცეფციის თანახმად , ფასეულობის ნაზარდი სტრატეგიული გადაწყვეტილების მიღების შედეგად გამოიხატება ფორმულით:

$$NPV = V_i - V_0 ,$$

სადაც: NPV არის სტრატეგიული გადაწყვეტილების სუფთა დაყვანილი ფასეულობა;

V_0 – კომპანიის სამართლიანი ფასეულობა;

V_i – კომპანიის საინვესტიციო ფასეულობა.

9.2. კომპანიის შეფასება ფულადი ნაკადების საფუძველზე

DCF (discounted cash flow) მოდელის შეფასების მეთოდოლოგიური წინაპირობები. ფულადი ნაკადების დისკონტირების მეშვეობით შეფასების მეთოდოლოგია ფულის დროითი ფასეულობის და რისკის შემოსავლიანობასთან კავშირის ფუნდამენტურ კონცეფციებზეა დაფუძნებული. ნებისმიერი კომპანიის, მისი ცალკეული სტრატეგიების ან ინვესტიციების ფასეულობა პროგნოზირებადი მომავალი თავისუფალი ფულადი ნაკადების დაყვანილი ფასეულობის ტოლია.

თავისუფალი ფულადი ნაკადი არის კომპანიის ინვესტირებისათვის მიღწევადი ფულადი სახსრების ჯამი, რომელიც ბიზნესებიდან მისი საქმიანობის ზონის გარეშე შეიძლება იქნეს ამოღებული.

გამოყოფენ თავისუფალი ფულადი ნაკადების ორ სახეობას:

- თავისუფალ ფულად ნაკადს – FCF (free cash flow);
- ნარჩენ ფულად ნაკადს – RCF (residual cash flow).

თავისუფალი ფულადი ნაკადების (FCF) ფაქტორები. თავისუფალი ფულადი ნაკადის (FCF) ფორმირების ფაქტორები შემდეგი ფორმულითაა გამოხატული:

$$FCF = (S - C - DP)(1 - T) - (CAPEX - DP - SV) - WC,$$

სადაც: FCF არის თავისუფალი ფულადი ნაკადი პერიოდში;

S – ამონაგები რეალიზაციიდან;

C – მიმდინარე ხარჯები;

DP – ცვეთა და ამორტიზაცია;

T – გადასახადით დაბეგვრის განაკვეთი;

CAPEX – კაპიტალური დანახარჯები;

SV – გამოთავისუფლებადი აქტივების ფასეულობა;

NC – მუშა კაპიტალის ცვლილება.

ნარჩენი ფულადი ნაკადი ანუ ფულადი სახსრების ნაკადი, რომელიც მესაკუთრის კუთვნილებაშია დარჩენილი (RCF), თავისუფალი ფულადი ნაკადისაგან განსხვავდება: ნასესხები სახსრების შემონატანებისა და დაბრუნების ვალის მომსახურების დანახარჯების და პროცენტების გადახდასთან დაკავშირებული „საგადასახადო ფასის“ სიდიდით:

$$RCF = FCF + D - I + TS,$$

სადაც: RCF არის ნარჩენი ფულადი ნაკადი პერიოდში;

FCF – თავისუფალი ფულადი ნაკადი პერიოდში;

D – ვალის სუფთა მიღება;

I – ვალის მიხედვით პროცენტული გადასახადები;

TS – „საგადასახადო ფასი“, რომელიც განისაზღვრება პროცენტული გადასახადების (I) ნამრავლით გადასახადის მოქმედ განაკვეთზე (T).

კომპანიის თავისუფალი ნარჩენი ფულადი ნაკადი ტოლია:

$$RCF_1 = NI_1 (1 - b)$$

სადაც: RCF_1 - არის მოგება პირველი პროგნოზირებადი პერიოდისათვის;

b – რეინვესტირების კოეფიციენტი, რომელიც ბიზნესში უკუერეინვესტირებული სუფთა მოგების წილს გამოხატავს.

ასევე დასახული პირობებისას **მდგრადი ზრდის ფორმულაც** გამოიყენება, რომელსაც შემდეგი სახე აქვს:

$$g = ROE \times b.$$

აქედან გამომდინარე, კომპანიის ფასეულობა უსასრულოდ მუდმივი ზრდის ტემპების პირობებში შეიძლება გამოიხატოს ,როგორც:

$$V_E^{DCF} = \frac{E_0 \cdot ROE(1 - b)}{R_E - g}.$$

როგორც მოცემული ფორმულიდან ჩანს, კომპანიის ფასეულობის განსაზღვრულ ძირითად ფაქტორებს (დრაივერებს) წარმოადგენენ:

- კომპანიაში შეფასების (E_0) მომენტისათვის დაბანდებული კაპიტალის სიდიდე;
- მოსალოდნელი შემოსავლიანობა დაბანდებულ კაპიტალზე (ROE) კაპიტალის ღირებულებასთან შედარებით (K_E);
- ფულადი ნაკადის მოსალოდნელი ზრდის ტემპი (g), რომელიც რეინვესტირების ტემპითაა უზრუნველყოფილი (b).

მაგალითი 63:

დავუშვათ, შეფასების მომენტისათვის კომპანიის საკუთარი კაპიტალი (E_0) შეადგენს 100 მლნ დოლარს. კომპანიის ფულადი ნაკადის ზრდის მუდმივი ტემპი ტოლია 5%-ის, ხოლო რეინვესტირების ნორმა (b) იმყოფება 0,25-ის დონეზე. დისკონტის განაკვეთი (2) შეადგენს 10%-ს.

ამოხსნა:

მდგრადი ზრდის ფორმულიდან გამომდინარე, საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა შეადგენს:

$$ROE = \frac{g}{b} = \frac{0,05}{0,25} = 20\% ;$$

მოგება პირველი პროგნოზირებადი პერიოდისათვის (მლნ დოლარებში):

$$NI_1 = E_0 ROE = 100 \times 0,2 = 20;$$

შესაბამისად, პირველი პროგნოზირებადი წლის თავისუფალი ფულადი ნაკადი (მლნ დოლარებში) ტოლი იქნება:

$$RCF_1 = NI_1(1 - b) = 20(1 - 0,25) = 15,$$

ხოლო DCF მეთოდით კომპანიის ფასეულობა (მლნ დოლარებში) გაუტოლდება:

$$V_E = \frac{E_0 ROE(1 - b)}{R_E - g} = \frac{100(0,2 - 0,05)}{0,1 - 0,05} = 300 .$$

DCF-ის ორფაზიანი მოდელი. ორფაზიანი მოდელის ფირმის შეფასებისათვისაა გათვალისწინებული, რომელიც, სავარაუდოდ, მნიშვნელოვნად უფრო სწრაფად გაიზრდება, ვიდრე სტაბილური ფირმა საწყის (პროგნოზულ) პერიოდში, ხოლო შემდეგ იგი – სტაბილური ტემპებით გააგრძელებს ზრდას. DCF-ის ორფაზიანი მოდიფიკაცია შემფასებლების და ანალიტიკოსების მიერ ყველაზე უფრო ხშირად გამოიყენება მისი მოქნილობიდან და პრაქტიკულობიდან გამომდინარე.

კომპანიის ფასეულობა ,თავისთავად, ზრდის ტემპების მაღალი ცვალებადობის პერიოდისათვის n -ის დაყვანილ ფასეულობას წარმოადგენს (მას ასევე პროგნოზულ პერიოდს უწოდებენ), რომელსაც დისკონტირებული ტერმინალური ფასეულობა (terminal value) ემატება:

$$V_E = \sum_{t=1}^n \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{TV_n}{(1+WACC)^n} - D,$$

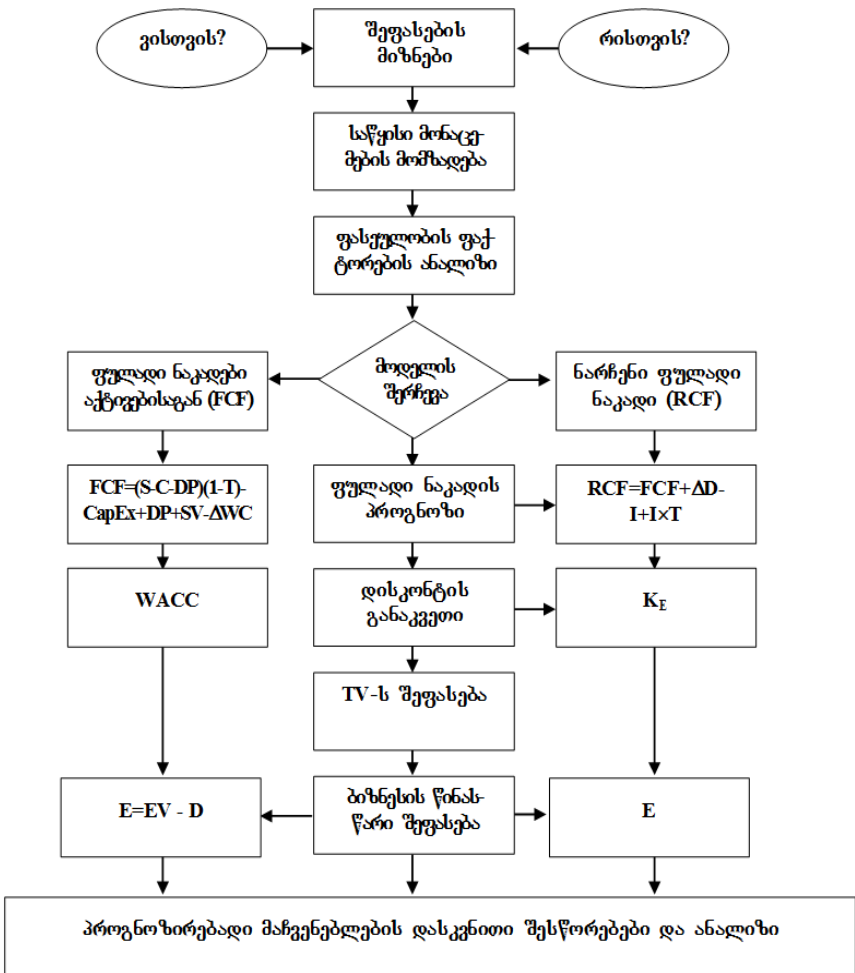
სადაც: FCF_t არის თავისუფალი ფულადი ნაკადები t წელიწადში;

TV_n – ტერმინალური ფასეულობა პერიოდის ბოლოსათვის;

$WACC$ – კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება.

ნახაზ 9.1-ზე ფულადი ნაკადების დისკონტირების მეთოდით ბიზნესის შეფასების სქემაა ნაჩვენები. აღნიშნული სქემის გამოყენებით, შეფასების ძირითადი ეტაპები თანმიმდევრულად განვიხილოთ.

ნებისმიერი შეფასება მიზნების განსაზღვრით და ამოცანების დასმით იწყება. ბიზნესის შეფასების შესაძლო მიზნების მრავალფეროვნება ადრე იყო განხილული. შეფასების მიზნები არსებითად ზემოქმედებენ შეფასების მეთოდების შერჩევაზეც, საჭირო ინფორმაციის, ფულადი ნაკადის, პროგნოზირებადი პერიოდის ხანგრძლივობის განსაზღვრასა და შეფასების სხვა პროცედურებზეც.



ნახაზი 9.1. შეფასების ეტაპები DCF მეთოდით

ფასეულობის ფაქტორების ანალიზი, საკუთრივ, ფინანსური შედეგების ანალიზს, საბაზრო ძალებს და კონკურენტულ პოზიციებს მოიცავს.

ბიზნესის შეფასების ჩარჩოებში კომპანიის წარსული საქმიანობის ფინანსური ანალიზი ძირითად ფინანსურ მაჩვენებლებს, მათი ცვლილებების ტენდენციებს, კომპანიის

ფორმირებად შემოსავლებსა და ფულად ნაკადებს შორის ძირითადი თანაფარდობებისა და პროპორციების გამოვლენისათვის არის საჭირო. აღნიშნული ანალიზის ბაზაზე მომავალი შემოსავლებისა და ფულადი ნაკადების პროგნოზირებისათვის საკვანძო თვალსაზრისები ფორმირდება. მაგრამ იმისათვის, რომ ფინანსური ანალიზის შედეგები კორექტული იყოს, საწყისი ინფორმაციის მომზადებიდან არის დაწყება საჭირო.

ანალიზი ROIC არის ფაქტორების კომპლექსური ანალიზი, რომელიც ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობაზე ზემოქმედებს, მათ შორის ძირითადია: NOPAT-ის (სუფთა საოპერაციო მოგება) და ინვესტირებული კაპიტალის ბრუნვადობა. თავის მხრივ, ისინი შეიძლება ფირმის საქმიანობის მახასიათებელ, უფრო მცირე ფაქტორებად დანაწევრდნენ:

$$ROIC = \frac{NOPAT}{S} \times \frac{S}{IC},$$

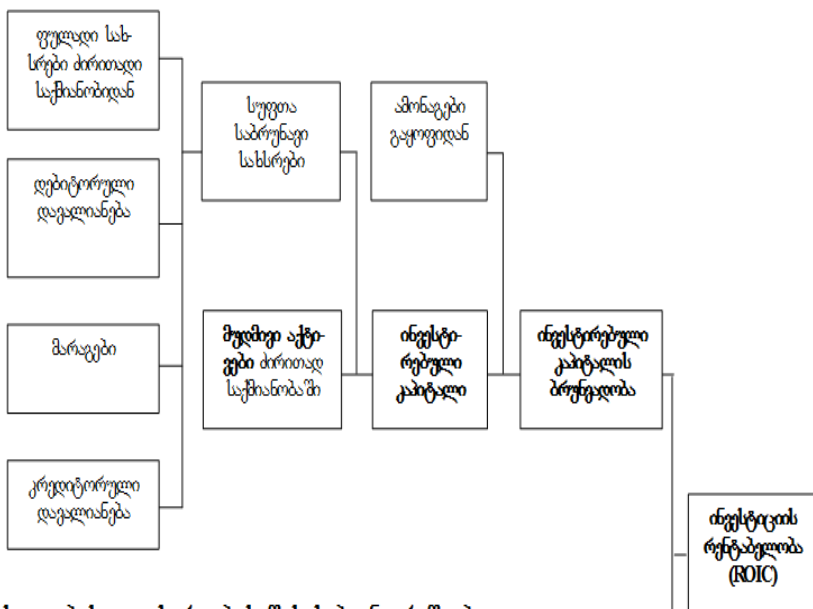
სადაც: NOPAT არის სუფთა საოპერაციო მოგება;

S – კომპანიის ამონაგები;

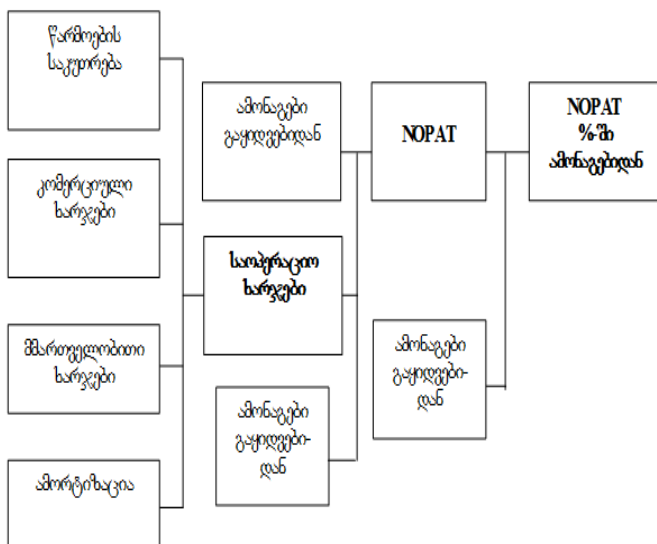
IC – ინვესტირებული კაპიტალი პერიოდის ბოლოსათვის.

ROIC ხის სტრუქტურის (ნახაზი 9.2) და მისი შემადგენელი ნაწილების შესწავლის დინამიკის ანალიზი ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობის ცვლილების ძირითადი ფაქტორების ზემოქმედების შეფასების შესაძლებლობას იძლევა.

საბალანსო ანგარიშგება:



შემოსავლებისა და ხარჯების შესახებ ანგარიშგება:



ნახაზი 9.2. ROIC ხის ანალიზი

ანალიზი ROE. ROE-ს ანალიზის უმარტივესი ნაირსახეობა, **დიუბონის** პრინციპის მიხედვით, შემდეგი სახით გამოიყურება:

$$ROE = \frac{NI}{E} = \frac{NI}{S} \times \frac{S}{A} \times \frac{A}{E} = \underbrace{ROS \times SOA}_{ROA} \times FLM,$$

სადაც: ROE არის შემოსავლიანობა საკუთარ კაპიტალთან მიმართებაში პერიოდის ბოლოსათვის;

S – ამონაგები გაყიდვებიდან;

A – კომპანიის აქტივები საბალანსო შეფასებით პერიოდის ბოლოსათვის;

E – საკუთარი კაპიტალი პერიოდის ბოლოსათვის;

ROS – გაყიდვების რენტაბელობა;

SOA – აქტივების ბრუნვალობა;

FLM – ფინანსური ლევერიჯი;

ROA – აქტივების შემოსავლიანობა.

ინტეგრალური მაჩვენებლის დეკომპოზიცია, რომელიც კომპანიის ფასეულობის ერთ-ერთ ძირითად ფაქტორს წარმოადგენს, კომერციული პოლიტიკის მახასიათებელ მაჩვენებლებზე, აქტივების მართვის ეფექტიანობაზე და ფინანსურ პოლიტიკაზე, კომპანიის ფასეულობაზე ძირითადი მმართველობითი გადაწყვეტილებების ზემოქმედების გამოკვლევის შესაძლებლობას იძლევა.

საკვანძო პარამეტრები პროგნოზირებისათვის.

კომპანიის ფასეულობის ფაქტორების ანალიზი საკვანძო პარამეტრების მიხედვით დასკვნების ჩამოყალიბით დასრულდება, რომელთა საფუძველზე შემოსავლებისა და ფულადი ნაკადის პროგნოზირება იქნება ჩამოყალიბებული. საკვანძო პარამეტრების ჩამონათვალი თავისთავში მოიცავს:

- ბაზრის მოცულობას და მისი ცვლილებების ტენდენციებს;

- კომპანიის ბაზრის წილის ცვლილებას;

- ფასების დინამიკას და პროდუქციის მოცულობებს;

- მოგების მარჟას;
 - ინვესტირებული და საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობას;
 - რეინვესტირების ნორმას;
 - მუშა კაპიტალის ნორმატივს;
- და ა.შ.

კონკრეტული სიტუაცია:

„ფარმაცევტული ქარხის“ საკონტროლო პაკეტის (85%) მფლობელმა, შემფასებლის წინაშე საკუთარი პაკეტის შესაძლო გაყიდვის მიზნით, ამოცანად დასახა კომპანიის სამართლიანი საბაზრო ფასეულობის შეფასება.

საწარმოს მოკლე დახასიათება: ქარხანა მყარ ფორმებში (აბებსა და კაფსულებში) მზა სამკურნალო საშუალებებს აწარმოებს. ქარხანა რამდენიმე ფარმაცოთერაპევტული ჯგუფის პრეპარატებს (პატენტის დაცვის გასული ვადით) უშვებს. ქარხანა 1997 წელს ქ. ტულაში იტალიელი სპეციალისტების მიერ არის აშენებული. შემდგომ წლებში ის დასავლეთური წარმოების თანამედროვე მოწყობილობებით დაკომპლექტდა. ფუნქციონალური ქვედანაყოფები მოსკოვშია განთავსებული.

სამუშაოს ძირითადი მიმართულებებია:

- პრეპარატების დაფასოება იმპორტული ნედლეულიდან;
- საკუთარი პრეპარატების გამოშვება მთლიანი ტექნოლოგიური ციკლის მიხედვით;
- ტენდერებში მონაწილეობა სახელმწიფოების მიხედვით.

დღეისათვის ქარხნის მიერ გამოშვებული პროდუქციის ასორტიმენტი 20 დასახელებამდე სამკურნალო საშუალებას წარმოადგენს, რომელთაგან 75% მთლიანი ციკლის მიხედვით წარმოებულ პრეპარატებს უჭირავს.

ქარხნის საბაზრო პირობებისა და კონკურენტული პროზიციების ანალიზი. შემფასებელმა ფარმაცევტული მრეწველობის დარგის მიხედვით ინფორმაცია შეაგროვა და კომპანიის საბაზრო პირობებისა და კონკურენტული

პოზიციების ანალიზი ჩაატარა. ქვემოთ ანალიზის მოკლე შედეგებია ჩამოყალიბებული.

1. ბაზრისა და მისი სეგმენტების მოცულობა, პროდუქციაზე გადახდისუნარიანი მოთხოვნა და მისი პერსპექტივები:

2013 წელს ბაზრის მოცულობამ 458 მლრდ რუბლი (ანუ 18,4 მლრდ დოლარი) შეადგინა, რაც 25%-ით მეტია, ვიდრე 2012 წელს. მზა სამკურნალო საშუალებების კომერციული სექტორი გაიზარდა 240 მლრდ რუბლამდე (9,5 მლრდ დოლარამდე) და ზრდის ტემპის 25% შეადგინა 2012 წელთან შედარებით. წინა წლებში მატება 15%-ზე უფრო მაღალი არ ყოფილა.

მწარმოებლების ფასებში მზა სამკურნალო საშუალებების ბაზარმა 5,79 მლრდ დოლარი შეადგინა.

წინა წლებისგან განსხვავებით, 2013 წელს ბაზრის ზრდის ძირითად ფაქტორს პრეპარატების გაძვირება წარმოადგენს. ამასთან, ფასების ძირითადი ზრდა იმპორტულ სამკურნალო პრეპარატებზე მოვიდა.

სპეციალისტების შეფასებით, ბაზრის ზრდის ტემპი 2014 წელს აღმოჩნდა არანაკლები, ვიდრე 2013 წელს იყო – 25-30%-ის დონეზე. ზრდა უზრუნველყოფილია ფასების მატების ხარჯზე, პირველ რიგში, იმპორტულ სამკურნალო საშუალებებზე. შემდგომ წლებში ბაზრის ზრდის ტემპი თანდათანობით წელიწადში 10-15%-მდე შემცირდა.

2. კონკრენციის დონე მოცემულ ბაზარზე, ძირითადი კონკურენტები:

იმასთან დაკავშირებით, რომ ფარმმწარმოებლების უმეტესობა იმავე პოზიციებზე მუშაობენ, კონკურენციის დონე დარგში ძალიან მაღალია.

3. კომპანიის კონკურენტული პოზიცია:

კომპანიის **SWOT** ანალიზმა კონკურენტულ ბრძოლაში ძირითადი ძლიერი და სუსტი მხარეები, კომპანიის

წინაშე მდგარი შესაძლებლობები და საშიშროებები გამოავლინა (ცხრილი 9.1).

ცხრილი 9.1

კომპანიის SWOT - ანალიზი

	ძლიერი მხარეები	სუსტი მხარეები
შიდა ფაქტორები	• თანამედროვე მოწყობილობა • წარმოების მოქნილი სტრუქტურა, კომპაქტურობა და ავტონომიურობა • მაღალ ხარისხზე ორიენტაცია (სტანდარტები) • კვალიფიციური კადრები.	• მცირე ცნობადობა ბაზარზე • შეზღუდული ფინანსური რესურსები • ინოვაციური პრეპარატების არსებობა.
გარე ფაქტორები	• მზარდი ბაზარი • სტრატეგიული პარტნიორობა მსხვილ ფარმდისტრიბუტორთან • ერთობლივი პროექტები დასავლეთის მწარმოებლებთან • ადმინისტრაციული რესურსების	• ბაზრის ზედმეტად დარეგულირებადობა • კონკრენციის ზრდა დასავლეთის მაღალტექნოლოგიურ კომპანიებთან • ორიენტირება მხოლოდ შიდა ბაზარზე.
	შესაძლებლობები	საშიშროება

4. კომპანიის საბაზრო წილი და მისი ცვლილების პერსპექტივები:

გაყიდვების მოცულობამ 2013 წელს 45500 ათ. დოლარი შეადგინა, რაც საბაზრო წილის 0,78%-ს შეადგენს, და იგი ორ უკანასკნელ წელს 0,02%-იც შემცირდა.

კომპანიის ხელმძღვანელობამ გაყიდვების ზრდის ტემპის გადიდება გადაწყვიტა, რისთვისაც დაგროვების ნორმის 100%-მდე ამაღლება განისაზღვრა და კომპანიის განვითარების სტრატეგიის სრულყოფის ღონისძიებები შეიმუშავა მარკეტინგისა და ინვესტიციების სფეროში.

ფინანსური ანალიზი ბიზნესის შეფასების მიზნებისათვის. საწარმოს გაცნობის, მის შესახებ საჭირო ინფორმაციის შეგროვების და ფინანსური ანგარიშგების ტრანსფორმაციისა და ნორმალიზაციის პროცედურების ჩატარების შემდეგ შემფასებელი საქმიანობის შედეგების ფინანსური ანალიზსა და პროგნოზისათვის საკვანძო დაშვებების ფორმირებას შეუდგა; შეფასების მიზნებიდან გამომდინარე, ანალიტიკოსმა მიიღო გადაწყვეტილება კომპანიის შეფასებისათვის თავისუფალი ფულადი ნაკადის პროგნოზი გამოიყენოს ნომინალურ დოლარიან გამოსახულებაში.

ცხრილებში 9.2 და 9.3 მოყვანილია ბოლო ხუთი წლის განმავლობაში ჩამოყალიბებული ნორმატიული ფინანსური ანგარიშგების მონაცემები. ცხრილებში 9.4–9.8 – კი ანალიზის შედეგებია მოყვანილი, როგორებიცაა:

- შემოსავლებისა და ხარჯების სტრუქტურა;
- კალკულაცია NOPAT-ისა და ინვესტირებული კაპიტალის, რეინვესტირების ნორმის გაანგარიშება;
- შემოსავლიანობის ფაქტორებისა და სხვა მაჩვენებლების ანალიზი, რომლებიც პროგნოზების ჩამოყალიბებისათვის არის საჭირო.

ცხრილი 9.2

ანგარიშგება მოგებისა და ზარალის შესახებ (ათ. დოლარებში)

წლები:	2009	2010	2011	2012	2013
სუფთა გაყიდვები	23285	27942	32971	37917	45500
ამონაგების ზრდის ტემპი	25,0%	20,0%	18,0%	15,0%	20,0%
რეალიზაციის თვითღირებულება	12545	14716	17353	20529	24284
მთლიანი მოგება	10740	13226	15618	17388	21216
საოპერაციო ხარჯები	6334 27,2%	7666 27,4%	9323 28,3%	11168 29,5%	12275 27,0%

EBITDA	4405	5560	6295	6220	8941
ცვეთა	749	1002	1130	1210	1340
EBIT	3656	4558	5165	5010	7601
გადახდილი პროცენტები	232 1,0%	268 1,0%	315 0,9%	448 0,8%	883 1,1%
EPT	3424	4290	4850	4562	6718
გადასახადები	545 0,16	842 0,20	1087 0,22	1275 0,28	1470 0,22
სუფთა შემოსვლა	2879	3448	3763	3287	5248
გაუნაწილებელი მოგება- ნაშთი წლის დასაწყისში	10538	13417	16865	19499	21143
ნორმა დივიდენდური გადახდების	0%	0%	30%	50%	50%
მინუს: დივიდენდები	0	0	1129	1644	2624
გაუნაწილებელი მოგება-ნაშთი ბოლო პერიოდისათვის	13417	16865	19499	21143	23767

ცხრილი 9.3

საბალანსო ანგარიშგება (ათ. დოლარებში)

წლები:	2009	2010	2011	2012	2013
ფულადი სახსრები	231	605	468	510	1284
დეპიტორული დავალიანება	5634	6892	7829	8415	9863
სასაქონლო-მატერიალური მარაგები	3083	3736	4039	5285	5761
ჯამი მიმდინარე აქტივების	8948	11233	12336	14210	16907
ფიქსირებული აქტივები	12694	14338	16888	19422	22838
ჯამი აქტივების	21642	25571	29224	33632	39746
კრედიტორული დავალიანება მომწოდებლებზე	3978	4026	4755	5772	6295
დანარჩენი კრედიტორული დავალიანება	1222	1202	1215	1191	1292

მოკლევადიანი კრედიტები	—	—	—	1250	4140
ჯამი მიმდინარე ვალდებულებების	5200	5228	5970	8213	11727
გრძელვადიანი ნასესხები სახსრები	1954	2408	2685	3206	3182
ჯამი ვალდებულებების	7154	7636	8655	11419	14909
ჩვეულებრივი აქციები	1070	1070	1070	1070	1070
გაუნაწილებელი მოგება	13417	16865	19499	21143	23767
ჯამი საკუთარი კაპიტალის	14487	17935	20569	22213	24837
ჯამი ვალდებულებებისა და საკუთარი კაპიტალის	21642	25571	29221	33632	39746

ცხრილი 9.4

შემოსავლებისა და ხარჯების სტრუქტურა

წლები:	2009	2010	2011	2012	2013
სუფთა გაყიდვები, ათ. დოლარებში	23285	27942	32971	37917	45500
გაყიდვების ზრდის ტემპი, %	25,0	20,0	18,0	15,0	20,0
შემოსავლებისა და ხარჯების სტრუქტურა (%-ში ამონაგებთან)					
თვითღირებულება რეალიზაციის	54	53	53	54	53
მთლიანი მოგება	46	47	47	46	47
საოპერაციო ხარჯები	27	27	28	29	27
EBITDA	19	20	19	16	20
ცვეთა	3,2	3,6	3,4	3,2	2,9
EBIT	16	16	16	13	17
გადახდილი პროცენტები	1	1	1	1	2
EBT	15	15	15	12	15
გადასახადები	2,3	3,0	3,3	3,4	3,2
სუფთა შემოსავალი	12	12	11	9	12

ცხრილი 9.5

კალკულაცია NOPAT, ათ. დოლარებში

წლები:	2009	2010	2011	2012	2013
ნორმატიზებული EBIT	3656	4558	5165	5010	7601
გადასახადი EBIT-ზე	878	1094	1239	1202	1824
NOPAT	2779	3464	3925	3808	5777

ცხრილი 9.6

ინვესტირებული კაპიტალი (IC) და დაბანდებული კაპიტალი (CE), ათ. დოლარებში

წლები:	2009	2010	2011	2012	2013
ფულადი სახსრები	231	605	468	510	1284
მუშა კაპიტალი	3516	5400	5898	6737	8037
მარაგები	3083	3736	4039	5285	5761
დებიტორული დავალიანება	5634	6892	7829	8415	9863
კრედიტორული დავალიანება	3978	4026	4755	5772	6295
ფიქსირებული აქტივები	12694	14338	16888	19422	22838
ინვესტირებული კაპიტალი (IC)	16441	20343	23254	26669	32159
ვალი	1954	2408	2685	4456	7322
მოკლევადიანი კრედიტები	—	—	—	1250	4140
გრძელვადიანი ნასესხები სახსრები	1954	2408	2685	3206	3182
საკუთარი კაპიტალი	14487	17935	20569	22213	24837
დაბანდებული კაპიტალი (CE)	16441	20343	23254	26669	32159

ცხრილი 9.7

შემოსავლიანობის ფაქტორების ანალიზი

წლები:	2009	2010	2011	2012	2013
ანალიზი ROIC					
რენტაბელობა გაყიდვების (NOPAT)	13,2%	13,1%	12,2%	9,5%	13,1%
S/IC	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4
ROIC	18,7%	18,0%	17,2%	13,5%	18,5%
ანალიზი ROE					
რენტაბელობა გაყიდვების (ROS)	12,4%	12,3%	11,4%	8,7%	11,5%
აქტივების ბრუნვალობა (SOA)	1,08	1,09	1,13	1,13	1,14
ფინანსური ბერკეტი (FLM)	1,49	1,43	1,42	1,51	1,60
შემოსავალი საკუთარ კაპიტალზე (ROE)	19,9%	19,2%	18,3%	14,8%	21,1%

ცხრილი 9.8

პროგნოზების ჩამოყალიბებისათვის საჭირო ფინანსური მაჩვენებლების ანალიზი

წლები:	2009	2010	2011	2012	2013
მაჩვენებლები (%-ში ამონაგებიდან)					
ფიქსირებული აქტივები	55%	51%	51%	51%	50%
TM3	13%	13%	12%	14%	13%
დებიტორული დავალიანება	24%	25%	24%	22%	22%
კრედიტორული დავალიანება	22%	19%	18%	18%	17%
მუშა კაპიტალი	15%	19%	18%	18%	18%
ფულადი ნაშთის შეფარდება გაყიდვებთან (cash/s)	1,0%	2,2%	1,4%	1,3%	2,8%

როგორც ანალიტიკური ცხრილებიდან ჩანს, ქარხანა წარმოადგენს მზარდ საწარმოს – ხუთი წლის განმავლობაში

გაყიდვების მოცულობა (23285-დან 45500 ათ. დოლარამდე) ორჯერ გაიზარდა. ბოლო ორ წელს მესაკუთრეებმა დივიდენდური გადახდების ნორმა 50%-მდე გაზარდეს, რამაც კომპანიის ზრდის ტემპები შეამცირა ბაზრის დინამიკასთან და ნასესხებ დაფინანსებში მოთხოვნის ზრდასთან მიმართებით (კომპანიის D/E გაიზარდა 0,1-დან – 0,3-მდე).

შემოსავლებისა და ხარჯების სტრუქტურის ანალიზმა (ცხრილი 9.4) გვიჩვენა, რომ ხარჯების ძირითადი სახეობების პროპორციები მთლიანობაში სტაბილურ დონეზეა შენარჩუნებული, რაც კომპანიას გაყიდვების რენტაბელობის „საშუალოდ, 12%-ის დონეზე მხარდაჭერის შესაძლებლობას აძლევს.

შემოსავლიანობის ფაქტორების ანალიზი დიუპონის სამრგოლიანი მოდელის გამოყენებით (იხ. ცხრილი 9.7) გვიჩვენებს, რომ შემოსავალი საკუთარ კაპიტალზე (ROE) 2009 წლიდან – 2012 წლის ჩათვლით მცირდება (19,9%-დან – 14,8%-მდე) გაყიდვების რენტაბელობის შემცირების ხარჯზე, მიუხედავად 2012 წელს აქტივების ბრუნვადობის გადიდებისა და ფინანსური ლევერიჯის ამაღლებისა. ასეთი შემცირება ბაზარზე კონკურენციის გამწვავებით აიხსნება.

2013 წელს შემოსავალი საკუთარ კაპიტალზე (ROE) გაიზარდა 22,8%-მდე, პირველ რიგში გაყიდვების რენტაბელობის ამაღლების ხარჯზე, რაც კრიზისის დროს სამკურნალო საშუალებებზე ფასების მკვეთრი ზრდით არის გამოწვეული.

კომპანიის ბაღანის პროგნოზირებისათვის საკვანძო მოსაზრებების ფორმირებისთვის ინვესტირებული კაპიტალის შემადგენელი ნაწილების (%-ში ამონაგებთან) ანალიზი ჩატარდა. როგორც 9.8 ცხრილის მონაცემებიდან ჩანს, ყველა მაჩვენებელთან მიმართებით მნიშვნელობების მდგრადი დონე შეიმჩნევა, რომელიც, შეიძლება, პროგნოზირების საფუძველად ავიღოთ.

შემფასებლის დასკვნები:

1. კომპანიის საბაზრო პირობებისა და კონკურენტული პოზიციების ანალიზმა, ასევე, ხელმძღვანელობის ქმედებებმა და სტრატეგიებმა შემფასებელი შემდეგ დასკვნამდე მოიყვანა:

- კომპანიას ოთხი-ხუთი წლის განმავლობაში შეუძლია გაყიდვების მოცულობის ზრდა წელიწადში 120 მლნ დოლარამდე უზრუნველყოს, ბაზარზე დაკავებული წილის 0,82%-მდე ზრდასთან ერთად.

2. ფინანსური მაჩვენებლების ანალიზმა შემფასებელს ზოგიერთი მდგრადი პროპორციებისა და თანაფარდობების გამოყვანის შესაძლებლობა მისცა, რომლებიც შეიძლება პროგნოზირებისათვის საბაზისო დაშვებებად მივიჩნიოთ, მათ შორის:

- პროდუქციის თვითღირებულება ამონაგებთან მიმართებით – 53%;

- მუშა კაპიტალის შეფარდება ამონაგებთან – 18%;

- ფიქსირებული აქტივები გაყიდვებთან – 51%;

- ფულადი ნაშთები გაყიდვებთან – 1,5%.

9.3. კომპანიის შეფასება აქტივების მიხედვით

მოცემული მიდგომა კომპანიის ფასეულობას იხილავს, როგორც მისი სუფთა აქტივების ფასეულობების ჯამს (ვალდებულებების ფასეულობის გამოკლებით). კომპანიის აქტივების მიხედვით, შეფასების მეთოდები ან მოქმედი, ან ლიკვიდაციის სტადიაში არსებული საწარმოს წინაპირობიდან გამოდინან.

მოქმედი ბიზნესის შესახებ წინაპირობა ეფუძნება იმ მდგომარეობას, რომ ბიზნესი აგრძელებს ფუნქციონირებას და ამიტომ აქტივების შეფასება მათი „მუშა“ ფასეულობის მიხედვით ხორციელდება. აღნიშნულ შემთხვევაში აქტივების სუფთა ფასეულობის (NAV) მეთოდი გამოიყენება. როდესაც შეფასება კომპანიის ლიკვიდაციის წინაპირობიდან

გამომდინარე ხორციელდება, სალიკვიდაციო ფასეულობის (LV) მეთოდი გამოიყენება.

მეთოდი NAV-ის მეშვეობით კომპანიის აქტივები და ვალდებულებები მათი საბაზრო შეფასების მიხედვით კორექტირდება. ამასთან, კომპანია როგორც მოქმედი განიხილება.

მეთოდის LV ითვალისწინებს, რომ კომპანიის აქტივების რეალიზაციისაგან სუფთა ამონაგები, ვალდებულებების დაფარვის გათვალისწინებით, შეფასების თარიღისთვის დისკონტირდება. ბიზნესის ფასეულობა ამასთან აქტივების გეგმიური ან იძულებითი ლიკვიდაციის შედეგად რეალიზდება.

მეთოდი NAV-ის მეშვეობით კომპანიის შეფასების საერთო სქემა. კომპანიის სუფთა აქტივების მეთოდით შეფასების საერთო ფორმულას შემდეგი სახე აქვს:

$$NAV = \sum VA_i - D + G.$$

სადაც: NAV არის კომპანიის სუფთა აქტივების ფასეულობა;

VA_i – i აქტივის საბაზრო ფასეულობა;

D – ვალდებულებების საბაზრო ფასეულობა;

G – გუდვილი.

როგორც ფორმულიდან ჩანს, ბალანსში ასახული კომპანიის აქტივები თავიდან მათ საბაზრო შეფასებამდე კორექტირდება, შემდეგ ვალდებულებების საბაზრო ფასეულობა გამოაკლდება და გუდვილის ფასეულობა დაემატება. ნებისმიერი კომპანიის ყველა აქტივი დაიყოფა სამ ჯგუფად:

- მატერიალური (შენობები და ნაგებობები, მოწყობილობები, გადამცემი მექანიზმები, სასაქონლო-მატერიალური მარაგები);

- ფინანსური (დებიტორული დავალიანება, აქციები, ობლიგაციები, სხვა ფინანსური ინსტრუმენტები);

- არამატერიალური (პატენტები, ნოუ-ჰაუ, ლიცენზიები, ტექნიკური დოკუმენტაცია, პროგრამული უზრუნველყოფა, გუდვილი და სხვები).

კომპანიის ნებისმიერი ჯგუფის თითოეული აქტივი შემდეგი პრინციპის საფუძველზე ფასდება: აქტივის ალტერნატიული გამოყენების (მოსალოდნელი შემოსავლები ალტერნატიული გამოყენებისაგან), ან ადღენის (ჩანაცვლების) ალტერნატიული ღირებულების, ან ანალოგიური აქტივის შეძენის ფასეულობით.

აქტივების ცალკეული სახეობების შეფასების თავისებურებები:

შენობისა და ნაგებობების შეფასება. საწარმოს შენობისა და ნაგებობების შეფასებისათვის სხვადასხვა მეთოდი გამოიყენება, რომლებიც გაერთიანებულია სამ მიდგომაში: ღირებულებითი, შემოსავლიანობისა და საბაზრო.

უძრავი ქონების ღირებულებითი მეთოდი. თავდაპირველად შენობისა და ნაგებობის მშენებლობის ღირებულება განისაზღვრება. შემდეგ მისგან შენობისა და ნაგებობის ცვეთა გამოიქვითება მათი ფიზიკური, ფუნქციური და ეკონომიკური დაძველების გათვალისწინებით.

შენობისა და ნაგებობის ღირებულებითი მიდგომის მეთოდებით შეფასება ხორციელდება ხუთ ეტაპად:

- განისაზღვრება მიწის ნაკვეთის საბაზრო ფასეულობა, რომელზედაც იმყოფება შენობა და ნაგებობა, მისი მიმდებარე გამოყენების გათვალისწინებით;

- გაანგარიშდება ნაგებობის ადღენითი ან ჩანაცვლებითი ფასეულობა;

- გაანგარიშდება ნაგებობის ცვეთის ყველა სახეობა: ფიზიკური, ფუნქციური, ტექნოლოგიური და გარე;

- გამოიქვითება ობიექტის კვლავწარმოების ან ჩანაცვლების დანახარჯებიდან ნაგებობის საერთო ცვეთის სიდიდე;

- მიწის საბაზრო ფასეულობის დაჯამების გზით, ნაგებობის გამოყენებისა და ფასეულობის მიხედვით, განისაზღვრება უძრავი ობიექტის ფასეულობა.

უძრავი ქონების შეფასების შემოსავლიანი მეთოდი. შემოსავლიანი მეთოდი არენდული გადახდიდან ფულადი ნაკადის დისკონტირებაზეა დაფუძნებული, რომელიც უძრავი ქონების არენდაში გადაცემის შემთხვევაში მიიღება, უძრავი ქონების (ობიექტის) სიცოცხლისუნარიანობის ვადის გათვალისწინებით. არენდული გადასახადის განაკვეთები მოცემულ რაიონში და უძრავი ქონების (ობიექტის) მოცემული კლასისათვის საბაზრო განაკვეთებიდან გამომდინარე განისაზღვრება.

შენობებისა და ნაგებობების შეფასების საბაზრო მეთოდი. უძრავი ქონების ობიექტის საბაზრო ფასეულობის საბაზრო შედარებების მეთოდით განისაზღვრა მოცემულ რაიონში უკვე გაყიდული შედარებადი ობიექტების არჩევაზეა დაფუძნებული. აღნიშნული მონაცემებიდან კვადრატული მეტრის საშუალო ფასი გამოიყვანება და მისი შესაფასებელი ობიექტის ფართობზე გადამრავლებით საბაზრო ღირებულება განისაზღვრება.

მანქანებისა და მოწყობილობების შეფასება. ცნება „შეფასებას“ მანქანებთან და მოწყობილობებთან მიმართებით თავისი თავისებურებები გააჩნია, რამდენადაც შემფასებელი აღნიშნული ობიექტების ხარისხობრივ და რაოდენობრივ მახასიათებლებს განსაზღვრავს. ამ უკანასკნელის ცოდნა მათი ფასეულობის ზუსტად, უტყუარად გაანგარიშებისათვისაა საჭირო. მანქანებისა და მოწყობილობების შეფასება ხორციელდება, როგორც მთლიანად საწარმოს ღირებულების შეფასების ნაწილი. მანქანებისა და მოწყობილობების შეფასებისათვის გამოიყენება სამი მიდგომა: ღირებულებითი, საბაზრო და (ნაკლები ხარისხით) შემოსავლიანი.

მოწყობილობის შეფასების ღირებულებითი მეთოდი. ღირებულებით მიდგომაში საბაზისო ფასეულობას ობიექტის ჩანაცვლების ღირებულება მოიაზრება, რომლიდანაც გამოიქვითება ყველა სამივე სახეობა: ფიზიკური, ფუნქციონალური და საგარეო.

საბაზრო მიდგომა მოიცავს ორ ძირითად მეთოდს – გაყიდვების შედარებით ანალიზს და ტექნიკის ფასეულობის სტატისტიკურ მოდელირებას.

გაყიდვების პირდაპირი შედარებითი ანალიზის მეთოდი გამოიყენება, როდესაც შესაფასებელი მანქანის ანალოგის შერჩევის შესაძლებლობა არსებობს. უახლოეს პერიოდში გაყიდული ობიექტი – ანალოგის ფასი გაანალიზდება და ობიექტ-ანალოგსა და შესაფასებელ ობიექტს შორის არსებული განსხვავებების შესაბამისად, კორექტირება განხორციელდება.

სტატისტიკური მოდელირების მეთოდი იმას გულისხმობს, რომ შესაფასებელი ობიექტი განიხილება, როგორც ერთგვარი ობიექტების გარკვეული ერთობლიობის წარმომადგენელი, რომელთა ფასები ცნობილია. მოცემული ერთობლიობისათვის, სტატისტიკისა და ეკონომიკურ-მათემატიკური მოდელირების თეორიის გამოყენებით, შემუშავდება ერთი ან რამდენიმე ცნობილი პარამეტრისაგან ფასის დამოკიდებულების მათემატიკური მოდელი. აღნიშნული მათემატიკური მოდელის მიხედვით დაანგარიშდება შესაფასებელი ტექნიკის ფასეულობა, განისაზღვრება, როგორც ერთგვარი ობიექტების მოცემული ერთობლიობის საშუალო-სტატისტიკური.

მანქანებისა და მოწყობილობების ფასეულობის შეფასების შემოსავლიანი მიდგომა მოიცავს ორ მეთოდს: ფულადი ნაკადების დისკონტირებას და მათ კაპიტალიზაციას. მოცემული მეთოდების რეალიზება ხორციელდება იმის ანალოგიურად, თუ როგორ გამოიყენებიან ისინი უძრავი ქონების შეფასებისას. განისაზღვრება ფულადი ნაკადები,

რომლებიც არენდაში მანქანის ან მოწყობილობის გაცემისას გენერირდებიან, გაიანგარიშება დისკონტის ან კაპიტალიზაციის განაკვეთები და საჭირო ნაკადების დისკონტირების ან კაპიტალიზაციის გზით მათი ფასეულობა განისაზღვრება.

საწარმოო მარაგების შეფასება. საწარმოს მარაგებს მიეკუთვნება ნედლეული, მასალები, მცირეფასიანი და სწრაფად ცვეთადი საგნები, დანახარჯები დაუმთავრებელ წარმოებაზე, მზა პროდუქცია და საქონელი გადასაყიდად, საქონელი გადატვირთულები და მომავალი პერიოდების ხარჯები. აღნიშნული საბრუნავი აქტივები შეფასების საგანს წარმოადგენენ. საბალანსო ფასეულობასთან მიმართებით აღნიშნულ აქტივებზე საბაზრო ფასებიდან გამომდინარე, შესწორებებია საჭირო. საბაზრო ფასებს უნდა დაემატოს მარაგების ტრანსპორტირებასა და დასაწყობებაზე გაწეული ფაქტობრივი დანახარჯები, თუ ისინი ბალანსზე აყვანისას არ იყო გათვალისწინებული. დაუმთავრებელ წარმოებაში დანახარჯები ფასდება წარმოების ფაქტობრივი თვითღირებულების, გადატვირთული საქონელი – საბაზრო ფასეულობის მიხედვით.

დებიტორული დავალიანების შეფასება მისი ანალიზიდან იწყება. დგება დებიტორების ნუსხა, განისაზღვრება ვალის დაბრუნების ვადა, გაანალიზდება ხელშეკრულებით გათვალისწინებულ ვადებში ვალის დროულად დაბრუნების შესაძლებლობები. თუ ვალის დაბრუნების შეუძლებლობის შესახებ კეთდება დასკვნა, იგი შეფასებას არ დაექვემდებარება. შეფასებას არ ექვემდებარება „ასევე, დამფუძნებლების ვალი საწესდებო კაპიტალში მათ შენატანებთან მიმართებაში. სხვა დანარჩენ შემთხვევაში დებიტორული დავალიანება მიმდინარე ფასეულობის მიხედვით ფასდება. მოცემულ შემთხვევაში დისკონტირების პერიოდი შესაბამისი ხელშეკრულების მიხედვით გათვალისწინებული ვალის დაბრუნების ვადებიდან

გამომდინარე განისაზღვრება. დისკონტირების განაკვეთი ამასთანავე, ვალის დაბრუნებასთან დაკავშირებულ რისკსაც ითვალისწინებს.

ფინანსური დაბანდების შეფასება. ინვესტიციები შეიძლება განხორციელდეს მოკლევადიან და გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებში, უძრავ ქონებასა და სხვა საწარმოების საწესდებო კაპიტალებში. ინვესტიციის შეფასება, მათი საბაზრო ფასეულობიდან გამომდინარე, შეფასების თარიღისათვის ხორციელდება. ამასთან, საჭიროა გვახსოვდეს, რომ აქციონერებისაგან გამოსყიდული საწარმოს საკუთარი აქციების ფასეულობა საერთო ინვესტიციების მოცულობიდან გამოიქვეთება.

სავალუტო ანგარიშზე ფულადი სახსრების შეფასება შეფასების თარიღისათვის კურსის მიხედვით ხორციელდება.

არამატერიალური აქტივების შეფასება. არამატერიალური აქტივებში იგულისხმება აქტივები, რომელთაც ფიზიკური შინაარსი არ გააჩნიათ, მაგრამ შემოსავლების მოტანის შესაძლებლობები აქვთ.

არამატერიალური აქტივები, განსაკუთრებით მაღალტექნოლოგიური დარგების საწარმოებისა, აქტივების ერთ-ერთ ყველაზე მნიშვნელოვან შემადგენელ ნაწილს წარმოადგენენ. არამატერიალური აქტივები სპეციფიკური აქტივებია, მათთვის დამახასიათებელი ფიზიკური ფორმის (ხელშესახები აქტივები) არქონა, მაგრამ ისინი ეკონომიკურ ფასეულობას ატარებენ. მიუხედავად იმისა, რომ მრავალ არამატერიალურ აქტივს, რაღაცა სახის ფიზიკური გამოვლენის შესაძლებლობა გააჩნია (საბუთი, სქემა, ნახაზი და სხვა), მათი ფასეულობის საფუძველს მათთან დაკავშირებით წარმოქმნილი უფლებები ან ურთიერთობები შეადგენენ.

არამატერიალური აქტივები იყოფიან:

- **იდენტიფიცირებადებად** (პატენტები, ნოუ-ჰაუ, ლიცენზიები, ტექნიკური დოკუმენტაცია, პროგრამული

უზრუნველყოფა, საავტორო უფლებები, სეკრეტული ფორმულები, მონაცემთა ბაზები, ფრანჩიზები და სხვა);

- **არაიდენტიფიცირებადები** (საქმიანი რეპუტაცია – გუდვილი).

მიღებულია, რომ არაიდენტიფიცირებული, არამატერიალური აქტივები დაიყოს ორ ჯგუფად:

- **პირველი ჯგუფი** არის საწარმოსაგან გამოუყოფადები (განათლებული პერსონალის არსებობა, საწარმოს მართვის სისტემები და მეთოდები, კლიენტურის არსებობა, მიღწევები რეკლამის სფეროში და საკუთარი პროდუქციის გასაღების შესაძლებლობები, ტერიტორიული განთავსების უპირატესობები, საწარმოს რეპუტაცია);

- **მეორე ჯგუფი** არის ინდივიდუალისაგან გამოუყოფადები (თანამშრომლების ან საწარმოს მფლობელების პირადი რეპუტაცია, ინდივიდუუმების პირადი პროფესიონალური ხარისხი, პერსონალის და მფლობელების საერთო კვალიფიციურობა და ხარისხი).

იდენტიფიცირებადი ხელშესახები არამატერიალური აქტივების შეფასება. ბიზნესის იდენტიფიცირებადი არამატერიალური აქტივები შეიძლება ინდივიდუალური წესით შეფასდეს, თუ მათ შეიძლება მომსახურების საბოლოო ვადა მიეწეროს (მიეკუთვნოს) და თუ აღნიშნულ პერიოდში ისინი ბიზნესისათვის გაზომვად სარგებელს უზრუნველყოფენ.

მაგალითი 64:

შემფასებლების მიერ მიღებული საწყისი (ამოსავალი) საბაზანსო ანგარიშისა და მონაცემების საფუძველზე საჭიროა გაანგარიშდეს გუდვილი და შეფასებითი ბალანსი აიგოს.

შემფასებლების მონაცემებია:

- მიწა და შენობები ღირს 2500 ათ. დოლარი;
- მოწყობილობა ღირს 1600 ათ. დოლარი;
- ინვესტიციის ფასეულობა კომპანიაში ტოლია 450 ათ. დოლარის;

- დებიტორული დავალიანების 10% არ იქნება შეგროვებული;
 - სასაქონლო მარაგების 5% მოძველებულია და შეიძლება მხოლოდ ნომინალური ფასეულობის 10%-ად გაიყიდოს;
 - საშუალო შემოსავალი საკუთარ კაპიტალზე დარგის მიხედვით შეადგენს 14%;
 - კომპანიის ნორმალიზებული სუფთა მოგება – 600 ათ. დოლარის ტოლია;
 - კაპიტალიზაციის კოეფიციენტი – 30%.
- როგორც ცხრილი 9.9-დან ჩანს კომპანიის სუფთა აქტივების გადაფასებული ფასეულობა შეადგენს 3060 ათ. დოლარს.

ცხრილი 9.9

შეფასებითი ბალანსი (ათ. დოლარებში)

გასული პერიოდის საბალანსო ანგარიშგება	საბალანსო ფასეულობა	შესწორებები	დაზუსტებული ფასეულობა	გუდგოლი	დასაბუთებული საბაზრო ფასეულობა
ფულადი სახსრები	375		375		375
დებიტორული დავალიანება	200	(20)	180		180
სასაქონლო მარაგები	1000	(45)	955		955
სულ, მიმდინარე აქტივები	1575		1500		1500
მიწა და შენობები	1900	+600	2500		2500
მოწყობილობა	1800	(200)	1600		1600

სულ, ძირით დი საშუალებებ ი	3700		4100		4100
ინვესტიციებ ი კომპანიაში	300		450		450
გუდვილი				798	798
სულ, აქტივები	5575		6060		6858
სულ ვალდებულე ბები	3000		3000		3000
საკუთარი კაპიტალის ფასეულობა	2575		3060		3858
სულ, ვალდებულე ბები და საკუთარი კაპიტალი			6060		6858

გუდვილის სიდიდის შეფასებისათვის თავიდან განვსაზღვროთ კომპანიის საკუთარი კაპიტალის ნორმალიზებული რენტაბელობა:

$$ROE_{\text{კომ. NP/Eg}} = 600 : 2575 = 23,3\%.$$

შემდეგ ვიპოვოთ კომპანიის საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობასა და საშუალო დარგობრივ რენტაბელობას შორის სხვაობა:

$$\Delta ROE = ROE_{\text{კომ.}} - ROE_{\text{დარგ.}} = 23,3 - 14 = 9,3\%.$$

კომპანიის ანომალური მოგება ტოლი იქნება:

$$\Delta NP = \Delta ROE \times Eg = 9,3\% \times 2575 \text{ ათ. დოლარი} = 239,5 \text{ ათ. დოლარს.}$$

ვუშვებთ, რომ კომპანია მომავალშიც მიიღებს ანომალურ მოგებას, ამიტომ გუდვილის სიდიდე განისაზღვრება კაპიტალიზაციის მეთოდით:

$$G = \Delta NP : K = 239,5 : 0,3 = 798,3 \text{ ათ. დოლარს.}$$

სუფთა აქტივების ფასეულობა გუდვილის გათვალისწინებით 3858,3 ათ. დოლარის ტოლი იქნება (3060 + 798,3).

9.4. ტესტები:

1. თუ ბიზნესის შეფასების მიზანი არის გადაწყვეტილების მიღება, მაშინ მის საგანს წარმოადგენს:
 - ა) გადაწყვეტილებიდან მიღებული შემოსავლები
 - ბ) გადაწყვეტილებიდან მიღებული ეკონომიკური სარგებელი
 - გ) გადაწყვეტილებიდან მიღებული დივიდენდი
 - დ) გადაწყვეტილებიდან მიღებული მოგება.

ბ)
2. ბიზნესის შეფასების ობიექტებია: ფული, ნივთები, აქტივები, რომელთაგან აქტივები განსხვავდებიან იმით, რომ
 - ა) მას მფლობელისათვის ფულადი სახსრების მოტანა შეუძლია
 - ბ) მას მფლობელისათვის ზარალის მოტანა შეუძლია
 - გ) მას მფლობელისათვის შემოსავლის მოტანა შეუძლია
 - დ) მას მფლობელისათვის მოგების მოტანა შეუძლია

გ)
3. ფასეულობა და ღირებულება განისაზღვრება, როგორც:
 - ა) განუყოფელი წყვილი
 - ბ) საპირისპირო ცნებები და ამასთან განუყოფელი წყვილი

- გ) საპირისპირო ცნებები
- დ) სინონიმებია.

ბ)

4. მოქმედი საწარმოს ფასეულობა შეიძლება განისაზღვროს, როგორც:

- ა) მიმდინარე საბაზრო ფასეულობა
- ბ) შიდა (ეკონომიკური ფასეულობა)
- გ) მიმდინარე საბაზრო და ეკონომიკური ფასეულობა
- დ) საბაზრო ღირებულება.

გ)

5. საწარმოს შენობებისა და ნაგებობების შეფასებისათვის გამოიყენება მიდგომები:

- ა) ღირებულებითი, შემოსავლიანობის
- ბ) შემოსავლიანობის, საბაზრო
- გ) საბაზრო, ღირებულებითი
- დ) საბაზრო, ღირებულებითი, შემოსავლიანობის.

დ)

6. უძრავი ქონების ღირებულებითი მეთოდი ითვალისწინებს:

- ა) არსებული ღირებულებიდან ცვეთის გამოქვითვას
- ბ) არსებული ღირებულებიდან რეკონსტრუქციის ფასის გამოქვითვას
- გ) არსებული ღირებულებიდან რემონტის ღირებულების გამოქვითვას
- დ) არსებული ღირებულებიდან დანახარჯების გამოქვითვა.

ა)

7. მანქანებისა და მოწყობილობების ფასეულობის შეფასების შემოსავლიანი მიდგომა თავისთავში მოიცავს:

- ა) ფულადი ნაკადების დისკონტირების მეთოდს

- ბ) მათი კაპიტალიზაციის მეთოდს
 - გ) ფულადი ნაკადების დისკონტირების და მათი კაპიტალიზაციის მეთოდს
 - დ) ყოველწლიურად ცვეთის დარიცხვას.
- გ)

8. საწარმოს მარაგებს ანუ საბრუნავ აქტივებს მიეკუთვნება:

- ა) ნედლეული და მასალები
 - ბ) ნედლეული, მასალები, დანახარჯები დაუმთავრებელ წარმოებაზე, გადასატვირთი მზა პროდუქცია
 - გ) დანახარჯები დაუმთავრებელ წარმოებაზე
 - დ) გადასატვირთი მზა პროდუქცია.
- ბ)

ლექცია 10. ფასეულობაზე ორიენტირებული სტრატეგიული გადაწყვეტილებების დასაბუთება

10.1. სტრატეგიული გადაწყვეტილებები როგორც კორპორაციის ფასეულობის ზრდის ძირითადი წყარო

კორპორაციის ფასეულობის ზრდაზე ორიენტირებული მართვა (VBM). მმართველობითმა კონცეფციამ, რომლის ცენტრში კომპანიის მესაკუთრეებისათვის ფასეულობის ნაზარდი, როგორც ფირმის ძირითადი მიზნის სახით არის მიღებული, ფასეულობის ზრდის მენეჯმენტის (value based management - VBM) სახელწოდება მიიღო. თანამედროვე პირობებში კორპორაციის სიცოცხლისუნარიანობა და განვითარება მისი მენეჯმენტის მიერ მიღებული გადაწყვეტილებების სამომავლო ქმედებების გათვალისწინების შესაძლებლობით განისაზღვრება. სწორედ კომპანიის ფასეულობა არის ფირმის მომავლის განმსაზღვრელი მახასიათებელი, იგი VBM-ში გამოდის, როგორც ინტეგრალური სისტემშექმნადი მაჩვენებელი.

კომპანიის ფასეულობის ზრდის მართვა არის მართვის ერთიანი სისტემა, რომელიც მისი საქმიანობის ყველა მხარეს მოიცავს. კომპანიის ფასეულობის ზრდის უზრუნველყოფისათვის საჭიროა, მუშაობა განხორციელდეს როგორც სტრატეგიული პოზიციის გამომუშავებაზე, ასევე ოპერაციის ეფექტურობის ამაღლებაზეც.

ოპერაციების ეფექტურობის ამაღლების ამოცანებს მიეკუთვნება ღონისძიებები, რომლებიც მიმართულია დანახარჯების შემცირებაზე, გაყიდვების ეფექტურობის

ამაღლებაზე, მენეჯმენტის ისეთი უახლესი სისტემების დანერგვაზე, როგორებიცაა ხარისხის მართვა (TQM), ბიზნეს-პროცესების რეინჟინერინგი, ბენჩმარკინგი, ცვლილებების მართვა, უატსორინგი, სისტემა „მომჭირნე წარმოება“, „ექსი სიგმა“ და ა.შ. აღნიშნულის საპირისპიროდ **სტრატეგიული პოზიციონირება** ნიშნავს საქმიანობის განხორციელების განსხვავებული ხერხების შერჩევას ან საქმიანობის სხვა სახეობების კომბინირებას [პორტერი, 2005 წ.]. ამიტომ **სტრატეგიული გადაწყვეტილება** ყოველთვის სამომავლო განვითარებას ალტერნატიულ ვარიანტებს შორის არჩევანს წარმოადგენს.

ნებისმიერი კომპანია, რომელიც ფასეულობის ზრდაზეა ორიენტირებული, უნდა მუშაობდეს როგორც მომგებიანი **სტრატეგიული პოზიციის** შემუშავებაზე, ასევე **ოპერაციის ეფექტიანობის** ამაღლებაზეც.

კომპანიის ფასეულობა სტრატეგიული გადაწყვეტილების მიღების მომენტში იცვლება. სტრატეგიული გადაწყვეტილება განსაზღვრავს კომპანიის სტრატეგიული პოზიციის შერჩევას, განვითარების ახალ ძირითად ტრაექტორიას, მისი საწარმოო პოტენციალის ცვლილებას და მის სამომავლო ფულად ნაკადებზე გრძელვადიან ზემოქმედებას ახდენს. ამიტომ მომგებიანი სტრატეგიული პოზიციის დასაბუთებული შერჩევა და რეალიზაცია კორპორაციის ნაზარდზე არსებით ზემოქმედებას ახდენს. კომპანიის ფასეულობა და სტრატეგიულ გადაწყვეტილებებს შორის ფუნდამენტური კავშირი მდგომარეობს იმაში, რომ კომპანიის საგარეო და შიდა გარემოს სტრუქტურისა და დინამიკის ცვლილებების პირობებში ფასეულობა იზრდება (მცირდება) **სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მიღების/არმიღების მომენტში**, რამდენადაც ამ მომენტში წარმოიშობა კომპანიის განვითარების ახალი სამომავლო ტრაექტორია, იცვლება მისი პოტენციალი.

როლის წარმოიშობა კომპანიის წინაშე სტრატეგიული არჩევანის პრობლემა? სტრატეგიული გადაწყვეტილების მიღების საჭიროება წარმოიჭრება, როდესაც სხვაობა შეიმჩნევა კომპანიის საგარეო გარემოს სტრუქტურასა და ღინამიკას შორის, მისი შიდა გარემოს სტრუქტურასა და ღინამიკასთან შედარებით.

სტრატეგიის შერჩევის ორი ძირითადი საკითხი. სტრატეგიის შერჩევისას ორი ძირითადი საკითხი იჩენს თავს:

საით მივმართოთ ინვესტიციები, რომ კომპანიის ფასეულობა გაიზარდოს;
როგორ წარვმართოთ კონკურენტული ბრძოლა არჩეული მიმართულებებით?

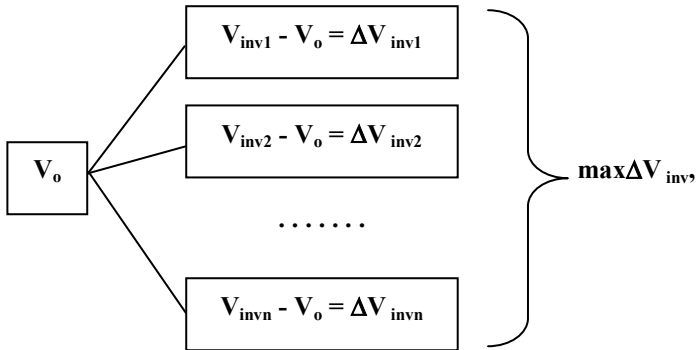
პირველი საკითხი ეხება კორპორაციულ სტრატეგიას ინვესტირების პრიორიტეტების შერჩევის შესახებ, ბიზნეს-ერთეულების შექმნას ან ლიკვიდაციას, ფოკუსირების ან დივერსიფიკაციის, ჰორიზონტალური ან ვერტიკალური ინტეგრაციის სტრატეგიის შერჩევას. **მეორე საკითხი** ეხება კონკურენტული სტრატეგიის კომპანიის სტრატეგიული ბიზნეს-ერთეულების დონეზე შერჩევას.

სტრატეგიული გადაწყვეტილებების ფინანსური დასაბუთების არსი. დასაბუთებული სტრატეგიული გადაწყვეტილების მისაღებად განსახილველი სტრატეგიული ალტერნატივების ფასეულობის აღეკვეაწურად გაზომვის შესაძლებლობის ინსტრუმენტების გამოყენებაც პრინციპულად მნიშვნელოვანია.

სტრატეგიული გადაწყვეტილებების ფინანსური დასაბუთების არსი არის კომპანიის სამართლიანი ფასეულობის შეპირისპირება სტრატეგიული ალტერნატივების საინვესტიციო ფასეულობასთან. კორპორაციის ფასეულობის ზრდის მაჩვენებელზე ორიენტირებული სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მიღების პროცესი შემდეგი სახით გამოიყურება (ნახ. 10.1):

\

<u>nabiji 1</u>	<u>nabiji 2</u>	<u>nabiji 3</u>
სამართლიანი ფასეულობის გაზომვა	სტრატეგიული ალტერნატივების შეფასება	სტრატეგიული ალტერნატივის შერჩევა



ნახაზი 10.1. სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მიღების პროცესი

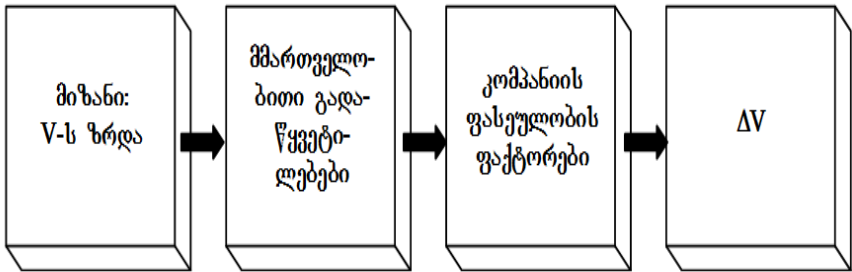
სადაც: V_o არის კომპანიის სამართლიანი ფასეულობა, „როგორც არის“;

V_{inv} – სტრატეგიული ალტერნატივის საინვესტიციო ფასეულობა;

ΔV_{inv} – სტრატეგიული ალტერნატივის რეალიზაციის ფასეულობის ნაბიჯი.

ცალ-ცალკე შეფასება და კომპანიის სამართლიანი და საინვესტიციო ფასეულობის შემდგომი შეპირისპირება ფასეულობის ცვლილების ადეკვატურად გაზომვის და კორპორაციის განვითარების სტრატეგიის ვარიანტის შერჩევის შესაძლებლობის რიგი მნიშვნელოვანი ეფექტების გათვალისწინების შესაძლებლობებს იძლევიან.

კომპანიის ფასეულობის მართვის კონტური კორპორაციის ფასეულობის ნაზარდის მაქსიმიზაციის კრიტერიუმის მიხედვით. ნახაზ 10.2-ზე კორპორაციის ფასეულობის მართვის კონტურია ნაჩვენები:



ნახაზი 10.2. კომპანიის ფასეულობის მართვის კონტური

საბოლოო შედეგზე ორიენტირებული მენეჯმენტი არის აქციონერებისათვის ფასეულობის ზრდა, კომპანიის ფასეულობის ფაქტორებზე ზემოქმედი მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღება. ფასეულობის ფაქტორების ცვლილებას ფულადი ნაკადისა და რისკების გენერირების პოტენციალის ცვლილება, ანუ კორპორაციის ფუნდამენტური ფასეულობის ცვლილება მოყვება. უკუკავშირის უზრუნველყოფა მოცემულ კონტურში კომპანიის გენერალური მიზნის რეალიზაციის კრიტერიუმის მიხედვით შედეგების შემოწმების გზით ხორციელდება. ფინანსური მოდელირება მოწოდებულია მართვის მოცემული კონტურის ყველა ბლოკს შორის მკაფიო და გამჭვირვალე კავშირის უზრუნველყოფისათვის.

სტრატეგიული გადაწყვეტილების შემუშავებისათვის ფასეულობის დიაგნოსტიკა არის საჭირო. მის ამოცანას კომპანიის ფასეულობის შეზღუდვებისა და მამოძრავებელი ფაქტორების მოძიება წარმოადგენს.

სამართლიანი ფასეულობის გაზომვა და დიაგნოსტიკა კომპანიის საქმიანობის და მისი განვითარების პერსპექტივების კომპლექსური შესწავლის შედეგს წარმოადგენს და მოიცავს ანალიზს:

- საბაზრო პირობების;
- კონკურენტული პოზიციების;
- კომპანიის საქმიანობის ფინანსური შედეგების.

10.2 კომპანიის ფასეულობის შეფასების ძირითადი მოდელები

სტრატეგიული არჩევანის ფინანსური მოდელირება. კომპანიის შეფასება, არჩეული მოდელისაგან დამოუკიდებლად, ინტეგრალური ფინანსური მაჩვენებლების ანალიზსა და პროგნოზირებას ეფუძნება და ცნობილია, ფასეულობის საკვანძო ფაქტორების სახელით (დრაივერები). მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღებისას სწორედ ისინი ხდებიან მოდელირების ფაქტორები.

სტრატეგიული არჩევანის ფინანსური მოდელი – სტრუქტურის, პარამეტრების, კრიტერიუმებისა და შესაძლებლობების ნაკრების მიხედვით მკაფიოდ უნდა შეესაბამებოდეს სტრატეგიული ალტერნატივების შეპირისპირების ამოცანას, იყოს ფორმატირებული სტრატეგიული არჩევანის ამოცანის ამოსახსნელად და მოქნილობის მაღალ ხარისხს ფლობდეს. მნიშვნელოვანია არა დეტალების დამუშავება, არამედ ჩამოყალიბებული ალტერნატივების სიცხადე. საჭირო და უტყუარ პირობას წარმოადგენს ფასეულობის გამსხვილებული შესაყვანი და საკვანძო ფაქტორების შეზღუდული ნაკრები, რომელთა შეპირისპირება ხორციელდება ანალიზირებად სტრატეგიულ ალტერნატივებში.

ფინანსური მოდელირება ფასეულობის მონიტორინგისა და ოპერაციული მართვის მიზნებისათვის. კომპანიის ფასეულობის ოპერაციული მართვისათვის შეფასების მოდელები სხვა მოთხოვნებს უნდა პასუხობდნენ, ვიდრე სტრატეგიული ალტერნატივების შეფასების მოდელებს. ოპერაციული მართვის ამოცანების ჩარჩოებში აქტუალური ხდება ფასეულობის ფაქტორების ანალიზის დეტალიზაცია, რომლებიც დაკავშირებულია:

- ფინანსურ ანგარიშგებასთან და შეფასების მიზნებისათვის მის დასაბუთებულ კორექტირებასთან;
- დაბანდებულ კაპიტალზე შემოსავლიანობის პერიოდში მიღწეულის გაზომვის კორექტულობასთან;
- ფასეულობის ძირითადი ფინანსური ფაქტორების დეკომპოზიციასთან.

სტრატეგიული და ოპერაციული გადაწყვეტილებების მოდელირება სხვადასხვანაირად ხორციელდება, რამდენადაც მათი ბუნება სხვადასხვაა: მათ სხვადასხვა კრიტერიუმები, დეტალიზაციის ხარისხი, პრიორიტეტები გააჩნიათ. უფრო მეტიც, კომპანიის ფასეულობის მართვა განსხვავებულია კომპანიის განვითარების სხვადასხვა ფაზებზე და დამოკიდებულია დარგობრივი ბაზრის და აქტივების სტრუქტურასა და მახასიათებლებზე. ამიტომ საბაზრო დაპირისპირებისა და აქტივების შეფასების საფუძველზე მოდელის გამოყენება შეიძლება VBM-ის ჩარჩოებში იყოს მიზანშეწონილი იმ შემთხვევაში, როდესაც ანალოგიური კომპანიების ან მათი აქტივების ანალიზის დეტალიზაცია არის შესაძლებელი და საჭირო.

მართვის მოდელი DCF-ის საფუძველზე. კომპანიის, როგორც ფულადი ნაკადის გენერატორი – შეფასების ყველა მაჩვენებელი და მოდელი ერთი წინაპირობიდან გამომდინარეობს: ფასეულობა მესაკუთრისათვის მისაღწევი სამომავლო თავისუფალი ფულადი ნაკადით განისაზღვრება და ღირებულების ალტერნატიული შემოსავლიანობის

მეშვეობით იზომება რისკის გათვალისწინებით. ამიტომ ყველა მოდელის კორექტულობა საბაზო DCF-მოდელთან შედარების გზით ვლინდება. ტრადიციული, კომპანიის ფასეულობის მართვისადმი ყველაზე უფრო გავრცელებული მიდგომა არის მისი, როგორც ფულადი ნაკადის გენერატორის (მოდელი DCF) სახით განხილვა.

კომპანიის ფასეულობა განისაზღვრება ასეთი ნაკადების ორი ტიპის წყაროებით:

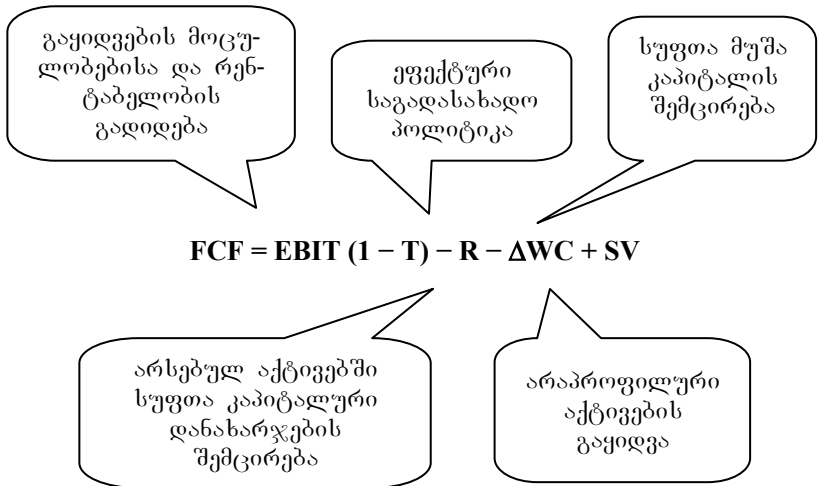
- ფულადი ნაკადის გენერირების პოტენციალით აქტივების გამოყენებისაგან, რომლებიც ეფექტური საოპერაციო და საინვესტიციო საქმიანობით არის შექმნილი;
- კაპიტალის მოზიდვის ღირებულებით, რომელსაც კომპანიის ეფექტური ფინანსური პოლიტიკა უზრუნველყოფს.

ფულადი ნაკადის მართვის სამი ბერკეტი. როგორც უკვე იყო აღნიშნული, კომპანიის ფასეულობა შედგება ფულადი ნაკადების დაყვანილი ფასეულობისაგან ზრდის ცვალებადი (პროგნოზული პერიოდის) და მუდმივი ტემპების (კომპანიის დაყვანილი ნარჩენი ფასეულობის) პერიოდში. ამრიგად, პროგნოზირებადი ფულადი ნაკადი, ტემპები და მისი ზრდის პერიოდი კომპანიის ფასეულობის საკვანძო დეტერმინატებს წარმოადგენენ. აქედან გამომდინარე, ფულადი ნაკადის ზრდის მართვა ეფუძნება სამ ძირითად ბერკეტს:

- ფულადი ნაკადის მართვა რეალურად არსებული აქტივებისაგან;
- ფულადი ნაკადის ზრდის ტემპის გადიდება ახალი ინვესტიციების ხარჯზე;
- ფულადი ნაკადის ზრდის მაღალი ტემპების პერიოდის გახანგრძლივება.

ფულადი ნაკადით მართვა რეალურად არსებული აქტივებისაგან. კომპანიის ფასეულობის სასამაღლებლად გადაწყვეტილების მოძიებისთვის მართვის პირველი ბერკეტი იქნება ფულადი ნაკადის გადიდება რეალურად არსებული

აქტივებიდან, რომელიც შემდეგი სქემის სახით შეიძლება წარმოვიდგინოთ (ნახ. 10.3).



ნახაზი 10.3. ფულადი ნაკადით მართვა არსებული აქტივებიდან

ფულადი ნაკადის ზრდის ტემპის გადიდება ახალი ინვესტიციების ხარჯზე. კომპანიის ფასეულობის ამაღლების მეორე ბერკეტი – კომპანიის ზრდის ტემპების ახალი ინვესტიციების ხარჯზე გადიდება. ასეთი ზრდა მიიღწევა შემდეგი გზით:

1. ბიზნესში პერსპექტიული მიმართულებების გამოვლენა, სადაც:

- არსებობენ მიმზიდველი საბაზრო შესაძლებლობები;
- კომპანია კონკურენტული უპირატესობები გააჩნია.

2. ინვესტიციის ზრდის ტემპების გადიდება მიზნის პერსპექტიულ მიმართულებებში..

ინვესტიციების ზრდის ტემპების გადიდება შეიძლება მანამ, სანამ ახალი ინვესტიციების რენტაბელობა კაპიტალის ღირებულებას აჭარბებს.

ფულადი ნაკადის მაღალი ზრდის ტემპების პერიოდის გახანგრძლივება. კომპანიის ფასეულობის ამაღლების მესამე ბერკეტი – ზრდის მაღალი ტემპების პერიოდის, სხვა სიტყვებით, კონკურენტული უპირატესობების პერიოდის გახანგრძლივება. ერთ-ერთი ხერხი, რომლის მეშვეობით ფირმებს ფასეულობის ამაღლება შეუძლიათ, შესვლაზე არსებული ბარიერების გადიდებაში და ახალი ბარიერების შექმნაში მდგომარეობს. აღნიშნული შედეგი მიიღწევა ცნობილი სავაჭრო მარკის, ბრენდის, ახალი დამუშავებების, დაცული პატენტების შექმნით, სამეცნიერო-საკონსტრუქტორო დამუშავებაში დაბანდების განხორციელებით, ლიცენზიის მიღებით, ექსკლუზიური უფლებების მოპოვებით და ა.შ.

მაგალითი 65:

დავუშვათ შეფასების მომენტისათვის კომპანიის საკუთარი კაპიტალი (E_0) შეადგენს 100 მლნ დოლარს. კომპანიის ფულადი ნაკადის ზრდის მუდმივი ტემპი 5%-ის ტოლია, ხოლო რეინვესტირების ნორმა (b) 0,25-ის დონეზე იმყოფება. დისკონტის განაკვეთი (r) შეადგენს 10%-ს.

ამოხსნა:

მდგრადი ზრდის ფორმულიდან გამომდინარე, საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა ტოლი იქნება:

$$ROE = \frac{g}{b} = \frac{0,05}{0,25} = 20\% ;$$

მოგება პირველი პროგნოზული პერიოდისათვის ტოლია:

$$NI_1 = E_0 \cdot ROE = 100 \times 0,2 = 20\% ;$$

შესაბამისად, პირველი საპროგნოზო წლის თავისუფალი ფულადი ნაკადი:

$$RCF_1 = NI_1 (1 - b) = 20 (1 - 0,25) = 15 \text{ მლნ დოლარის,}$$

ხოლო კომპანიის ფასეულობა მეთოდი DCF-ით (მლნ დოლარებში):

$$V_E^{DCF} = \frac{E_0 (ROE - g)}{R_E - g} = \frac{100 \times (0,2 - 0,05)}{0,1 - 0,05} = 300$$

კომპანიის ფასეულობა, გაანგარიშებული დ მოდელის მიხედვით, შეადგენს (მლნ დოლარი):

$$V_E^{\text{RE}} = E_o + \frac{E_o(\text{ROE} - r)}{R_E - g} = 100 + \frac{100 \times (0,2 - 0,1)}{0,1 - 0,05} = 300$$

10.3. ფასეულობის სტრატეგიული მართვის ალგორითმი

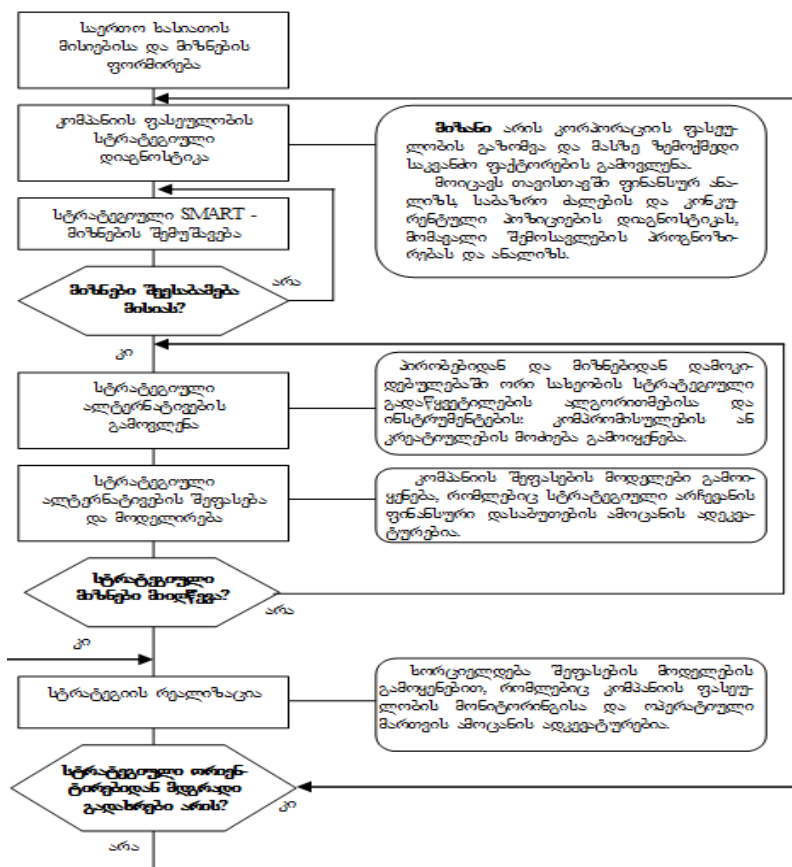
კორპორაციის ფასეულობის სტრატეგიული მართვის ალგორითმის ძირითადი ბლოკები ნახაზ 10.4-ზეა ჩამოყალიბებული, რომელშიც თანმიმდევრულად გადასაწყვეტი საკითხები ერთ მთლიანობაშია ჩამოყალიბებული, ასეთებია: მიზანგასაზღვრულობა, კომპანიის ფასეულობის ფაქტორების სტრატეგიული დიაგნოსტიკა, სტრატეგიული ალტერნატივების გამოვლენა, მათი შეფასება და ფინანსური მოდელირება, აგრეთვე ფასეულობის მონიტორინგი სტრატეგიის რეალიზაციის პროცესში.

მიზანგასაზღვრულობა. ფასეულობის სტრატეგიული მართვის პროცესი მიზანგასაზღვრულობიდან იწყება. ამასთან, კომპანიის სტრატეგიაზე მუშაობა მიზანშეწონილია გენერალური მიზნის დასმით და მისი მიზნებად დეკომპოზიციით დაიწყოს, რომლებიც SMART კრიტერიუმებს (კონკრეტულები, გაზომვადები, მიღწევადები, რეალისტურები, დროში განსაზღვრადები) შეესაბამებიან.

კომპანიის ფასეულობის დიაგნოსტიკის ამოცანები. დასაბუთებული სტრატეგიული გადაწყვეტილების მომზადებისათვის მიზანშეწონილია კომპანიის ფასეულობის კომპლექსური დიაგნოსტიკა ჩატარდეს, რომელიც იძლევა შესაძლებლობას:

- ფინანსური და სტრატეგიული პოზიციონირების ერთიან კომპლექსთან დაკავშირება;
- კომპანიის სამომავლო განვითარების ყველაზე მეტი ძირითადი ალბათობითი ტრაექტორიის შეფასება;

- გარემოებების სასურველ და პროგნოზირებად განვითარებას შორის შეუსაბამობის, ძირითადი შესაძლებლობებისა და საშიშროების გამოვლენა;
- კომპანიის ფასეულობის გაზომვა არსებული სტრატეგიის შენარჩუნებით;
- კომპანიის სტრატეგიული პოტენციალის შეფასება;
 - სტრატეგიული არჩევანის განხორციელებისათვის შესაძლო ალტერნატივების სპექტრის გამოვლენა.



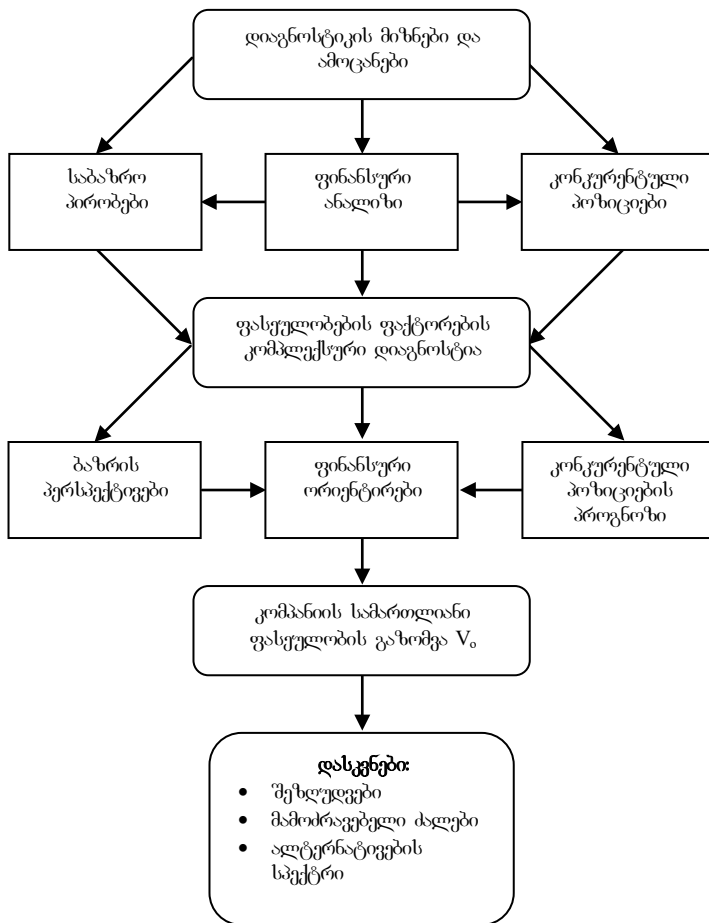
ნახაზი 10.4. კორპორაციის ფასეულობის სტრატეგიული მართვის ალგორითმი

ფასეულობის მიხედვით დასაბუთებული სტრატეგიული გადაწყვეტილების მიღების პროცესის გაგების გასაღებს კომპანიის სამართლიანი და საინვესტიციო ფასეულობის ცნებების მკვეთრი დაყოფა წარმოადგენს .

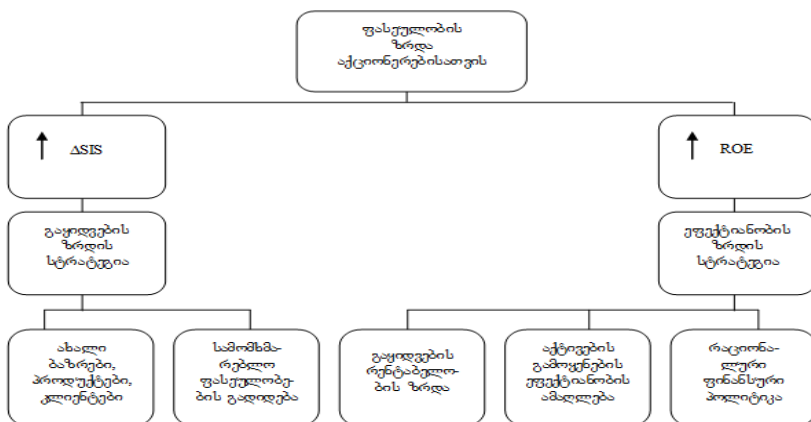
კომპანიის ფასეულობის დიაგნოსტიკა თავის მიმართულების, ხერხებისა და მეთოდების მიხედვით ტრადიციული შეფასებისაგან განსხვავებულია. დიაგნოსტიკის ამოცანას კომპანიის **შეზღუდვებისა და ფასეულობის მამოძრავებელი ფაქტორების** მოძიება წარმოადგენს. არსი იმაში კი არ არის, რომ მომავალი ზუსტად იქნეს პროგნოზირებული და კომპანიის „ნამდვილი“ ფასეულობა იქნეს გაანგარიშებული, უფრო მეტიც, „ნამდვილი“ ღირებულების ცოდნა არავისთვისაა შესაძლებელი.

კომპლექსური დიაგნოსტიკა, რომელიც ფინანსური და სტრატეგიული პოზიციონირების შედეგებს აერთიანებს, კომპანიის ფასეულობის ფინანსური და არაფინანსური ფაქტორების მთლიანობით ერთიან რეტროსპექტივაში დაკავშირებას უწყობს ხელს (ნახაზი 10.5).

პრიორიტეტების შერჩევის დილემა. პრიორიტეტების და ფასეულობის ზრდის მიღწევის ხერხების შერჩევის დილემა ფასეულობის ზრდის სტრატეგიული ორიენტირების სქემაზე კარგად არის ჩამოყალიბებული (ნახაზი 10.6). ეფექტურობის ამაღლების ამოცანა შეიძლება დანახარჯების შემცირების, გაყიდვების რენტაბელობის ამაღლების და აქტივების გამოყენების ეფექტიანობის, არაეფექტური აქტივების ნაწილის გაყიდვის, ეფექტური ფინანსური პოლიტიკის განხორციელების ხარჯზე გადაწყდეს. შედეგად მაჩვენებელი ღ გაიზრდება.



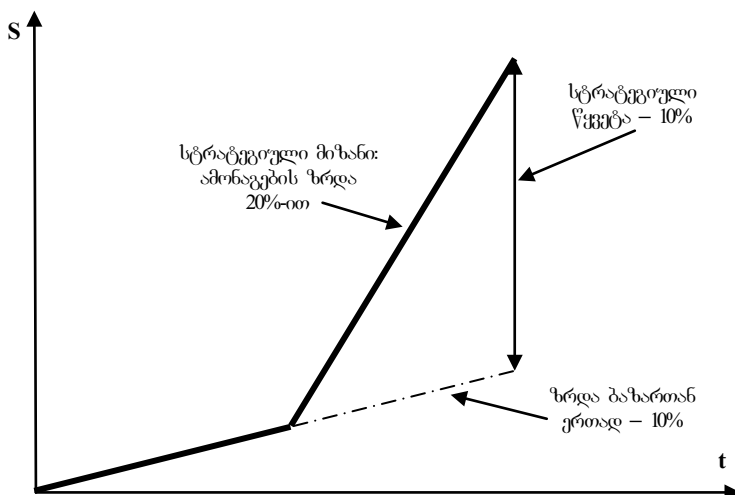
ნახაზი 10.5. კორპორაციის ფასეულობის სტრატეგიული დიაგნოსტიკა



ნახაზი 10.6. კორპორაციის ფასუელობის ზრდის სტრატეგიული ორიენტირები

სტრატეგიული წყვეტა და მისი ლიკვიდაცია.

სტრატეგიული დაგეგმვის პროცესი ანსოფის მატრიცას გამოყენებით ჩამოყალიბებულია ნახაზ 10.7-ზე.



ნახაზი 10.7. სტრატეგიული დაგეგმვის პროცესი ანსოფის მატრიცის გამოყენებით

ზრდის ექსტრაპოლაციის ტემპების ხაზსა (კომპანიის ამონაგებს ან ბაზრის წილს) და კომპანიის მესაკუთრეებისა და უმაღლესი ხელმძღვანელების მიერ მოთხოვნილ ზრდის ტემპებს (რომელიც მათი ამბიციური სტრატეგიული მიზნების შესაბამისი იქნებოდა) შორის წყვეტას **სტრატეგიულ წყვეტას** უწოდებენ. აღნიშნული სტრატეგიული წყვეტა გადაილახება ზრდის სტრატეგიის შემდეგი ვარიანტების შერჩევის გზით:

- არსებული პროდუქტის ბაზარზე გაყიდვების მოცულობის გადიდებით;

- არსებული პროდუქტით ახალ ბაზარზე გასვლით;
- ახალი პროდუქტით არსებულ ბაზარზე გასვლით;
- ახალი პროდუქტით ახალ ბაზარზე გასვლით.

სტრატეგიის ბოლო ვარიანტი არის **დივერსიფიკაციის სტრატეგია**.

დივერსიფიკაციის შესახებ გადაწყვეტილების მიღება. ნებისმიერ კომპანიას საკუთარი საბაზისო სტრატეგიაზე დაფუძნებით ფინანსური რესურსების გადაადგილების პროცესში ორ ალტერნატივას შორის უწევს არჩევანი:

- ფინანსური რესურსები კომპანიის ბიზნესის ახალ სფეროში მიმართოს;
- რესურსები ბიზნესის უკვე არსებულ მიმართულებებს შორის გადაანაწილოს.

კონკურენტული სტრატეგიის სახეობები. უნივერსალური კონკურენტული სტრატეგიების ოთხი ტიპი არსებობს:

- დივერსიფიკაცია ფართო ნომენკლატურის მიხედვით;
- დაბალი დანახარჯები ფართო ნომენკლატურის მიხედვით;
- ფოკუსირებული დივერსიფიკაცია;
- ფოკუსირებული დაბალი დანახარჯები.

საინვესტიციო სტრატეგიების შემუშავება. თუ სტანდარტული უნივერსალური სტრატეგიული

გადაწყვეტილებები კომპანიის მაღალსტრატეგიულ მიზნებსა და მის მიმდინარე განვითარებას შორის წყვეტის ლიკვიდირების შესაძლებლობას არ იძლევა, კრეატიული სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მოძიება ხდება აუცილებელი და საჭირო. კრეატიული სტრატეგიული გადაწყვეტილებების ძირითადი პრინციპი ისაა, რომ მათი შედეგია **არა კომპრომისი**, გამოვლენილი ურთიერთდაპირისპირებებულ პრიორიტეტებს, ინტერესებს, ხერხებს, რესურსებს შორის, არამედ **სისტემური დაპირისპირებების გადაწყვეტა** (მოხსნა), რომელიც კომპანიის ფასეულობის ზრდის ძირითადი შემზღუდავის როლში გამოდის.

ფასეულობის ინოვაცია ხორციელდება, როდესაც კომპანია ამარტივებს ან ამცირებს ფაქტორებს, რომელთა მიხედვით დარგში კონკურენტული ბრძოლა მიმდინარეობს. ეს, თავისთავად, ამცირებს დანახარჯებს. ფასეულობა მყიდველისათვის იზრდება ისეთი ფაქტორების შექმნისა და განვითარების ხარჯზე, რომლებიც აღნიშნულ დარგს არასოდეს შეუთავაზებია; გაურბის და კონკურენტებთან შედარებით დანახარჯების ერთდროულად შემცირებით დიფერენცირებულ პროდუქტს სთავაზობს.

მაგალითი 66:

დაეუშვათ, კომპანია „A“ წარმოადგენს შემძენს და სურვილი გამოთქვა კომპანია „B“-თან შერწყმისა. კომპანია „A“ კომპანია „B“-ს აქციონერებისაგან აქციებს შეიძენს ფასით, რომელიც მიმდინარე საბაზრო ფასეულობას აჭარბებს. ასევე დაეუშვათ, რომ შეძენის ფასი შეადგენს 12 მლნ დოლარს, კომპანია „B“-ს საბაზრო ფასეულობა – 10 მლნ დოლარს, ხოლო ფუძნამენტური სამართლიანი ფასი კი – 9 500 000 დოლარს. კომპანია „A“ მენეჯმენტისათვის მოსალოდნელია, რომ „AB“ გაერთიანებული კომპანიის საინვესტიციო ფასეულობა იქნება 38 მლნ დოლარი, ამასთან,

კომპანია „A“-ს სამართლიანი ფასეულობა შერწყმის მონაცემების გარეშე შეადგენს 25 500 000 დოლარს.

ამოხსნა:

სინერგიული ეფექტის ფასეულობა ტოლი იქნება:

$$38\ 000\ 000 - 25\ 500\ 000 - 9\ 500\ 000 = 3\ 000\ 000 \text{ დოლარს.}$$

საბაზრო პრემია იქნება:

$$12\ 000\ 000 - 10\ 000\ 000 = 2\ 000\ 000 \text{ დოლარი,}$$

ხოლო შეძენის ხარჯები:

$$9\ 500\ 000 - 10\ 000\ 000 = 500\ 000 \text{ დოლარი.}$$

ამრიგად, დაფარვის სუფთა ფასეულობა ტოლი იქნება:

$$3\ 000\ 000 - 2\ 000\ 000 - 500\ 000 = 500\ 000 \text{ დოლარს.}$$

მაგალითი 67:

დავუშვათ, მიღწეულია წინასწარი შეთანხმება „A“ კომპანიის მიერ „B“ კომპანიის აქციების გაცვლის მეშვეობით შეძენის შესახებ. კომპანიის საწყისი მონაცემები შერწყმის წინ წარმოდგენილია ცხრილ 10.1-ზე.

ცხრილი 10.1

კომპანია „A“ და „B“-ს საწყისი მონაცემები შერწყმის წინ

მაჩვენებლები:	კომპანია „A“	კომპანია „B“
მიმდინარე მოგება, დოლარებში	30 000 000	7 000 000
აქციების რაოდენობა, ცალებში	7 500 000	3 000 000
მოგება აქციაზე, დოლარებში	4,0	2,3
ფასი ერთი აქციის, დოლარებში	56,0	24,0
ერთი აქციის ფასის შეფარდება აქციაზე მოგებასთან (P/E)	14	10

ამოხსნა:

დავუშვათ, კომპანია „B“-ს აქციონერები შერწყმაზე შეთანხმდნენ იმ პირობით, რომ კომპანია „A“ მზადაა თითოეულ აქციაზე 29 დოლარი გადაიხადოს (რაც კომპანია „B“-ს აქციების მიმდინარე საბაზრო ღირებულებას 5

დოლარით აჭარბებს). მაშინ გაცვლითი თანაფარდობა ტოლი იქნება 29 დოლარი : 56 დოლარზე = 0,518 აქცია კომპანია „A“-სი კომპანია „B“-ს ერთ აქციაზე. კომპანია „A“ მთლიანად შეიძენს კომპანია „B“-ს აქციებს. კომპანია „B“ აქციონერების გაერთიანებული კომპანიის „AB“ კაპიტალში მათი წილის უზრუნველყოფისათვის კომპანია „A“-მ 1 553 771 აქციის მოცულობის დამატებით ემისია უნდა განახორციელოს (3 000 000 აქციები კომპანია „B“-სი $\times$ 0,518).

გაერთიანებული კომპანია „AB“-ს ფინანსური მაჩვენებლების შემდგი სახე ექნება (ცხრილი 10.2).

ცხრილი 10.2

გაერთიანებული კომპანია „AB“-ს ფინანსური მაჩვენებლები
(აქციაზე 29 დოლარის მიწოდების ფასისა)

მაჩვენებლები:	კომპანია „AB“
მიმდინარე მოგება, დოლარებში	37 000 000
აქციების რაოდენობა, ცალებში	9 053 571
მოგება ერთ აქციაზე, დოლარებში	4,1

შერწყმას თვით კომპანიებისათვის უშუალოდ გარიგების განხორციელებისას ეკონომიკური სარგებელი არ მოაქვს. ანუ მოკლევადიან პერიოდში ორი კომპანია უნდა ღირდეს ზუსტად იმდენი, რამდენიც ცალ-ცალკე და ერთად იმავე მოცულობის მოგება უნდა მოჰქონდეს, როგორც ცალ-ცალკე. მაგრამ ჩვენ დავინახეთ, რომ ერთ აქციაზე მოგების მაჩვენებელი 0,1 დოლარით გაიზარდა. „საწყისი გაშვების ეფექტის“ არსი სწორედ ისაა, რომ ერთ აქციაზე მოსული მოგების გადიდება შეიმჩნევა. რაიმე რეალური მიზეზის გარეშე, რაც გაერთიანებული კომპანიის საქმიანობის ფინანსური მაჩვენებლების უშუალოდ გაუმჯობესებას ეხება.

ისმის კითხვა: რის ხარჯზე ხორციელდება იგი? შემძენი კომპანიის კოეფიციენტი P/E აჭარბებს შეძენადი კომპანიის ანალოგიურ მაჩვენებელს. ჩვენს შემთხვევაში

კომპანია „B“-ს მულტიპლიკატორი პრემიის გათვალისწინებით შეადგენს 12-ს, რაც კომპანია „A“-ს მაჩვენებელზე ნაკლებია. როგორც კი შემძენი კომპანიის / მაჩვენებელი ხდება უფრო დაბალი, ვიდრე შეძენილი კომპანიის შესაბამისი მაჩვენებელი, „აქციის გაჯერების“ ეფექტი წარმოიშობა. მაგალითად, თუ კომპანია „A“ იძენს კომპანია „B“-ს აქციებს 39 დოლარის ღირებულებით აქციაზე, გაცვლითი თანაფარდობა ტოლი იქნება 39 დოლარი : 56 დოლარზე =0,696. აქედან გამომდინარე, საჭიროა განხორციელდეს აქციების დამატებითი ემისია $3\ 000\ 000 \times 0,696 = 2\ 089\ 286$ აქციის სიდიდით. მაშინ ჩვენ მივიღებთ მაჩვენებლებს, რომელიც ცხრილ 10.3-შია წარმოდგენილი.

ცხრილი 10.3

**გაერთიანებული კომპანია „AB“ ფინანსური მაჩვენებლები
(აქციაზე 38 დოლარის მიწოდების ფასისა)**

მაჩვენებლები:	კომპანია „AB“
მიმდინარე მოგება, დოლარებში	37 000 000
აქციების რაოდენობა, ცალებში	9 589 286
მოგება ერთ აქციაზე, დოლარებში	3,86

მოცემული ცხრილიდან უკვე ჩანს, რომ მოგება აქციაზე შემცირდა 0,14 დოლარით. ასეთი ეფექტის შესახებ ცოდნიდან გამომდინარე, მრავალი კომპანია, იმისათვის, რომ „საწყისი გაშვების“ ეფექტს მიაღწიოს, ცდილობს მიზნის სახით ისეთი კომპანია მოიძიოს, რომელიც ბაზრის მიერ საკმარისად არ არის შეფასებული (რომელსაც არც ისეთი მაღალი მულტიპლიკატორი გააჩნია), მაგრამ ამავე დროს საკმაროდ მაღალ მოგების დონეს იღებს. ინვესტორებს მხოლოდ უნდა ახსოვდეთ, რომ: ასეთ ეფექტს მოკლევადიანი ხასიათი ექნება. გარიგებიდან ფასეულობის გრძელვადიანი ნაზარდი მხოლოდ მდგრადი სინერგიული ეფექტის არსებობისას ვლინდება.

10.4. ტესტები:

1. ფასეულობის ზრდაზე დაფუძნებული ნებისმიერი კომპანია უნდა მუშაობდეს როგორც:

- ა) მომგებიანი სტრატეგიული პოზიციის შემუშავებაზე
- ბ) ოპერაციის ეფექტიანობის ამაღლებაზე
- გ) მომგებიანი სტრატეგიული პოზიციის შემუშავებაზე, ასევე ოპერაციის ეფექტიანობის ამაღლებაზე
- დ) მოგების მიღებაზე.

ე)

2. კორპორაციის ფასეულობის ზრდის მაჩვენებლებზე ორიენტირებული სტრატეგიული გადაწყვეტილების მიღების პროცესი ითვალისწინებს:

- ა) სამართლიანი ფასეულობის გაზომვას
- ბ) სტრატეგიული ალტერნატივების შეფასებას
- გ) სტრატეგიული ალტერნატივების შერჩევას
- დ) სამართლიანი ფასეულობის გაზომვას, სტრატეგიული ალტერნატივების შეფასებას და შერჩევას.

ე)

3. კორპორაციის ფასეულობის მართვის თანმიმდევრობა ითვალისწინებს:

- ა) მიზნის დასახვას, მმართველობით გადაწყვეტილებებს
- ბ) მმართველობით გადაწყვეტილებებს, კომპანიის ფასეულობის ფაქტორებს
- გ) მიზნის დასახვას, მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღებას, ფასეულობის ფაქტორების გათვალისწინებას, ფასეულობის ნახარდის გაანგარიშებას.

დ) კომპანიის ფასეულობის ფაქტორების გათვალისწინებას.

გ)

4. კომპანიის ფასეულობა განისაზღვრება შემდეგი ტიპის წყაროებით:

- ა) ფულადი ნაკადის გენერირების პოტენციალით
- ბ) კაპიტალის მოზიდვის ღირებულებით
- გ) კაპიტალის შედგენილობით
- დ) ფულადი ნაკადების გენერირების პოტენციალით, კაპიტალის მოზიდვის ღირებულებით.

დ)

5. ფულადი ნაკადების ზრდის მართვა ეფუძნება ბერეკეტებს:

- ა) ფულადი ნაკადის მართვის, ზრდის ტემპის გადიდების, მის გახანგრძლივებას
- ბ) ფულადი ნაკადების მართვას
- გ) ფულადი ნაკადების ზრდის ტემპის გადიდებას
- დ) ფულადი ნაკადის ზრდის ტემპების გახანგრძლივებას.

ა)

6. დიაგნოსტიკის ძირითადი მიზნები და ამოცანები მოიცავს:

- ა) საბაზრო პირობების დიაგნოსტიკას
- ბ) ფინანსურ ანალიზს
- გ) კონკურენტული პოზიციების ანალიზს
- დ) საბაზრო პირობების, კონკურენტული პოზიციის და ფინანსური ანალიზის დიაგნოსტიკას.

დ)

7. უნივერსალური კონკურენტული სტრატეგიების შემდეგი ტიპები არსებობს:

- ა) დივერსიფიკაციის და დაბალი დანახარჯების
- ბ) დაბალი დანახარჯების და ფოკუსირებული
- გ) ფოკუსირებული და დივერსიფიკაციის
- დ) დივერსიფიკაციის, დაბალი დანახარჯების ფოკუსირებული.

დ)

8. კომპანიის ფასეულობის დიაგნოსტიკა მიმართულობის, ხერხებისა

და მეთოდების მიხედვით ტრადიციული შეფასებისაგან

განსხვავებულია და დიაგნოსტიკის ამოცანას წარმოადგენს:

- ა) შეზრდვების ფაქტორების მოძიება
- ბ) ფასეულობის მამოძრავებელი ფაქტორების მოძიება
- გ) შეზღუდვებისა და ფასეულობის მამოძრავებელი ფაქტორების მოძიება
- დ) რენტაბელობის მიღწევის ფაქტორების მოძიება.

გ)

ლექცია 11. ფინანსური მენეჯმენტის ორგანიზაციული კონცეფცია

11.1. ფინანსური მენეჯმენტის მეთოდოლოგია

ფინანსური მენეჯმენტი არის ფინანსურ სფეროში მმართველობითი გადაწყვეტილებების შემუშავებისა და მიღების კონცეფციების, ინსტრუმენტების, წესების, მეთოდებისა და ალგორითმების ერთობლიობა. მიღებულია, რომ აღნიშნული გადაწყვეტილებები დაიყოს ორ ჯგუფად : საინვესტიციოებად და ფინანსურებად. **საინვესტიციო გადაწყვეტილებები** პასუხობენ კითხვაზე, სად და რამდენი ფული უნდა ჩაიდოს? საინვესტიციო გადაწყვეტილებების შემუშავებისას, ფინანსურ მენეჯმენტს საქმე რეალურ აქტივებთან აქვს. **ფინანსური გადაწყვეტილებები**, როგორც დამოუკიდებელი კლასი წარმოიშობიან მაშინ, როცა დამატებითი ფინანსური რესურსებია საჭირო. ამ შემთხვევაში ფინანსური მენეჯმენტი ფინანსურ აქტივებს ეჯახება.

რეალური აქტივები არის ყოველივე ის, რაც კომპანიას ეკუთვნის და საოპერაციო საქმიანობის სავალდებულო პირობას წარმოადგენს. **ფინანსური აქტივები** არის კომპანიის (კორპორაციის) ერთობლივი ვალდებულებები.

თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის **პირველი საბაზისო პრინციპი** უდერს შესაბამისად ასე: **ფინანსური აქტივები ღირებულებას ფლობენ მხოლოდ მაშინ, როდესაც ისინი რეალურ აქტივებს შეესაბამებიან.**

შემდგომ ფორმირდება **მეორე საბაზისო პრინციპი**, რომელიც გამომდინარეობს პირველისგან: **კომპანიის ფინანსურ სტრუქტურას მისი საოპერაციო საქმიანობა აყალიბებს.**

ბოლოს, ფინანსურ არამდგრადობად წოდებული ნებისმიერი პროპლემები წარმოშობენ ფინანსური მენეჯმენტის

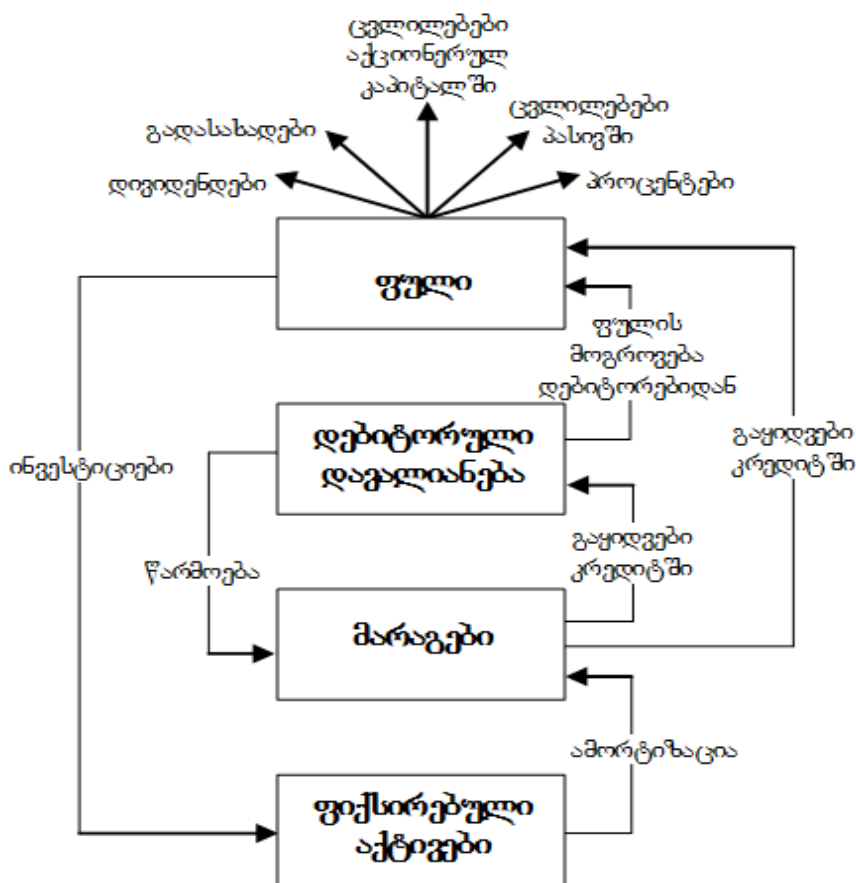
მესამე საბაზისო პრინციპს: კომპანიის ფინანსური არამდგრადობა ფულადი ნაკადების „არითმიასთან“ არის დაკავშირებული (ნახ. 11.1).

მოგება და შემოსავალი. ახლა კი დადგა თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის მეოთხე საბაზისო პრინციპის ჩამოყალიბების დრო: **მოგება კომპანიის შემოსავლის ტოლი არ არის.**

მოგება არის მოვლენა ან ცნება, რომელიც ყველაზე ხშირად ფინანსებთანაა გაიგივებული, ხოლო ფინანსების მართვა, როგორც წესი, მის მაქსიმიზაციასთანაა ასოცირებული. სხვანაირად რომ ვთქვათ, **მოგება** არის ბუღალტერის მიერ ანგარიშსაკები პერიოდის ბოლოსათვის (კვარტლის ან წლის ბოლოს) გაანგარიშებადი გარკვეული თანხა ლარებში, და მენეჯერები მისი ზრდისაკენ მიისწრაფიან. ამასთან ერთად, შეიძლება აღინიშნოს, რომ **მოგება** არის სააღრიცხვო სიდიდე, რომელიც პროდუქციის გადატვირთვისა და მომსახურების განხორციელების მომენტისათვის ფიქსირდება. ამასთან დაკავშირებით, დასაშვებია სიტუაცია, როდესაც ბუღალტრულ საბუთებში მოგებაა დეკლარირებული, ხოლო „ცოცხალი“ ფული ვალდებულებების გადასახდელად კომპანიას არ აქვს.

ღირებულება და ფასეულობა. ფინანსურ მენეჯმენტში არსებობს კიდევ ერთი, არანაკლებ გავრცელებული ცნება ვიდრე მოგება, ეს არის – **„ღირებულება“**, რომელიც ნიშნავს აქტივების, ვალის, აქციების, კაპიტალის, კორპორაციის ღირებულებას. მართალია, ბოლო შემთხვევაში მოცემული ტერმინის დასაბუთება სერიოზულ წინააღმდეგობას იწვევს. უფრო მეტიც, ღირებულების განსაზღვრის საფუძველად ხარჯვითი პრინციპი მოიაზრება, მაშინ კორპორაციის „ფასის“ განსაზღვრისათვის იგი მიუღებელია. კორპორაციაში მენეჯერები მეტ ყურადღებას ამახვილებენ არა დანახარჯებზე, არარმედ იმაზე, თუ რამდენად აფასებენ მათ კორპორაციას ინვესტორები (მოქმედი და პოტენციური

აქციონერები, კრედიტორები, საფონდო ბირჟები, ფინანსური ანალიტიკოსები და მრავალი სხვა დაინტერესებული პირი, წოდებულები **სტეიკჰოლდერებად**). ისინი ხვდებიან, რომ მათი კორპორაციის, აქციების, აქტივების, სესხების კაპიტალს **სხვა ეკონომიკური „ღირებულება“** გააჩნია, რომელსაც ისაკუთრებს საფონდო ბაზარი, და სამართლიანია, რომ ამ ღირებულებას **ფასეულობა (value)** ეწოდოს.



ნახაზი 11.1. კორპორაციის ფულადი სახსრების სასიცოცხლო ცილი

ეკონომიკური ღირებულება ანუ ფასეულობა – არის კორპორაციის მომავალი შემოსავლების მიმდინარე (დაყვანილი) ღირებულება, რომლებიც ფულადი ნაკადებით იზომება. რამდენადაც ოპტიმისტურია აღნიშნული შემოსავლების პროგნოზი, იმდენად უფრო მაღალია კომპანიის რეალური ფასეულობა.

მოცემულ განსაზღვრას მიეყვართ თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის ჯამურ და, არსის მიხედვით, საბაზისო პრინციპადვე: **თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტი კორპორაციული ფაეულობის ნაზარდის კონცეფციაზეა დაფუძნებული, რომელიც, თავის მხრივ, თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის მთავარ მიზანს, მთავარ ფუნქციას და მთავარ წესს განსაზღვრავს.**

ფინანსური მენეჯმენტის მიზნები. ფინანსურ მეჯემენტს მრავალი მიზანი აქვს. მათგან პირველია – **მოგების მაქსიმიზაცია.** მეორე – **გადახდისუნარიანობის უზრუნველყოფა.** ასევე, თავის მმართველობით საქმიანობაში საჭიროა, დროის საკმარისად ხანგრძლივ პერიოდში **მოგების ზრდისაკენ სწრაფვა.** თითოეული კორპორაცია ნებისმიერ მომენტში შეიძლება გახდეს გადახდისუნარიანი და ამავე დროს მომგებიანიც დარჩეს. ამიტომ მენეჯერებმა მხარი უნდა დაუჭირონ კორპორაციის გადახდისუნარიანობას – მის შესაძლებლობას, დროულად გადაიხადონ თანამშრომლების, სახელმწიფოს, კრედიტორებისა და აქციონერების წინაშე საკუთარი ვალდებულებები.

აქციონერების წინაშე ვალდებულება ერთ-ერთ ყველაზე რთულს წარმოადგენს. აქციონერებმა, რომლებიც ნამდვილი ინვესტორები არიან, საკუთარი ფული კორპორაციის აქციებში დააბინდეს და ამით საკუთარი კაპიტალის ფორმირება მოახდინეს. მენეჯერების კვალიფიკაცია, ცოდნა, გამოცდილება, პროფესიონალიზმი თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის მთავარ მიზანს – აქციონერ-ინვესტორების კეთილდღეობის ზრდას

ექვემდებარება, რომელიც კორპორაციული ფასეულობისა და მისი აქციების კურსის ზრდის ნაზარდით განისაზღვრება. ფინანსური მენეჯმენტის მთავარ მიზანს დღეს ფასეულობის ნაზარდის მაქსიმიზაცია წარმოადგენს.

ფულადი ნაკადი – ფასეულობის მთავარი დეტერმინანტია. ფასეულობის მაქსიმიზაციის მთავარი მიზნის მისაღწევად მენეჯერების წინაშე წარმოიშობა კითხვა: რა სახით შეიძლება აღნიშნული მიზნის მიაღწევა? დღემდე მრავალი თვლის, რომ მეჯენერები კორპორაციის მოგების მაქსიმიზაციას უნდა დაეყრდნონ. ბოლოს და ბოლოს, იტყვიან ოპონენტები, რომ მოგების მაქსიმიზაცია – დომინირებადი მიზანია, რომელიც სტატისტიკური მაკროეკონომიკური მოდელებიდან გამომდინარეობს, თავისთავში მრავალ ნაკლოვანებას მოიცავს და პრაქტიკოსი მენეჯერებისათვის მას მოაქვს უფრო ზიანი, ვიდრე სარგებელი.

მოგების შეზღუდვები. მოგების მაქსიმიზაციაზე ორიენტირებული მიკროეკონომიკური სტატისტიკური მოდელების შინაარსში ჩადებული გადაწყვეტილების არსის განხილვისას, თავიდანვე უნდა აღინიშნოს, რომ **მიკროეკონომიკა გვასწავლის ერთ რამეს:** იმისათვის, რომ მოგების მაქსიმიზირება მოვახდინოთ, ჩვენ უნდა გავზარდოთ მოცულობა იმ დონემდე, რომელზეც ბოლო წარმოებული და გაყიდული პროდუქციის მარგინალური (დამატებითი) დანახარჯები (MC) ტოლია მარგინალური მიღებული შემოსავლის (MR). აღნიშნული მოცულობის ზევით დამატებითი დანახარჯები დამატებით შემოსავლებზე მეტობა იქნება, და მოგება დაიწყებს შემცირებას. **აღნიშნული ფუნდამენტური წესი,** რომლის თანახმად ნებისმიერ ეკონომიკურ ქმედებას აზრი აქვს მანამ, სანამ მარგინალური დანახარჯები ტოლია მარგინალური შემოსავლების, მენეჯერებს გადაწყვეტილების მიღებაში ჩინებულიად დაეხმარება. მაგალითად, კაპიტალური დანახარჯების

ანალიზის ფუნდამენტალური მოდელი აღნიშნული ეკონომიკური წესის უბრალო ადაპტაციას წარმოადგენს.

ამასთან ერთად, აღნიშნული წესის რეალობის მიუხედავად, მოგების მაქსიმიზაცია თანამედროვე ფინანსურ მენეჯმენტში ცენტრალურ როლს ვერ შეასრულებს. ამისთვის ძალიან მნიშვნელოვანი მიზეზები არსებობს. მოგების მაქსიმიზაციის ეკონომიკური მოდელი სტატისტიკურ ხასიათს ატარებს. იგი არ ითვალისწინებს დროის ფაქტორს, რომელიც ფინანსურ გადაწყვეტილებაში მეტად მნიშვნელოვანია.

მოგების მაქსიმიზაცია, როგორც მიზანი, მოკლევადიანი და გრძელვადიანი გადაწყვეტილებების შედარებისათვის საიმედო ბაზას არ ქმნის. ამავე დროს, ფინანსებთან მიმართებით მენეჯერების მიერ მისაღები გადაწყვეტილებების უმეტესობას დროითი განზომილება უნდა ჰქონდეს.

ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტები (MCFO) და მოგება. მეორე შეზღუდვა მოგების განსაზღვრასთან არის დაკავშირებული. **MCFO** შემოსავლებისა და ხარჯების აღრიცხვის მრავალი გამოყენებადი მეთოდის ძალისხმევით მოგების ასობით განსაზღვრას უშვებს. თუნდაც, თუ გავითვალისწინებთ, რომ შედეგად უნივერსალური, ყველასათვის ერთნაირი მეთოდი იქნება შერჩეული, მაინც გაურკვეველი იქნება, თუ რისი მაქსიმიზება ხორციელდება: ერთობლივი მოგების, მოგების ნორმის თუ აქციის შემოსავლიანობის?

მესამე, არსებითი შეზღუდვა დაკავშირებულია იმასთან, რომ მოგების მაქსიმიზაცია როგორც მიზანი, ფინანსურ მენეჯერებს ალტერნატიულ გადაწყვეტილებებთან დაკავშირებული რისკების განხილვის პირდაპირ შესაძლებლობას არ აძლევს. მაგალითად, თუ გვაქვს იდენტური მომავალი ფულადი ნაკადების მქონე ორი პროექტი, ისინი მაშინათვე იქნება განსხვავებულები, თუ მათ განხორციელებასთან დაკავშირებული რისკები იქნა განსხვავებული და ყურადღებაში მიღებული. კომპანიას

კაპიტალის სტრუქტურაში სესხების წილის გადადებით შეუძლია საკუთარი აქციების შემოსავლიანობა გაზარდოს. თუმცა ამ შემთხვევაში მაღალი შემოსავლიანობის მიღწეული ღონე ფინანსური რისკის ზრდით იქნება განპირობებული. მოცემული გარემოება ინვესტირებისათვის ყურადსაღები იქნება და იგი საბაზრო შეფასებებზე მოახდენს ზემოქმედებას.

საბაზრო ფასეულობას შემდეგი სამი უმნიშვნელოვანესი ფაქტორი განსაზღვრავს: მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების რაოდენობა, მათი წარმოშობის დრო და ამასთან დაკავშირებული რისკი.

ფულადი ნაკადი ანუ CF (cash flow). ფულადი ნაკადი – თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის უმნიშვნელოვანესი კატეგორიაა, რამდენადაც კომპანიის ფინანსური ჯანმრთელობა კრედიტორებისათვის, თანამშრომლებისათვის, მომწოდებლებისა და მესაკუთრეებისათვის მის მიერ საკმარისი ფულადი ნაკადების გენერირების შესაძლებლობაზე არის დამოკიდებული. მხოლოდ ფული შეიძლება იქნეს გახარჯული. შეუძლებელია გახარჯული იქნეს მოგება, იმიტომ რომ იგი სააღრიცხვო, შესაბამისი წესებით მოგონილი სიდიდეა. ფასეულობაზე ზემოქმედებას ახდენს არა მარტო ფულადი ნაკადების რაოდენობა, არამედ მათი წარმოშობის დროც. დღევანდელი ღარი ხომ შეიძლება მომგებიანად იქნეს ინვესტირებული და შესაბამისი შემოსავალიც მივიღოთ. ამისთვის უნდა გავითვალისწინოთ ფულადი ნაკადების რისკი, მით უმეტეს, რომ ფინანსურ მენეჯმენტში საუბარია მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების შესახებ, რომლის პროგნოზი კომპანიის რისკებისა და შემოსავლიანობის თანაფარდობაზე დაყრდნობით იგება.

თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის საერთო წესია: რამდენადაც უფრო მაღალია მოსალოდნელ ფულად ნაკადებთან დაკავშირებული გათვალისწინებადი რისკი,

იმდენად უფრო მაღალია შემოსავლიანობის დონე, რასაც მოითხოვენ აქციონერები და პოტენციური ინვესტორები.

მთავარი მიზანი და მთავარი ფუნქცია. თანამედროვე ფინანსურ მენეჯმენტში ფულადი ნაკადის კონცეფცია ფინანსური ანალიზის, დაგეგმვის, რესურსების განაწილებისა და საინვესტიციო გადაწყვეტილებების ცენტრალურ ელემენტს წარმოადგენს. მათი მნიშვნელოვანი როლი განპირობებულია იმით, რომ კომპანიის ფინანსური მდგომარეობა, მისი ფინანსური ჯანმრთელობა საკმარისი რაოდენობის ფულის გენერირების შესაძლებლობაზეა დამოკიდებული. ფინანსურ მენეჯერებს უმთავრესად აწუხებთ კითხვა, სად შეიძლება ვიშოვოთ კომპანიაში გამოყენებისათვის, აქტივებში ინვესტირებისათვის, საბოლოო ჯამში – კომპანიის მიერ ჩარიცხული ან მის მესაკუთრეებზე დივიდენდების სახით გადაცემულ ფულად ნაკადებში ტრანსფორმირებისათვის ფული? თუ აქტივებით გენერირებული ფულადი ნაკადების დღევანდელი ფასეულობა აღნიშნული აქტივების ღირებულებას აჭარბებს, მაშინ ინვესტირება კომპანიის ფასეულობის ზრდის ხელშემწყობია. **სწორედ ამაშია თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის მთავარი წესისა და თანამედროვე ფინანსების მთავარი ფუნქციის არსი.** ფინანსური მენეჯერები, რომლებიც აღნიშნული მთავარი ფუნქციის შესრულებას ცდილობენ, დამატებული ფასეულობის მაქსიმიზაციაზე ორიენტირებულ პროექტებში ინვესტიციების მიმართვას ახორციელებენ. ამასთან დაკავშირებით ისინი ვალდებული არიან იძულებულნი არიან, რისკი (VAR) და მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების წარმოშობის დრო მუდმივად დააბალანსონ პროგნოზირებადი შემოსავლების სიდიდესთან.

როგორ მივიღოთ ფული? პასუხი ასეთი იქნება – სხვადასხვა ხერხით. შეიძლება გამოუშვან ფასიანი ქაღალდები ფიქსირებული და ცვალებადი შემოსავლით. ამ შემთხვევაში, შესაბამისად, ვალის და საკუთარი კაპიტალის

სიდიდეები იცვლება. შეიძლება ბანკში კრედიტის აღებაც. შეიძლება ფულადი ნაკადის გაზრდისთვის შიდა შესაძლებლობების გამოიყენებაც. ისინი ყალიბდება აქტივების გაყიდვიდან და საოპერაციო საქმიანობის ფულადი ნაკადისაგან.

თუ არის ფული, შეიძლება აქტივებში ინვესტიციების შესახებ ვიფიქროთ. ყველა მახასიათებლის მიხედვით, საუკეთესო გრძელვადიანი აქტივების შეძენის უნარი წარმოაჩენს ფინანსური მენეჯერის ღირსეულობას: შეიძინოს აქტივები, რომლებიც განჭვრეტად მომავალში კომპანიას საჭირო და სტაბილურ შემოსავალს მოუტანენ. მიმდინარე აქტივები (ფული, დებიტორული დავალიანება და მარაგები) კომპანიის მიმდინარე საოპერაციო საქმიანობას ემსახურებიან. ფინანსური მენეჯერი მოწოდებულია, მათში კომპანიის მოთხოვნილების მუდმივი „მონიტორინგი“ განახორციელოს. თავისი არსით, ყველა აქტივი გარდაიქმნება ფულად აქტივად. სწორედ ამიტომ, ფინანსური მენეჯერის წინაშე ყოველთვის არსებობს არჩევანი: იყიდოს ახალი აქტივები, გადაიხადოს კრედიტორებზე, ან მიღებული შემოსავალი კომპანიის მესაკუთრეებზე გაანაწილოს.

კაპიტალის ღირებულება. ვალის ან საკუთარი კაპიტალის ღირებულების შეფასება ინვესტიციების ან კრედიტორების მიერ მოსალოდნელი ფულადი ნაკადების დაყვანილ ფასეულობაზეა დაფუძნებული. კაპიტალური დანახარჯების ფასეულობა კომპანიის მფლობელობაში არსებული აქტივებისაგან ფულადი ნაკადების დაყვანილი ფასეულობის ტოლია. უფრო მეტიც, ფულადი ნაკადები კომპანიის გადახდისუნარიანობისა და კრედიტუნარიანობისათვის განსაზღვრულ პირობას წარმოადგენენ და ისინი, თავისი არსით, ნებისმიერ გარემოებებში თავის გადარჩენის შესაძლებლობას განაპირობებენ. ფულადი ნაკადები კომპანიის სტრატეგიულ აღტერნატივებთან და პოტენციურ ზრდასთან უწყვეტად არის

დაკავშირებული. ძალიან ხშირად კომპანია მეტად ჩქარა ვითარდება. „მეტად“ – იმიტომ, რომ განვითარების ასეთი სიჩქარის დაფინანსებზე შიდა წყაროები არ ყოფნის, და კომპანია იძულებულია დაფინანსების გარე წყაროები მოიხილოს, რომელთა შესახებ ზემოთ გეჰქონდა საუბარი.

სესხების აღების ზრდა, როგორც ცნობილია, კომპანიას სირთულეებს მატებს: იზრდება ფინანსური რისკები, მცირდება მისი კრედიტუნარიანობა. გარდა ამისა, აქციების ნებისმიერი დამატებითი ემისია აქციონერული კაპიტალის გაჯერების ეფექტს იძლევა და კიდევ უფრო მკაცრი რისკები – შერწყმის რისკები წრმოიქმნება. ამასთან დაკავშირებით ფინანსურმა მენეჯერებმა, თავიანთი პირდაპირი უფლებამოსილებების გარდა, საკუთარი სტრატეგიული ალტერნატივების დასაბუთებისა და შეფასების მიზნით, ფულადი ნაკადების პროექტირებაზე და პროგნოზირებაზე განსაკუთრებული ყურადღება უნდა გაამახვილონ.

ფასეულობა და ფულადი ნაკადები. კომპანიის ფულად ნაკადებსა და ფასეულობას შორის მჭიდრო კავშირის მიუხედავად, მრავალი ფინანსური მეჯერი ფულადი ნაკადების კონცეფციას საკმარის მნიშვნელობას არ ანიჭებს. ისინი ალტერნატიული ზომიერებებით ოპერირებენ, რომელთა შორისაა სუფთა მოგება, მოგების ნორმა, აქტივებისა და საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა, გაყიდვების ზრდის ტემპი, ბაზრის წილი და მრავალი სხვა. სააღრიცხვო ზომიერებებზე ყურადღების გამახვილება სტრატეგიული პერსპექტივებიდან თავის არიდებას იწვევს. საქმე ისაა, რომ ფულად ნაკადებზე დაფუძნებული საზომები რომ არა, ფინანსურ მენეჯერებს მოკლევადიანი მანიპულაციებისაკენ ყურადღების გადატანას აიძულებენ.

თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის ფულად ნაკადებზე მკვეთრი ორიენტაციის სისტემაზე აგებით, ფინანსური მენეჯერი მეტი ალბათობით და, მთავარი, თანამედროვე ფინანსების მთავარი მიზნის – კომპანიის

ფასეულობის ზრდის მიღწევისაკენ მეტი წარმატებით სწრაფვას წარმართავს. ასეთი ორიენტაცია კორპორაციული ფინანსების თეორიის პოზიციიდან ნიშნავს მხოლოდ ერთს: მენეჯერების ყველა ქმედება მოსალოდნელი მომავალი ფულადი ნაკადების დაყვანილი ფასეულობის ნაზარდის მაქსიმიზაციაზე და როგორც ბალანსი, ასევე აქციის კურსში ასახვადი შედეგების მიღწევაზე უნდა იყოს მიმართული.

ბოლო წლებში ინფლაციის მაღალმა დონემ კორპორაციის შეფასების პრობლემებისადმი ბუღალტრული აღრიცხვის ფუნდამენტური მდგომარეობის ადეკვატურობაში ეჭვის შეტანის საბაბი წარმოშვა. თუ ბუღალტრულ აღრიცხვაში აქტივის ღირებულება დროის გარკვეულ პერიოდში ამორტიზდება, ფასეულობა კი აქტივის დაყვანილ ღირებულებას ასახავს, რომელიც დისკონტირებული შემოსავლებით განისაზღვრება. კითხვა ჩვეულებრივია: რამდენი შეგვიძლია ჩვენ გადავიხადოთ აღნიშნულ აქტივებზე ახლა, იმ იმედით, რომ იგი შემოსავალს მოგვიტანს მომავალში? ფასეულობის კონცეფცია ფინანსური მიზნების მეორე უჩვეულო განმარტების ხერხს წარმოშობს, რომელთა არსი ფასეულობის ზრდასთანაა დაკავშირებული.

ფინანსური მენეჯერი და ფასეულობის მაქსიმიზაცია.

ფასეულობის მაქსიმიზაცია ინვესტიციებიდან მომავალი შემოსავლების ყოველწლიურ შეფასებას ასტიმულრებს. მოცემული შეფასება კაპიტალის ბაზარზე ფორმირებადი ალტერნატიული, გაშუალდებული შემოსავლიანობის გათვალისწინებით ხორციელდება. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ფინანსური მენეჯერის შეფასება ინვესტიციის ხარისხის საშუალოშეწონილ ღირებულებას უნდა შეესაბამებოდეს, რომელსაც მას ფინანსური ბაზარი კარნახობს. მხოლოდ ასეთი სახით შეუძლია ფინანსურ მენეჯერს შეაფასოს – შეუძლია თუ არა ინვესტიციებს საქმეში კომპანიის კაპიტალის ფასის „ნაზარდი“ განახორციელოს, ამადლდება თუ არა აქციონერი-ინვესტორების

კეთილდღეობა, თუ ისინი საკუთარი ფულის დაბანდების უფრო მომგებიან ვაიანტებს მონახავენ.

თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტი აქციონერული კაპიტალის ფასის რეალურ ნაზარდამდე მიყვანის შემძლე მმართველობითი გადაწყვეტილებების და, აქედან გამომდინარე, თვით კომპანიის ფასეულობის შერჩევაზე მიმართული. რა თქმა უნდა, მრავალ გადაწყვეტილებაზე ზემომქმედი სხვა მოსაზრებებიც არსებობს, მაგრამ ფინანსური მენეჯმენტის წილზე, ძირითადად, კორპორაციულ ფასეულობაზე ნებისმიერი მმართველობითი გადაწყვეტილებების ზემომქმედების შეფასების მთავარი ამოცანა მოდის.

ფინანსური მიზნების თანამედროვე მოდიფიკაცია და კორპორაციული შემოსავლის განაწილების მექანიზმი. ფინანსები, ტრადიციულად, მოგების კატეგორიაზეა დაფუძნებული. ფინანსური მენეჯმენტი ოპერირებას ფულადი ნაკადების კატეგორიით ახორციელებს. ამასთან, მოგება ფულადი ნაკადების ტოლი არ არის. აქ წარმოიშობა ბუნებრივი კითხვა: რას უნდა უმიზნებდეს ფინანსების მართვა: მოგებას თუ ფულად ნაკადს, თუ ერთსაც და მეორესეც?

ფულის მოძრაობა არის ფულადი სახსრების დროული კონვერტაცია მარაგებში, დებიტორულ დავალიანებაში და კვლავ ფულად სახსრებში. ის ნებისმიერი კომპანიის განმსაზღვრელ საფუძველს წარმოადგენს. თუ ფულადი ნაკადი გადაფარულია, იმ შემთხვევაშიც კი, როდესაც კომპანიას ბუღალტრული საბუთებით მოგება აქვს მიღებული, იგი თავისი მიმდინარე და საინვესტიციო ხარჯების გადასაფარავად შეიძლება ფულის უკმარისობას განიცდიდეს.

დავუშვათ, რომ კომპანია გონივრულად მართავს საკუთარ მარაგებს და დებიტორულ დავალიანებას, მაგრამ გაყიდვების სწრაფი ზრდა მას რეალურ აქტივებში დიდი ფულის ჩადებას აიძულებს. მაშინ, მიუხედავად კომპანიის მოგების ზრდისა, გარკვეულ მომენტში უეჭველად თავისი

ვალდებულებების გადასახდელად ფულადი სახსრების უკმარისობას წააწყდება.

ფულადი ნაკადების წარმოშობისა და შინაარსის გაანალიზებით, ჩვენ მივაღო დასკვნამდე: თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტი მათი ციკლური მოძრაობის მსვლელობაში ფულადი სახსრების ნაზარდის უზრუნველყოფაზე იქნება მოწოდებული. იგი დღეს არა მარტო და არა იმდენად მოგების ზრდაზეა ორიენტირებული, რამდენადაც ფულადი ნაკადების მონიტორინგზე, რომელთა სტაბილურობიდან ნებისმიერი თანამედროვე კომპანიის ლიკვიდურობა და ფინანსური მდგრადობაც არის დამოკიდებული.

ბუღალტრული და ეკონომიკური შემოსავალი. ფინანსური მენეჯმენტის მიზნების განხილვისას ჩვენ უეჭველად შეგვხვდება ცნება „შემოსავალი“. ნებისმიერი მმართველობითი ძალისხმევები შემოსავლის მიღებისკენაა მიმართული. საქმე ისაა, თუ როგორ და რა ფორმით გაიზომება აღნიშნული შემოსავალი.

დავუშვათ, პასივების გათვალისწინების გარეშე აქტივები ღირდა 100 ათ. ლარი წლის დასაწყისისათვის და წლის ბოლოსათვის იგი 120 ათ. ლარამდე გაიზარდა. შემდეგ გავითვალისწინოთ, რომ წლის განმავლობაში მიღებულია 30 ათ. ლარი შრომის ანაზღაურების (ხელფასი) ფორმით და მთლიანად აღნიშნული თანხა გახარჯულია. **ფინანსისტის თვალსაზრისით**, შემოსავალმა წლის განმავლობაში 50 ათ. ლარი შეადგინა (30 ათ. ლარის შრომის ანაზღაურება + 20 ათ. ლარი სუფთა აქტივების ნაზარდი). **ბუღალტრის თვალსაზრისით**, შემოსავალმა სულ 30 ათ. ლარი შეადგინა. ბუღალტერი შემოსავლის სახით არ ცნობს აქტივების საბაზრო ღირებულების ზრდას, რამდენადაც ნაზარდი აქტივების გაყიდვის სახით არ იყო რეალიზებული, ამიტომ იგი მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებაში არ შეიძლება დაფიქსირდეს. აქტივების საბაზრო ღირებულება

შეიძლება ნებისმიერი მიმართულებით მერყეობდეს მანამ, სანამ აქტივები გაიყიდება. ნაზარდი მხოლოდ მოგების ნაზარდის სახით ჩვენს გონებაში არსებობს. იმისათვის, რომ ბუღალტრულ საბუთებში ნაზარდი იქნეს გათვალისწინებული, აქტივების რეალიზაციაა აუცილებელი.

რა თქმა უნდა, სიდიდე, რომელიც შეიძლება გაიხარჯოს, შეადგენს 50 ათ. ლარს. უფრო მეტიც, თუ 120 ათ. ლარის აქტივები იქნება გაყიდული და მაშინათვე უკან იმავე ფასში გამოსყიდული, ნაზარდი (20 ათ. ლარი) ბუღალტერის მიერ იქნება აღიარებული, და იგი აღნიშნულ ფულს „როგორც შემოსავალს, აღრიცხავს. ამრიგად, თავისებური სახის ფალსიფიკაციას აქვს ადგილი. ბუღალტერი, პრინციპში, სწორია. პირველ რიგში, თუკი აქტივები რამდენიმე წლის განმავლობაში გაიყიდება, ბუღალტერის მიერ გაყიდვის თარიღზე აღიარებული ნაზარდი ან ზარალი ფინანსისტის მიერ აღიარებული წლიური ნაზარდებისა და ზარალის ტოლი იქნება. მეორე მხრივ, აქტივების ღირებულების პერიოდული ცვლილებების გაზომვა მეტად რთულია, თუ ვაჭრობა „მოთენთილად“ მიმდინარეობს. შესაძლოა, ბუღალტერს სურს „ქაღალდზე“ მიღებული მოგება (ან ზარალი) შემოსავალში ჩართოს, მაგრამ მას ეს არ შეუძლია: მისთვის ძნელია ამის გაკეთება. ბუღალტერი უნდა დაკმაყოფილდეს იმით, რომ იგი რეალიზებულ და არა რეალურ შემოსავალს ზომავს.

ბუღალტრული შემოსავლის, ანუ მოგების გაზომვა, ორ ეტაპად ხორციელდება: თავიდან გაიანგარიშება ამონაგებ პერიოდზე და შემდეგ ამავე პერიოდის შესაბამისი დანახარჯების შემოსავლებზე მიკუთვნება ხორციელდება. პირველ ეტაპზე მნიშვნელოვანია ცნობილი იქნეს, რომ მიღებული ამონაგები რეალური ფულის ტოლი არ არის. ბუღალტრულ აღრიცხვაში დარიცხვის პრინციპის შესაბამისად გაბატონებულია „რომ ამონაგები აღირიცხება (აღიარება) მაშინათვე, როგორც კი გაყიდვის აქტი დასრულდება, და არის რწმენა, რომ გადახდები იქნება

მიღებული. ბუღალტერი ფულადი სახსრების ფაქტობრივი მიღების დროით ასპექტს მხოლოდ ტექნიკურ მომენტის სახით აღიქვამს. განსაკუთრებით, თუ სავაჭრო კრედიტის პოლიტიკის რეალიზება ხორციელდება, დარიცხვის პრინციპს მნიშვნელოვან დროით წყვეტამდე მივყავართ ბუღალტერის მიერ აღიარებულ ამონაგებს და რეალური ფულის მიღებას შორის. ჩვენი დასკვნა ასეთია: თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტი „ეკონომიკურ“ შემოსავალს ეფუძნება, ანუ სიდიდეს, რომელიც დაკავშირებულია მოგებასთან, მაგრამ მისი იგივეობა (ერთნაირი) არ არის. ის, თუ როგორ გაიზომება „ეკონომიკური“ შემოსავალი, ჩვენ მას ქვემოთ უფრო დეტალურად შევეხებით.

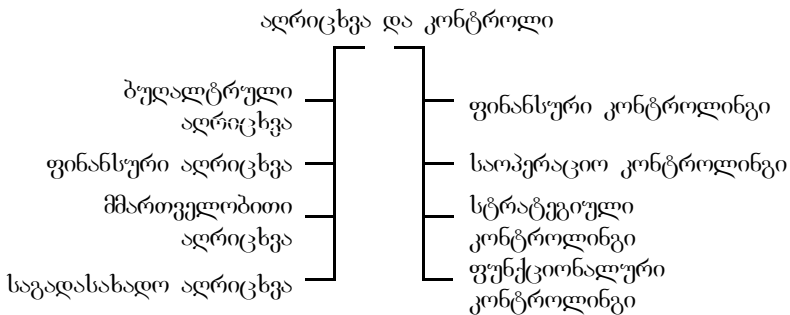
ფინანსური მენეჯმენტის შინაარსი და ფუნქციების მრავალსახეობა. ფინანსური მენეჯმენტის ფუნქციები ძალიან მრავალფეროვანია. ფინანსური მენეჯმენტის ხელშესახები სფეროების წარმოდგენის სისტემატიზირებისათვის ყველაზე იოლია გამოვიყენოთ „მიდგომა“, რომელიც ფინანსური მენეჯმენტის ტრადიციული, არატრადიციული და სპეციალური ფუნქციების სახით დაჯგუფების შესაძლებლობას გვაძლევს.

ა) **ტრადიციული ფუნქციები** მიეკუთვნება, როგორც მინიმუმ, ფინანსური მენეჯმენტის სამი ფუძემდებლური ფუნქცია – ფინანსური დაგეგმვა, აღრიცხვა, კონტროლი და ფასწარმოქმნა. მათი ტრადიციულობა განპირობებულია იმით, რომ ისინი ნებისმიერ კომპანიაში ყოველთვის არსებობდა და არსებობს.

ფინანსური დაგეგმვა – ფინანსური საქმიანობის ერთ-ერთ მთავარ ფუნქციას წარმოადგენს, თუ მხედველობაში მივიღებთ, რომ კარგი ფინანსისტი ყოველთვის მიისწრაფვის მომავლის შეფასებისაკენ, და სწორედ ესაა მისი ძირითადი დანიშნულება. თანამედროვე პრაქტიკაში ფინანსური მენეჯმენტის ჩარჩოებში დაგეგმვის ყველაზე გავრცელებულ ხერხს წარმოადგენს – ბიუჯეტის შემუშავება, ანუ

ბიუჯეტირება, საინვესტიციო პროექტების შედგენა, ბიზნესდაგეგმვა.

აღრიცხვა და კონტროლი – ფინანსური საქმიანობის მთავარ ფუნქციას წარმოადგენს, და იგი დღეს **მმართველობითი აღრიცხვის** განვითარებას საჭიროებს, რომლის არსი დაიყვანება ცნობილი სამეულის „ფასი-დანახარჯები-მოგების“ მართვის ორგანიზაციამდე. მმართველობითი აღრიცხვის ფუნქცია ნაჩვენებია ნახაზ 11.2-ზე.



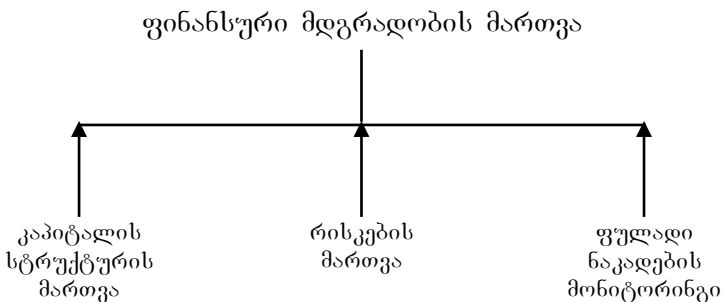
ნახაზი 11.2. მმართველობითი აღრიცხვის ფუნქციები

ფასწარმოქმნა არის ფუნქცია, რომელიც პროდუქციაზე ფასის ფორმირებასთან არის დაკავშირებული. მაგრამ ფინანსურ მენეჯმენტში აღნიშნული ცოტათი განსხვავებულია. პირველ რიგში, რა თქმა უნდა, საუბარია ფასის შესახებ წარმოებულ პროდუქციაზე, მაგრამ ფასწარმოქმნის ფუნქცია ამით არ არის შეზღუდული. მოცემულ შემთხვევაში დეკლარირება ხორციელდება სამი სახეობის ფასის: პროდუქციის, კაპიტალის და დანახარჯების ფასის მიხედვით.

ბ) **არატრადიციული ფუნქციები** – ფინანსური მენეჯმენტის მსოფლიო პრაქტიკაში ფართოდაა ცნობილი ისეთი ფუნქციები, როგორებიცაა: ლიკვიდურობა, ფინანსური მდგრადობა და ინვესტიციები.

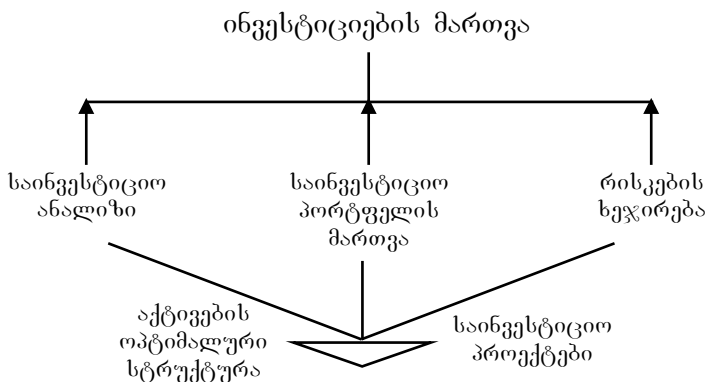
ლიკვიდურობის მართვა – ყველაზე უფრო ცნობილი ფუნქციაა. თითოეულმა მენეჯერმა იცის, რომ კომპანია ლიკვიდურია, თუ მას მიმდინარე ვალდებულებების მიხედვით შეუძლია გადახდა. ლიკვიდურობის შეფასება კოეფიციენტების მეშვეობით ხორციელდება და ლიკვიდურობის მართვა მმართველობითი – ფინანსური საქმიანობის ფორმალიზებულ ასპექტში გარდაიქმნა. მოცემულ სისტემა იგება სამ „ვეშაპზე“: მონიტორინგი მიმდინარე ლიკვიდობის, მუშა კაპიტალის მართვა, ფულადი კაპიტალის მართვა.

ფინანსური მდგრადობა – საწარმოს კაპიტალის ოპტიმალურ სტრუქტურასთანაა დაკავშირებული. კაპიტალის სტრუქტურა არის თანაფარდობა საკუთარ და ნასესხებ კაპიტალს შორის. ფინანსური მდგრადობის მართვა ნიშნავს კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურის მართვას, საკუთარი კაპიტალის ოპტიმალური სიდიდის განსაზღვრას, მისი გადიდების გზების მოძიებას, ფინანსური ლევერიჯის გონივრულად გამოყენებას, მოზიდული სახსრებისგან ყველაზე დიდი ეფექტურობის მიღწევას და ამასთან, კომპანიის გაკოტრების რისკისაგან თავის არიდების შესაძლებლობას. კომპანიის სტრატეგიული ფინანსური მდგრადობის ფუნქციის სტრუქტურა ქვემოთ არის მოყვანილი (იხ. ნახ. 11.3).



**ნახაზი 11.3. „ფინანსური მდგრადობის მართვის“
სტრუქტურის ფუნქცია**

ინვესტიციების მართვა არის საქმიანობა, რომელიც შემდეგი სავალდებულო ელემენტებისაგან შედგება: საინვესტიციო ანალიზი, საინვესტიციო პორტფელის მართვა რისკების გათვალისწინებით, საინვესტიციო დაპროექტება, აქტივების რესტრუქტურისა, რისკების ხეჯირება (იხ. ნახაზი 114).

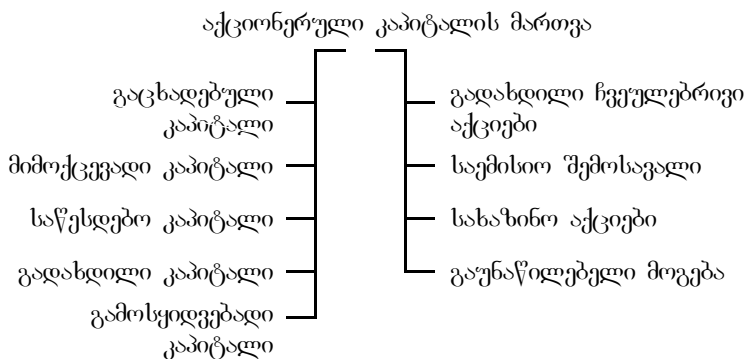


**ნახაზი 114. „მმართველობითი ინვესტიციების“
სტრუქტურის ფუნქცია**

გ) **სპეციალური ფუნქციები** – ფინანსური მენეჯმენტის აღნიშნული ფუნქციები მჭიდროდაა დაკავშირებული კომპანიის ისეთ აქციონერულ ბუნებასთან, როგორებიცაა: **აქციონერული კაპიტალის მართვა**, რომელიც არსებობს რამდენიმე ფორმით (გაცხადებული, მიმოქცევადი, საწესდებო, გადახდილი, გამოსყიდვადი და ა.შ.), ასევე, მას რთული სტრუქტურა გააჩნია, რომელიც მოიცავს – გაუნაწილებელ მოგებას, ემისიურ შემოსავალს, საწესდებო კაპიტალს, გამოსყიდვად (სახაზინო) აქციებს.

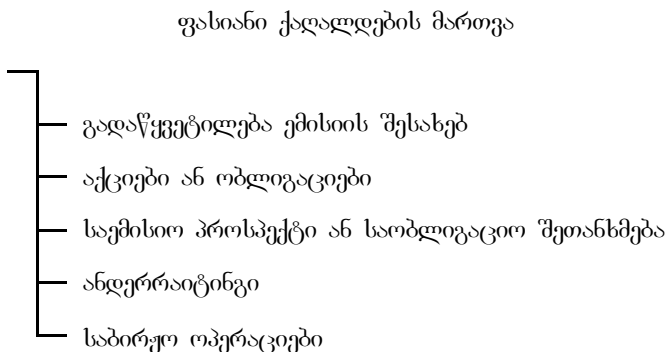
აღნიშნული საკითხის ასეთი სახით გაცნობიერება ფინანსურ პოლიტიკასა და ფინანსურ სტრატეგიის სიმრავლეს

შორის დაუსაბუთებელი შერჩევის შესაძლებლობას წარმოშობს (იხ. ნახაზი 11.5).



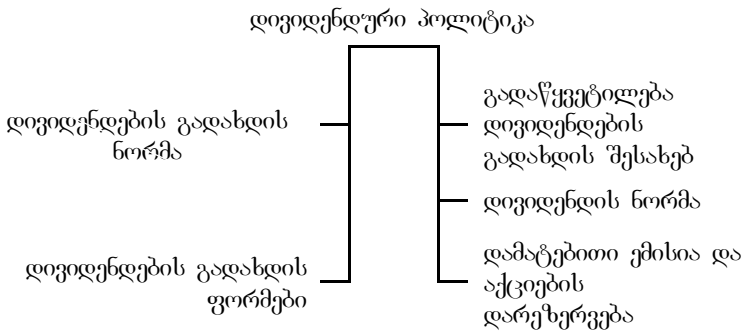
**ნახაზი 11.5. „აქციონერული კაპიტალის მართვის“
სტრუქტურის ფუნქცია**

საფონდო ბაზარზე ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციები ქვემოთ მოყვანილ ნახაზ 11.6-ზეა ჩამოყალიბებული.



**ნახაზი 11.6. „ფასიანი ქაღალდების მართვის“
სტრუქტურის ფუნქცია**

დივიდენტური პოლიტიკა – დივიდენტებთან მიმართებით პოლიტიკა კორპორაციის ხელმძღვანელების პოზიციით არის განპირობებული (გადაწყვეტილება დივიდენტების გადახდის შესახებ, მათი ღონისა და გადახდის ფორმირების განსაზღვრა), ასევე იგი მჭიდროდაა დაკავშირებული საწარმოს სუფთა მოგების განაწილების პრობლემებთან, როგორებიცაა – კომპანიის განვითარებისათვის გათვალისწინებული **გაუნაწილებელი მოგება** და **დივიდენტები**, რომელიც აქციონერებს შორის დივიდენტების სახით ნაწილდება (იხ. ნახ. 11.7).



**ნახაზი 11.7. „დივიდენტური პოლიტიკის“
სტრუქტურის ფუნქცია**

სატრასტო ოპერაციები – ნდობით (სატრასტო) ან საპენსიო, ან საპაიო საინვესტიციო ფონდის, ან კოლექტიური ინვესტიციების სხვა სახის ფონდების სახსრების მართვასთან არის დაკავშირებული.

11.2. ფინანსური მენეჯმენტის ორგანიზაციული სქემები და ფინანსური მენეჯერების თანამდებობრივი უფლებამოსილებები

ფინანსური მენეჯმენტის ტიპური ორგანიზაციული სქემა დღეს ფართოდ არის ცნობილი (იხ. ნახ. 11.8).



ნახაზი 11.8. ფინანსური მენეჯმენტის ტიპური ორგანიზაციული სქემა

კორპორაციებში ფინანსური მენეჯმენტის განხორციელებით დაკავებულები არიან ფინანსური მენეჯერები. ისინი იყოფიან ფუნქციებისა და ფინანსური მართვის ღონეების მიხედვით. ფინანსების მართვას ხელმძღვანელობს მთავარი ფინანსური მენეჯერი (კომპანიაში მას ფინანსურ დირექტორს უწოდებენ). მთავარი ფინანსური მენეჯერი თავისი ფუნქციების ნაწილს გადაანაწილებს: კონტროლიორებზე და ხაზინდარებზე.

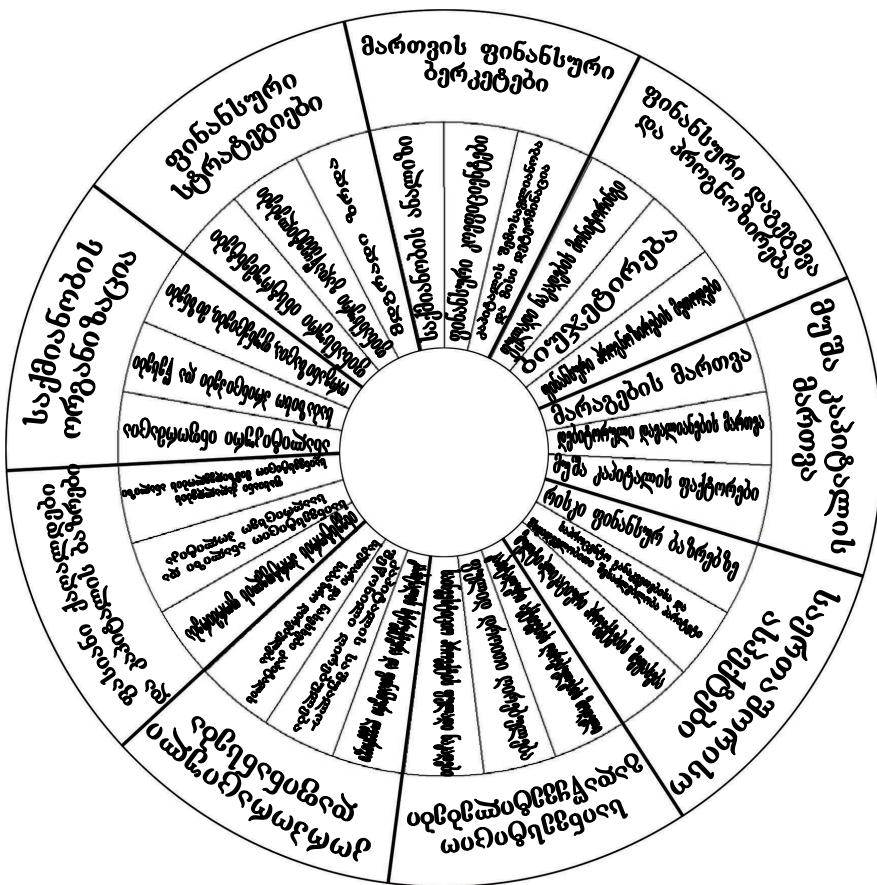
ფინანსური დირექტორი – პრაქტიკულად, აღმასრულებელი ხელისუფლების ან გენერალური დირექტორის ყველა მოადგილეს შორის ერთადერთია, რომელიც კომპანიის დირექტორთა საბჭოს შემადგენლობაში ერთვება. დირექტორთა საბჭოში ფინანსური დირექტორის ადგილი მოითხოვს მისგან კომპანიის ფართო სტრატეგიულ და პოლიტიკურ საქმიანობაში აქტიურ მონაწილეობას, მასში

ფინანსური ასპექტების პრობლემების გადაწყვეტის გაუმჯობესებას.

ხაზინდარის ძირითადი ფუნქციები კომპანიის კაპიტალის მართვასთან არის დაკავშირებული. იგი ვალდებულია, გარანტირებული გახადოს მისი გადახდისუნარიანობა, მოახდინოს კომპანიის ფინანსური მოთხოვნების პროგნოზირება, მისი ფულადი ნაკადების მართვა, განახორციელოს კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების ემისია. ხაზინდარს ზოგჯერ კომპანიის **კაპიტალის შემნახველსაც** უწოდებენ. ხაზინდარი – **ფინანსური ანალიტიკოსიცაა.**

კონტროლიორი და მთავარი ბუღალტერი. ფინანსური ღირებულების მეორე მოადგილეს – **კონტროლიორი** წარმოადგენს, რომელიც უპირველეს ყოვლისა, აუდიტსა და კომპანიაში აღრიცხვის ორგანიზაციაზე, ფინანსური ანგარიშგების და მენეჯმენტისათვის, ღირებულოთა საბჭოსათვის, აქციონერებისა და საგადასახადო ორგანოებისათვის საბუთების მომზადებაზეა პასუხისმგებელი.

ფინანსური მენეჯერის „ბორბალი“. თანამედროვე ფინანსური მენეჯერები ვალდებული არიან ფლობდნენ სისტემურ ცოდნას, რომელიც ფინანსური მენეჯერის ე. წ. „ბორბალის“ სახით ნახ. 11.9-ზეა ჩამოყალიბებული. მისი ინტერესების სფეროში შედის კომპანიის საქმიანობის ორგანიზაციული ასპექტები, ფინანსური სტრატეგიები, მართვის ბერკეტები, ფინანსური დაგეგმვა, პროგნოზირება, მუშა კაპიტალის მართვა, მუშაობა ფასიან ქაღალდებთან, საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება, კორპორაციული დაფინანსების სხვადასხვა სქემების შემუშავება.



ნახაზი 11.9. ფინანსური მენეჯერის „ბორობალი“

ფინანსური მართვის სქემების მრავალფეროვნობა. მრავალწლიანი დაკვირვებების შედეგად შეიძლება, რომ

ფინანსური მართვის ორგანიზაციული სქემის ოთხი ტიპი გამოიყოფა:

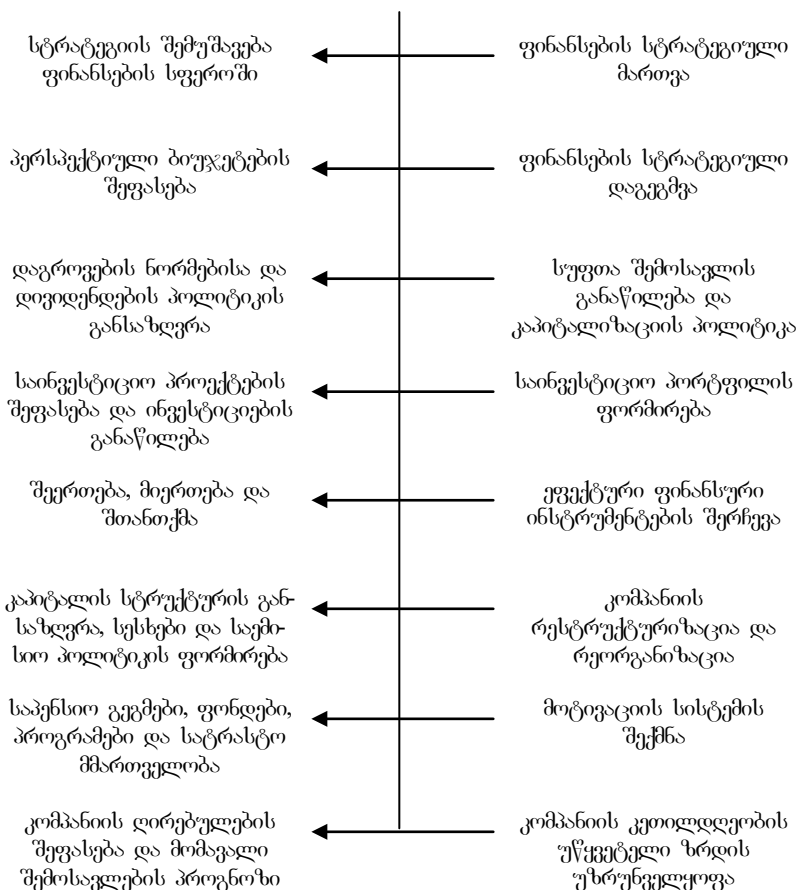
- სქემა, რომელიც ორიენტირებულია ხაზინდარზე;
- სქემა, რომელიც ორიენტირებულია კონტროლიორზე;
- სქემა, რომელიც ორიენტირებულია ხაზინდარისა და კონტროლიორის უწყებების დაყოფაზე;
- ინტეგრირების სქემები.

ფინანსური დირექტორის სტრატეგიული ფუნქციები.

ფინანსური დირექტორის ფუნქციების ჩამოყალიბებისას თანდათანობით გამოვლინდა მათი უმნიშვნელოვანესი ფუნქციები . განვიხილოთ აღნიშნული ფუნქციების ერთ-ერთი ვერსია (იხ. ნახაზი 11.10).

ფინანსური დირექტორის ფუნქციების ანალიზი მიუთითებს იმაზე, რომ მისი საქმიანობა დასაწყისიდან დაგეგმვასთან, ანუ უფრო ზუსტად, პერსპექტივის შეფასებასთან იყო დაკავშირებული. ფინანსური დირექტორის უმნიშვნელოვანესი ამოცანა ფინანსური მდგრადობის უზრუნველყოფა გახდა, რომელიც მოთხოვნიდა კორპორაციის ფინანსური კეთილდღეობის ყველაზე უფრო წონად მახასიათებელს წარმოადგენს.

ფინანსური დირექტორი



ნახაზი 11.10. ფინანსური დირექტორის ფუნქციები

ხაზინდარის საქმიანობის სქემა წარმოდგენილია ნახაზ 11-11-ზე. მისი ფუნქციები შეიძლება იცვლებოდეს, მათი ნაკრები კი მეტად დინამიურია.



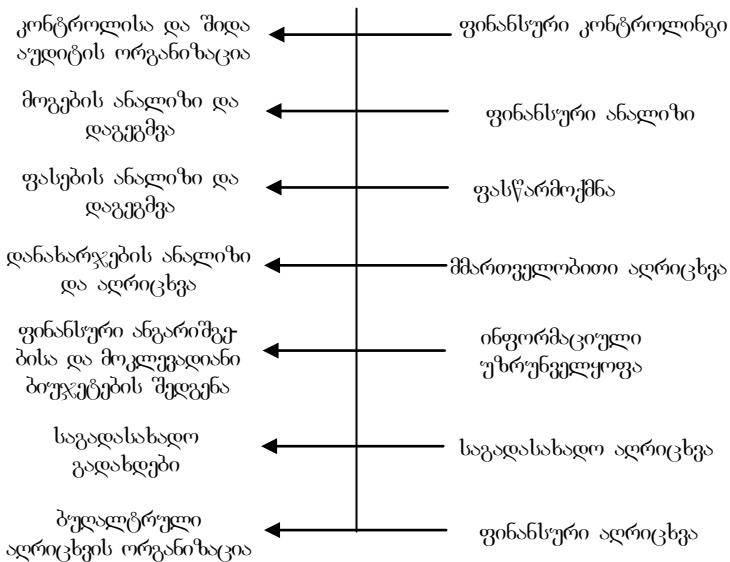
ნახაზი 11.11. საზინდარის ფუნქციები

კონტროლიორი თუ მენეჯერი? კონტროლიორი მენეჯერი არ არის, თუმცა მას ხშირად ფინანსურ მენეჯერებს მიაკუთვნებენ. კონტროლიორი არ იღებს მმართველობით

ფინანსურ გადაწყვეტილებებს. იგი საბაზისო მონაცემების ორგანიზაციით, ანალიზითა და ჩამოყალიბებით არის დაკავებული იმისათვის, რომ ნებისმიერ, თუნდაც რიგით მენეჯერს გონივრული მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღება შეეძლოს.

ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ იგი არაფერს არ აკონტროლებს (იმ თვალსაზრისით, რომ არ მართავს). იგი აფიქსირებს გარემოებებს და ამზადებს ინფორმაციას. თუმცა, მისი ფინანსური კონტროლის ეფექტურობა – წარმატებული ფინანსური დაგეგმვისა და ბიუჯეტირების საწინდარია.

კონტროლიორი



ნახაზი 11.12. კონტროლიორის ფუნქციები

11.3. თანამედროვე ფინანსური ხელმძღვანელის სტრატეგიული ფუნქციები

ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტებში (MCFO) 1980-იანი წლების ბოლოსათვის საოპერაციო ფულადი ნაკადის მკაფიო განსაზღვრა ჩამოაყალიბდა. ფინანსური ანგარიშგების ამერიკულ სტანდარტებში 1999 წელს საბაზრო ფასეულობის აღრიცხვის სტანდარტები პირველად იქნა ჩართული. მსოფლიოს წამყვანმა ფინანსიტებმა 2005 წლიდან ფინანსისტი – პროფესიონალების საყოველთაო მომზადება დაიწყეს. ხოლო 2008 წლის დეკემბერში სამართლიანი ფასეულობის (fair value) აუდიტის საერთაშორისო სტანდარტს მოეწერა ხელი.

ფინანსურიდან -სტრატეგიული ფინანსური მენეჯმენტისაკენ. სტრატეგიული ფინანსური მენეჯმენტის განვითარების ფუნქციური დატვირთვის განახლება ასოცირდება, როგორც წესი, ახალი ინფორმაციული ტექნოლოგიების წარმოშობასთან, საგარეო საქმიანი გარემოს ცალკეადობით განპირობებულ პრიორიტეტებზე კურსის მუდმივდ მხარდაჭერის საჭიროებასთან, ე.წ. „ხელოვნურიდან“ ავტომატიზირებულ ფინანსებზე გადასვლასთან, მისიის განუსაზღვრელობისა და განუჭვრეტადობის ზომების მკვეთრ გაზრდასთან, ბოლოს, მართვის დისციპლინათაშორისო გუნდების ლიდერებში თანდათანობით გარდაქმნადი ფინანსური მმართველობის როლის ტრანსფორმაციასთან. ასეთი ტენდენციები ღროდადრო საკმაოდ მკვეთრ ხასიათს იძენენ პრინციპულად ახალი მმართველობითი ტექნოლოგიების აქტიურ გავრცელებასთან დაკავშირებით. კონცეფციებში და პარადიგმებში გარდაქმნით ზოგიერთი მათგანი თითქმის ეპოქალურ ხასიათს იძენს. ასეთი სახის უახლეს ფინანსურ მმართველობით ტექნოლოგიებს დღეს სამართლიანად მივაკუთნებთ:

- ახალი ორგანიზაციულ დიზაინს, კერძოდ, საგარეო და შიდა აუტოსორსინგს, მათ შორის ინფორმაციული მომსახურებების აუტოსორსინგს, ფინანსების აუტოსორსინგს, საერთო მომსახურებების ცენტრების შექმნას, აუტოსორსინგში პარტნიორობის განვითარებას;

- ფასეულობაზე დაფუძნებული მენეჯმენტს, რომელიც ითვალისწინებს, კერძოდ, მართვაშიც აქციონერული ფასეულობის ზრდაზე ორიენტაციას, რაპოპორტის თეორიის გამოყენებას, ფასეულობის გაანგარიშების პროცედურის მოდელირებას და SVA – ოფციონერების მატრიცის აგებას. ახალი მმართველობითი ტექნოლოგიის VBM (Value Based Management) ახალ მმართველობით პარადიგმაში გარდაქმნას;

- არამატერიალური აქტივების ფასწარმოქმნა, რომლის შემადგენლობაშია ინტელექტუალური, სამომხმარებლო, ორგანიზაციული, ადამიანური კაპიტალი, კორპორაციული რეპუტაცია, კორპორაციული რისკ-მენეჯმენტი და ეთიკა (საქმიანი, ფინანსური, აუდიტორული, ინვესტიციური);

- სცენარული დაგეგმვა, რესურსების პროგნოზირება და განაწილება ბიუჯეტირების უახლესი ტექნოლოგიების საფუძველზე, რომელიც ტრადიციული ბიუჯეტირებიდან განვითარების სტრატეგიული ორიენტირების საზომების ეფექტური სისტემის შექმნაზე გამიზნული პრიორიტეტებისა და მაჩვენებლების დაბალანსებული სისტემის მიხედვით ბიუჯეტირებაზე გადასვლას ითვალისწინებს.

ფასეულობის შექმნის პარადიგმაზე გადასვლა. შესაძლებელია თუ არა ფინანსურ მართვაში ახალი იდეებით და ხერხებით შეიზღუდოს გაგება იმისა, თუ როგორ იცვლება თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის ფუნქციური დანიშნულება? რა თქმა უნდა, არა. გლობალიზაცია, უახლესი სამრეწველო და კომერციული ტექნოლოგიები, კონკურენციის რეგიონულ დონეებზე ერთნაირი ძალისხმევითა და რეგულირების მასშტაბით გამწვავება, ფინანსური ბაზრების რეალური გლობალიზაცია, დღემდე არაადიარებული

აქციონერების აქტიურობა, თამაშის ურთიერთობის ინფორმაციული ველის უწყვეტად განახლების გამო, თამასის მიღებული წესების ცვლილება, და ყველაზე ბოლოს – ფინანსურ მართვაში ახალი იდეები, კონცეფციები, მეთოდები და სესხები, რომლებიც შეიძლება უახლესი განხილვისათვის არც ისე ბევრი იყოს, დიდად განაპირობებენ ფინანსების ფუნქციების რადიკალურ ტრანსფორმაციას საერთოდ, და ფინანსურ მენეჯმენტს – კერძოდ.

მსოფლიოში წარმატებული კორპორაციის ხელმძღვანელებმა ბოლო პერიოდში დაიწყეს ფიქრი ფასეულობის შექმნის პარადიგმაზე გადასვლის აუცილებლობაზე იმის გამო, რომ ფინანსების ტრადიციული კონცეფცია მოძველდა. კომპანია „Price Waterhouse“-მა კორპორაციული ფინანსური დირექტორებისათვის გადაწყვეტილების მიღების ახალი კრიტერიუმები – აქციონერული ფასეულობის მაქსიმიზაცია შემოგვთავაზა და თანამედროვე ფინანსური ხელმძღვანელის სამი უმნიშვნელოვანესი ფუნქცია ჩამოაყალიბა:

- მკაფიო ორიენტაცია მომხმარებელზე;
- სტრატეგიული მართვა არაფინანსური მაჩვენებლებით;
- კომპანიის ფინანსური საქმიანობის მონიტორინგი.

კომპანიის ახალი ფინანსური მოწყობა. ტრადიციული ფინანსური მოწყობა ნებისმიერი კომპანიის შედგება – ტრანსაქციის, შიდა კონტროლის ორგანიზაციის, საფინანსო-კომპიუტერული სისტემებისა და ბიუჯეტირების დანერგვის, (კაპიტალის ბიუჯეტირების ჩართვით), განხორციელებისაგან. ექსპერტების შეფასებით „სწორედ აღნიშნული ფუნქციები ფინანსური სამსახურების, განყოფილებების, დეპარტამენტების თანამშრომლებს საუშაო დროის 80%-ზე მეტს ართმევს, და ფასეულობის ნაზარდთან მიმართებით თითქმის არანაირი კავშირი არ აქვთ. თანამედროვე კომპანიაში ფინანსური ხელმძღვანელების პოტენციალის განვითარების შესახებ საუბრისას, კორპორაციის მართვაში მათი ფუნქციების

ცვლილებისას, აუცილებელია **ფასეულობის ზრდისაკენ** მიმართული საქმიანობის სახეობებზე მათი ძალისხმევის გადანაწილების პროცედურა გავითვალისწინოთ. აღნიშნული არის ახალი ორგანიზაციული დიზაინი, არამატერიალური აქტივების მართვა, მენეჯმენტი, რომლებიც ფასეულობებზე, პროგნოზებზე და მაჩვენებლების სისტემის დაბალანსებულობაზეა დაფუძნებული.

სულ უფრო ხშირად ფინანსების ტრადიციულ კონცეფციას, რომელიც „ყველაფერი ბიუჯეტისათვის“ პრინციპის მიხედვითაა აგებული, უწოდებენ მბრძანებლურ-საკონტროლო არქიტექტურის ფინანსებს, და ბოლო პერიოდში სულ უფრო ხშირად გაისმის მოწოდება **ფინანსების მთავარი ფუნქციის** სააღრიცხვო-დამხმარედან **შემოქმედებითში ტრანსფორმირების** აუცილებლობის შესახებ, რაც ფინანსებისათვის მკაფიოდ გამოხატული სტრატეგიული ხასიათის მიკუთვნებით „შესაძლებლობების მზვერავის“ სახით განხილვის საშუალებას იძლევა.

„ფინანსების ფუნქციის გადაპროექტება“ – ასე იყო დასათაურებული პროცესი, რომელიც მთელ მსოფლიოში ახალი საუკუნის პირველ ათწლეულში დაფიქსირდა: „ძალიან ჩქარა ფინანსების ფუნქციები იმ სახით, რა სახითაც ჩვენ მას ვიცნობთ, მკვეთრად შეიცვლება“.¹ ფინანსური მენეჯმენტის სფეროში ცნობილი სპეციალისტის, დიდი ბრიტანეთის მმართველობითი აღრიცხვის ინსტიტუტის დირექტორის, **მარგარეტ მეის** 2003 წელს გამონათქვამი გაუღერდა, როგორც წინასწარმეტყველება.

თანამდებობრივი ვალდებულებების კანადური კოდექსი. ამავე დროს კანადაში ფინანსისტის ახალი ფუნქციები დამტკიცდა:

¹ Мей М. - Трансформирование функции финансов / пер. с англ. - М.: Инфра-М, 2005.

- კლიენტებზე ანალიტიკური, სტრატეგიული და დამატებითი ფასეულობაზე ორიენტირებული მომსახურებების განხორციელება;

- ბიზნეს-პარტნიორობისა და ბიზნეს-კონსულტანტის ფუნქციის შესრულება;

- სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მიღებაში მონაწილეობა და ლიდერობა.

ფინანსური მენეჯმენტის ფუნქციების ტრანსფორმაცია. კანადურმა კოდექსმა ახალი თაობის ფინანსისტების მომზადებისას განმსაზღვრელი ტენდენციის სახით ფინანსისტების სამი კატეგორიის სავალდებულო არსებობა დააფიქსირა:

ფინანსისტების პირველ ჯგუფს მიეკუთვნებიან: **ბიზნეს-კონსულტანტები**, საინფორმაციო მენეჯერები, აგრეთვე პროექტების მენეჯერები და კოორდინატორები. თანამდებობრივი სტატუსის თვალსაზრისით, ისინი მომსახურებების მიმწოდებელ, რეკომენდაციების გამცემ და კორპორაციის ბიზნეს-ერთეულებზე მხარდაჭერის განმახორციელებელ საერთო კორპორაციული ქვედანაყოფების ძირითად თანამშრომლებს წარმოადგენენ.

მეორე ჯგუფს მიეკუთვნებიან **ბიზნეს-ანალიტიკოსები**. ფინანსური კონტროლის (ბუღალტერიის) ჩვეულებრივი ფუნქციების გარდა, რომელიც, ძირითადად, ციფრებით და ბიუჯეტითაა დაკავებული, ისინი მრავალფეროვან მმართველობით ფუნქციებს ასრულებენ, რომლებიც კონკურენტული ანალიზის, ფინანსური დიაგნოსტიკის, ფინანსური და არაფინანსური გაზომვებისა და ექსპერტიზის, ბიზნეს-ერთეულების მიხედვით ანგარიშებების შედგენითა და პრეზენტაციით არიან დაკავებულები. მათი როლი კორპორაციულ მოწყობაში მეტად სპეციფიკურია, იგი ინტერნაციონალურ ხასიათს ატარებს, ხოლო თვით ბიზნეს-ანალიტიკოსებს საოპერაციო, ფინანსური და მმართველობითი საქმიანობის ინტეგრატორებს უწოდებენ.

ისინი, ვინც „ტრადიციულად, ფინანსისტებს მიეკუთვნებიან, კანადურ კოდექსში **ტექნიკურ სპეციალისტებად არიან** წოდებულნი. ისინი ახორციელებენ შიდა და გარე აუდიტს, ამზადებენ ბუღალტრულ საბუთებს და, რაც მთავარია, ფინანსურ ანგარიშგებას, საგადასახადო დაბეგვრის სისტემის ფორმირებას, სამართლებრივი ნორმების კომენტირებას და ა.შ.

კომპანიის ფინანსური გარდაქმნა, ფინანსისტებისაგან (– ტექნიკური სპეციალისტების – კონსულტანტები და ანალიტიკოსები) ფუნქციების ორგანიზაციული გადანაწილება დიდადაა განპირობებული ისეთი მოვლენით, როგორიცაა აუტსორსინგი.

აუტსორსინგი არის ფუნქციების ან პროცესების შესაბამის აქტივებთან ერთად გარე პროვაიდერზე გადაცემა, რომლებმაც დადგენილი პერიოდის განმავლობაში შეთანხმებული ფასის მიხედვით კონკრეტული მომსახურებები უდნა მიაწოდონ.

ფინანსური აუტსორსინგი. ბოლო წლებში ტექნიკური სპეციალისტების რიცხოვნობის შემცირება შეიმჩნევა, ისინი „ვირტუალურად“ ქრებიან, ხოლო მათი ფუნქციები რიგი გამონაკლისების გარდა, საგარეო ან შიდა აუტსორსინგის რეჟიმში გადაჰყავთ. მეორე მხრივ, უფრო ხშირად, მმართველობით კომპანიაში ხდება ტექნიკური სპეციალისტების ცენტრალიზება, ხოლო მათ ძირითად ვალდებულებებში ფუძემდებლური ფუნქციების სახით, კომპანიის მუშა კაპიტალში მოთხოვნების განსაზღვრა, რეგულირება და მონიტორინგი დაეკისრებათ.

მთავარი ოფიცერ-მენეჯერები. მართვის სისტემების აგების უკვე არსებული პრაქტიკის ჩარჩოებში ტოპ-მენეჯერების ფორმირების ახალი ვერსია წარმატებით ფუნქციონირებს; რომელთა შორის ოთხი მთავარი ფიგურაა – მთავარი აღმასრულებელი ოფიცერი, ანუ აღმასრულებელი (გენერალური) დირექტორი; მთავარი საოპერაციო ოფიცერი,

ანუ ღირეპტორი წარმობასთან მიმართებით; მთავარი საინფორმაციო ოფიცერი, ანუ ღირეპტორი საინფორმაციო უზრუნველყოფასთან მიმართებით; მთავარი ფინანსური ოფიცერი, ანუ ფინანსური ღირეპტორი.

ფინანსურ ღირეპტორზე, მისი ახალი უფლებამოსილებების შესაბამისად, თანამედროვე კომპანიის ფინანსური საქმიანობის სტრატეგიული ასპექტებია განკუთვნილი, რომელთა შორისაა:

- აქციონერული კაპიტალის რეფინანსირება, აქციების გამოსყიდვა, დივიდენდებისა და ოფციონერების გადახდა აქციებზე, ახალი ორგანიზაციული დიზაინის შექმნა;

- საინვესტიციო და დივესტიციური საქმიანობა, ფასეულობის შექმნის პროცესი, შერწყმა და მიერთება, მეგობრული და მტრული შთანთქმა, ბრენდიგის კონცეფციის შემუშავება, ინტელექტუალური კაპიტალის მართვა;

- ფასეულობის ნაზარდთან დაკავშირებული საქმიანობის შედეგების აღრიცხვა და ასახვა ფინანსურ ანგარიშგებაში, აუდიტის საერთაშორისო სტანდარტებისა და ფინანსური ანგარიშგების უტყუარობის საბაზისო პრინციპების ათვისება, ფინანსური და საინვესტიციო ეთიკის საერთაშორისო სტანდარტების კორპორაციულ მართვის პრაქტიკაში თანმიმდევრული დანერგვა;

- კაპიტალიზაცია და რეკაპიტალიზაცია კორპორაციული დაფინანსების ოპტიმალური სქემების შემუშავების საფუძველზე, რეფინანსირების საკრედიტო ფორმების გამოყენების მასშტაბების გაფართოება, დაფინანსების გარეგანსური ფორმების გამოყენების ინტენსიფიკაცია (ლიზინგი, ხეჯირების ტექნოლოგიები, წარმობული ფინანსური ინსტრუმენტები);

- ინოვაციური და კონკურენტული ანალიზი, ბიზნეს-პროცესების შესწავლა, ფასეულობის შექმნის მოდელირების პროცედურები, სტრატეგიული ანალიზი და ფასეულობის

ნაზარდის ფაქტორების მართვა, ფინანსური დიაგნოსტიკა და ზრდის პოტენციალის პროგნოზირება, ფულადი ნაკადების სტრატეგიული ანალიზი და პროგნოზირება, ფინანსური პოლიტიკის ექსპერტიზა და განვითარების სტრატეგიული ალტერნატივების შეფასება.

თანამედროვე ფინანსური დირექტორის სამი უმნიშვნელოვანესი ფუნქცია:

- აქციონერებზე ფასულობის მიწოდების გარანტიის უზრუნველყოფა, აგრეთვე, მის დინამიკურ ნაზარდზე პასუხისმგებლობა;

- ფასულობის მართვის მთლიანი სისტემის შექმნა, მენეჯერების წინაშე ახალი ამოცანების ფორმირება და დასახვა, ბიზნეს-პროცესების მონიტორინგის განხორციელება;

- კორპორაციული რისკ-მენეჯმენტის ორგანიზაციასთან მიმართებით კომპლექსური ღონისძიებების საფუძველზე ფინანსური რისკების მართვა და ფასულობის რეალურ ზრდაზე მიმართული ფინანსური კონტროლის განხორციელება.

მთლიანად კორპორაციის მასშტაბებში ფასულობის ნაზარდთან მიმართება და ფინანსურ დირექტორზე დღეს დაკისრებული პასუხისმგებლობა ორგანიზაციული დიზაინისაგან ფინანსური დირექტორის ფუნქციების უფრო ფართო განმარტებას მოითხოვს. ტრადიციულ და არატრადიციულ ფუნქციებს, აგრეთვე მკაფიოდ სტრატეგიულ წარმოშობის ფუნქციებს ემატება ახალი ამოცანები, რომლებიც კომპანიის ტოპ-მენეჯერებს შორის ფინანსური დირექტორის პოზიციონირებაში განსაზღვრულ როლს ასრულებენ.

კორპორაციული ფასულობის მოდელირება. სამართლიანი ფასულობის შეფასებისათვის შეიძლება სხვადასხვა მოდელები გამოვიყენოთ. მაგალითად, დამატებული აქციონერული ფასულობის მოდელი (SVA –

Shareholders Value Added – დამატებული აქციონერული ფასეულობა), დამატებული საბაზრო ფასეულობის მოდელი (MVA – Market Value Added – დამატებული საბაზრო ფასეულობაზე, ეკონომიკური დამატებული ფასეულობის მოდელი (EVA – Economic Value Added – დამატებული ეკონომიკური ფასეულობა), ინვესტიციის ფულადი შემოსავლიანობის მოდელი (CFROI – Cash Flow Return on Investments – ფულადი ნაკადი ინვესტიციის ერთეულზე) და რიგი სხვები. ამა თუ იმ მოდელზე ორიენტაცია შეიძლება ბიზნესის სპეციფიკაციაზე, საოპერაციო საქმიანობის კაპიტალტევადობაზე, დარგში შექმნილ სიტუაციასა და სხვა დანარჩენ ფაქტორებზე ძალიან ძლიერ იყოს დამოკიდებული.

EP (Economic Profit) ეკონომიკური მოგება. ეკონომიკური მოგების მოდელი (EP – Economic Profit) – კომპანიის ეკონომიკური მოგების მიახლოებითი სიდიდის შეფასების განსახორციელებელი ყველაზე მარტივი მოდელია და მისი შინაარსი გამომჟღავნდება შემდეგი ფორმულებით:

$$EP = NOPAT - WACC \times IC,$$

სადაც: NOPAT არის სუფთა მოგება;

WACC – კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება;

IC – ინვესტირებული კაპიტალი.

$$EP = IC \times (ROIC - WACC),$$

სადაც: ROIC არის ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობა.

აღნიშნული ფორმულებიდან ჩანს, რომ ეკონომიკური მოგება გაიანგარიშება, როგორც სუფთა ბუღალტრული მოგებისა (კორექტირებულის) და კაპიტალის ღირებულების სიდიდეებს შორის სხვაობა. აღნიშნული უმარტივესი სქემაა ჩადებული კორპორაციული ფასეულობის გაზომვისა და შეფასების მსგეღელობაში წარმოშობილი ყველა ახალი მაჩვენებლების საფუძველში. ყველაზე რთული – გაანგარიშების კომპონენტების სწორად განსაზღვრა, რომ ისინი ბიზნესის სტრატეგიულ, საინვესტიციო შინაარს

ასახავდნენ. ეკონომიკური მოგების მოდელში ფულადი ნაკადი (კომპანიის მიერ მიღებული შემოსავალი განსახილველ პერიოდში) ყველაზე ხშირად განიხილება გადასახად-დაბეგერის შემდგომი სუფთა მოგების საფუძველზე. მასში ტრადიციული ბუღალტრული უზუსტობების აღმოსაფრხვრელად კორექტირებები შეაქვთ.

აღნიშნული გადასახად-დაბეგერის შემდგომი სუფთა მოგების გაანგარიშების რამდენიმე ვარიანტი არსებობს, მაგრამ ყველაზე ხშირად მაჩვენებლები NOPAT ან NOLAT-ი გამოიყენება. ინვესტირებული კაპიტალს ანგარიშობენ, როგორც ფულადი და ფიქსირებული აქტივების ჯამური თანხას, აგრეთვე მუშა კაპიტალს, რომელიც პერიოდის დასაწყისისათვის, ან პერიოდზე საშუალო მნიშვნელობით იღება.

ეკონომიკური მოგების გაანგარიშების მოდელის მეორე ფორმულა ანალიტიკოსებისათვის ყველაზე დიდი საინფორმაციო ინტერესის საგანს წარმოადგენს. იგი დაბანდებული კაპიტალის შემოსავლიანობის ღირებულებასთან პირდაპირ შედარების შესაძლებლობას იძლევა. შესაბამისად, ფინანსური მენეჯერები უფრო მკაფიო წარმოდგენას იღებენ, თუ როგორ უნდა ჩამოყალიბდეს კომპანიის ფინანსური პოლიტიკა: უნდა მოიძიონ უფრო იაფი დაფინანსების წყაროები ან შემოსავლიანობის გადიდებაზე მოახდინონ კონცენტრირება. რამდენადაც ეკონომიკური მოგების გაანგარიშება ბუღალტრულ მონაცემებზეა დაფუძნებული, იგი შეიძლება ნებისმიერი კომპანიის მიმართ იქნეს გამოყენებული. უფრო მეტიც, ეკონომიკურ მოგება, მისი სიმარტივიდან გამომდინარე, შეიძლება როგორც კორპორაციული ფასეულობის ნაზარდის უფრო რთულ გაზომვებამდე გადასვლის ეტაპი ისე იქნეს განხილული.

EVA (Economic Value Added) ეკონომიკური დამატებული ფასეულობა. სპეციალისტების შეფასებების მიხედვით, ეკონომიკური დამატებული ღირებულება ანუ

ფასეულობა – ბიზნესის ეფექტიანობის ვეელაზე უფრო უნივერსალური ღირებულებითი მაჩვენებელია. იგი შეიძლება არა მარტო კომპანიისათვის, რომელთა აქციები კოტირდება ბაზარზე, არამედ არაკოტირებადი ან დახურული კომპანიებისათვისაც გაანგარიშდეს. კომპანიების უმეტესობაში მნიშვნელოვანი განსხვავება არსებობს აქტივების საბალანსო და საბაზრო ღირებულებებს შორის. მოცემული განსხვავების გადიდება ნაწილობრივ აიხსნება იმით, რომ არამატერიალური აქტივების (ინტელექტუალური, ადამიანური, ორგანიზაციული კაპიტალის და ა.შ.) როლი იზრდება. გარდა ამისა, „ჩრდილოვანი“ აქტივების (კარგი ურთიერთობები მომწოდებლებთან და კლიენტებთან, ზემოქმედების რესურსები და სხვები) გათვალისწინების მოთხოვნილება წარმოიშობა. ისინი, ასევე, შეიძლება საკუთარი კაპიტალის ეკვივალენტების სახით შეფასდეს. არამატერიალური აქტივების სამართლიანი შეფასების აპრობირებული მეთოდოლოგიის და მათი ფინანსურ ანგარიშებაში წარმოდგენის არარსებობა – ეკონომიკურ მოგებაზე დაფუძნებული კორპორაციული ფინანსების მართვის თანამედროვე მოდელზე კომპანიის ორიენტაციის ძირითადი მიზეზია.

EVA მაჩვენებელი ეკონომიკური მოგების ანალოგიურად განისაზღვრება, როგორც სხვაობა კომპანიის სუფთა მოგების კორექტირებულ სიდიდესა და მის მისაღებად გამოყენებული ინვესტირებული კაპიტალის (საკუთარი და ნასესხები კაპიტალი) ღირებულებას შორის:

$$EVA = NOPAT - WACC \times IC,$$

სადაც: EVA არის ეკონომიკური დამატებული ფასეულობა;

NOPAT – სუფთა საოპერაციო მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ;

WACC – კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება;

IC – ინვესტირებული კაპიტალის თანხა.

აღნიშნული მაჩვენებელი შეფასების ობიექტის საოპერაციო მმართველობასთან მიკუთვნებადი ყველა აქტივის ჯამს წარმოადგენს, მოკლევადიანი საოპერაციო ვალდებულებების გამოკლებით (კომერციული კრედიტები, დავალიანებები ბიუჯეტის წინაშე და ა.შ.).

EVA-ს გაანგარიშების საერთო ფორმულა შეიძლება შემდეგი სახითაც წარმოვადგინოთ:

$$EVA = OLAT - WACC \times (TA - CL) = OLAT - WACC \times (L - TDebt + Equity),$$

სადაც: OLAT არის საპერაციო მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ;

TA – ერთობლივი აქტივები;

CL – მიმდინარე ვალდებულებები;

L – TDebt (Long - Term Debt) – გრძელვადიანი ვალი;

Equity – საკუთარი კაპიტალი.

ფორმულაში კვლავ იგივე ბუღალტრული მაჩვენებლები მონაწილეობენ. დამატებული ეკონომიკური ფასეულობა განისაზღვრება – საოპერაციო მოგებასა და მოზიდულ გრძელვადიან კაპიტალს შორის სხვაობის გაანგარიშების გზით.

MVA (Market Value Added) საბაზრო დამატებული ფასეულობა არის ფასეულობის შექმნის შეფასების ყველაზე თვალსაჩინო კრიტერიუმი და იგი გაიანგარიშება როგორც კაპიტალის საბაზრო ღირებულებასა და კომპანიაში ინვესტირებულ კაპიტალს შორის სხვაობა. მისი გაანგარიშების ფორმულას შემდეგი სახე აქვს:

$$MVA = MVD + MVE - Total\ capital,$$

სადაც: **MVD** არის ვალის საბაზრო ღირებულება;

MVE – საკუთარი კაპიტალის საბაზრო ღირებულება;

Total capital – ერთობლივი კაპიტალი.

საკუთარი კაპიტალისა და ვალის საბაზრო ღირებულების ჯამი ($MVD + MVE$) იგივეობაა კომპანიის ფასეულობის (EV).

SVA (Shareholder Value Added) აქციონერული დამატებული ფასეულობა არის ალფრედ რაპპოპორტის (კელლოგის მენეჯმენტის სკოლის პროფესორი) მიერ შემოთავაზებული ფორმულა (მოდელი), რომლის მიხედვით აქციონერული დამატებული ფასეულობა განისაზღვრება როგორც ორ მანვენებელს – აქციონერული კაპიტალის ღირებულებასა და (რომელიმეც ოპერაციის შემდეგ) და იმავე კაპიტალის ღირებულებას (ამ ოპერაციამდე) შორის სხვაობა.

SVA-ს გაანგარიშება შეიძლება შემდეგი სახითაც წარმოვადგინოთ:

$SVA =$ აქციონერული კაპიტალის საანგარიშო ღირებულება –
– აქციონერული კაპიტალის საბაზალანსო ღირებულება.

ფასეულობის გაანგარიშებისათვის ა. რაპპოპორტის მიერ შემოთავაზებული ძირითადი ფორმულა საერთო სახით შემდეგნაირად გამოიყურება:

ფასეულობა = ფასეულობას – დავალიანების ღირებულება,
სადაც ფასეულობა განისაზღვრება „როგორც პროგნოზირებადი ფულადი ნაკადების ღირებულება, რომელიც დისკონტირების ფაქტორის (რომელიც კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულების ტოლია) მეშვეობით დროის მიმდინარე მომენტამდეა დაყვანილი.

იმასთან დაკავშირებით, რომ ფასეულობის ყველა ზემოგანხილული მოდელის (EP , EVA , MVA , SVA) მთავარი განმსაზღვრელი ნაკლოვანებაა – მათი საბაზალანსო გაანგარიშებებზე დაყრდნობა და ფასეულობის გაანგარიშების ძირითადი კომპონენტის – ფულადი ნაკადების იგნორირება. შედეგად თანამედროვე მენეჯმენტის თეორიასა და პრაქტიკაში კომპანიის ფასეულობის ახალი მოდელი წარმოიშვა, რომელიც უკვე – ფულად ნაკადებზეა

დაფუძნებული და იგი აღინიშნება: **CFROI – ინვესტიციის ფულადი შემოსავლიანობა**, რომელიც ტოლია:

$$\text{CFROI} = \frac{\text{კორექტირებული ფულადი ნაკადები მიმდინარე ფასებში}}{\text{კორექტირებული ფულადი გადინებები მიმდინარე ფასებში}}$$

/კორექტირებული ფულადი გადინებები მიმდინარე ფასებში.

CVA (Cash Value Added) ფულადი დამატებული ფასეულობა – არის ფულადი დამატებული ფასეულობის მოდელი ან ნარჩენი ფულადი ნაკადის (RCF – Residual Cash Flow მოდელი, რომელიც შეედური კონსალტინგური კომპანიის „Anelda“-ს მიერ არის შექმნილი. იგი მოწოდებულია, სტრატეგიულ და „ბუღალტრულ“ ინვესტიციებს შორის სხვაობა დაგვანახოს. ფულადი დამატებული ღირებულების იდეა ძალიან მარტივია. სუფთა ფულად ნაკადს უდნა გამოაკლდეს მოზიდული კაპიტალის ღირებულებასთან დაკავშირებული დანახარჯები და იგი გაიანგარიშება ფორმულით:

$$\text{CVA} = \text{NOCF} - \text{GI},$$

სადაც: NOCF არის სუფთა ფულადი ნაკადი საოპერაციო საქმიანობიდან (გაწმენდილი გადასახადებიდან);

GI – მთლიანი ინვესტიციები.

საერთოდ რომ ვთქვათ, მენეჯმენტი, რომელიც ფასეულობაზეა დაფუძნებული, თანამედროვე ფინანსების ახალ პარადიგმას და შესაბამისად, თანამედროვე ფინანსურ მენეჯმენტს გულისხმობს, რომლის

მთავარი მიზანია – ფასეულობის ნაზარდის მაქსიმიზაცია.

მთავარი ფუნქციაა – კომპანიის ფასეულობის ნაზარდი.

მთავარი წესია – სუფთა დაყვანილი ფასეულობის წესი.

საბაზისო მახასიათებლების გაერთიანებით შესაძლებელია, დავასკვნათ: აქციონერებისათვის ფასეულობის ნაზარდი ორიენტაცია ფინანსისტებისაგან აქციონერების მიერ მათი კაპიტალის ღირებულებაზე მეტი შემოსავლიანობის მიღებისთვის მიმართულ შესაბამის ქმედებებს მოითხოვს.

აღნიშნული შემოსავლიანობის რეალიზება გაზრდილი ფასეულობისა და დივიდენდების მეშვეობით ხორციელდება.

11.4. ტესტები:

1. ფინანსური მენეჯმენტი არის ფინანსურ სფეროში მმართველობითი

გადაწყვეტილებების შემუშავებისა და მიღების:

ა) კონცეფციების, ისტრუმენტების, წყაროების, მეთოდების,

აღგორითმების ერთობლიობა

ბ) კონცეფციების დ აინსტრუმენტების ერთობლიობა

გ) წყაროებისა და მეთოდების ერთობლიობა

დ) მეთოდებისა და აღგორითმების ერთობლიობა.

ა)

2. ფინანსური აქტივები არის:

ა) კომპანიის ერთობლივი ვალდებულებები

ბ) კომპანიის შემოსავლები

გ) კომპანიის ხარჯები

დ) კომპანიის მოგება

ა)

3. კომპანიის ფინანსური არამდგრადობა ფულადი ნაკადების:

ა) მოცულობასთან არის დაკავშირებული

ბ) „არითმიასთან“ არის დაკავშირებული

გ) შემოდინებასთან არის დაკავშირებული

დ) გადინებასთან არის დაკავშირებული.

ბ)

4. ფინანსურ მენეჯმენტში არსებობს ცნება „ღირებულება“, რომელიც არის:

ა) აქტივების, ვალის, აქციების, კაპიტალის, კორპორაციის ღირებულება

ბ) აქტივების, ვალის და აქციების ღირებულება

გ) აქციების, კაპიტალის და კორპორაციის ღირებულება

დ) ვალის, აქციების და კაპიტალის ღირებულება.

ა)

5. კორპორაციის ეკონომიკური ღირებულება არის:

ა) მომავალი შემოსავლების ღირებულება

ბ) მომავალი შემოსავლების მიმდინარე (დაყვანილი) ღირებულება

გ) მოავალი შემოსავლების მოცულობა

დ) მოამავალი შემოსავლებისა და ხარჯების სხვაობა.

ბ)

6. ფინანსური მენეჯმენტის ძირითადი მიზნებია:

ა) მოგების მაქსიმიზაცია

ბ) გადახდისუნარიანობის უზრუნველყოფა

გ) მოგების მაქსიმიზაცია, გადახდისუნარიანობის უზრუნველყოფა

დ) რენტაბელობის ამაღლება.

გ)

7. ფინანსური მენეჯმენტის ტრადიციული ფუნქციებია:

ა) ფინანსური დაგეგმვა და აღრიცხვა და კონტროლი

ბ) აღრიცხვა და კონტროლი და ფასწარმოქმნა

გ) ფასწარმოქმნა, ფინანსური დაგეგმვა, აღრიცხვა და კონტროლი

დ) ფინანსური დაგეგმვა და ფასწარმოქმნა.

გ)

8. ინვესტიციების მართვა არის საქმიანობა, რომელიც შემდეგი

საგაღდებულო ელემენტებისაგან შედგება:

ა) საინვესტიციო ანალიზი, საინვესტიციო პროტფელის მართვა

ბ) საინვესტიციო დაპროექტება, აქტივების რესტრუქტურზაცია

გ) რისკების ხეჯირება, საინვესტიციო ანალიზი, საინვესტიციო დაპროექტება

დ) საინვესტიციო ანალიზი, პროტფელის მართვა, დაპროექტება,

აქციების რესტრუქტურზაცია, ხეჯირება.

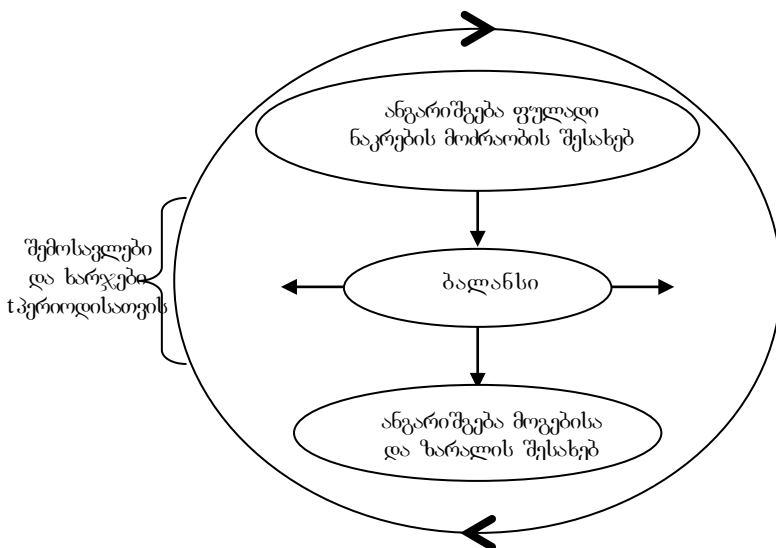
დ)

ლექცია 12. ანალიტიკური ფინანსური საბუთების სისტემა როგორც ფინანსური მენეჯმენტის ინფორმაციული საფუძველი 12.1. შემოსავლებისა და ხარჯების შესახებ

ინფორმაციის ფორმირების პროცესი

ფინანსური საბუთების სისტემა. ფინანსურ მენეჯმენტში გამოიყენება ანალიტიკური საბუთების სისტემა, რომლის შემადგენლობაშია: ანგარიშგება მოგებისა და ზარალის შესახებ, ბალანსი, ანგარიშგება ფულადი ნაკადების მოძრაობის შესახებ (იხ. ნახაზი 12.1) ; უნდა ითქვას, რომ ამ ანგარიშებს აქვთ მჭიდრო ურთიერთკავშირში.

პირველი და მესამე – ანგარიშგება მოგებისა და ზარალის შესახებ და ანგარიშგება ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ – შემოსავლებისა და ხარჯების პერიოდისათვის, ჩვეულებრივ, კვარტალის ან წლის მიხედვით წარმოდგენილი ინფორმაციის საფუძველზე ფინანსური მენეჯმენტის არსს ამჟღავნებს. ბალანსი, პირიქით, კომპანიის საკუთრებაში არსებული სახსრების, აგრეთვე მისი ვალის (სხვაგვარად – ნასესხები ვალდებულებების) შესახებ ინფორმაციას მოიცავს. ინფორმაცია ბალანსში დროის გარკვეული, ფიქსირებული მომენტისათვის არის მოცემული და ამიტომ იგი თავისი ბუნებით სტატისტიკურს წარმოადგენს. ბალანსი კტრადიციულად უმნიშვნელოვანეს ფინანსურ საბუთად ითვლება, თუმცა იგი მათ სისტემაში დამხმარე და შუალედურ როლს ასრულებს.



ნახაზი 12.1. მართვაში გამოყენებული ანალიტიკური ფინანსური საბუთების სისტემა

მენეჯერები თავის პრაქტიკულ საქმიანობაში თვლიან, რომ მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების ინფორმაცია უფრო მნიშვნელოვანია, ვიდრე ინფორმაცია, რომელსაც მოიცავს ბალანსი. მაგალითად, მიუხედავად იმისა, რომ კომპანიას სესხების მაღალი წილი გააჩნია, ინვესტორი მის საქმიანობას როგორც წარმატებულს მხოლოდ მაშინ აფასებს, როდესაც კომპანიას სოლიდური გასამრჯელოები აქვს. ამავ დროს, თუ კომპანიას ვალის მაღალი დონე არ გააჩნია, ინვესტორმა შეიძლება მისი საქმიანობის კეთილმდგომარეობაში ეჭვი შეიტანოს.

მოგებისა და ზარალის შესახებ ანალიტიკურ ანგარიშგებაში საოპერაციო საქმიანობის შედეგები გარკვეულ პერიოდში (თვე, კვარტალი, ფინანსური წელი) აისახება.

აღნიშნული შედეგები პროგნოზ შემოსავლები და ხარჯები, კლასიფიცირდებიან. შემოსავლები ასახავენ საოპერაციო საქმიანობასი ახალი აქტივების წარმოშობას, ხოლო ხარჯები კი – აქტივების შემცირებას ან მათ საოპერაციო პროცესში გამოყენებას. სუფთა შემოსავალი აქტივების და საკუთარი კაპიტალის ნაზარდს ასახავს, მაშინ, როდესაც ზარალი პირიქით- მათ დაცემას (შემცირებას).

მოგება და ზარალი. მოგება, თავისთავად, წლის განმავლობაში მიღებულ შემოსავლებსა და ხარჯებს შორის სხვაობას წარმოადგენს. რა თქმა უნდა, ანალიტიკური ანგარიშგება ნაწილობრივ სქემატურ ხასიათს ატარებს, თუმცა სწორედ შემოსავლებისა და ხარჯების ფორმირების საქმე მენეჯერებს აღნიშნული ფინანსური საბუთის ძირითადი პარამეტრების მოძრაობაზე მონიტორინგის გამოყოფის, დამახსოვრებისა და ორგანიზების შესაძლებლობას აძლევს (ფულის ფაქტობრივი მოძრაობისაგან დამოუკიდებლად და დარიცხვის იმ კონცეფციასთან შესაბამისობით, რომელიც ქვეყნის ბუღალტრულ აღრიცხვაშია გაბატონებული).

აღნიშნული ანგარიშგება კომპანიისათვის უნიკალურ ინფორმაციას მოიცავს. მისი სტრუქტურა მეტწილად განისაზღვრება კომპანიის საქმიანობის წარმოშობით. მაგრამ ანალიტიკურ ან სხვანაირად, კლასიფიციურ ანგარიშგებაში **მოგებისა და ზარალის შესახებ მისი სავალდებულო ელემენტებიც** არის, როგორებიცაა:

- გაყიდვების მოცულობა – მთლიანი ამონაგები ძირითადი საქმიანობიდან;
- რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება (COGS – Cost of Goods Sold) – ფულადი თანხა, რომელიც საწარმომ გადაიხდა საკუთარ მარაგებზე, პლიუს დაქირავებული მუშაკების შრომის ანაზღაურება;
- მთლიანი მოგება არის სხვაობა მთლიან ამონაგებსა და რეალიზებული პროდუქციის ამონაგებსა და ღირებულებას შორის;

- საოპერაციო ხარჯები არის ხარჯები, რომელთა შორის უმნიშვნელოვანესს წარმოადგენს ადმინისტრაციის და მმართველობითი პერსონალის ხელფასი; ამორტიზაცია, დანახარჯები რეკლამაზე და სხვა;

- EBT არის მოგება გადასახადების გადახდამდე;

- EBITDA არის მოგება რპოცენტების, გადასახადებისა და ამორტიზაციის (მატერიალური და არამატერიალური აქტივების) გადახდამდე;

- EBIT არის მოგება პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე;

- პროცენტები კრედიტზე არის თანხა, რომელსაც გარკვეული პერიოდულობით კრედიტორი აუცილებლად უნდა დაუბრუნდეს და იგი ნასესხები კაპიტალისა და მისი ფასის წარმომეხდურია;

- გადასახადები – აღნიშნული სიდიდე არის საოპერაციო მოგების (გადასახადების გადახდამდე მოგების) და გადასახადის განაკვეთის (t) ფუნქცია;

- სუფთა მოგება, ანუ მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ (EAT) არის ყველა შემოსავლისა და ხარჯის საერთო ჯამი;

- დივიდენდური მოგება;

- კომპანიის გაუნაწილებელი მოგება.

ცხრილი 12.1

ფულადი წყაროების და მათი გამოყენების შესახებ ანგარიშგება წინა წლის განმავლობაში, მლნ ლარებში

წყაროები	თანხა
გასაყიდი თამასუქის გადიდება	6
დარიცხული შრომის ანაზღაურების გადიდება	5
დარიცხული გადასახადების გადიდება	1
გრძელვადიანი დავალიანების გადიდება	121

„ჩახშობილი“ გადასახადების გადიდება	8
კომპანიის კაპიტალის გადიდება	58
ჯამი წყაროების:	197
<i>კამოყენება:</i>	
ფულადი სახსრების გადიდება	1
ინვესტიციების გადიდება	63
დებიტორული დავალიანების გადიდება	34
მარაგების გადიდება	20
საშემოსავლო გადასახადის მიხედვით სამომავლო შეღავათების გადიდება	
ქონების, შენობისა და მოწყობილობების სუფთა ღირებულების გადიდება	40
სხვა გრძელვადიანი აქტივების გადიდება	4
კომერციული ქაღალდების შემცირება	31
კრედიტორიული დავალიანების შემცირება	6
გრძელვადიანი ვალის ხარჯზე გადახდების შემცირება	1
ჯამი გამოყენების	201
<i>შენიშვნა:</i> თანხები შეიძლება თანხვედრი არ იყოს ციფრების დამრგვალების გამო	

ცხრილი 12.1-ში ფუძემდებლური პარამეტრებია მოგროვებული, რომელთა მეშვეობით კომპანიის საქმიანობის მდგომარეობის წინასწარი, მაგრამ კომპლექსური შეფასების მიღება მხოლოდ ერთ ფინანსურ საბუთზე – მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებაზე დაყრდნობით არის შესაძლებელი.

ცხრილში მოყვანილი პარამეტრები ფინანსური საქმიანობის სხვადასხვა სფეროების მახასიათებლებია. ისინი იშვიათად ერთიანდებიან. მაგრამ ერთ ცხრილში შეგროვების შემდეგ, ისინი ფინანსურ მენეჯმენტში მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების როლისა და მნიშვნელობის ნათლად დემონსტრირების შესაძლებლობას იძენენ.

მარაგები და რეალიზებული პროდუქციის ღირებულება. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების ფორმირებისას გარკვეული პრობლემები წარმოიშობა, რომელთა შორის უმნიშვნელოვანესია – მარაგებისა და

რეალიზებული პროდუქციის ღირებულების თანაფარდობაა. პრაქტიკაში მარაგების სხვადასხვა სახეობებს იძენენ სხვადასხვა დროს და სხვადასხვა ფასის მიხედვით. როგორ გავერთიანოთ ისინი და როგორ შევაფასოთ შემოსავლები და ხარჯები გონივრულად?

არსებობს მარაგების აღრიცხვის სამი მეთოდი:

- FIFO (First – in – First – Out) – პირველი პარტიის მიხედვით აღრიცხვის მეთოდი;
- LIFO (Last – in – First – Out) – ბოლო პარტიის მიხედვით აღრიცხვის მეთოდი;
- მარაგების საშუალოშეწონილი ფასის გაანგარიშება.

იმისათვის, რომ გავიგოთ თუ მარაგები და რეალიზებული პროდუქციის ღირებულება ერთმანეთს როგორ უკავშირდებიან, სამი მეთოდიდან ერთის არჩევის უფლების ხარისხის დადგენაა საჭირო. კომპანიის ხარჯების ძირითად ნაწილს შეადგენს რეალიზებული პროდუქციის ღირებულება. მეორე, ნაკრები ნაწილის მნიშვნელობები მოგების შესახებ ანგარიშგებაშია მოცემული. მთლიანი მოგების შემდეგ იგი იყოფა, როგორც წესი, ორ ნაწილად: რეალიზაციის დანახარჯებად და ადმინისტრაციულ ხარჯებად.

საოპერაციო ხარჯები. საოპერაციო ხარჯები მოიცავენ შესაბამისი განყოფილებების მუშაკების, ხელფასებს და საკომისიოებს გადასახადებს, ანარიცხებს საპენსიო ფონდებში, რეალიზაციის განყოფილებების მოწყობილობების ამორტიზაციას და სხვა. გარდა ამისა, ოპერაციებს მიეკუთვნებიან ადმინისტრაციული ხარჯები, დაკავშირებული საწარმოს მართვასთან – ადმინისტრაციულ-მმართველობითი პერსონალის შრომის ანაზღაურება, რეკლამა, წარმომადგენლობითი ხარჯები და სხვა. საოპერაციო ხარჯების კლასიფიცირებისას გამოიყოფა ოთხი ელემენტი, რომელიც სტრატეგიულ თანრიგს მიეკუთვნება:

- ამორტიზაცია;

• ადმინისტრაციულ-მმართველობითი პერსონალის ხელფასები;

• დანახარჯები რეკლამაზე;

• დანახარჯები მეცნიერულ-კვლევით და ორგანიზაციულ-კონსტრუქტორულ სამუშაოებზე.

ისინი იზრდება საქმიანობის მასშტაბების ზრდის შესაბამისად და კომპანიის ხელმძღვანელობის მხრიდან მუდმივ მონიტორინგს მოითხოვს.

გადასახადები და ამორტიზაცია. მენეჯერებმა უნდა იცოდნენ, რომ ყოველთვის საჭირო არ არის რეალურ საგადასახადო ანარიცხებში, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებაში აღრიცხვის ერთი და იმავე მეთოდების გამოყენება. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებაში გადასახადები ფიქსირდება იმავე წელს, როგორც შემოსავლები და ხარჯები, რომლებიც აღნიშნული გადასახადების ბაზად გამოდიან. ამავე დროს, სახელმწიფოსათვის ფაქტობრივად გადახდილი გადასახადები დაფუძნებულია საგადასახადო შემონატანების ციფრებზე.

ჩვეულებრივ, კომპანიები (მცირე საწარმოების გარდა) ამზადებენ ფინანსური საბუთების ორ კომპლექტს: ერთს – ფინანსური ანგარიშგების შედგენის მიზნებისათვის, მეორეს – გადასახადების გადახდისათვის (გადასახადების გადახდას ქვემდებარე თანხის განსაზღვრისათვის). ბუღალტრული პრინციპები, რომლებიც ანგარიშგების ორი ვარიანტის შედგენისათვის გამოიყენება, ერთმანეთისგან არსებითად განსხვავდებიან. ამორტიზაციის აღრიცხვა აღნიშნულის დასტურია. ამორტიზაციის დარიცხვის მეთოდისაგან დამოუკიდებლად, რომელიც აქციონერების წინაშე ანგარიშგებისათვის გამოიყენება, საგადასახადო ინსპექციისათვის ანგარიშგებაში მიმდინარე გადასახადების მინიმალისაცაა ხორციელდება ამორტიზაციის დაჩქარების გზით.

მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშების ჯამურ მუხლს სუფთა მოგება წარმოადგენს, რომელიც იყოფა: დივიდენდურებად და გასანაწილებლებად.

სუფთა მოგების განაწილება. სუფთა მოგების განაწილებას არეგულირებს ორი პარამეტრი: დივიდენდების გადახდის ნორმა (მერყეობს 0-დან 100%-მდე) და მოგების კაპიტალიზაციის ნორმა (სხვაგვარად დაგროვების ნორმა) (მერყეობის დიაპაზონი ასევე 0-დან 100%-მდე). თუ დაგროვების ნორმა აღწევს 100%-ს, დივიდენდების გადახდის ნორმა ნულის ტოლია, და- პირიქით.

ძირითადი ფინანსური საბუთების „წაკითხვის“ მცდელობისას, საჭიროა გვახსოვდეს აღნიშნული „წაკითხვის“ საბოლოო მიზნი : თავისი არსით, იგი დადის ინვესტიციის ღირებულების შეფასებამდე, რომელსაც კომპანიის აქციონერები კონკრეტული კალენდარული თარიღისათვის ახორციელებენ. ამასთან დაკავშირებით, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშების ძირითადი მიზანი – სუფთა მოგების (ზარალის) გაზომვაა, რომელიც კომპანიის საქმიანობის დაჯამების მიხედვით, გარკვეულ პერიოდში (ე.წ. სააღრიცხვო პერიოდში) წარმოიშობა. სუფთა მოგება (ზარალი), თავისთავად, ინვესტიციის ღირებულებაში ცვლილების ზომიერებას წარმოადგენს იმავე (სააღრიცხვო) პერიოდში. სხვა სიტყვებით, მოგება აღიღებს აღნიშნული ინვესტიციების ღირებულებას, ხოლო ზარალს მიეყავართ მის შემცირებამდე.

ბალანსი მოიცავს ინფორმაციას იმის შესახებ, თუ რეალურად რას ფლობენ და რა ვალი გააჩნიათ აქციონერებს მითითებულ დროის მომენტისათვის. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშებაში კომპანიის საქმიანობის მონაცემებია წარმოდგენილი, რომლის შედეგად ინვესტიციის ღირებულების გადიდება ან შემცირება შეიძლება.

ფინანსური საბუთები აღრიცხვისა და ანგარიშების საერთაშორისო ან ეროვნული სტანდარტების შესაბამისად

არის შემუშავებული. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშების საბოლოო მიზანია – საოპერაციო და ფინანსური ტრანზაქციების ჯამის წარმოდგენა, რომელიც კომპანიის კუთვნილი კაპიტალის ცვლილებაზე ზემოქმედებას ახდენს დასახული სააღრიცხვო პერიოდის განმავლობაში.

ამონაგები რეალიზაციიდან. ამონაგები განისაზღვრება, როგორც ტრანზაქციის ერთობლიობა, რომლებიც საკუთარ კაპიტალს ადიდებს, ხოლო ხარჯები კი – შესაბამისად, როგორც აღნიშნული კაპიტალის სიდიდის შემამცირებელი ტრანზაქციები. სუფთა მოგება – სუფთა საკუთარ კაპიტალში ცვლილებების მახასიათებელია. აღნიშნული ურთიერთკავშირი, თავისთავად, წარმოადგენს კონსტრუქციას, რომლის საფუძველზეც მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშება აიგება. უპირველესად ფიქსირდება **ამონაგები**, რომელიც საქონელის, მომსახურების გაყიდვის, გადახდებისა და რენტული შემოსავლის ნაკრებს წარმოადგენს. შემდეგ ჩამოთვლილია ხარჯები, რომლებიც მოიცავენ მასალების ღირებულებას, ამორტიზაციას, ადმინისტრაციულ მარკეტინგულ ხარჯებს, პროცენტების გადახდას, აგრეთვე საგადასახადო ხარჯებს. ამონაგებიდან ხარჯების გამოქვითვის პროცედურა – მრავალნაბიჯიანი პროცედურაა. თავიდან საოპერაციო საქმიანობასთან დაკავშირებული ხარჯებია ნაწვენები, რომლის შემდეგ არარეალიზაციური ხარჯები გამოიქვითება, ბოლოს საგადასახადო გადახდები მიეთითება.

მრავალ სააღრიცხვო პრინციპს შორის, რომლებიც ფინანსური საბუთების აგებისათვის გამოიყენება, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშების აგებისას, **რეალიზაციის** პრინციპი განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს. აღნიშნულის თანახმად, **ამონაგების** აღიარება ხორციელდება პერიოდში, როდესაც აღნიშნული ამონაგების მომტანი ტრანზაქცია ხორციელდება, და არა მაშინ, როდესაც ამ ტრანზაქციიდან ფული მივიღეთ. სხვა სიტყვებით, კომპანიის **ამონაგები** გაიზრდება მაშინ, როდესაც გადახდის გარანტირებულ

საბუთზე პროდუქტი ან მომსახურება გაიყიდება, ან პროდუქტის ან მომსახურების მომხმარებელზე გადატვირთვის მომენტისათვის მოცემული ამონაგები ფიქსირდება. ამასთან, ამონაგების ნაზარდი ფულის რეალურ ნაზარდთან დაკავშირებული არ არის. ფულის ფაქტობრივი შემოსვლა ამონაგებზე არანაირ ზემოქმედებას არ ახდენს. აღნიშნული ტრანზაქცია აისახება ბალანსში, როგორც „ფულადი აქტივების გადიდება“ და „დებიტორული დავალიანების შემცირება“.

მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშების ფორმირების პრინციპი. დაბალანსებულობის პრინციპის დროს ხარჯების ფიქსირება პროდუქციის რეალიზაციის ან მომსახურების გაწევის პერიოდისათვის ხორციელდება, ისინი რეალური გადახდის პერიოდს არ უკავშირდება. მოვიყვანოთ მარტივ მაგალითს. დისტრიბუციულმა ფირმამ, რომელმაც მეხთუმეებისაგან შეიძინა საქონელი, აღნიშნული საქონელი თავიდან მარაგად აქცია, ხოლო შემდეგ გაყიდა. ხარჯები გაიზრდება იმ პერიოდის განმავლობაში, როდესაც საქონელი იყიდება, და არა მაშინ, როდესაც მას იძენენ და კომპანია მასზე თანხას იხდის.

რეალიზაციის და დაბალანსებულობის პრინციპი მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშების საფუძვლის ფორმირებას ახდენს, ის ცნობილია, როგორც „დარიცხვებზე დაფუძნებული აღრიცხვა“. ასეთი აღრიცხვის გამოყენების მთავარ შედეგს გადასახადების გადახდისა და აღრიცხვის პერიოდის განმავლობაში არსებული ფულად შემოდინებებსა და ფულად გადინებებს შორის სხვაობის შემდეგ შემოსავლების უტოლობა (კომპანიის სუფთა ფულადი ნაკადი) ემსახურება. თუ კომპანიამ წლის განმავლობაში 15 მლნ ლარის მოგება მიიღო, აღნიშნული სავსებით არ ნიშნავს, რომ ამ წლის განმავლობაში მან აღნიშნული 15 მლნ ლარი მიიღო.

მოგების სახეობები. მოგების რამდენიმე სახეობა არსებობს. მთლიანი მოგება კომპანიის კრიტიკული შემოსავლიანობის გაანგარიშებას ემსახურება:

$$\text{კრიტიკული შემოსავლიანობა} = \frac{\text{მუდმივი დანახარჯების ჯამი}}{(\text{მთლიანი მოგება} - \text{მუდმივი დანახარჯები}) / \text{გაყიდვები}}$$

საოპერაციო მოგება არის ოპერაციიდან მოგების საზომი, რომელშიც საოპერაციო საქმიანობის ყველა ხარჯია გათვალისწინებული -- გაყიდვების ღირებულების, ადმინისტრაციულ-მმართველობითი და ამორტიზაციის დანახარჯების ჩათვლით. საოპერაციო მოგება არის სხვაობა მთლიან მოგებას, ადმინისტრაციულ-მმართველობით ხარჯებსა და ამორტიზაციის დანახარჯებს შორის. იგი ზომავს შემოსავალს, რომელიც კომპანიის ნორმალური და კელაფწარმოებით საქმიანობით პროცენტების და გადასახადების გადახდამდე გენერირდება.

$$\text{საოპერაციო მოგება} = \text{მთლიანი მოგება} - \\ - \text{საოპერაციო ხარჯები} - \text{ამორტიზაცია.}$$

შემოსავლები არის საოპერაციო მოგება პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე (EBIT – Earnings Before Interests and Taxes) არარეალიზებული ხარჯების გამოქვითვით, ხოლო არარეალიზებული შემოსავლები მასთან, პირიქით, დაემატება. საოპერაციო მოგებაზე ზემოქმედებას არ ახდენს სესხებისა და საგადასახადო პოლიტიკის შესახებ გადაწყვეტილებები. სწორედ ამიტომ, იგი, წარმოადგენს რა კომპანიის ფინანსური პოლიტიკისაგან დამოუკიდებელ მაჩვენებელს, მნიშვნელოვან როლს ასრულებს კომპანიის შემოსავლიანობის ანალიზში.

$$\text{საოპერაციო მოგება პროცენტებისა და გადასახადების დაბეგვრამდე (EBIT)} = \text{საოპერაციო მოგება} +$$

არარეალიზებული შემოსავლები – არარეალიზებული ხარჯები.

საოპერაციო მოგების განაწილება კანონმდებლობით გათვალისწინებული წესით ხორციელდება. პირველად პროცენტებს იღებულობენ კრედიტორები. შემდეგ საგადასახადო ორგანოებს მიაქვთ საოპერაციო მოგების კუთვნილი წილი. დანარჩენი კომპანიის განკარგულებაში რჩება, რომელსაც მისი აქციონერები განკარგავენ.

მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშების ინფორმაციის მნიშვნელობა. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშებაში ასახული ტრანზაქციები კომპანიის კუთვნილ კაპიტალზე ახდენენ ზემოქმედებას. მას შემდეგ, როგორც კი კომპანია საკუთარ აქციონერებს ფულად დივიდენდებს გამოუცხადებს, საკუთარი კაპიტალის ფასეულობა გაცხადებული დივიდენდების რაოდენობაზე მცირდება. ამრიგად, საკუთარი კაპიტალის სიდიდის სუფთა ნაზარდი ,თავისთავად, გადასახადების გადახდის შემდეგ შემოსავლებსა და დივიდენდებს შორის სხვაობას წარმოადგენს. აღნიშნულ სხვაობას **გაუნაწილებელ მოგებას** უწოდებენ. როდესაც კომპანია ყიდის (გამოუშვებს) ახალ აქციებს, საკუთარი კაპიტალი ასევე იზრდება, ხოლო როდესაც საკუთარ აქციებს გამოისყიდის, მესაკუთრეების კაპიტალი მცირდება. ორივე შემთხვევაში აქციებთან დაკავშირებული ოპერაციების ხარჯები უნდა გავითვალისწინოთ. საბოლოო ჯამში, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშება, ციფრების წარმოშობისა და მათი გაანგარიშების წესების შესახებ კითხვებზე პასუხის გაცემის მცდელობით, კრიტიკული პოზიციიდან უნდა გაანალიზდეს.

ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშება: აგების მეთოდები და პრობლემები. აღნიშნული ანგარიშება წლიური ანგარიშების, ფინანსური გეგმების, ბიზნეს-გეგმების უმნიშვნელოვანეს ნაწილს წარმოადგენს. მოცემული საბუთის

საწყისი მიზანია ფულადი შემონატანებისა და ხარჯების (გადარიცხვების), კომპანიის ფულადი სახსრების ნებისმიერი ცვლილებების შესახებ ინფორმაციის წარმოდგენა. ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება – შემოსავლებისა და ხარჯების მოძრაობის ილუსტრაციაა. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებისა და ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგებას შორის სხვაობა მდგომარეობს იმაში, რომ ამ უკანასკნელში საუბარია ფულადი ნაკადების შესახებ და არა დანახარჯებსა და მოგებაზე, რომლებიც ბუღალტრული აღრიცხვის ნორმების მიხედვით, ანუ დარიცხვით გაიანგარიშება.

ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიში რეალური ფულის მოძრაობის აღრიცხვის კონცეფციას ეფუძნება. დარიცხვის კონცეფცია არის კომპანიის საქმიანობის ამსახველი ყველა შემოსავლისა და ხარჯის ერთი ფინანსური წლის ჩარჩოებში გაერთიანების მისწრაფება. ამასთან, ხარჯები (შემოსავლებთან შედარების მიზნით) ფიქსირდება მანამ, ან მას შემდეგ, როდესაც ისინი ფაქტობრივად ხორციელდება. შემოსავლები ფიქსირდება წარმოებული პროდუქციის გადატვირთვისათვის და არა ფულის შემოტანის მომენტისათვის.

ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგებაში ყველაფერი სხვანაირადაა. ფულადი შემონატანები არის გარკვეული პერიოდის შემოსავლები. ფულადი ხარჯები არის ხარჯები დროის იმავე პერიოდისათვის. მაგალითად, საქონელი გაიყიდა წლის ბოლოს, ხოლო ფული შემოვიდა შემდეგი წლის დასაწყისში. ფულადი სახსრების მოძრაობის ანგარიშში შემოსული ფულის შემოსავლის მომენტისათვის აისახება.

რატომ არის ბუღალტრულ აღრიცხვაში ფინანსური საბუთები აგებული დარიცხვის პრინციპით და არა ფულის მოძრაობის აღრიცხვის საფუძველზე? ერთი შეხედვით, იგი უფრო მარტივად და უფრო სარწმუნოდაც გვეჩვენება.

მიუხედავად ამისა, ბუღალტერი უპირატესობას შემოსავლებს ანიჭებს და არა ფულის აღრიცხვას. შემოსავლები მისთვის – მდგრადობის მაჩვენებელია, ხოლო ფული კი – გაბნეული ცნებაა. ფინანსური მენეჯერი, პირიქით, უპირატესობას ფულს ანიჭებს: იგი თვლის, რომ ფინანსურ მართვაში შემოსავლების როლი გადაჭარბებულია და მეტი ყურადღება ფულის აღრიცხვას უნდა მიექცეს.

ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება ბალანსებს შორის ხილია. ბალანსი, როგორც ცნობილია, არის აქტივები, ვალდებულებები და საკუთარი კაპიტალი დროის ფიქსირებულ მომენტზე. მაგრამ როგორ უნდა მოვიქცეთ, ორ ბალანსს (მაგალითად, წლის განმავლობაში) შორის შუალედში განხორციელებულ ცვლილებებთან მიმართებით?

ამბობენ, რომ ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება არის ხიდი ორ სხვადასხვა თარიღზე შედგენილი ბალანსებს შორის. ამ საბუთში მოცემულია აღწერა ყველაფრისა, თუ რა მოხდა ფინანსურ წელს. აქტივებში, ვალდებულებებსა და საკუთარ კაპიტალში რა ცვლილებებმა შეუწყო ხელი ფულის მოდინებას, და რამ – პირიქით? აი, საკითხები, რომლებზეც მოცემული ფინანსური საბუთი პასუხობს.

კომპანიამ შეიძლება მიიღოს ფული საოპერაციო საქმიანობიდან სუფთა მოგების სახით სესხებიდან, აქტივების რეალიზაციიდან და საკუთარ აქციების გაყიდვიდან. კომპანია, როგორც წესი, ფულს იყენებს საწარმოო ხარჯებისთვის, საკუთარი აქციების გამოსყიდვისა და რეფინანსირებისთვის, სესხების მიხედვით ვალდებულებების გადახდის, აქტივების შეძენისა თუ დივიდენდების გადახდისთვის.

ფულადი ნაკადების კლასიფიკაცია ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგებაში. ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგებაში ფულადი ნაკადები იყოფა სამ ჯგუფად:

- ფულადი ნაკადები საოპერაციო საქმიანობიდან;

- ფულადი ნაკადები საინვესტიციო საქმიანობიდან;
- ფულადი ნაკადები ფინანსური საქმიანობიდან.

ფულადი ნაკადები **საოპერაციო საქმიანობიდან** სუფთა მოგების მიღების საფუძველს წარმოადგენს. ფულის მოდინებას იძლევა – გაყიდვები, დივიდენდები და პროცენტები, მიღებული ინვესტიციებიდან. მცირდება ფულადი ნაკადები – საოპერაციო საქმიანობიდან ხარჯების გადახდით, პროცენტებისა და დივიდენდების გადახდის ჩათვლით.

ფულადი ნაკადების ჯგუფს **საინვესტიციო საქმიანობიდან** მიეკუთვნება ნებისმიერი ცვლილება ფიქსირებულ აქტივებში. ინვესტიციების, საკუთრების, შენობებისა და ნაგებობების, მოწყობილობების, არამატერიალური აქტივების და სხვა აქტივების შემცირებას – ნაღდი ფულის ზრდისაკენ მიუყვართ. და პირიქით, აღნიშნული ყველა ელემენტის ნაზარდს, ანუ გრძელვადიანი აქტივების ნებისმიერი შეძენა, ფულის გადინებას (ხარჯებს) ნიშნავს.

ფინანსური საქმიანობა სავალო ვალდებულებებსა და საკუთარ კაპიტალში ცვლილებების ერთობლიობას წარმოადგენს. გრძელვადიანი საესხების გადიდება ან აქციების გაყიდვა – ფულის შემოდინებას იწვევს, ამავე დროს, ვალდებულებების შემცირება და აქციონერებზე დივიდენდების განაწილება – ფულის გახარჯვის ანუ ფულადი გადინებების ძირითადი მიმართულებებია.

პირდაპირი მეთოდი არის პირდაპირი დეკლარაცია გახარჯული და მიღებული ფულის შესახებ.

ირიბი მეთოდი საოპერაციო, საინვესტიციო და ფინანსური საქმიანობის შედეგების რეალური დროის მასშტაბში აღრიცხვის შესაძლებლობას იძლევა.

ძირითადი განტოლებები და წესები. ქვემოთ ფულადი სახსრებისა და ფულადი ნაკადის მოძრაობის შესახებ ანგარიშგების ძირითადი განტოლებებია მოყვანილი:

ა) ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგების ძირითადი განტოლება:

ფულადი ნაკადი ძირითადი საქმიანობიდან + ფულადი ნაკადი საინვესტიციო საქმიანობიდან + ფულადი ნაკადი ფინანსური საქმიანობიდან + სუფთა მოგება სავალუტო განაკვეთების ცვლილებისაგან = სუფთა ფულად ნაკადს.

ბ) ფულადი ნაკადის ძირითადი განტოლება:

სუფთა ფულადი ნაკადი = ფულადი ნაკადები $\pm$ ფულადი გადინებები.

გ) ფულადი ნაკადების ფორმირების წესები:

წესი 1. დადებითი ფულადი ნაკადების ფორმირება შემდეგი გზებით ხორციელდება:

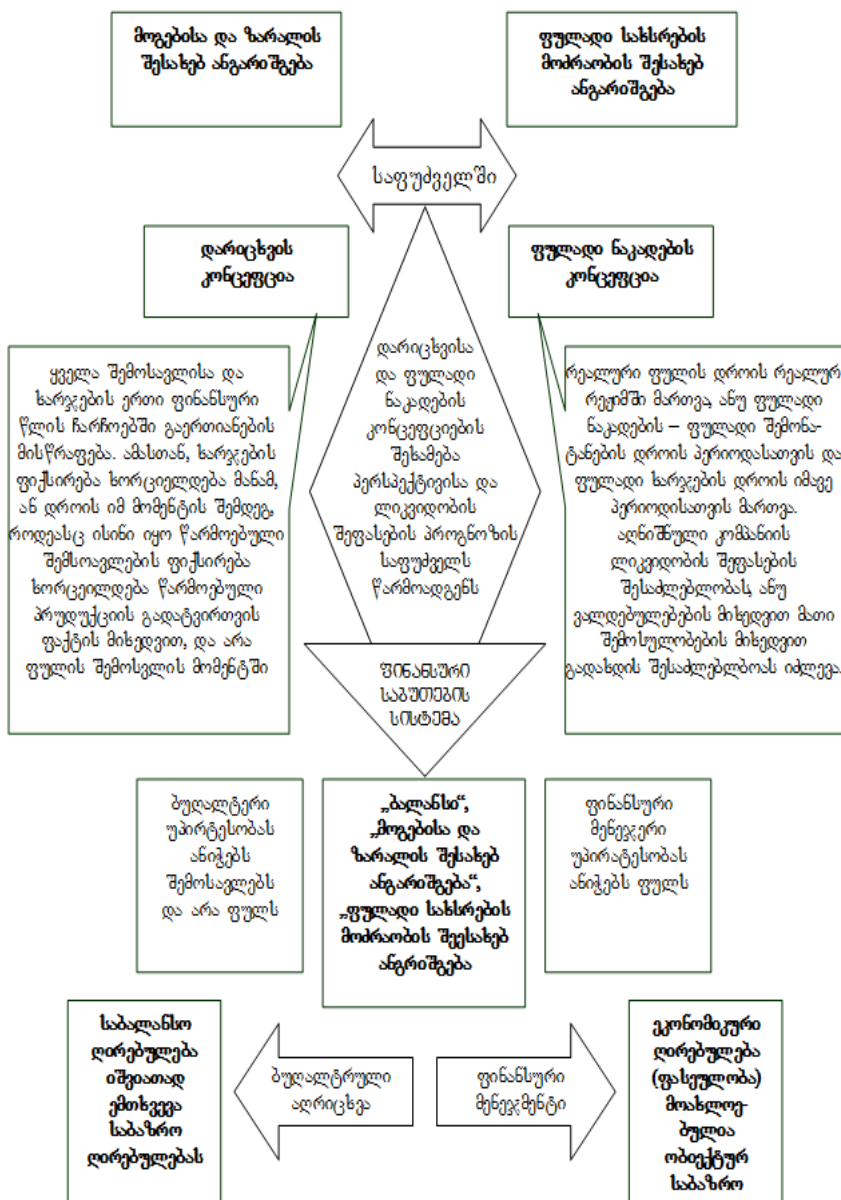
- აქტივების შემცირებით;
- ვალდებულებებისა და საკუთარი კაპიტალის გადიდებით.

წესი 2. უარყოფითი ფულადი ნაკადების (ფულადი გადინებები) ფორმირება შემდეგი გზებით:

- ან აქტივების გადიდებით;
- ან ვალდებულებებისა და საკუთარი კაპიტალის შემცირებით.

ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგების შედგენის პირდაპირ და ირიბ მეთოდებს შორის განსხვავება საოპერაციო საქმიანობიდან ფულადი ნაკადების ფორმირების პროცესში წარმოიშობა.

ღარიცხვის კონცეფცია და ფულადი ნაკადების კონცეფცია. აღნიშნული კონცეფციების შედარებითი ანალიზის შეჯამებისას შეიძლება შემდეგი დასკვნები გამოვიტანოთ (იხ. ნახ. 12.2):



ნახაზი 12.2. დარიცხვის კონცეფციისა და ფულადი ნაკადების კონცეფციის შედარებითი ანალიზის სქემა

1. საბაღანსო ღირებულება იშვიათად დაემთხვევა საბაზროს, შესაბამისად, არაეფექტური ან განვითარებადი ბაზრების პირობებში ეკონომიკური ღირებულების (ან ფასეულობის) კატეგორია არის საჭირო:

2. ბუღალტრულ აღრიცხვაში მიღებული დანახარჯების არასრული აღრიცხვა, აგრეთვე ბუღალტერისათვის ღირებულების „ფარული“ ნაზარდი შეუდარებლად აქცევენ საადიცხო (ბუღალტრულ) და ეკონომიკურ შემოსავლებს.

ფინანსური მენეჯერებისათვის ორი უმნიშვნელოვანესი ფინანსური საბუთის აგების პრინციპების სრული გაგებისათვის მნიშვნელოვანია , რომ დარიცხვის კონცეფციაში გავერკევოთ, რომელზეც დაფუძნებულია ფინანსური აღრიცხვა. აღნიშნული კონცეფციის არსი დადის სხვაობის გათვითცნობიერებამდე:

- შემოსავლის აღიარების ფინანსური ანგარიშგების შემუშავებისას, ფულის მიღებასა და

- ხარჯების აღიარებასა (აღრიცხვა) და ფულის რეალურ გაღინებას შორის.

მარტივად რომ ვთქვათ, დარიცხვის კონცეფციის თანახმად, შემოსავლის აღიარება შეიძლება გაყიდვების ან სხვა მომსახურეობის განხორციელებისას. ამ დროს მყიდველი, მომხმარებელი, კლიენტი თავისთავზე იღებს საქონლის ან მომსახურეობის გადახდის ვალდებულებას, თუმცა ამ მომენტში გადახდას ისინი უფრო ხშირად არ ახორციელებენ. ასეთივე სახის ხარჯებია, როდესაც შემოსავლის წარმოებისათვის გამოიყენება აქტივები ან როდესაც განხორციელებული მომსახურეობიდან სარგებელი მომხმარებელს დააკისრებს ვალდებულებას, ადრე თუ გვიან განახორციელოს გადახდა. ამრიგად, დარიცხვაზე დაფუძნებული აღრიცხვა, ფულის აქტიური მოძრაობისაგან დამოუკიდებლად, შემოსავლებისა და ხარჯების შეერთებას ცდილობს. ფინანსური აღრიცხვის სფეროში სპეციალისტები უპირატესობას დარიცხვის კონცეფციას ანიჭებენ. მათ

მართებულია, რომ გავერკვეთ, უმჯობესია უმეტესობისათვის ცნობილი საბუთების უმარტივესი ფორმები განვიხილოთ .

მაგალითი 68:

წარმოვიდგინოთ, რომ ვინმე „გიორგი“ გამოიუმუშავეს 50 000 ლარს წელიწადში და აქიდან ხარჯავს 45 000 ლარს. მის საკუთრებაშია სახლი ღირებულებით 150 000 ლარი, რომლის დაგირავებით მან იპოთეკური კრედიტი აიღო 100 000 ლარის მოცულობით. „გიორგის“ ბანკში ანგარიშზე 10 000 ლარი გააჩნია და სხვა ვალები არ აქვს. ქვემოთ „გიორგის“ ფინანსური საბუთებია წარმოდგენილი:

1. აქტივები:

- ფული ბანკში – 10 000 ლარი;
- პირადი საკუთრება – 150 000 ლარი;
- ერთობლივი აქტივები – 160 000 ლარი;

2. ვალდებულებები:

- იპოთეკა – 100 000 ლარი;
- საკუთარი კაპიტალი – 60 000 ლარი (150 000 – 100 000 + 10 000);
- ჯამი – 160 000 ლარი;

3. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება:

- ერთობლივი შემოსავალი – 50 000 ლარი;
- ხარჯები – 45 000 ლარი;
- სუფთა შემოსავალი – 5 000;

4. ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება:

- ფულადი ნაკადი სუფთა შემოსავალიდან – 5 000 ლარი.

აღვნიშნოთ: ფულადი ნაკადი „გიორგისათვის“ არის უბრალოდ მისი სუფთა შემოსავალი (სუფთა მოგება). როგორც უმეტესი ადამიანი, იგი რეალურ ფულზე

დაფუძნებით, თავისი შემოსავლების შესახებ ცნობას აკეთებს. აღნიშნული ნიშნავს, რომ იგი შემოსავლის სახით მხოლოდ მიუთითებს იმას, რასაც იგი ფულის სახით საანგარიშგებო პერიოდში იღებს, და შესაბამისად, ხარჯების სახით უჩვენებს სწორედ იმას, რასაც რეალურად იხდის ამავე პერიოდში.

დაეუშვათ, რომ „გიორგიმ“ საკონსულტაციო სამუშაო ღირებულებით 10 000 ლარი დაასრულა დეკემბრის შუა რიცხვებში, მაგრამ მას წლის ბოლომდე ანაზღაურება არ გადაუხადეს. ფულზე დაფუძნებული აღრიცხვა აღნიშნულ შემოსავალს არ მიუთითებს. მაგრამ თუ „გიორგი“ მოისურვებს, წლის განმავლობაში საკუთარი შემოსავლები შეაფასოს, ეს აღნიშნული 10 000 ლარი ვალდებულია შემოსავლების საერთო ჩამონათვალში ჩართოს : და სწორედ აქ შედის ძალაში დარიცხვაზე დაფუძნებული აღრიცხვა.

ასევე, გავითვალისწინოთ ისიც, რომ „გიორგის“ აქვს იპოთეკური კრედიტი, რომლის ნაწილი – 700 ლარი მას წლის ბოლო თვეში უნდა გადაეხადა, მაგრამ მან ეს დრულად ვერ (არ) განახორციელა და მევალედ კიდევ რამდენიმე კვირა დარჩა. ამრიგად, დარიცხულმა შემოსავალმა შეადგინა 14300 ლარი = (5000 – სუფთა ფულადი ნაკადი, 10 000 – შრომის ანაზღაურება კონსულტაციაზე, 700 – ხარჯები იპოთეკაზე). თუმცა, მისი სუფთა ფულადი ნაკადი უცვლელი დარჩა. მას არ გადაუხადეს დროულად მის შრომის ანაზღაურება, მაგრამ მან არ გადაიხადა თავისი იპოთეკური ვალდებულება სააღრიცხვო (საანგარიშგებო) პერიოდის განმავლობაში. ყველა განხილვის გათვალისწინებით, „გიორგის“ ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება შეიძლება შემდეგი სახით იქნეს წარმოდგენილი:

- ფულადი ნაკადი სუფთა შემოსავლიდან – 14300 ლარი;
- ფულადი ნაკადი დავალიანების ზრდისაგან საკონსულტაციო მუშაობის გადახდასთან მიმართებით (10 000 ლარი);

- ფულადი ნაკადი ვალდებულების გადაუხდელობისაგან იპოთეკური კრედიტის მიხედვით – 700 ლარი;
- სუფთა ფულადი ნაკადი – 5 000 ლარი.

12.2. ანალიტიკური ბალანსი და ბალანსი მმართველობით ფორმატში

ანალიტიკური ბალანსის სტრუქტურა და მუხლების კლასიფიკაცია. კომპანიის ბალანსი არის კომპანიის აქტივების ღირებულებას მინუს კომპანიის გადაუხდელო ვალდებულებები, რომელიც კომპანიის სუფთა ღირებულების ტოლია. კომპანიის სუფთა ღირებულება არის კომპანიის აქტივებში აქციონერების ინვესტიციების ღირებულების ბუღალტრული შეფასება, ანუ აქციონერების საკუთარი კაპიტალი, უბრალოდ, კომპანიის აქციონერული კაპიტალი.

ბუღალტრული და ანალიტიკური ბალანსი ერთმანეთისაგან განსხვავებულია. თუნდაც იმათთვის, ვისთვისაც ბუღალტრული ბალანსი კარგად არის ცნობილი, ანალიტიკურ ბალანსთან მიმართებით შესაბამისი კომენტარები არის საჭირო. საჭიროა გარკვევა ანალიტიკური ბალანსის შინაარსში, სტრუქტურასა და კლასიფიკაციის პრინციპებში. ფინანსურ მენეჯმენტში მიღებულია, რომ ბალანსი დაიყოს ძირითად ანალიტიკურ (ანუ საკლასიფიკაციო) მუხლებად, რომელთა შეფარდებით ანალიტიკური ბალანსის სტრუქტურის ფორმირება ხდება. ბალანსი, ანუ კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ დეკლარაცია წარმოადგენს ანგარიშგებას, რომელიც აქტივებს, მესაკუთრეებს კაპიტალის და ნასესხებ ვალდებულებებს ასახავს (ნახ. 12.3).

მიმდინარე აქტივები. მიმდინარე აქტივები მოიცავენ – ფულს და ელემენტებს, რომლებიც ფულად გარდაიქმნებიან მოკლევდიან პერიოდში, ანუ ერთი ფინანსური წლის

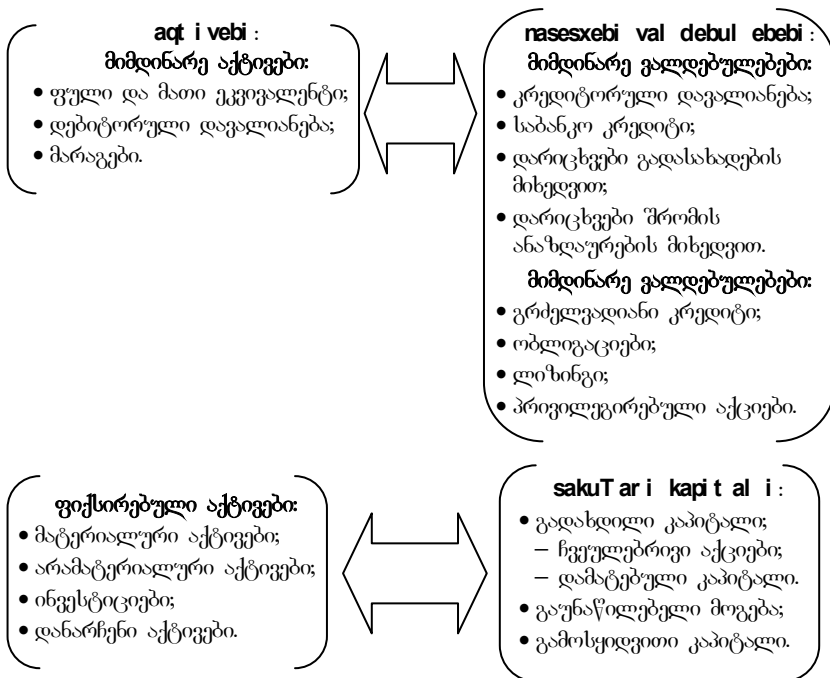
განმავლობაში ან საოპერაციო ციკლის განმავლობაში, თუ იგი ერთ წელზე მეტია. „მოკლევადიანის“ მნიშვნელობა სხვადასხვა კომპანიისათვის სხვადასხვაა და დამოკიდებულია იმ საოპერაციო ციკლის ან დროის ხანგრძლივობაზე, რომელიც „ფული – საქონელი – ფული“ ციკლის განხორციელებისათვისაა საჭირო.

წარმოვიდგინოთ წუთიერად, რომ ფული იდება მარაგებში (ან საწარმოო-სამეწარმეო, ან სასაქონლო). შემდეგ საოპერაციო ციკლი იწყება, რომლის ბოლოს მზა პროდუქციის მარაგები იყიდება და დებიტორული დავალიანება წარმოიშობა. ბოლოს, მისი დაფარვის შემდეგ სრული ციკლი დასრულებულია. დრო, როდესაც ფული დებიტორულ დავალიანებასა ან მარაგებშია იმობილიზებული, სპეციალური მეთოდებით გაიანგარიშება. როგორც წესი, იმობილიზაციის აღნიშნული დრო, ან ფულის დებიტორულ დავალიანებაში ან მარაგებში- „სიკვდილიანობა“ 60-დან – 180 დღემდე მერყეობს. შემდეგ მიმდინარე აქტივების განსაზღვრისათვის ერთი წელი ყველას სრულად აწეობს, რამდენადაც იგი საშუალოდ საოპერაციო ციკლზე უფრო გრძელია.

მიმდინარე აქტივები ბალანსში ლიკვიდობის შემცირებადობის რიგითობითაა მოტანილი, ანუ ბალანსში პირველ ადგილზე დგას ყველაზე უფრო ლიკვიდური ელემენტი – ფული და მათი ეკვივალენტები. შემდეგ მითითებულია დებიტორული დავალიანება (ერთი ნაბიჯი ფულის მოძრაობის – მათი შეკრების ციკლში) და მხოლოდ ბოლოშია – მარაგები (ორი ნაბიჯი ციკლში – საქონლის გაყიდვა და ფულის შეკრება).

ამრიგად, მიმდინარე აქტივები შედგება სამი ელემენტისაგან:

1. ფული (და მისი ეკვივალენტები);
2. დებიტორული დავალიანება;
3. მარაგები.



ნახაზი 12.3. ანალიტიკური ბალანსის სტრუქტურა

ფული და მათი ეკვივალენტები. ფული – ბალანსის აქტივების ყველაზე უფრო აქტიური ელემენტია. ამასთან, მისი არსებობა საოპერაციო საქმიანობის აუცილებელი პირობაა: გადახდილი უნდა იქნეს გადასახადები, საჭიროა გადახდა განხორციელდეს მომწოდებლებზე, გადახდილი იქნეს ზედნადები ხარჯები და ა.შ.; გარდა ამისა, ფული უნივერსალური აქტივია: იგი ადვილად გადაიტვირთება (ან გადაირიცხება), კიდევ უფრო იოლია მისი ახალ საქონელში გარდაქმნა. ბოლოს, მენეჯერისათვის ფულის მიმოქცევის კონტროლი შედარებით მარტივია. ფული, ასევე, ყველაზე

ლიკვიდური მიმდინარე აქტივია. თუკი არსებობს (არის) ისეთი აქტივი, როგორიც არის ფული, იგი მიმდინარე ვალდებულებების გადახდისათვის აუცილებლად ნაღდი სახით უნდა არსებობდეს. მისი გამოყენებისათვის არანაირი შეზღუდვები არ უნდა არსებობდეს. ბოლოს, ფული – არასაწარმოო აქტივია, შეუძლებელია მისი გამოყენება წარმოებაში, ამიტომ მათი რაოდენობა და, აქედან გამომდინარე, სიდიდე საოპერაციო საქმიანობის მასშტაბებზე დამოკიდებული არ არის.

ფულის მსგავსი დეპოზიტური სერტიფიკატები, ფულადი საბაზრო ფონდები, სახაზინო ობლიგაციები, თამასუქები ნაღდი ფულის კატეგორიას არ მიეკუთვნება, მათი მეშვეობით შეუძლებელია მიმდინარე ვალდებულებების მიხედვით გადახდა, ამიტომ ყველა ისინი, როგორც მოკლევადიანი ინვესტიციები კლასიფიცირდებიან. „მოკლევადიან ფინანსურ დაბანდებების“ კატეგორიაში ითვალისწინებენ დეპოზიტებს ბანკებში, საბანკო თამასუქებს, ობლიგაციებს და დანარჩენ სხვა ფინანსური დაბანდებებს, რომელთა დაფარვის ვადა ერთ წელზე ნაკლებ დროშია შესაძლებელი. მოცემულ ჯგუფში მხოლოდ ლიკვიდური დაბანდებებია გაითვალისწინებული.

დებიტორული დავალიანება ანუ მისაღები ანგარიშები. დებიტორულ დავალიანებას მიეკუთვნება კომპანიის ყველა მოთხოვნა, რომლებიც დროის მოკლე პერიოდში ფულადი სახით უნდა გარდაქმნას. დებიტორული დავალიანების ძირითადი წყარო - საოპერაციო საქმიანობაა. დებიტორული დავალიანება იყოფა სავაჭრო (მისაღები ანგარიშები) და არასავაჭრო დებიტორულად (მისაღები ანგარიშები, წარმოშობილ დანაკარგების ან ნგრევების შედეგად, რომლებიც წარმოიშობა არა საწარმოს, მოსალოდნელი დივიდენდების, საპროცენტო განაკვეთების ბრალით და ა.შ. დებიტორული დავალიანების თეორია ,თავისთავად, ყველაზე

გავრცელებულ ტიპს წარმოადგენს და იგი ბალანსის მიმდინარე აქტივების მნიშვნელოვან წილს შეადგენს.

ერთობლივი მარაგები. ბალანსი მოყვანილია ერთობლივი მარაგებიდან – საწარმოო, დაუმთავრებელი წარმოებისა და მზა პროდუქციის. მარაგები შეიძლება იყოს რამდენიმე სახეობის. გაყიდვისათვის ყოველწლიურად განკუთვნილი არის მარაგები, რომლებიც პერიოდის დასაწყისისათვის და წლის განმავლობაშია შეძენილი. ისინი მარაგებსა და რეალიზებული პროდუქციის ღირებულებას შორის სხვაობას წარმოადგენენ. მმართველობითი თვალსაზრისით მიღებულია, მარაგების ღირებულებაში ჩაირთოს მხოლოდ დანახარჯები, რომლებიც პროდუქციის შეძენისას და წარმოებისას წარმოიქმნებიან. ასეთ დანახარჯებს პირდაპირ ცვალებად დანახარჯებს უწოდებენ, ხოლო მარაგების შეფასების მეთოდს, და აქედან გამომდინარე, რეალიზებული პროდუქციის ღირებულებას ღირეკ-კოსტინგს უწოდებენ.

ფიქსირებული (გრძელვადიანი) აქტივები. აღნიშნული აქტივები დანიშნულების მიხედვით სამად იყოფიან : არამიმდინარე, ფიქსირებულები ან გრძელვადიანები. ისინი შედგებიან მატერიალური და არამატერიალური აქტივებისაგან, ინვესტიციებისაგან და სხვა დანარჩენი აქტივებისაგან. უნდა გავიგოთ, რომ მატერიალური აქტივები-ფიზიკურად ცვდებიან, არამატერიალურები – მორალურად, ხოლო ბუნებრივი რესურსები კი ილევიან.

ბალანსში მატერიალური ფიქსირებული აქტივები აღირიცხება საწყისი ღირებულების მიხედვით, ამორტიზაციის გამოკლებით:

საბალანსო (ნარჩენი ღირებულება) = საწყისი ღირებულება –

- ამორტიზაცია.

ამორტიზაცია. ამორტიზაცია, ჩვეულებრივ, ცხოვრებაში არის ღირებულების შემცირება. ბუღალტერისათვის ამორტიზაცია არის წარმოების ან საწარმოო ხარჯების ღირებულების შედარება წარმოების შედეგებთან (შემოსავლებთან). თავისი არსის მიხედვით, ბუღალტერისათვის ამორტიზაცია არის ფინანსურ დოკუმენტებში გრძელვადიანი აქტივების საწყისი ღირებულების ასახვის ხერხი მათი საწარმოო ცხოვრების პერიოდში. ამორტიზაციული ანარიცხების საერთო მიღებული კონცეფციიდან გამონაკლისს წარმოადგენს მხოლოდ მიწა, რომელიც არააღდგენადი რესურსია, ამიტომ მასზე ამორტიზაციული დარიცხვის პრინციპი არ ვრცელდება. იგი ბალანსში საწყისი ღირებულების მიხედვითაა შეფასებული.

ამორტიზაცია ,როგორც დანახარჯების ერთ-ერთი სახეობა, (არაფულადი) მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშებაში კომპანიის შემოსავლებს ამცირებს. ამ შემთხვევაში საუბარია გადასახად-დაბეგვრადი შემოსავლების შემცირებაზე.

ბალანსში ამორტიზებადი აქტივი საწყისი ღირებულების მიხედვითაა აღრიცხული ყველა საამორტიზაციო ხარჯების გამოკლებით, რომლებიც ბალანსის შედგენის თარიღისათვისაა დაფიქსირებული. აღნიშნული ხარჯები ბუღალტრულ ანგარიშებში დაგროვებული ამორტიზაციის სახით არის წოდებული.

მაგალითი 69:

თუ საწარმოს გააჩნია 100000 ლარის ღირებულების მოწყობილობა და ოთხი წლის განმავლობაში იგი ყოველწლიურად 10000 ლარის ოდენობით ამორტიზდება, ბალანსში მოცემული სიტუაცია შემდეგი სახით უნდა აისახოს:

• მოწყობილობა
000 ლარი;

100

- გამოქვითვადი დაგროვებული ამორტიზაცია 40
0000 ლარი;
- ჯამი 60 000
ლარი;
- ანუ
- მოწყობილობა (ამორტიზაციის გარეშე) 60 000
ლარი.

ფიქსირებული აქტივებს (შენობა, ნაგებობები, მოწყობილობები) ამორტიზაციის გამოკლებით **სუფთა ფიქსირებულ აქტივებს უწოდებენ.**

არამატერიალური აქტივები. არამატერიალური აქტივები არის ფიზიკურად ხელშეუხებელი გრძელვადიანი ფიქსირებული აქტივები (უმეტეს შემთხვევაში იგი იურიდიული უფლებებია, რომელსაც ფლობს კომპანია). ისინი მის კონკურენტუნარიანობას ამაღლებენ და შემოსავლების გადიდებას უწყობენ ხელს. არამატერიალურ აქტივებს მიეკუთვნებიან: პატენტები, საავტორო უფლებები, სასაქონლო ნიშნები და მარკები, ფრანჩაიზინგი, საორგანიზაციო ხარჯები და ა.შ. არამატერიალური აქტივები ფასდება საწყისი ღირებულებით, მაგრამ, როგორც ყველა ფიქსირებული აქტივებს, მათთვისაც დამახასიათებელია ამორტიზაცია, ანუ დროთა განმავლობაში მათი ღირებულების შემცირება. ასევე, მათთვის მხოლოდ მორალური ცვეთაა დამახასიათებელი, ამიტომ არამატერიალური აქტივების ამორტიზაცია ბალანსში მოყვანილი არ არის და მხოლოდ სუფთა საბალანსო, ანუ ნარჩენი ღირებულებაა აღრიცხული.

გრძელვადიანი ინვესტიციები. კომპანიას შეუძლია თავისი ინვესტიციები სხვადასხვა ხერხით განახორციელოს, მაგალითად, ფული დააბანდოს შემნახველ ბანკში, შეიძინოს დეპოზიტური სერტიფიკატები, იყიდოს აქციები და ობლიგაციები.

გრძელვადიანი ინვესტიციები აქციებში და ობლიგაციებში და მათი შეფასების მეთოდები შემდეგი სახით შეიძლება განვმარტოთ.

ღირებულების მეთოდის თანახმად, საუბარია ბალანსში ინვესტიციების საწყისი ღირებულების მიხედვით შეფასების შესახებ.

შედარების მეთოდის ჩარჩოებში საუბარია იმის შესახებ, რომ ინვესტიციები ჩაირთება ბალანსში საწყისი ღირებულების მიხედვით მხოლოდ მაშინ, როდესაც საბაზრო ფასი აღმოჩნდება ფურო მაღალი. თუ საბაზრო ფასი საწყისზე უფრო დაბალია, კეთდება გამონაკლისი და შეფასება საბაზრო ფასის მიხედვით ხორციელდება.

აქციის მეთოდი გამოიყენება მხოლოდ მაშინ, როდესაც ინვესტორი მის მიერ დაბანდებული კომპანიის საქმიანობაზე წონადი ზემოქმედების განხორციელებას იწყებს. აღნიშნული მეთოდის არსი მდგომარეობს შემდეგში: კომპანიის შემოსავლის ზრდის შესაბამისად, საწარმო-ინვესტორის ინვესტიციის ღირებულებაც იზრდება. მაგრამ კომპანიის მიერ ინვესტორისათვის დივიდენდების გადახდის შესაბამისად, ინვესტიციის ღირებულება მცირდება.

დაყვანილი ღირებულების მეთოდი. ობლიგაციის დაყვანილი ღირებულება, როგორც საერთოდ დაყვანილი ღირებულება, არის ფულადი ნაკადები, დისკონტირებული დროის მიმდინარე მომენტისათვის.

ნასესხები ვალდებულებები: მოკლევადიანი (მიმდინარე) და გრძელვადიანები. ნასესხები ვალდებულებები (ვალები, სესხები) და აქციონერული კაპიტალი შედგება დიდი რაოდენობის სხვადასხვა ელემენტისაგან. ვალდებულებების ხასიათი საკუთრებითი უფლებით განისაზღვრება.

აქციონერების ან მესაკუთრეების წინაშე ვალდებულებებს **აქციონერულ კაპიტალს** ან **მესაკუთრეების კაპიტალს** უწოდებენ.

მიმდინარე ნასესები ვალდებულებები არის კომპანიის ვალდებულებები, რომლებიც უახლესი წლის განმავლობაში უნდა დაიფაროს.

საგალო ვალდებულებები არის ნასესები ვალდებულებები, რომლებიც წლის განმავლობაში მიმდინარე აქტივებიდან არ გადაიხდება. არამიმდინარე ვალდებულებები გადაიხდება საწარმოს ვალების მიმდინარე (დაყვანილი) ღირებულების მიხედვით. არამიმდინარე ვალდებულებების უმეტესობას ორი მახასიათებელი გააჩნია: პრინციპალი და პროცენტი. **პრინციპალი** არის აბსოლუტური თანხა, რომელიც გრძელვადიანი ვალის ხარჯზე გადაიხდება. **პროცენტი** არის ვალის „ფასი“, გადასახადი საკრედიტო და სხვა სახის ნასესები ვალდებულებების გამოყენებაზე.

გრძელვადიანი ვალდებულებების სახეობები. არამიმდინარე გრძელვადიანი ვალდებულებების მაგალითის სახით შეიძლება გამოიყოს: ბანკების გრძელვადიანი კრედიტები, მიმოქცევაში გაშვებული ობლიგაციები, საარენდო გადასახადი (ლიზინგი), იპოთეკური გირაო და სხვები.

ობლიგაციები არის გრძელვადიანი ვალის ნაირსახეობა. თითოეული ობლიგაცია არის საქმიანი შეთანხმება პროცენტის განაკვეთთან, მისი გადახდის ვადებთან და დაფარვის პერიოდთან. ობლიგაციების მრავალი სახეობა არის ცნობილი (სერიულები, კონვერტირებადები, ვადამდე ადრე გამოთხოვის უფლებით და სხვა). ობლიგაციები შეიძლება იყოს უზრუნველყოფილები და უზრუნველყოფის გარეშე. მიმოქცევაში გამოშვებული ობლიგაციების უზრუნველყოფადობის ზომიერება საწარმოს ერთობლივ კაპიტალში საკუთარი კაპიტალის წილით განისაზღვრება. არაუზრუნველყოფილ ობლიგაციებს **ნაგვისებურებს** ან უსარგებლოებს უწოდებენ.

აქციონერული კაპიტალი. მესაკუთრეების კაპიტალი განისაზღვრება ნაშთის მეთოდით და ერთობლივი აქტივებსა და ვალდებულებებს შორის სხვაობას წარმოადგენს.

აქციონერულ კაპიტალს სხვანაირად სუფთა აქტივებს უწოდებენ და იგი განისაზღვრება ფორმულით:

აქტივები – ვალდებულებები = საკუთარი კაპიტალი,

$$A - D = E,$$

სადაც: A - არის აქტივები;

D – ვალი;

E – საკუთარი კაპიტალი.

მმართველობითი ბალანსის აგება და მისი როლის შეფასება სტრატეგიულ ფინანსურ მენეჯმენტში.
ანალიტიკური ბალანსის ტრანსფორმირება ხორციელდება მმართველობით ბალანსში ფინანსური და მმართველობითი გადაწყვეტილებების ურთიერთკავშირების გამოსავლენად. ჩვეულებრივი ბალანსის მიზანი არის ინვესტიციის სიდიდის განსაზღვრა, რომელსაც ახორციელებენ კომპანიის მესაკუთრეები – მისი აქციონერები გარკვეული თარიღისათვის კომპანიის განვითარების მიზნით. ინვესტორები, თავისთავად, აქტივების და ნასესხებ ვალდებულებებს შორის სხვაობას წარმოადგენენ, სადაც აქტივები – აქციონერების საკუთრებაშია, ხოლო ვალდებულებები კი , თავისთავად, კრედიტორებთან, მომწოდებლებთან, დაქირავებულ მუშაკებთან და სხვა დაინტერესებულ პირებთან მიმართებაში არსებულ ვალს წარმოადგენს.

მენეჯერებისათვის, რომლებიც საოპერაციო საქმიანობით არიან დაკავებული, ჩვეულებრივი ბალანსი მართვის ის მოხერხებული ინსტრუმენტი არ არის, რომლის მეშვეობითაც კომპანიის საქმიანობის შედეგებში მათი წვლილის შეფასების და განსაზღვრის შესაძლებლობა მოგვეცემოდა. ამ განცხადების არგუმენტად მოვიყვანოთ მაგალითი. კრედიტორული დავალიანება აისახება ბალანსში ,როგორც ფულადი ვალდებულებები მომწოდებლების წინაშე. თუმცა, მეჯერების უმრავლესობა განიხილავს მას, როგორც

საკუთარი პასუხისმგებლობის ზომიერებას (დებიტორული დავალიანების განთავსებასა და აქტივების მხარეზე განთავსებული მარაგების პასუხისმგებლობის ანალოგიის მიხედვით).

მმართველობისათვის აზრი აქვს ყველა ამ სამი კომპონენტის – კრედიტორული და დებიტორული დავალიანებების, აგრეთვე მარაგების გაერთიანებას. გამართლებულია დაფინანსების მოკლე და გრძელვადიანი წყაროების გაერთიანებაც, რომელთა მართვაზე პასუხს უკვე ფინანსური მენეჯერები აგებენ.

აღნიშნულთან დაკავშირებით კორპორაციულ ფინანსურ მენეჯმენტში ეგრეთ წოდებული **მმართველობითი ბალანსი** (managerial balance sheet) წარმოიქმნება.

მმართველობითი ბალანსის აგების ტექნოლოგია.
ანალიტიკური ბალანსის ტრანსფორმაციის ტექნოლოგია მმართველობით ბალანსში იოლი და მარტივია. მმართველობითი ბალანსი, თავისთავად, ანალიტიკური ბალანსის ნაირსახეობას წარმოადგენს, ამავე დროს იგი კომპანიის მმართველობით გადაწყვეტილებებსა და ფინანსურ საქიანობას შორის კავშირების იდენტიფიკაციის თვალსაზრისით, სასარგებლო და საჭირო ინსტრუმენტის როლს ასრულებს. მმართველობითი ბალანსის სტრუქტურა მოყვანილია ნახაზ 12.4-ზე (შედარებისათვის ნახაზ 12.5-ზე ანალიტიკური ბალანსია ნაჩვენები).

ინვესტირებული კაპიტალი ანუ სუფთა აქტივები:	დაბანდებული კაპიტალი:
• ფული	• მოკლევადიანი დაფინანსება
• WCR (Working Capital Requirement) – მოთხოვნილება მუშა კაპიტალში = = მარაგები + დებიტორული დავალიანება + ხარჯები წინასწარი გადახდის მიხედვით – მოკლევადიანი	• მოკლევადიანი ვალი • გრძელვადიანი დაფინანსება

დავალიანება – დარიცხული ხარჯები	• გრძელვადიანი ვალი პლიუს საკუთარი კაპიტალი
• სუფთა ფიქსირებული აქტივები	

ნახაზი 12.4. მმართველობითი ბალანსი

	აქტივები:	ვალდებულებები და საკუთარი კაპიტალი:	
მიმდინარე აქტივები	• ფული	• მოკლევადიანი ვალი	მიმდინარე ვალდებულებები
	• დებიტორული დავალიანება	• კრედიტორული დავალიანება	
	• მარაგები	• დარიცხული ხარჯები	
	• ხარჯები წინასწარი გადახდის მიხედვით		
	• სუფთა ფიქსირებული აქტივები	• გრძელვადიანი ვალი • საკუთარი კაპიტალი	

ნახაზი 12. 5. ანალიტიკური ბალანსი

მმართველობითი ბალანსის მარცხენა მხარეს წარმოდგენილია ინვესტირებული კაპიტალი, რომელიც სამი ელემენტისაგან: ფულადი აქტივების (ნაღდი ფული და მისი ეკვივალენტები), მუშა კაპიტალში მოთხოვნილებებს და სუფთა ფიქსირებული აქტივებისაგან შედგება.

ინვესტირებული კაპიტალი (IC) განისაზღვრება ფორმულის მიხედვით:

$$IC = \text{Cash} + \text{WCR} + \text{NFA},$$

სადაც: Cash - არის ნაღდი ფული;

WCR (Workind Capital Reguirment) – მოთხოვნილება მუშა
კაპიტალში;

NFA (Net Fixed Assetes) – სუფთა ფიქსირებული
აქტივები.

ინვესტირებული კაპიტალი (IC) - სუფთა აქტივებთანაა
გათანაბრებული,

$$\text{ანუ } IC = NA.$$

მმართველობითი ბალანსის მარჯვენა მხარეს ბალანსი
წარმოდგენილია ე.წ. დაბანდებული კაპიტალი, რომელიც სამი
ელემენტისაგან: კომპანიის მოკლევადიანი, გრძელვადიანი
ვალისა და საკუთარი კაპიტალისაგან შედგება. სხვა სახით
დაბანდებული კაპიტალის (EC) სტრუქტურა შეიძლება
წარმოდგენილი იქნეს, როგორც მოკლე და გრძელვადიანი
დაფინანსების ჯამი. დაბანდებული კაპიტალის
სტრუქტურისა და კრიტერიუმს ამ შემთხვევაში ემსახურება
დროის ფაქტორი:

$$FC = \text{მოკლევადიანი ვალი (კრედიტი)} + \text{გრძელვადიანი ვალი} \\ + \\ \text{ანუ } + \text{საკუთარი კაპიტალი,}$$

$$EC = \text{მოკლევადიანი დაფინანსება} + \text{გრძელვადიანი} \\ \text{დაფინანსება.}$$

თავისი არსით მმართველობითი ბალანსი , ერთი
მხრივ, საოპერაციო და ფინანსური გადაწყვეტილებების
მკაფიოდ დაყოფის, ხოლო ,მეორე მხრივ, აღნიშნული
გადაწყვეტილებების ერთ მთლიანობაში გაერთიანების
მცდელობას წარმოადგენს, რომელმაც „მმართველობითი
ბალანსის“ სახელწოდება მიიღო.

მმართველობითი კაპიტალი. მმართველობითი ბალანსის
სტრუქტურის შესაბამისად, დაბანდებული კაპიტალი ფულადი

აქტივების, ფიქსირებული აქტივებისა და მუშა კაპიტალში მოთხოვნილების დაფინანსებისათვის არის განკუთვნილი.

ფულადი, ანუ მაღალლიკვიდური აქტივები ნებისმიერი კომპანიისათვის საკუთარი ანგარიშების ან ნებისმიერი მოულოდნელი ხარჯების დროულად და სწრაფად გადახდისათვის არის საჭირო. გარდა ამისა, ფულზე კომპანია პოტენციური ფასეულობის მქონე აქტივებს იძენს. ყველაზე ხშირად ესაა მატერიალური აქტივები, რომელთა შორის ადამიანური და ინტელექტუალური კაპიტალია. ფულადი აქტივები მოიცავენ არა მარტო ნაღდ ფულს (ფული საღაროსი და საანგარიშსწორებო საბანკო ანგარიშებზე), არამედ ფულად ეკვივალენტებსაც, რომელთა ქვეშ ყველაზე ხშირად საბაზრო ფასიან ქაღალდებში მოკლევადიანი დაბანდებები იგულისხმება.

ინვესტიციები ფიქსირებულ აქტივებში მოიცავს ისეთ ელემენტებს, როგორებიცაა საკუთრება, შენობები და ნაგებობები, მანქანები და მოწყობილობები, დაუმთავრებელი მშენებლობა, გრძელვადიანი დაბანდებები ფასიან ქაღალდებში და სხვები. ისინი ბალანსში აღდგენითი ღირებულებების მიხედვით აისახება.

მოთხოვნილები მუშა კაპიტალში განისაზღვრება მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების ჯამით, კრედიტორული დავალიანების გამოკვლევებით. სხვანაირად მუშა კაპიტალში მოთხოვნილები ინტერპრეტირდება, როგორც საოპერაციო აქტივებსა და საოპერაციო ვალდებულებებს შორის სხვაობა და იგი შეიძლება შემდეგი სახით ჩამოყალიბდეს:

$$\begin{aligned} &\text{მოთხოვნილება მუშა კაპიტალში} = \text{დებიტორული} \\ &\text{დავალიანება} + \\ &+ \text{მარაგები} + \text{ხარჯები წინასწარგადახდის მიხედვით} - \\ &- \text{კრედიტორული დავალიანება} - \text{ღარიცხული ხარჯები.} \end{aligned}$$

მუშა კაპიტალში მოთხოვნილების სიდიდე არ მოიცავს ფულად აქტივებს, რამდენადაც ისინი წარმოიშობიან ნარჩენი მეთოდით, ანუ ყველა (მათ შორის კომპანიის მუშა კაპიტალში ინვესტირების განხორციელების შემდეგ), მოკლევადიანი კრედიტები მუშა კაპიტალის მოთხოვნების შემადგენლობაში არ შედის, რადგანაც ისინი მის დაფინანსებას ერთ-ერთი წყაროს სახით ემსახურებიან.

დაბანდებული კაპიტალი კომპანიის საოპერაციო საქმიანობის დაფინანსების წყაროების ერთობლიობას წარმოადგენს. ცნობილია დაფინანსების ორი წყარო – საკუთარი და ნასესხები. თავის მხრივ, ნასესხები სახსრები იყოფა: გრძელვადიანებად და მოკლევადიანებად, ხოლო საკუთარი სახსრები (საკუთარი კაპიტალი) დაფინანსების გრძელვადიანი წყაროების თანრიგს მიეკუთვნება. შესაბამისად, დაბანდებული კაპიტალი შეიძლება ორნაირად წარმოვადგინოთ: პირველ რიგში, როგორც დაფინანსების საკუთარი და ნასესხები წყაროების ჯამი და, მეორე მხრივ, როგორც დაფინანსების მოკლევადიანი და გრძელვადიანი წყაროების ჯამი; ამასთან, დაფინანსების გრძელვადიანი წყაროები – არის გრძელვადიანი სესხებისა და საკუთარი კაპიტალის ჯამი.

ასეთი სახით საკუთარი დაბანდებული კაპიტალით ფორმირებული კომპანია აწყდება ორ პრობლემას. პირველი პრობლემის არსი განისაზღვრება საკუთარ და ნასესხებ კაპიტალს შორის უკეთესი თანაფარდობის შერჩევით. მეორე პრობლემა, რომელიც მმართველობითი ბალანსის მარჯვენა მხარის სტრუქტურიდან გამომდინარეობს, წარმოადგენს არანაკლებ მწვევებს და იგი გრძელვადიან და მოკლევადიან დაფინანსებას შორის ოპტიმალური პროპორციის მოძიებამდე დაიყვანება.

მმართველობითი ბალანსი – საბალანსო ანგარიშგება. ბალანსის მმართველობითი ფორმა მეტად სასარგებლოა მენეჯერებისათვის, რომელიც კომპანიის ეფექტიან

საოპერაციო საქმიანობაზე პასუხისმგებელი. სხვანაირად მას ფინანსური ანალიზისათვის საბალანსო ანგარიშგებას უწოდებენ, რომლის სტრუქტურა ნახაზ 12.6-ზეა ჩამოყალიბებული.

საბალანსო (ანუ მმართველობითი) ანგარიშგება ძალიან მოხერხებულია იმით, რომ მარცხენა ნაწილში წარმოდგენილია სიდიდეები, რომლებიც განსაზღვრავენ დაფინანსებაში წარმოების მოთხოვნებს, ხოლო მარჯვენაში ნაჩვენებია, თუ რა სახით ხორციელდება აღნიშნული მოთხოვნილების დაკმაყოფილება.

გრძელვადიანი აქტივებისა და მუშა კაპიტალის ჯამი, რომელიც ტოლია საკუთარი სახსრებისა და საკრედიტო პოზიციის ჯამის, თავისთავად სუფთა აქტივებს წარმოადგენს. სუფთა აქტივების სიდიდე დაფინანსებაში მოთხოვნის განმსაზღვრელ აქტივების რეალურ სიდიდეს გვიჩვენებს.

მოცემულ საბალანსო ანგარიშგებაში წარმოიშვა ახალი მუხლი – საკრედიტო პოზიცია. იგი მივიღეთ მუშა კაპიტალის – ფულადი სახსრების, მოკლევადიანი ფინანსურ დაბანდებებისა და მოკლევადიანი კრედიტებისაგან გაწმენდის შედეგად:

$$\begin{aligned} \text{საკრედიტო პოზიცია} &= \text{გრძელვადიანი კრედიტები} + \\ &+ \text{მოკლევადიანი კრედიტები} - \text{ფულადი სახსრები} - \\ &- \text{მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები.} \end{aligned}$$

	სუფთა აქტივები:	მოზიდული დაფინანსება:	
↑	მუშა კაპიტალი = სუფთა მიმდინარე აქტივები - სუფთა მიმდინარე პასივები	საკრედიტო პოზიცია = გრძელვადიანი კრედიტები + მოკლევადიანი კრედიტები - მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები - ფულადი სახსრები	↑
	ბრძელვადიანი აქტივები		
		საპუტარი კაპიტალი	
↓			↓

ნახაზი 12.6. საბალანსო ანგარიშგება ფინანსური ანალიზისათვის

საკრედიტო პოზიცია გვიჩვენებს მოზიდული კრედიტების რეალურ სიდიდეს, რომელიც კომპანიის საქმიანობის დაფინანსებისათვის გამოიყენება. მაგალითად, თუ კომპანიამ მიიღო კრედიტი 1000 ლარის მოცულობით და მოღიანი თანხა ანგარიშსწორების ანგარიშზე ჩაირიცხა, საკრედიტო პოზიცია ტოლია ნოლის, რადგანაც მოცემული კრედიტი ჯერ კიდევ გამოყენებული არ არის. მხოლოდ მას შემდეგ, როგორც კი ფული ანგარიშსწორების ანგარიშიდან გადაყვანილი იქნება კრედიტორული დავალიანების გადახდაზე ან დანახარჯების გადახდაზე, მოცემული კრედიტის გამოყენება დაიწყება. საკრედიტო პოზიცია – ფინანსური პოლიტიკის ეფექტიანობის შეფასებისათვის გამოყენებადი ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი მაჩვენებელია.

სტანდარტული (ანალიტიკური) და მმართველობითი ბალანსები ერთმანეთისაგან განსხვავდებიან იმით, რომ მმართველობით ბალანსში საოპერაციო და ფინანსური გადაწყვეტილებები მკაფიოდაა დაყოფილი. სტანდარტულში საოპერაციო ვალდებულებები წარმოადგენენ კომპანიის ერთობლივი ვალდებულებების ნაწილს. მმართველობით ბალანსში კომპანიის საოპერაციო საქმიანობის მხარდაჭერისათვის საჭირო სუფთა ინვესტიციების სიდიდის განსაზღვრისათვის საოპერაციო ვალდებულებები გამოიქვეთება საოპერაციო აქტივებიდან. ის, რაც მმართველობითი ბალანსის მარჯვენა ნაწილშია დარჩენილი და დაბანდებულ კაპიტალადაა წოდებული, თავისთავად, ეს რეალური სახით დაფინანსების წყაროს წარმოადგენს და სტრატეგიული ფინანსური გადაწყვეტილებების მისაღებად და კორპორაციული ფინანსური პოლიტიკის ფორმირებისათვის საფუძველს ქმნის.

12.3. ფულადი ნაკადების ფორმირება და კლასიფიკაცია

ფულადი ნაკადების ნაირსახეობები და სტრუქტურა. დავეშვათ, რომ კომპანიაში მოგებამ 600 ათ. ლარი შეადგინა და იგი მთლიანად ფულადი ნაკადის ნაზარდზე იქნა გამოყენებული, ანუ ფულადი ნაკადი მოგების ხარჯზე აღნიშნული თანხით გაიზარდა. მაგრამ ყველა გაანგარიშების ჯამის მიხედვით აღმოჩნდა, რომ გამოყენებულმა ფულადმა ნაკადმა უარყოფითი სიდიდე 1100 ათ. ლარი შეადგინა. როგორ მოხდა ეს? შევეცადოთ, აღნიშნული მაგალითის მეშვეობით ავხსნათ.

მაგალითი 70:

სუფთა ფულადი ნაკადის ფორმირება, ათ. ლარებში

- ფულადი ნაკადი ოპერაციიდან:

– სუფთა მოგება	600
– ამორტიზაცია	200
ჯამი	800

• ცვლილებები მიმდინარე აქტივებსა და ვალდებულებებში:

– დებიტორული დავალიანება	(500)
– მარაგები	(300)
– კრედიტორული დავალიანება	200
– დარიცხული ხარჯები	(100)
– სუფთა ფულადი ნაკადი	
საოპერაციო საქმიანობიდან	(100)

- ფულადი ნაკადი საინვესტიციო საქმიანობიდან:
 - ნაზარდი შენობების, მოწყობილობების (1000)
- ფულადი ნაკადი ფინანსური საქმიანობიდან:
 - გადახდები გრძელვადიანი ვალის ხარჯზე (200)
 - სუფთა ფულადი ნაკადი (გამოყენებული) (1100)

ფულადი ნაკადის ფორმირება. ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება იწყება სუფთა მოგებიდან ისეთი, თუ ისეთი მთლიანი შემოსავალი მიიღეს ფულადი სახით და ყველა ხარჯი ასევე ფულადი სახით იმავე პერიოდში გადაიხადეს. ამ შემთხვევაში მრავალი კორექტირების განხორციელება არის საჭირო იმ ფაქტის ასახავად, რომ მიღებული შედეგი ბოლომდე ზუსტი არ არის.

ყველა შემთხვევაში, როდესაც შემოსავალი მთლიანად არ გარდაიქმნება ფულში, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებიდან სუფთა მოგების ტრანსფორმაციაა საჭირო ფულად ნაკადებში, რომელიც უკვე ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგებაშია წარმოდგენილი. დაეუშვათ, თქვენ საანგარიშგებო პერიოდში გამოიმუშავეთ

100 ლარი, მაგრამ აღნიშნული ფულის მიღება ვერ შეძელით. თქვენი შემოსავალი ნამდვილად 100 ლარის ტოლია, მაგრამ იგი მთლიანად დებიტორულ დავალიანებაში წავიდა. შესაბამისად, თქვენი ფულადი ნაკადი ნულის ტოლია. დებიტორული დავალიანების 100 ლარით გადიდება, თავისთავად, შემოსავლის შემცირების (და არა მისი გადიდების) წყაროს წარმოადგენს. მსგავსი მრავალი მაგალითის მოყვანაა შესაძლებელი. ყველა აღნიშნული დროებითი განსხვავებები გამომუშავებულ შემოსავალსა და მიღებულ ფულს შორის, აგრეთვე, უკვე განხორციელებულ ხარჯებსა და რეალურ ფულად გადახდებს შორის ბალანსში ნაღდის სახით აისახება. ამიტომ, ცვლილებები დარიცხვებში თავისებურ კორექტირებებს ემსახურება, რომელთა მეშვეობით შემოსავალი გარდაიქმნება ფულად ნაკადად.

სუფთა მოგების მისაღებად მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებაში ამონაგებიდან ამორტიზაცია გამოიქვეთება, როგორც ხარჯი. მაგრამ ამორტიზაცია არის ხარჯის არა ფულადი სახეობა, რაღაც სიდიდით, რომელზეც მთლიანად ცხოვრების სასარგებლო ვადის განმავლობაში გრძელვადიანი აქტივები ღირებულების მიხედვით მცირდება. ამიტომ ამორტიზაცია უკან ბრუნდება და ემატება სუფთა მოგებას და ეს ფულადი ნაკადის განსაზღვრაში პირველ საფეხურს წარმოადგენს. თუ დებიტორული დავალიანება განსახილველ პერიოდში დიდდება, აღნიშნული, ფულადი სახით, არმიღებული შემოსავლების ზრდას გამოხატავს. რამდენადაც მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებაში ყველა შემოსავალი აისახება იმისგან დამოუკიდებლად, მიღებულია თუ არა ფული, დებიტორული დავალიანებების გადიდება, უნდა გამოიქვეთოს ფულადი ნაკადებიდან. თუ მარაგი იზრდება საანგარიშგებო პერიოდში, მოცემული მოვლენაც ასევე, თავისთავად, ფულის გამოყენების პროცესს წარმოადგენს.

ყველასათვის ცნობილია, რომ თუ გაიხარჯება უფრო მეტი ფული, ვიდრე გამოიშუშავებულია, შეჭველად სიძნელებები წარმოიშობა. ამიტომ, გრკვეულ პერიოდში ფულის გენერირებასთან მიმართებით გადაწყვეტილებებში მენეჯერების უნარიანობა კომპანიის გრძელვადიანი ფინანსური მდგრადობისათვის მეტად არსებითია. მოგების ზრდისაკენ მისწრაფება, შეჭველად საქმეს წაადგება, მაგრამ იმ პირობებისას, როცა მოგება სწრაფად ნაღდ ფულში გარდაიქმნება. მომწოდებლებს, ბანკირებს, საგადასახადო ორგანოებს სჭირდებათ ფული და არა მოგება. წარმატებისაკენ გზა ძალიან ხშირად კომპანიის გაკოტრებით მთავრდება, რომელსაც მოგებასთან, როგორც წესი, ყველაფერი რიგში აქვს. სტატისტიკის მიხედვით, ხუთი გაკოტრებული კომპანიიდან ოთხს საბუთების მიხედვით შემოსავლები ჰქონდა, მაგრამ „გაკოტრდნენ“ ფულადი სახსრების დეფიციტის გამო.

ფულადი შემოდინებები და ფულადი გადინებები. არსებობს ფულადი ნაკადების ორი კატეგორია: ფულადი შემოდინებები და ფულადი გადინებები. წარმატებულ მენეჯერს მკაფიოდ უნდა ახსოვდეს, თუ როგორ იზომება აღნიშნული ფულადი ნაკადები, როგორია მათი წყაროები და მართვის სისტემა. ფულადი ნაკადების ანალიზი, მმართველობით გადაწყვეტილებებთან მათი კავშირი შემდეგ განმარტებებს საჭიროებენ.

თავდაპირველად დგება ფულადი ნაკადების მოძრაობის შესახებ ანგარიში, რომელშიც ისინი კომპანიის საქმიანობის ძირითადი სახეობების შესაბამისობით დაიყოფიან – ოპერაციულად, საინვესტიციოდ და ფინანსურად. შემდეგ ბალანსისა და მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების ურთიერთქმედების საფუძველზე, ფულადი ნაკადების სამი ტიპი აიგება. შემდგომ ფულადი ნაკადების შესახებ დეტალური დეკლარაცია იქმნება. აქ ფულადი ნაკადების გაანგარიშების არატრადიციული ალტერნატიული მეთოდები

გამოიყენება. საბოლოო ჯამში ფულადი ნაკადები მმართველობითი გადაწყვეტილებების მიღების აქტიურ ინსტრუმენტად გარდაიქმნება.

ფულის რაოდენობა, რომელსაც კომპანია მოცემულ მომენტში ფლობს, შეიძლება ბალანსში აქტივების მხარეზე დაეინახოს. სუფთა ფულადი ნაკადი ტოლია კომპანიის ფულად ნაკადებში გარკვეული პერიოდში ცვლილებების. გარდა ამისა, სუფთა ფულადი ნაკადი არის ფულად შემოდინებებისა და ფულად გადინებებს შორის სხვაობა. საქმიანობის სამი სახეობა (საოპერაციო, საინვესტიციო და ფინანსური) ერთდროულად ფულადი შემოდინებებისა და ფულადი გადინებების წყაროებს წარმოადგენენ.

საოპერაციო ფულადი ნაკადი. ფულად ნაკადს საოპერაციო საქმიანობიდან უწოდებენ სუფთა საოპერაციო ფულად ნაკადს ან ოპერაციიდან სუფთა ფულად ნაკადს. საქმიანობის თითოეული სახეობა მმართველობითი ბალანსის განყოფილებებს შეესაბამება. საოპერაციო საქმიანობა და „შესაბამისად, საოპერაციო ფულადი ნაკადი ასოცირდება მუშა კაპიტალში კომპანიის მოთხოვნით, რომელიც მის საოპერაციო აქტივებსა და საოპერაციო ვალდებულებებს შორის სხვაობას წარმოადგენს. საინვესტიციო საქმიანობა ასოცირდება სუფთა ფიქსირებულ აქტივებთან. ფინანსური გადაწყვეტილებები მთლიანად გრძელვადიან დაბანდებულ კაპიტალს უკავშირდება.

მოცემული წლისათვის ფულადი ნაკადის მოძრაობის შესახებ ანგარიშგების მოსამზადებლად საჭიროა, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება ამავე პერიოდისათვის და ორი ბალანსი – ერთი წლის დასაწყისისათვის, მეორე – წლის ბოლოსათვის.

გასათვალისწინებელია ის გარემოება, რომ როგორც ყველა შემოსავალი არ შეიძლება ფულად ნაკადებთან გაიგივდეს, ასევე ყველა ხარჯი ფულადი გადინებების იდენტური არ არის. როდესაც მომხმარებელი გადახდის

შესახებ საბუთს აწერს ხელს, მაგრამ არ იხდის, ხორციელდება სუფთა გაყიდვების ზრდა. ერთდროულად იზრდება დებიტორული დავალიანებაც. როდესაც გადმოირიცხება რეალური ფული, ბუღალტერი აფიქსირებს ფულადი აქციების ზრდას და დებიტორული დავალიანების შემცირებას. ამიტომ, იმაზე დაკვირვებისას, თუ რა ხდება დებიტორულ დავალიანებასთან მიმართებით იმ პერიოდში, ჩვენ რეალურად გაყიდვებიდან იმავე პერიოდში სუფთა შემოდინებების შეფასებას ვახდენთ. თავიდან განსახილველი პერიოდის დებიტორული დავალიანება იზრდება თითოეულჯერ, როცა იზრდება გაყიდვები და მცირდება, როდესაც გადაიხდება ანგარიშგება:

დებიტორული დავალიანება პერიოდის ბოლოსათვის	=	დებიტორული დავალიანება პერიოდის დასაწყისისათვის	+	გაყიდვები	-	ფულადი შემოდინება გაყიდვებიდან	,

ანუ

ფულადი შემოდინება გაყიდვებიდან	=	გაყიდვები	-	დებიტორული დავალიანება პერიოდის ბოლოსათვის დებიტორული დავალიანება პერიოდის ბოლოსათვის	-	დებიტორული დავალიანება პერიოდის დასაწყისისათვის	)

ანუ

ფულადი შემოდინება გაყიდვებიდან	=	გაყიდვები	-	დებიტორული დავალიანების ცვლილება (ზრდა ან შემცირება)	.

ყველა სახის საოპერაციო ხარჯებთან მიმართებით გამოყენებადი გაყიდვებიდან ფულადი შემოდინებების შეფასების პროცედურისთვის, რომელიც დებიტორული დავალიანების შემცირებას და ფულადი ნაკადების გადიდების

საკვანძო ფაქტორს ემსახურება, შეიძლება გამოვიყენოთ ფორმულა:

სუფთა საოპერაციო ფულადი ნაკადი (NOCF) = გაყიდვები –
– რეალიზებული პროდუქციის ღირებულება (GOGS) –
– ადმინისტრაციულ-მმართველობითი ხარჯები –
გადასახადები –
– მოთხოვნა მუშა კაპიტალში (WCR).

ბანკირის ფულადი ნაკადი. საოპერაციო ფულადი ნაკადის ძალიან პოპულარულ ნაირსახეობას ეგრეთ წოდებული ბანკირის ფულადი ნაკადი წარმოადგენს. იგი განსაზღვრავს მოგების ჯამს გადასახადებისა და ამორტიზაციული ხარჯების შემდეგ:

მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ = გაყიდვები –
– ადმინისტრაციულ-მმართველობითი ხარჯები –
– ხარჯები ამორტიზაციაზე – სუფთა პროცენტული
გადახდები –
– გადასახადები;

ბანკირის ფულადი ნაკადი = გაყიდვები –
– ადმინისტრაციულ-მმართველობითი ხარჯები –
– სუფთა პროცენტული გადახდები – გადასახადები;

სუფთა საოპერაციო ფულადი ნაკადი = ბანკირის ფულადი
ნაკადი +
+ სუფთა პროცენტული გადახდები + მოთხოვნა მუშა
კაპიტალში.

ფულადი ნაკადების თანამედროვე საზომები. სუფთა საოპერაციო ფულადი ნაკადი შეიძლება რამდენადმე სხევანიერად ჩაიწეროს:

სუფთა საოპერაციო ფულადი ნაკადი = მარგინალური კომპონენტი ±
± საინვესტიციო კომპონენტი,

სადაც:

- მარგინალური კომპონენტი არის გაყიდვებსა და ხარჯების ჯამს (გაყიდვების ღირებულება, ადმინისტრაციული ხარჯები, გადასახადები) შორის სხვაობა;
- საინვესტიციო კომპონენტი – მუშა კაპიტალში მოთხოვნის ცვლილებები.

12.4. ტესტები:

1. ფინანსურ მენეჯმენტში გამოიყენება ანალიტიკური საბუთების შემდეგი სისტემა:

- ა) ბალანსი და ანგარიშგება მოგება-ზარალის შესახებ
 - ბ) ბალანსი, ანგარიშგება მოგება-ზარალის შესახებ, ანგარიშგება ფულადი ნაკადების მოძრაობის შესახებ
 - გ) ანგარიშგება ფულადი ნაკადების მოძრაობის შესახებ
 - დ) ანგარიშგება მოგება-ზარალის შესახებ.
- ბ)

2. საოპერაციო ხარჯების კლასიფიცირებისას გამოიყოფა შემდეგი ძირითადი ელემენტები:

- ა) ამორტიზაცია, მმართველობითი ხელფასი, დანახარჯები რეკლამას და კვლევებზე
 - ბ) ამორტიზაცია და მმართველობითი ხელფასები
 - გ) დანახარჯები რეკლამასა და კვლევებზე
 - დ) შემოსავლები და ხარჯები.
- ა)

3. საკუთარი კაპიტალის სუფთა ნაზარდი თავისთავად გადასახადების

გადახდის შემდეგ შემოსავლებსა და დივიდენდებს შორის

სხვაობას წარმოადგენს, რომელსაც:

- ა) შემოსავლებს უწოდებენ
 - ბ) სუფთა მოგებას უწოდებენ
 - გ) გაუნაწილებელ მოგებას უწოდებენ
 - დ) დივიდენდებს უწოდებენ
- გ)

4. ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგებას უწოდებენ:

- ა) რესურსებს შორის ხიდს
 - ბ) ბალანსებს შორის ხიდს
 - გ) ფულად წყაროებს შორის ხიდს
 - დ) შემოსავლებს შორის ხიდს.
- ბ)

5. ფულადი სახსრების მოძრაობის ანგარიშგებაში ფულადი ნაკადები დაიყოფა ჯგუფებად:

- ა) საოპერაციო და საინვესტიციო საქმიანობიდან
 - ბ) საინვესტიციო და ფინანსური საქმიანობიდან
 - გ) ფინანსური საქმიანობიდან
 - დ) საოპერაციო, საინვესტიციო, ფინანსური საქმიანობიდან.
- დ)

6. მიმდინარე აქტივებს მიეკუთვნება:

- ა) ფული და მათი ეკვივალენტი
 - ბ) დებიტორული დავალიანება
 - გ) ფული, დებიტორული დავალიანება, მარაგები
 - დ) მარაგები
- გ)

7. ფიქსირებულ აქტივებს მიეკუთვნება:

- ა) მატერიალური აქტივები
- ბ) მატერიალური და არამატერიალური აქტივები, ინვესტიციები
- გ) ინვესტიციები
- დ) არამატერიალური აქტივები.

ბ)

8. დებიტორული დავალიანება არის:

- ა) გასაცემი თანხები
- ბ) მისაღები თანხები
- გ) დასაკონვერტირებელი თანხა
- დ) გადასარიცხი თანხა.

ბ)

ლექცია 13. სამუშაო კაპიტალის მართვა

13.1. მიმდინარე საოპერაციო აქტივების მართვა

დებიტორული დავალიანების მართვა და სავაჭრო კრედიტის მიზნები. გაყიდვების ზრდის შესაბამისად, სავაჭრო კრედიტის სიდიდე, დებიტორული დავალიანების უმნიშვნელოვანესი წყარო იზრდება, რაც ფინანსურ მენეჯერს მუდმივად აწუხებს. დაკრედიტების ნებისმიერი სახეობა გადაწყვეტას საჭიროებს. მიწოდებულ იქნას კრედიტი თუ არა? თუ კი - რა მოცულობითა და პირობებით? როგორ უნდა დადგინდეს საჭირო საკრედიტო ხაზი? რამდენად აგრესიული ან დაბალანსებული უნდა იყოს დებიტორული დავალიანების დაფარვასთან მიმართებით პოლიტიკა?

კომპანიების ერთი ნაწილი დაკრედიტების საკითხებთან მიმართებით უპირატესობას ანიჭებს რა ქცევის სტანდარტულ წესებს, სპეციალურ მეთოდებს იყენებს. სხვები საკუთარ წესებს შეიმუშავენ. ფინანსურ დაგეგმვაში, ჩვეულებრივ, ვალების (მათ შორის უიმედოების) მცირე პროცენტი ფიქსირდება. რისკის კლასიფიცირების სხვადასხვა სახეობები შემუშავდება და გამოიყენება. ზოგიერთი კომპანია დებიტორული დავალიანების მართვასთან მიმართებით ფინანსურ მენეჯერს სრულ თავისუფლებას ანიჭებს.

სავაჭრო კრედიტი, რომელსაც დებიტორული დავალიანების წარმოშობამდე მივეყვართ, ორიენტირებულია იმაზე, რომ გაყიდვები იქნას სტიმულირებული და კლიენტი არ დაიკარგოს. რა თქმა უნდა, კრედიტი მჭიდროდ არის დაკავშირებული გაყიდვებთან, ხოლო საკრედიტო პოლიტიკა მათ ზრდაზეა ორიენტირებული. ერთი მხრივ, თუ კომპანიას რეალიზაციის მასშტაბების გაზრდა უნდა, მისი საკრედიტო

პოლიტიკა ყველაზე მეტი ალბათობით თავიანთი კლიენტების დაკრედიტების სტანდარტების შერბილებაზე უნდა იყოს მიმართული. მეორე მხრივ, თუ კომპანიამ თავის განვითარებაში გაჯერებულობას მიაღწია, იგი მხოლოდ გადახდისუნარიან კლიენტებთან დაიწყებს მუშაობას.

სავაჭრო კრედიტი არის დებიტორული დავალიანება, რომელიც აუცილებლად უნდა დაიფაროს. თითოეულ კომპანიას ესაჭიროება დებიტორული დავალიანების დაფარვის პოლიტიკა, რომელსაც გაორებული ბუნება გააჩნია. ერთი მხრივ, კომპანია გაყიდვების სტიმულირებისკენ მიისწრაფვის და სავაჭრო კრედიტის საშედავთო ტაქტიკას ისახავს. მეორე მხრივ, ყოველთვის მწვავედ იგრძნობა ფულზე მოთხოვნა, რომელიც დაფარვის პოლიტიკის გამკაცრებას მოითხოვს. ამ შემთხვევაში აღნიშნული პოლიტიკა კომპანიის საერთო მიზნებსეა ორიენტირებული.

სავაჭრო კრედიტის დაგეგმვა. კრედიტის დაგეგმვა კომპანიის გაყიდვების, რეალიზებული პროდუქციის ღირებულების, დებიტორული დავალიანების, მარაგებისა და შემოსავლების ფორმალიზაციამდე დაჰყავთ. ქვემოთ ჩამოყალიბებული ორი ტოლობა აღნიშნული დამოკიდებულების აღწერას ახდენს:

$$1) \text{ შემოსავლები} = \text{დებიტორული დავალიანება} \times \text{მოგების ნორმა} \times$$

დებიტორული დავალიანების
ბრუნებადობა

$$\text{Inc} = \text{AR} \times (\text{S} - \text{COGS}) / \text{S} \times (\text{S} / \text{AR}),$$

სადაც: Inc – არის შემოსავლები (Income);

AR – არის დებიტორული დავალიანება (Account Receivable);

S – არის გაყიდვები (Sales);

COGS- არის რეალიზებული პროდუქტის ღირებულება (Cost of Goods Sold);

2) შემოსავლები=მარაგები x სავაჭრო დარიცხვა(%-ში) x მარაგების ბრუნვალობა

$$Inc = Inv \times (S - COGS) / COGS \times (COGS / Inv),$$

სადაც: Inv –არის მარაგები(Inventories);

პირველი ტოლობა მიუთითებს იმაზე, რომ დებიტორული დავალიანების წლის საშუალო სიდიდე გამრავლებული მარუაზე იძლევა მოგებას, რომელიც მოაქვს საქმიანობას,მასშტაბების მიხედვით ტოლია დებიტორული დავალიანების. მოცემული მოგების დებიტორული დავალიანების გამრავლებით ბრუნვალობაზე, ვიდრე შემოსავლებს კომპანიის მიერ განხორციელებული საქმიანობის მთლიან მოცულობაზე.

მეორე ტოლობა გვიჩვენებს, რომ მარაგების საშუალო სიდიდე გამრავლებული სავაჭრო დარიცხვაზე იძლევა მარაგებში ჩამალულ მოგებას. როდესაც მოგების მოცემული ფაქტორი მრავლდება მარაგების საშუალო წლიურ ბრუნვაზე, მიიღება შემოსავლები.

ბუნებრივია, მოგება უშუალოდ გაყიდვების ცვლილებასა და რეალიზებული პროდუქციის ღირებულებაზეა დამოკიდებული. დებიტორულ დავალიანებებში ცვლილებები მოგებაზე პირდაპირ ზემოქმედებას არ ახდენს, დებიტორული დავალიანება მარაგების მოცულობის კორექტირებით მხოლოდ ირიბად ზემოქმედებს მასზე.

პირველი ტოლობა შეიძლება დაზუსტდეს, თუ მასში დებიტორული დავალიანების პერიოდი იქნება გათვალისწინებული. დავუშვათ, 4-არის დაფარვის საშუალო პერიოდი, მაშინ:

$$Inc = S + Coll / 360 \times (S - COGS) / S \times 360 / Coll$$

სადაც: Inc –არის შემოსავლები;

S-არის გაყიდვები;

COGS- არის რეალიზებული პროდუქტის ღირებულება;

Coll-არის საკოლექციო პერიოდი;

დაზუსტების არსი მდგომარეობს იმაში, რომ ხვედრითი(დღის განმავლობაში) გაყიდვები(S/360) გამრავლებული დაფარვის პერიოდზე $Coll=360/ S/ AR$) იძლევა დებიტორული დავალიანების საშუალო სიდიდეს $(S/360 \times 360 AR / S)$ და წლის განმავლობაში დაფარვის პერიოდების რიცხვი $(360/ Coll)$ ტოლია დებიტორული დავალიანების ბრუნვა $(360 \times S/360 AR)$. ამრიგად, უბრალოდ აზუსტებს პირველს და მიგვითითებს იმის შესახებ, რომ დაფარვის თითოეულ პერიოდის მოგება გამრავლებული აღნიშნული პერიოდის რიცხვზე იძლევა კომპანიის შემოსავლებს წლის განმავლობაში.

მივიდეთ რა სამი რაოდენობრივი თანაფარდობა, შეგვიძლია ხარისხობრივი ანალიზის განხორციელებას შევუდგეთ.

დებიტორული დავალიანების ხარისხობრივი ანალიზი. დავიწყოთ დაფარვის საშუალო პერიოდის(Coll) შესწავლიდან. თუ გაყიდვები რჩება უცვლელი, მაგრამ კომპანიას დებიტორული დავალიანების დაფარვა უფრო ხანგრძლივი პერიოდით სჭირდება(Coll გადიდება), წლიური ბრუნვა(360/ Coll) შემცირდება, ხოლო დებიტორული დავალიანების სიდიდე $(S \times Coll/360)$ გაიზრდება. თეორიულად კომპანიის მოგება არ იცვლება, რამდენადაც მარჯაო((S-C)/S) არ იცვლება. პრობლემა მხოლოდ ისაა, რომ კომპანიას, ალბათ, ცოტა ფული ექნება: მიმდინარე აქტივების მეტი ნაწილი დებიტორულ დავალიანებებში იქნება მობილიზებული. ნაღდი ფულის მცირე ნაწილი მარაგების მოცულობის შემცირების გადაწყვეტილებამდე მიგვიყვანს. თუ ბრუნვა(360/ Coll) დარჩება უცვლელი, გაყიდვები და რეალიზებული პროდუქციის ღირებულება, ალბათ,

მარაგების შემცირების პროპორციულად დაეცემა. შედეგად საქმიანობის მასშტაბები და შემოსავლები შემცირდება. მარაგების K ღარით შემცირება მიგვიყვანს იქამდე, რომ მოგება $K / Inc \%$ შემცირდება. იმისათვის, რომ საბრუნავი სახსრები ოპტიმალური მარაგების მხარდაჭერისთვის საკმარისი იყოს, კომპანიამ მისი დებიტორული დავალიანება ფულად უნდა აქციოს, მაგალითად, ბანკში კრედიტის აღებით ან მისი არატრადიციული (გარესაბაღანსო) მომსახურეობის(მაგალითად, ფაქტორინგის) გამოყენებით. აღვნიშნავთ: ამ შემთხვევაში მოგება მაინც ,როგორც მინიმუმ ,კრედიტის პროცენტების სიდიდეზე შემცირდება.

დებიტორული დავალიანების დაფარვის პერიოდი (Coll) შემცირება მოგებაზე მაშინვე არ იმოქმედებს, თუ ბრუნვადობის დაჩქარება მხოლოდ აღნიშნული დავალიანების შემცირებამდე მიგვიყვანს. მაგრამ შემცირებამ შეიძლება მარაგებისათვის ფულადი სახსრები გამოათავისუფლოს, რაც, თავის მხრივ, გაყიდვების მეტ მოცულობას და უფრო მაღალ მოგებას უზრუნველყოფს. პროცესი ზემოთაღწერილის ანალოგიურია, მაგრამ უკუმიმართულებით მოქმედებს.

დავუშვათ, კომპანიას რეალიზებული პროდუქციის ღირებულების შემცირება შეუძლია. რეალიზებული პროდუქციის ღირებულების (COGS-K) შემცირება ზრდის მარჟას($S - COGS + K$).შესაბამისად , მანამ, სანამ გაყიდვები არ დაიწყებს ვარდნას , მოგება უნდა გაიზარდოს. გაყიდვების შემცირება, ერთი მხრივ, შეიძლება დებიტორებისაგან ფულის დაბრუნების შენელებით იყოს გამოწვეული, მეორე მხრივ კი შეიძლება, ფულადი სახსრების შეკვეცასა და მარაგების შემცირებამდე მიგვიყვანოს.

თუ გაყიდვები მატულობს, ხოლო ყველა დანარჩენი ელემენტი უცვლელი რჩება, მოგება იზრდება იმიტომ, რომ დიდდება მარჟა. როგორც რეალიზებული პროდუქციის

ღირებულება დიდდება, იმ ზომით მცირდება მარჟა და მოგება აღნიშნული ორი ფაქტორის ურთიერთდამოკიდებულებით განისაზღვრება. თუ რეალიზებული პროდუქციის ღირებულების ზრდა $(C+K)$ ტოლია გაყიდვების ზრდის $(S+K)$, უფრო დაბალი მარჟა $(S-C)/(S+K)$ შეეფარდება გაყიდვების უფრო დიდ მოცულობას $(S+K)$ და მოგება რჩება უცვლელი. თუ გაყიდვების ზრდა მიმდინარეობს კლიენტების კრედიტუნარიანობის შემცირების პირობებში და დაფარვის პერიოდის გადიდებად მიყვავართ, დებიტორული დავალიანების ზრდა ფულადი სახსრების შემცირების მიზეზი გახდება. შედეგად მარაგებზე ფული არ იქნება საკმარისი, გაყიდვები შემცირდება და მოგება დაეცემა. ასეთ პირობებში კომპანიამ კრედიტების აღებასთან მიმართებით უნდა მიმართოს ბანკს.

კრედიტის დაგეგმვას შეუძლია გაზარდოს მოგება პირდაპირ (მარჟის ზრდის ხარჯზე) ან ირიბად--ფულის გამოთავისუფლების გზით დებიტორული დავალიანების დაფარვის სპეციალური პროგრამის დანერგვის მეშვეობით.

სავაჭრო კრედიტის პოლიტიკა. დებიტორული დავალიანების მართვის პრობლემა დიდადაა დამოკიდებული დებიტორული დავალიანების დაფარვის პერიოდის გადიდებასთან და გაყიდვების მეტი მოცულობისა და რისკის ოპტიმალური თანაფარდობის მექანიზმის მოძიებამდე დადის. ამასთან, საქმე არ ეხება გაყიდვებსა და რისკებს შორის წონასწორობის მოძიებას, რადგან მაინც ყოველთვის კლიენტის დაკრედიტების მისწრაფება იმარჯვებს. ამიტომ სავაჭრო კრედიტის პოლიტიკის მთავარი ამოცანაა მაღალი რისკების აღმოფხვრა იმისათვის, რომ აღნიშნული პოლიტიკის მისია-ახალი შეკვეთების წახალისება იყოს.

მოცემული პოლიტიკის რეალიზაცია ითვალისწინებს შემდეგ ღონისძიებებს:

პირველი: საჭიროა, კლიენტებიდან შემოსული ყველა წინადადება დაიყოს მსხვილ და მცირე შეკვეთებად, ავტომატური დამტკიცების რეჟიმის დამკვიდრება ყველა მცირე შეკვეთის გარკვეულ ფიქსირებულ სიდიდეზე უფრო დაბალი ღირებულების მიხედვით. აღნიშნული სიდიდე დამოკიდებულია კლიენტზე, მის ფინანსურ მდგომარეობაზე, პროდუქციის სახეობებსა და ტიპებზე. მაგალითად, იგი შეიძლება განისაზღვროს კლიენტის კრედიტუნარიანობის ანალიზზე, დანახარჯების მცირე შეკვეთების დაკარგვიდან შესაძლო ზარალთან შედარების გზით. წერტილი, რომელშიც დანახარჯები და ზარალი აღმოჩნდება („უზარალობის წერტილი“) , განსაზღვრავს შეკვეთის ლიმიტს, რომელიც ავტომატურ დამტკიცებას ექვემდებარება.

მეორე: სავაჭრო კრედიტის სიდიდეების დამტკიცების პროცედურა უნდა იყოს უნიფიცირებული და მიღებული სტანდარტების შესაბამისად უნდა სრულდებოდეს. მაგალითად, ახალ კლიენტებს შეიძლება დაუდგინდეს საკრედიტო ხაზები.

მესამე: მნიშვნელოვანია, რომ შემუშავდეს არასტანდარტული განაცხადების განხილვისა და დამტკიცების ერთიანი წესები, რომელშიც სპეციალური პირობები და განსაკუთრებული გარემოებები იქნება გათვალისწინებული.

შეკვეთის ეკონომიკურად გამართლებული (ანუ ეკონომიკური) სიდიდის განსაზღვრა. მარაგების მართვაში ძირითადად ითვლება ორი პარამეტრი:

- ეკონომიკური შეკვეთის სიდიდე-EOQ(Ekonomic OrderQuality);
- გამეორებული შეკვეთის ოპტიმალური წერტილი-ROP(Repeat Order Point)-გადაკვეთის წერტილი;

ეკონომიკური შეკვეთის სიდიდე გაანგარიშდება შემდეგი ფორმულით:

$$EOQ = \sqrt{\frac{2AS}{IC}}$$

სადაც: A - არის მარაგის მოცემული სახეობის მოხმარების ყოველწლიური მოცულობა;

S - არის შეკვეთის ერთეულის ღირებულება(მარაგის ხვედრითი ღირებულება);

I - არის მარაგის ერთეულის შედგენილი ღირებულება

(საერთო ღირებულების პროცენტი);

C-არის პროდუქტის ერთეულზე ფასი;

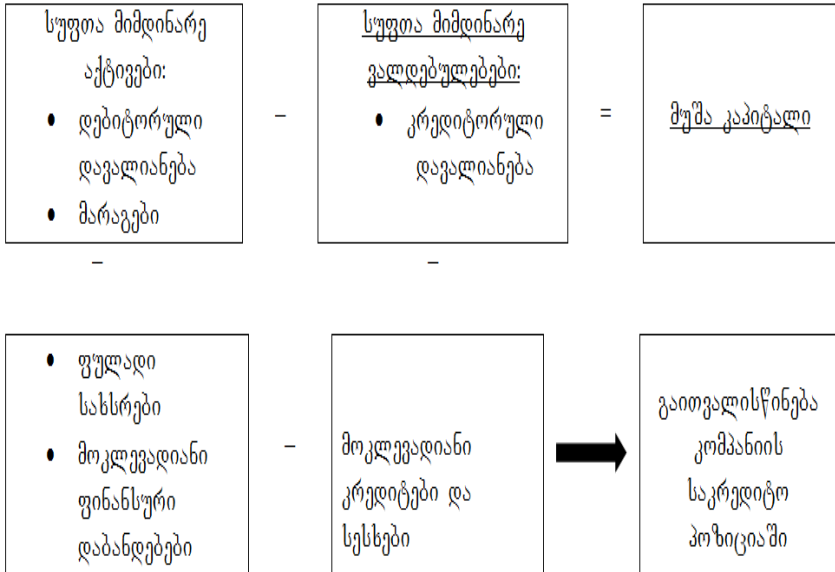
თუ შეკვეთის ხვედრითი ღირებულება და შეკვეთის ხვედრითი დანახარჯები მარაგების ყველა სახეობებისთვის ერთნაირია, ფორმულა გარდაიქმნება და მიიღებს შემდეგ სახეს:

$$EOQ = \sqrt{K + AC},$$

სადაც: $K = \sqrt{2S/I}$

13.2. სამუშაო კაპიტალის თანამედროვე კონცეფცია

სამუშაო კაპიტალის ფორმირება. სამუშაო კაპიტალის სიდიდე, რომელიც სუფთა მიმდინარე აქტივებსა და სუფთა მიმდინარე ვალდებულებებს შორის სხვაობის (მოკლევადიანი კრედიტების გამოკლებით) ტოლია, მიმდინარე საოპერაციო საქმიანობის დაფინანსების მოთხოვნილებაზე მიუთითებს (ნახაზი 13.1).



ნახაზი 13.1. სამუშაო კაპიტალი

სუფთა მიმდინარე აქტივები გვიჩვენებენ, დაფინანსების რა მოცულობაა საჭირო მიმდინარე საქმიანობის განხორციელებისათვის აუცილებელი აქტივების მხარდაჭერისთვის, ხოლო მიმდინარე ვალდებულებები-- რა მოცულობის აქტივები შეიძლება დაფინანსდეს მიმდინარე საქმიანობის ხარჯზე. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, რამდენად შეიძლება შემცირდეს მიმდინარე საქმიანობის დაფინანსებაში მოთხოვნები თვით მიმდინარე საქმიანობის ხარჯზე.

კომპანიის საქმიანობის დაფინანსების სრული მოცულობა გრძელვადიანი აქტივებისა და სამუშაო კაპიტალის გაანგარიშებისას (ფულადი სახსრები და მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები) არ არის გათვალისწინებული. არ ითვალისწინებენ მოკლევადიან კრედიტებსაც, რომლებიც, თავისთავად, დაფინანსებას

წარმოადგენს და არ შეუძლია დაფინანსებაში მოთხოვნის განსაზღვრა.

ამგვარად, ტრადიციული კატეგორია „საკუთარი საბრუნავი სახსრები“ კომპანიის ლიკვიდობის შესახებ მიუთითებს, მაგრამ მათ მიმდინარე საქმიანობის დაფინანსებაში მოთხოვნის შესახებ მენეჯერების ინფორმირება არ შეუძლია, რამდენადაც ისინი მოიცავენ მუხლებს, რომლებიც დაფინანსების სიდიდესა და სტრუქტურას არ განსაზღვრავენ.

საკუთარი საბრუნავი სახსრები და სამუშაო კაპიტალი. საბრუნავი სახსრები – ერთ-ერთი ყველაზე პოპულარული ტერმინია, რომელიც დღეს საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის აღწერისას გამოიყენება, მაგრამ თუკი საბრუნავი სახსრების გაანგარიშების მეთოდებსა და მათ განსაზღვრას ყურადღებით დავაკვირდებით, შეიძლება შევამჩნიოთ, რომ მოცემული კატეგორიის ფინანსური მენეჯმენტის ერთიანი გაგება არ არსებობს და ამიტომ ხშირად იყენებენ უფრო მკაფიო კატეგორიას - საკუთარ საბრუნავ სახსრებს. საკუთარი საბრუნავი სახსრების გაანგარიშების ხერხი კომპანიის მიმდინარე აქტივებსა და მიმდინარე ვალდებულებებს შორის სხვაობას წარმოადგენს. საკუთარი საბრუნავი სახსრების სტრუქტურა მოცემულია ნახაზზე 13.2.

უფრო რთული ამოცანაა – საწარმოს საკუთარი საბრუნავი სახსრების რეალური სიდიდის განსაზღვრა: პრაქტიკაში აღმოჩნდა, რომ აღნიშნული კომპლექსური ამოცანის გადაწყვეტა ითვალისწინებს როგორც რეალური მიმდინარე აქტივების, ასევე რეალური მიმდინარე ვალდებულებების შეფასებასაც. თუ საკუთარი სახსრების გაანგარიშებისათვის მონაცემების ბუღალტრული ბალანსიდან ავიღებთ, მაშინ ასეთი გაანგარიშება, უბრალოდ, არითმეტიკაში ვარჯიში აღმოჩნდება. საანგარიშო სიდიდე მოცემულ შემთხვევაში არანაირ ეკონომიკურ

ინტერპრეტაციას არ ექვემდებარება და, შესაბამისად, გადაწყვეტილების მიღებისა და კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შეფასებისათვის უსარგებლო აღმოჩნდება.

<u>მიმდინარე აქტივები:</u> • მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები • დებიტორული დავალიანება • მარაგები • ფინანსური დანახარჯები	-	<u>მიმდინარე პასივები:</u> • მოკლევადიანი კრედიტები და სესხები • კრედიტორული დავალიანება • დანახარჯები • დავალიანება ბიუჯეტის წინაშე	=	<u>მუშა კაპიტალი</u>

ნახაზი 13.2. საკუთარი საბრუნავი სახსრები ანუ სამუშაო კაპიტალი.

საკუთარი საბრუნავი სახსრების დადებითი სიდიდე მოწმობს, რომ მიმდინარე აქტივები აჭარბებენ მიმდინარე პასივებს, ანუ სხვა სიტყვებით, ლიკვიდური აქტივები ჭარბობენ მოკლევადიან ვალდებულებებს. თუ კომპანიის ყველა კრედიტორი მიმდინარე ვალდებულების დაბრუნებას მოითხოვს, კომპანიას შეუძლია აღნიშნული მიმდინარე აქტივების ხარჯზე გრძელვადიანი აქტივების გაყიდვის ან გრძელვადიანი ვალდებულებებისა და კაპიტალის მარაგი გაადიდოს.

მოცემულ შემთხვევაში საფუძვლიანია განცხადება, რომ კომპანია ლიკვიდურია, ხოლო საკუთარი საბრუნავი სახსრების სიდიდე მიუთითებს, ვთქვათ, ლიკვიდობის თვალსაზრისით, საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის მარაგის შესახებ.

საკუთარი საბრუნავი სახსრების უარყოფითი სიდიდე მიუთითებს მიმდინარე ვალდებულებების სიჭარბეზე მიმდინარე აქტივებთან მიმართებით. აქედან გამომდინარე, თუ ყველა მიმდინარე ვალდებულების გადახდა იქნება საჭირო, კომპანია იძულებული გახდება, გაყიდოს თავისი გრძელვადიანი აქტივები ან გაზარდოს გრძელვადიანი ვალდებულებები და საკუთარი კაპიტალი.

განხილული შემთხვევებიდან შეგვიძლია დავასკვნათ: საკუთარი საბრუნავი სახსრები ეს არის კატეგორია, რომელიც კომპანიის ლიკვიდურობისა და ფინანსური სიმტკიცის განსაზღვრაში გვეხმარება. აგრეთვე, მყიდველებისა და მომწოდებლებისადმი ურთიერთობაში დაფინანსების სტრუქტურის ცვლილებისა და საკრედიტო პოლიტიკის ფორმირების შესახებ გადაწყვეტილებების მიღებისათვის საკუთარი საბრუნავი სახსრების შესახებ ინფორმაციას წარმოადგენს.

სამუშაო კაპიტალის ანალიზი შესაძლებლობას იძლევა გავიგოთ, თუ რამდენად ეფექტურია კომპანიის საწარმოო საქმიანობა, და რა შედეგებს მიაღწიეს რესურსების მართვაში მენეჯერებმა. სამუშაო კაპიტალის სხვა მნიშვნელოვანი ამოცანაა-მოგებისა და ფულადი ნაკადის პროგნოზირება, რომელიც შესაძლებელია კომპანიამ მომავალში მიიღოს. სამუშაო კაპიტალისა დინამიკა უშუალოდ საოპერაციო მოგებისა და საოპერაციო ფულადი ნაკადის სიდიდესთან არის დაკავშირებული.

სამუშაო კაპიტალი და მოგება. იმისათვის, რომ სამუშაო კაპიტალისა და მოგების კავშირი გავარკვიოთ, საჭიროა კვლავ დავუბრუნდეთ ისეთ ცნებებს, როგორიცაა „შემოსავლები“, „ხარჯები“ და „ზარალი“.

„შემოსავლები“-არის ეკონომიკური რესურსების გადინება, ან აქტივების შემოდინების ან ზრდის, ან ვალდებულებების შემცირების გზით კომპანიის

ჩვეულებრივი საქმიანობის შედეგი. მაგალითად , საქონლის რეაბილიტაცია, მომსახურების გაწევა ან კომპანიის რესურსების სხვა სუბიექტების მიერ გამოყენება, რომელთაც პროცენტები, არენდული გადასახადი ან დივიდენდები მოაქვთ.

ხარჯები-არის აქტივების შემცირება ან სხვა სახით გახარჯვა ან ვალდებულებების წარმოშობა, ან საქონლის მიწოდების ან წარმოების, მომსახურების გაწევის ან საქმიანობის სხვა სახეობის განხორციელების შედეგად ერთისა და მეორის შესამება. სხვა სიტყვებით, ხარჯები არის შემოსავლების მიღების მსვლელობაში საქონლის წარმოებასა და მომსახურების განხორციელებაზე გაწეული დანახარჯები.

როგორც ძირითადი, ასევე არაძირითადი საქმიანობის მიხედვითაც, შემოსავლებისა და ხარჯების მიღების შედეგად კომპანია იღებს მოგებას ან ზარალს , რის შედეგად მისი საკუთარი კაპიტალიც იზრდება ან მცირდება.

შემოსავლებისა და ხარჯების განსაზღვრა მოიცავს ისეთ ტერმინებს , როგორიცაა „აქტივები” და „ვალდებულებები”. შემოსავლები და ხარჯები ცნებებია, რომლებიც აქტივებთან და ვალდებულებებთან „გენეტიკურადაა” დაკავშირებული. მათი განსაზღვრისათვის აქტივებისა და ვალდებულებების შესახებ მკაფიო წარმოდგენის ქონაა საჭირო.

ძირითად საქმიანობასთან დაკავშირებულ ოპერაციებს, უპირველეს ყოვლისა, მიმდინარე აქტივებისა და ვალდებულებების ცვლილებამდე, აქედან გამომდინარე კი, სამუშაო კაპიტალის ცვლილებამდე მიყვავართ. მიტომ მოგების პროგნოზირებისთვის საჭიროა ცოდნა იმისა,თუ როგორი იყო და იქნება სამუშაო კაპიტალის სიდიდე და აღნიშნული ცვლილებები რის ხარჯზე შეიძლება განხორციელდეს. რა თქმა უნდა, სამუშაო კაპიტალის ყველა ცვლილებას როდი მიყვავართ მოგების

ცვლილებამდე. მაგალითად, სამუშაო კაპიტალის სიდიდე შეიძლება გრძელვადიანი აქტივების შემცირების ან საკრედიტო პოზიციის ცვლილების ხარჯზე გაიზარდოს.

დებიტორული დავალიანების დაფარვას ფულადი ნაკადების გადიდებამდე და აქედან გამომდინარე, სამუშაო კაპიტალის შემცირებამდე მიეყვართ. კრედიტის და დავალიანების დაფარვას-ფულადი სახსრების გახარჯვამდე, ფულადი ნაკადის შემცირებამდე, ვალდებულებების შემცირებამდე და სამუშაო კაპიტალის გადიდებამდე მიეყვართ. გარდა ამისა, ფულადი ნაკადის შემცირებამდე და სამუშაო კაპიტალის გადიდებამდე მიეყვართ ბიუჯეტის წინაშე დარიცხული დანახარჯებისა და დავალიანების გადახდას.

უნდა აღინიშნოს, რომ ფულადი ნაკადის გადიდების შედეგად მცირდება სამუშაო კაპიტალიც, ხოლო ფულადი ნაკადის შემცირებას სამუშაო კაპიტალის შემცირებამდე მიეყვართ, ამასთან, შემოსავლები და ხარჯები უცვლელი რჩება.

ამრიგად, ვხედავთ, რომ „მოგება“, „ფულადი ნაკადი საოპერაციო საქმიანობიდან“ და „სამუშაო კაპიტალის“ ცნებები მჭიდროდაა დაკავშირებული. თითოეულის სიდიდე ორი დანარჩენის ცვლილებების მეშვეობით განისაზღვრება.

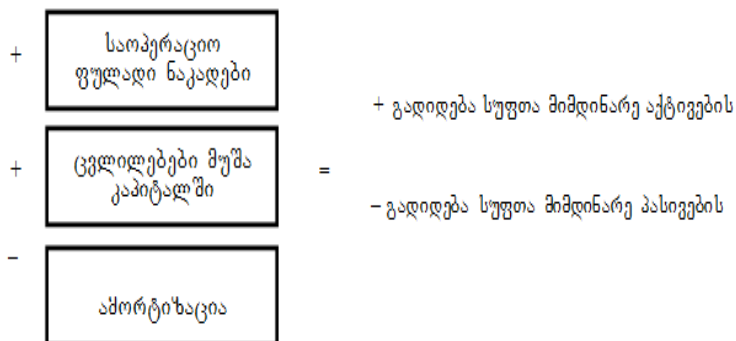
კომპანიის ინვესტორის ან მესაკუთრეების (აქციონერების) თვალსაზრისით, ფულადი ნაკადი არის კომპანიის საქმიანობის ყველაზე მნიშვნელოვანი მაჩვენებელი. ინვესტორს ან მესაკუთრეს მოგების გამოყენება არ შეუძლია, თუ კომპანია დადებითი საოპერაციო ფულადი ნაკადის გენერირებას არ მოახდენს. ინვესტიციის დასაბრუნებლად ან დივიდენდების მისაღებად შეიძლება მხოლოდ დადებითი საოპერაციო ფულადი ნაკადის გამოყენება.

საოპერაციო ფულადი ნაკადისა და მოგების განსაზღვრის სქემები მოცემულია ნახაზზე 13.3.

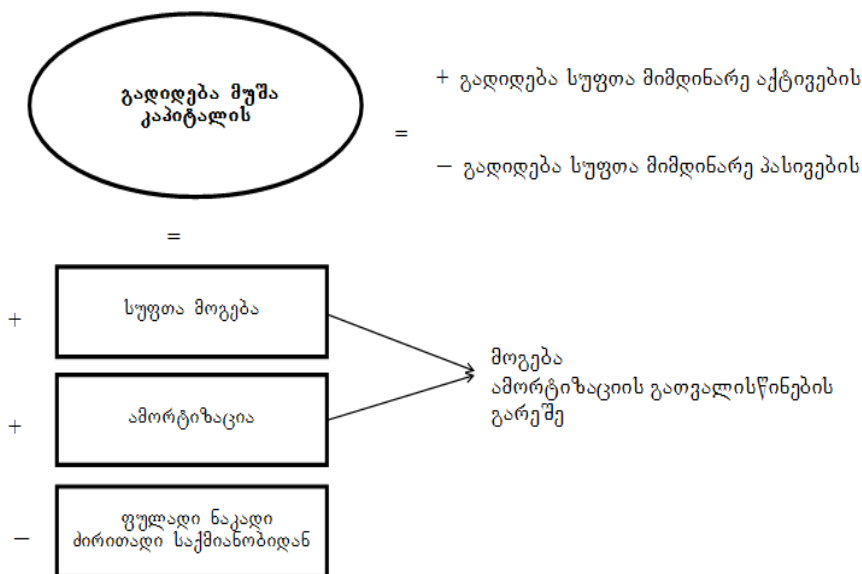
საოპერაციო ციკლი და სამუშაო კაპიტალზე მოთხოვნის შეფასება. საოპერაციო (ძირითადი საწარმოო) საქმიანობა საოპერაციო ციკლით გენერირებადი მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების ფორმით წარმოქმნილ ინვესტიციებს ითვალისწინებს.

საოპერაციო ციკლის სტრუქტურა მოცემულია ნახაზზე 10.4. საოპერაციო ციკლი შესყიდვებიდან, უფრო ზუსტად, ნედლეულის მარაგების, ნახევარფაბრიკატების, მაკომპლექტებელი ნაკეთობებისა და საწარმოო მარაგების ფორმირების აქტიდან იწყება. საოპერაციო ციკლის შემდეგი სტადიაა წარმოება, როდესაც დაუმთავრებელი წარმოების მარაგები(საწარმოო მარაგების გადამუშავების სტადია) მზა პროდუქციის მარაგებში ტრანსფორმირდებიან. შემდეგ აღნიშნული მარაგების გაყიდვის აქტი ხორციელდება. საოპერაციო ციკლი მომხმარებლებიდან ფულის შემოტანით(ჩარიცხვით) დასრულდება. საოპერაციო ციკლის კვლავწარმოება ხორციელდება მანამ, სანამ საწარმოო საქმიანობა მიმდინარეობს.

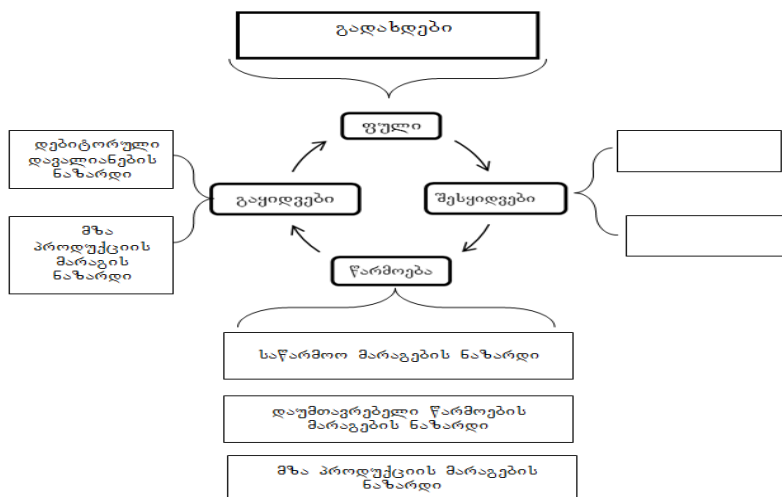
საოპერაციო ციკლის ალტერნატიული ვერსია მოცემულია ნახაზზე 13.5. უნდა აღინიშნოს, რომ კომპანია თავის მომხმარებელს უხდის მანამდე, როგორც კი მომხმარებელიდან მიიღებს ფულს, რადგანაც მან უწყვეტი საწარმოო მხარდაჭერის მიზნით, საწარმოო მოგების ფორმირება უნდა მოახდინოს და შექმნას დებიტორული დავალიანება, რომლის ბრუნვაობის პერიოდი სავსებით შეიძლება კრედიტორების წინაშე კომპანიის დავალიანებას აჭარბებდეს.



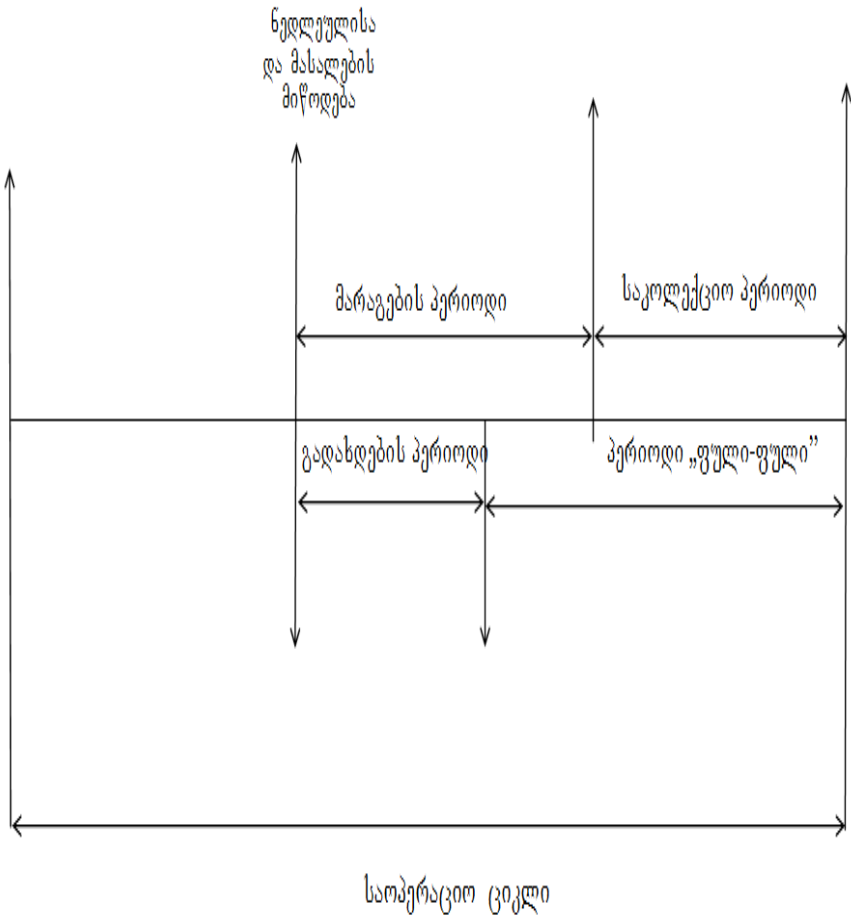
სამუშაო კაპიტალის ცვლილებების განსაზღვრა:



ნახაზი 13.3. საოპერაციო ფულადი ნაკადისა და მოგების განსაზღვრის სქემა



ნახაზი 13.4. კომპანიის საოპერაციო ციკლი: ვერსია 1.



ნახაზი 13.4. კომპანიის საოპერაციო ციკლი: ვერსია 2.

სუფთა სამუშაო კაპიტალი. ფინანსურ მენეჯმენტში გამოიყენება ცნება „სუფთა სამუშაო კაპიტალი“. სუფთა სამუშაო კაპიტალის (Net Working Capital-NWC) ტრადიციული განსაზღვრა მიმდინარე აქტივებსა და ვალდებულებებს შორის სხვაობამდე დაიყვანება. მოცემული კატეგორიის არსებობა აიხსნება შემდეგით: დეფოლტის პირობებში სუფთა სამუშაო კაპიტალის უმცირესი სიდიდე კომპანიას თავისი მიმდინარე აქტივების გაყიდვის და ამის ხარჯზე

მიმდინარე ვალდებულებების დაფარვის შესაძლებლობას აძლევს. სამართლიანობის თვალსაზრისით უნდა აღინიშნოს, რომ: კომპანიას უფრო მეტად აინტერესებს უწყვეტობის საფუძველზე ვალდებულებების დაფარვის შესაძლებლობა. ამ თვალსაზრისით სუფთა სამუშაო კაპიტალის კატეგორიის გამოყენება შეზღუდულია. მართალია, სუფთა სამუშაო კაპიტალის კიდევ ერთი ინტერპრეტაცია არსებობს.

ბალანსის ტოლობა შემდეგი სახით წარმოვიდგინოთ:

$$\mathbf{CA+NFA=CL+LF}$$

სადაც: CA(Current Assets)-არის მიმდინარე აქტივები;

CL (Current Liabilities)-არის მიმდინარე ვალდებულებები;

NFA(Net Fixed Assets)-არის სუფთა ფიქსირებული აქტივები;

LF(Long-term Financing)-არის გრძელვადიანი დაფინანსება.

$$\mathbf{CA- CL = LF -NFA}$$

ა6

$$\mathbf{NWC= LF- NFA}$$

აღნიშნული სუფთა კაპიტალის მიღებული ტოლობა უნდა შევადაროთ სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების დაფინანსებისათვის გამოყენებულ გრძელვადიანი ფონდების საზომ ტოლობას. შედარების შედეგად აღმოჩნდა, რომ სუფთა სამუშაო კაპიტალი და სუფთა გრძელვადიანი დაფინანსება- იდენტური კატეგორიებია. სუფთა სამუშაო კაპიტალის , როგორც გრძელვადიანი დაფინანსების სუფთა ფიქსირებული აქტივების გამოკლებით განსაზღვრას, ეკონომიკური თვალსაზრისით, გარკვეული აზრი გააჩნია: განსაზღვრის თანახმად, სუფთა სამუშაო კაპიტალი გრძელვადიანი სტრატეგიული ინვესტიციების შედეგია, იმავე დროს სუფთა სამუშაო კაპიტალის ტრადიციულ განსაზღვრას მართვისთვის დიდი მნიშვნელობა არ აქვს.

ფრო მეტიც, სამუშაო კაპიტალის ტრადიციული განსაზღვრის გამოყენებამ შეიძლება შეცდომით იმ დასკვნებამდე მიგვიყვანოს(და პრაქტიკაში მიყვავართ კიდევც),რომ სუფთა სამუშაო კაპიტალი მოკლევადიანი საოპერაციო გადაწყვეტილებებით განისაზღვრება.

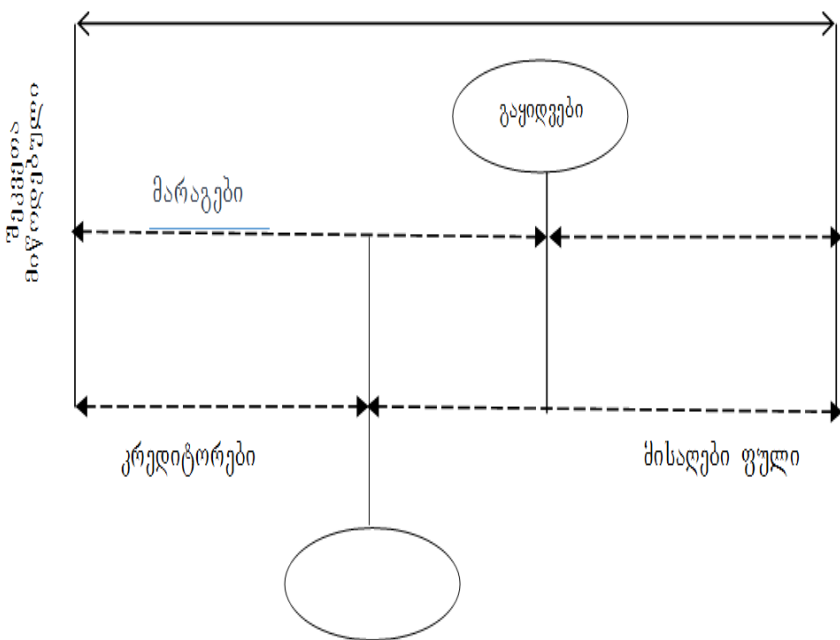
ყველაზე ხშირად მიღებულია, რომ კაპიტალი გაიგივდეს საკუთარ საბრუნავ სახსრებთან და განისაზღვროს, როგორც მიმდინარე აქტივებისა და მიმდინარე ნასესხებ ვალდებულებებს შორის სხვაობა. თავის მხრივ, საბრუნავი სახსრების მართვა, როგორც წესი, ოპერატიულ ფინანსურ მენეჯმენტთან ასოცირდება,რომლის მიზანია-მარაგების ოპტიმიზაცია და დებიტორულ დავალიანებებთან ბრძოლა.

იმავე დროს თანამედროვე ფინანსურ მენეჯმენტში სამუშაო კაპიტალი (WCR- Working Capital Requirement) ანუ მასში მოთხოვნა განისაზღვრება, როგორც მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების ჯამი კრედიტორული დავალიანების გამოკლებით. სამუშაო კაპიტალის შემადგენლობიდან გამოიქვეითება მიმდინარე აქტივების მნიშვნელოვანი ნაწილი: ფული და მისი ეკვივალენტი(ფულადი აქტივები), აგრეთვე მოკლევადიანი კრედიტი(მიმდინარე ნასესხები ვალდებულებების ნაწილი).

მარაგებსა და დებიტორულ დავალიანებაში მოთხოვნები განისაზღვრება საოპერაციო ციკლის ბუნებით,სტრუქტურითა და ხანგრძლივობით(ნახაზი 13.6.). საოპერაციო ციკლი ხანგრძლივობის მიხედვით ტოლია მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების ბრუნვის პერიოდისა. საკონვერსიო ფულადი ციკლი მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების ბრუნვადობის პერიოდების, საგადასახადო პერიოდის(კომპანიის მიერ თავის შეძენებთან მიმართებით გადახდის შესაძლებლობის დროის გამოკლებით) ჯამს წარმოადგენს. საკონვერსიო ფულადი ციკლის ხანგრძლივობა საოპერაციო ციკლის

ხანგრძლივობაზე ნაკლებია კრედიტორული დავალიანების ბრუნვის სიდიდით, ანუ მეტია გაცემული ავანსების ბრუნვის პერიოდით. საოპერაციო და საკონვერსიო ფულადი ცვლილებების საერთო ხანგრძლივობა და სტრუქტურა ძირითად მომწოდებლებთან და მიმღებებთან მუშაობის ტრადიციებით ჩამოყალიბებული კომპანიის საქმიანობის სპეციფიკასთან, მის ტექნოლოგიურ თავისებურებებთან არის დაკავშირებული.

საოპერაციო ციკლი



ნახაზი 13.6. სამუშაო კაპიტალის ციკლი

საოპერაციო ციკლი და მისი დაფინანსება. ნახაზი 13.6 –დან კარგად ჩანს, რომ ციკლი მაშინ იწყება, როდესაც კომპანია თავისი მომხმარებლისგან იღებს შეკვეთას ან მარაგის ფორმირების გადაწყვეტილებას იმისთვის, რომ ნებისმიერ მომენტში ნედლეული, მასალები,

ნახევარფაბრიკატები, მაკომპლექტებელი ნაკეთობები და სხვა რამ აწარმოონ და სხვადასხვა ეტაპების გავლით, საბოლოო ან მზა პროდუქციის მარაგებად გარდაიქმნან. აღნიშნული და სხვა მარაგებიც მიმდინარე აქტივების კატეგორიას განეკუთვნება მანამ, სანამ საწყობში შენახულ პროდუქციას არ შეიძენს მომხმარებელი. საოპერაციო მენეჯერისთვის ამ ეტაპზე მისი მისია დასრულებულად ითვლება. მათე ეტაპზე საოპერაციო ციკლი ასრულდება. მაგრამ ფინანსურ მენეჯერს წარმოიქმნება პრობლემა, რომელსაც დებიტორული დავალიანება ეწოდება. გაყიდვის აქცია, რომელიც მზა პროდუქტის გადატვირთვის მომენტში ბუღალტრულ საბუთებში ფიქსირდება, ფინანსისტისთვის თავისი არსით არაფერს ნიშნავს, მანამ მომსახურებიდან ანგარიშსწორების ანგარიშზე არ შემოვა ფული და წრე, რომელსაც სამუშაო კაპიტალის ციკლს უწოდებენ, შეიკვრება.

ამრიგად, ასეთი სახით მიმდინარე აქტივები წრებრუნვის პროცესში იცვლიან თავის „სამოსელს“: ფული საწარმოო მარაგებში გარდაიქმნება, ისინი თავის მხრივ, დაუმთავრებელი წარმოების მარაგებში, ხოლო ისინი კი-მზა პროდუქციის მარაგებში. რეალიზაციის შემთხვევაში მარაგები ტრანსფორმირდება მაშინათვე ფულში ან დებიტორულ დავალიანებაში, რომელიც დაფარვის შესაბამისად აკელავ გახდება ფული. ამრიგად, სამუშაო კაპიტალის ციკლი დასრულებულია.

კომპანია ვალდებულია თავისი საქმიანობა მთლიანად საოპერაციო ციკლის განმავლობაში დააფინანსოს, მაგრამ ძირითადად, მხოლოდ საკუთარი სახსრების ხარჯზე ყველა დაფინანსება როდი ხორციელდება. ასე მაგალითად, საწარმოო მარაგებს ჩვეულებრივ იძენენ კრედიტით. ამრიგად, **კრედიტორები** (ჩვენს შემთხვევაში ისინი მიმწოდებლებია) სამუშაო

კაპიტალში ინვესტიციების ნაწილს ფარულ ფორმაში აფინანსებენ.

სამუშაო კაპიტალზე მოთხოვნილება და კომპანიის ფასეულობის მართვა. მაინც რისთვის სჭირდება კომპანიას სამუშაო კაპიტალი თუ ის, ზოგადად რომ ვთქვათ, მას ფულს „ართმევს“? როგორ დავაფინანსოთ სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნა? აქტუალურია კი კომპანიისთვის აღნიშნული მოთხოვნილების დაფინანსების სტრუქტურა? შესაძლებელია თუ არა საკუთარი და ნასესხები დაფინანსების წყაროების რაციონალური თანაფარდობის შესახებ საკითხი სამუშაო კაპიტალთან მიმართებით დაისვას? უნდა იქნას თუ არა მიმდინარე ან გრძელვადიანი წყაროები სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების დაფინანსებისათვის გამოყენებული?

მარაგების მართვა უკვე დიდი ხანია საოპერაციო მენეჯმენტის ორგანულ ნაწილში შედის. მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების მართვა – საოპერაციო ფინანსური მენეჯმენტის უმნიშვნელოვანესი ელემენტებია. აღნიშნულთან მიმართებით მუშა კაპიტალის მართვა რა სახით გარდაიქმნება საერთო სტრატეგიის ელემენტად და კომპანიის ფინანსური სტრატეგიის კომპონენტად?

ფასეულობის ზრდის შვიდი ფაქტორი. კორპორაციული აქციონერული ფასეულობის თეორიის ერთ-ერთი შემქმნელი ალფრედ რაპპპორტი აქციონერებისათვის ნებისმიერი, კომპანიის მიერ შექმნადი ფასეულობის ზრდის შვიდ ფაქტორს გამოყოფს (მის ნაშრომებში აქციონერული დამატებითი ღირებულება განსაზღვრულია „როგორც სხვაობა ორ მაჩვენებელს შორის“- აქციონერული კაპიტალის ღირებულებასა გარკვეული ოპერაციის შემდეგ და იმავე კაპიტალის აღნიშნულ ოპერაციამდე ღირებულებას შორის. ღირებულებებზე ზემოქმედებს შვიდი ფაქტორი: გაყიდვების ზრდა; საოპერაციო **მარჟინალური** მოგება; გადასახადების განაკვეთი; ინვესტიციები გამოყენებულ კაპიტალში;

ინვესტიციები მუდმივ აქტივებში; კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება და კონკურენტული პერიოდი). მათ შორისაა – სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების ნაზარდის შემცირება, ანუ კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება. პრაქტიკულად ორიენტირებული ფინანსური მენეჯმენტი კონკრეტული ღონისძიებების არსებობას ითვალისწინებს, რომელიც სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების რეალურად შემცირებას ეხმარება. და მაინც, საჭიროა საკითხის გადაწყვეტა, თუ რამდენად რეალურია საკუთარ სტრატეგიულ მოსაზრებებისა და ფინანსურ პოლიტიკაში აღნიშნულ შემცირებებზე იმედოვნება ან დაყრდნობა?

სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების შემცირება ზოგადი სახით ნიშნავს მხოლოდ იმას, რაც დღეს, პრაქტიკულად, ყველასთვისაა ცნობილი. რა თქმა უნდა, მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების შემცირება გვაქვს მხედველობაში. თუმცა აღნიშნული პრობლემის კომპანიის პერსპექტივისა და სამომავლო სტრატეგიული ხედვის პოზიციიდან დანახვაც საინტერესოა. ჩვენი მოსაზრებები რადიკალურად შეიცვლება იმიტომ, რომ ფინანსური მენეჯმენტის პრობლემის შესწავლის ნებისმიერი სტრატეგიულ ასპექტს უცილობლად ჩვენს ფულად ნაკადებთან მივყავართ.

კომპანიისთვის სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნის შემცირება ფულადი ნაკადების თვალსაზრისით ნიშნავდეს იქნება შემდეგს: ფულადი გადინებები (ანუ მარაგებისა და დებიტორული დავალიანებების მარაგების ნაზარდს დაბანდებები) ფულად შემოდინებებთან შედარებით ნაკლები იქნება. აქედან გამომდინარე, ყველა მენეჯერის მიერ საძიებო ფულადი სახსრების ნაზარდის სიდიდე აღმოჩნდება დადებითი და იგი კომპანიის ფასეულობის ნაზარდის რეალური წყაროს სახით მოემსახურება. პირველ და მეორე შემთხვევებში საუბარი, ფაქტობრივად, ერთი და იმავეზე -

მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების სიდიდეების შემცირებაზე მიდის.

სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილებების პროგნოზირება. სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილება, (მოკლევადიანი შესახების გამოკლებით), მიმდინარე აქტივებსა და მიმდინარე ვალდებულებებს, სხვაობას წარმოადგენს, იგი ფულთან და ფიქსირებულ აქტივებთან ერთად საინვესტიციო კაპიტალის სიდიდეს განსაზღვრავს. ინვესტირებული კაპიტალის ყველა ელემენტიდან ფინანსური მენეჯერებისათვის ყველაზე ნაკლებად ცნობილია – სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილება. ერთის მხრივ, თითქმის ყველამ იცის დებიტორული და კრედიტორული დავალიანების შესახებ, რამდენადმე ნაკლებადაა ცნობილი ტრანსფარენტული ინფორმაცია მარაგების შესახებ. საბრუნავი კაპიტალის შესახებ ძალიან ბევრი წელია ბევრს წერენ. მეორე მხრივ, სამუშაო კაპიტალის განსაზღვრა და, მით უმეტეს, მოთხოვნის პროგნოზირება თითოეული კომპანიისთვის დღემდე გადაუწყვეტელ და ბევრისთვის კი-გადაუწყვეტად პრობლემებად რჩება.

სამუშაო კაპიტალი საოპერაციო ციკლის უწყვეტადობის მხარდაჭერისათვისაა მოწოდებული, ხოლო მასში მოთხოვნილება ინვესტიციების სიდიდეს განაპირობებს, რომლებიც აღნიშნული მოთხოვნილების დაფინანსებისთვისაა განკუთვნილი. თავისი არსით მიცემული ინვესტიციები, მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების (კრედიტორული დავალიანების გამოკლებით) ჯამს წარმოადგენენ.

თუ წინასწარ გადახდასთან მიმართებით ხარჯები ჩაირთვება მიმდინარე აქტივებში (ფულადი აქტივების გამოკლებით), ხოლო დარიცხვების მიხედვით ხარჯები ჩაირთვება მიმდინარე ვალდებულებებში, კომპანიის ინვესტიციები მის სამუშაო კაპიტალში გაიზომება მის

მიმდინარე აქტივებსა (ფულადი აქტივების გარეშე) და მიმდინარე ვალდებულებებს(მოკლევადიანი სესხების გამოკლებით) შორის სხვაობით. სწორედ აღნიშნული სხვაობა განსაზღვრავს კომპანიის სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების სიდიდეს:

$$WCR=(CA-CASH)-(CL-CD),$$

სადაც: WCR(Working Capital Requirement)-არის მოთხოვნილება სამუშაო კაპიტალში;

CA(Current Assets)-არის მიმდინარე აქტივები;

CASH- არის ფულადი აქტივები;

CL (Current Liabilities)-არის მიმდინარე ვალდებულებები;

CD(Current Debt)-არის მოკლევადიანი სესხები.

კომპანიების უმეტესობისათვის სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილება წარმოადგენს დადებით სიდიდეს (შესაძლებელია უარყოფითი სიდიდეც იყოს), ანუ მიმდინარე აქტივები აღარბეგენ მიმდინარე საოპერაციო ვალდებულებებს.უფრო მეტიც, ასეთი სიტუარბე რეგულირდება და კონტროლდება ნორმატივებით.მოქმედი ნორმატივის შესაბამისად ,მიმდინარე აქტივები მიმდინარე ვალდებულებებზე ზუსტად ორჯერ მეტი უნდა იყოს.

13.3. ფინანსური მოთხოვნილებები სამუშაო კაპიტალში

ლიკვიდობის სტრატეგიული ზომიერებია. ლიკვიდობის არატრადიციული(ანუ სტრატეგიული) ზომიერება სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების გარკვეულ წილზეა დაფუძნებული, რომელიც გრძელვადიანი სახსრების ხარჯზე უნდა დაფინანსდეს. იმის ძალისხმევით, რომ სუფთა ფიქსირებული აქტივები გრძელვადიანი სახსრების ხარჯზე ფინანსდებიან, აღნიშნულ სახსრების ნებისმიერი სიტარბე

სუფთა ფიქსირებულ აქტივებზე სამუშაო კაპიტალის დაფინანსებისათვის იქნება გამოყენებული. მოცემული სიჭარბე თანამედროვე ფინანსურ მენეჯმენტში სუფთა გრძელვადიან დაფინანსებად იწოდება, და იგი ,თავისთავად, გრძელვადიან დაფინანსებასა და სუფთა ფიქსირებულ აქტივებს შორის სხვაობას წარმოადგენს:

$$\text{სუფთა გრძელვადიანი დაფინანსება} = \text{გრძელვადიანი დაფინანსება} - \text{სუფთა ფიქსირებული აქტივები}$$

ანუ

$$\text{NLF} = \text{LF} - \text{NFA}$$

სადაც: NLF(Net Long Finansing)-არის სუფთა გრძელვადიანი დაფინანსება;

LF(Long Finansing)- არის გრძელვადიანი დაფინანსება(საკუთარი და

გრძელვადიანი ნასესხები

კაპიტალის ჯამი);

NFA(Net Fixid Assets)-არის სუფთა ფიქსირებული აქტივები;

სუფთა გრძელვადიანი დაფინანსება, თავისი არსით, გრძელვადიანი დაფინანსების ნაწილია ,რომელსაც კომპანია საკუთარი ფულადი ნაკადის ორი ძირითადი ელემენტის დაფინანსებისათვის ფლობს: კომპანიის მოთხოვნილება სამუშაო კაპიტალსა და ფულად აქტივებში. თუ სუფთა გრძელვადიანი დაფინანსებიდან გამოვკვეთავთ ფულად აქტივებს, დარჩება სწორედ ფინანსური სახსრების ნაწილი, რომელიც სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების გადასაფარავად იქნება გათვალისწინებული.

სუფთა გრძელვადიანი დაფინანსების (NCB) წყაროების სტრუქტურა. ღიად რჩება საკითხი, თუ რა ნაწილში შეიძლება დაფინანსდეს სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილება მოკლევადიანი წყაროების ხარჯზე? საერთო ლოგიკას თუ მიგვეებით , ფორმირებადი პასუხი აღმოჩნდება

მარტივი. აღნიშნული წილი მოკლევადიანი ვალის რაოდენობის ტოლია, რომელიც დარჩენილი აქტივების, ანუ ფულის დაფინანსებისათვის არ იყო გამოყენებული. მოკლევადიანი ვალის რაოდენობა, რომელიც ფულად აქტივებს აჭარბებს, განისაზღვრება როგორც სუფთა მოკლევადიანი დაფინანსება და ტოლია მოკლევადიანი ვალის და ფულადი აქტივების სხვაობის:

$$\begin{array}{l} \text{სუფთა} \\ \text{გრძელვადიანი} \\ \text{დაფინანსება} \end{array} = \text{მოკლევადიანი} - \text{ფულადი აქტივები}$$

ანუ $NSF = SD - \text{Cash}$,
 სადაც: NSF (Net Short-term Financing)-არის სუფთა მოკლევადიანი დაფინანსება;
 SD(Short-term Debt)- არის მოკლევადიანი ვალი;
 Cash –არის ფული;

კოეფიციენტი, რომელიც სუფთა გრძელვადიანი დაფინანსებისა და სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების თანაფარდობას წარმოადგენს, არის ლიკვიდობის სტრატეგიული ზომიერება და ის მიუთითებს შემდეგზე: რამდენად მაღალია სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების გადაფარვაში სუფთა გრძელვადიანი დაფინანსების წილი, იმდენად მაღალი უნდა იყოს ლიკვიდობა, და მითუმეტეს, კომპანია უნდა იყოს ლიკვიდური:

სტრატეგიული
ლიკვიდობის = გრძელვადიანი – სუფთა ფიქსირებული / მოთხოვნილება
კოეფიციენტი დაფინანსება – აქტივები მუშა კაპიტალში
ანუ

სტრატეგიული
ლიკვიდობის = სუფთა / მოთხოვნილება
კოეფიციენტი გრძელვადიანი – მუშა კაპიტალში
დაფინანსება

ანუ

$$\text{Lig} = \text{NLF} / \text{WCR},$$

სადაც: Lig(Liquidity) –არის ლიკვიდობის სტრატეგიული საზომი;

NLF(Net Long-term Financing)-არის სუფთა გრძელვადიანი დაფინანსება;

WCR(Working Capital Requirement) –არის მოთხოვნილება სამუშაო

კაპიტალში.

თუ სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილებიდან გაგქითავთ სუფთა გრძელვადიან დაფინანსებას, მივიღებთ მოკლევადიანი სახსრების ხარჯზე დაფინანსებულ სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილების წილს. სხვა სიტყვებით:

$$\text{WCR} - \text{NLF} = \text{NSF},$$

სადაც: WCR(Working Capital Requirement) –არის მოთხოვნილება სამუშაო

კაპიტალში

WCR(Working Capital Requirement) –არის მოთხოვნილება სამუშაო

კაპიტალში.

NSF (Net Short-term Financing)-არის სუფთა მოკლევადიანი დაფინანსება;

მოცემული განტოლება მიუთითებს სუფთა მოკლევადიანი დაფინანსების რაოდენობაზე, რომელიც სამუშაო კაპიტალში მოთხოვნილებისა და გრძელვადიანი დაფინანსების სიდიდეზეა დამოკიდებული. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, როდესაც კომპანიის ლიკვიდობის კოეფიციენტი იზრდება, მცირდება(ან უნდა შემცირდეს) სუფთა მოკლევადიანი დაფინანსება.

კომპანიის ლიკვიდობა უმჯობესდება, თუ მისი ლიკვიდობის კოეფიციენტი იზრდება. აღნიშნული კი ხორციელდება, თუ:

- 1) იზრდება გრძელვადიანი დაფინანსების სიდიდე;
- 2) მცირდება სუფთა ფიქსირებული აქტივები;
- 3) მცირდება მოთხოვნილება სამუშაო კაპიტალში, კერძოდ:
 - მცირდება მარაგები;
 - მცირდება დებიტორული დავალიანება;
 - იზრდება დავალიანება მიმწოდებლების წინაშე.

13.4. ტესტები:

1. **სავაჭრო კაპიტალი არის:**
 - ა) დებიტორული დავალიანება;
 - ბ) კრედიტორული დავალიანება;
 - გ) დებიტორული დავალიანება, რომელიც აუცილებლად უნდა დაიფაროს;
 - დ) დავალიანება;
 - ე)
2. **თუ გაყიდვები რჩება უცვლელი, მაგრამ კომპანიის დებიტორული დავალიანების დაფარვასა უფრო ხანგრძლივი პერიოდი სჭირდება:**
 - ა) წლიური ბრუნვალობა შემცირდება;
 - ბ) დებიტორული დავალიანების სიდიდე გაიზრდება;

- გ) წლიური ბრუნვადობა შემცირდება, ხოლო დებიტორული დავალიანების სიდიდე გაიზრდება;
- დ) დებიტორული დავალიანების სიდიდე შემცირდება;
- ე)

3. სავაჭრო კრედიტის პოლიტიკის რეალიზაცია ითვალისწინებს შემდეგ ღონისძიებებს:

- ა) კლიენტებიდან შემოსული ყველა შეკვეთა დაიყოს სიდიდის მიხედვით;
- ბ) სავაჭრო კრედიტების სიდიდეების დამტკიცების პროცედურა უნდა იყოს უნივერსალური;
- გ) არასტანდარტული განცხადების განხილვისა და დამტკიცების ერთიანი წესი იქნას შემუშავებული;
- დ) შეკვეთების სიდიდის მიხედვით დაყოფა, კრედიტის დამტკიცების პროცედურის უნივერსალობა, არასტანდარტული განცხადების განხილვისა და დამტკიცების ერთიანი წესის შემუშავება;
- ე)

4. სამუშაო კაპიტალის ტოლია:

- ა) სუფთა მიმდინარე აქტივებს მინუს სუფთა მიმდინარე ვალდებულებები;
- ბ) სუფთა მიმდინარე აქტივების;
- გ) სუფთა მიმდინარე ვალდებულებების;
- დ) სუფთა მიმდინარე აქტივებს პლუს სუფთა მიმდინარე ვალდებულებები;
- ე)

5. სამუშაო კაპიტალის გაანგარიშებისას:

- ა) მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები გაითვალისწინება;
 - ბ) ფულადი სახსრები და მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები არ გაითვალისწინება;
 - გ) მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები არ გაითვალისწინება;
 - დ) ფულადი სახსრები არ გაითვალისწინება;
- ბ)

6. სუფთა სამუშაო კაპიტალი განისაზღვრება, როგორც:

- ა) მიმდინარე აქტივები;
 - ბ) მიმდინარე ვალდებულებები;
 - გ) მიმდინარე აქტივებს მინუს მიმდინარე ვალდებულებები;
 - დ) მიმდინარე აქტივებს პლუს მიმდინარე ვალდებულებები;
- გ)

7. კორპორაციული აქციონერული ფასეულობის ზრდის ფაქტორებია:

- ა) გაყიდვების ზრდა, საოპერაციო მარჟინალური მოგება, გადასახადების განაკვეთი, ინვესტიციები კაპიტალში, ინვესტიციები აქტივებში, კაპიტალის საშუალოშეწონილი ღირებულება, კონკურენტული პერიოდი;
- ბ) გაყიდვების ზრდა, საოპერაციო მარჟინალური მოგება, გადასახადების განაკვეთი;
- გ) გადასახადების განაკვეთი, ინვესტიციები კაპიტალში, ინვესტიციები

აქტივებში;
დ) ინვესტიციები აქტივებში, კაპიტალის
საშუალოშეწონილი
ღირებულება, კონკურენტული პერიოდი;
ა)

8. სუფთა მოკლევადიანი დაფინანსება ტოლია:

- ა) მოკლევადიანი ვალის;
 - ბ) მოკლევადიან ვალს მინუს ფულადი აქტივები;
 - გ) ფულადი აქტივების;
 - დ) მოკლევადიან ვალს პლუს ფულადი აქტივები
- ბ)

ლექცია 14. მმართველობითი ფინანსური ანალიზი

14.1. კოეფიციენტური ფინანსური ანალიზი

ფინანსური ანალიზის ყველაზე ცნობილი მეთოდია-კოეფიციენტური, ამიტომ კოეფიციენტების სისტემის გაცნობა, რომელიც ფინანსური ანალიზის პრაქტიკაში აქტიურად გამოიყენება და ფინანსური საქმიანობის შეფასებისათვის არის განკუთვნილი, როგორც ოპერაციული, ასევე სტრატეგიული ფინანსური მენეჯმენტის შესწავლის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს მეთოდს წარმოადგენს.

ანალიზის კოეფიციენტური მეთოდი.
მიღებულია ჩაითვალოს, რომ ფინანსური კოეფიციენტები, რომელიც ფინანსური საბუთების ანალიზში გამოიყენება, ადვილად და სწრაფად წარმოაჩენს მათ შინაარსს.

ფინანსური ანალიზის ძირითად საშუალებად დღეს აღიარებულია კოეფიციენტების სისტემა „თუმცა მათი მეშვეობით ფინანსური საბუთების არსში შედწევა და „წაკითხვა“ მარტივი არ არის. კოეფიციენტური ანალიზი სასარგებლოა ფინანსური საბუთების გაგებისათვის. მენეჯერების ამოცანა კი ბევრად უფრო რთულია. ფინანსური კოეფიციენტების მარტივი გაანგარიშებაც კი არსობრივად, კომპანიის მთლიანი საქმიანობის ფინანსური საბუთების საიდუმლოს ვერ წარმოაჩენს.

ფინანსურმა მენეჯერებმა აღნიშნული კოეფიციენტების ინტერპრეტირება უნდა ისწავლონ. რამდენადაც მაღალია ფინანსური მენეჯერის დონე, იმდენად უფრო რთულია მოცემული ამოცანა, რადგანაც ნებისმიერ კომპანიას არა მხოლოდ

ფინანსური ანალიზი ესაჭიროება, არამედ ფინანსური მდგომარეობის დიაგნოსტიკაც, რომელიც ფინანსური ანალიზის შედეგებთან პირდაპირ არის დაკავშირებული.

ფინანსური კოეფიციენტის სტრუქტურა.

ფინანსური კოეფიციენტი, თავისთავად, შეფარდებით სიდიდეს წარმოადგენს, რომელიც ერთი კომპონენტის მეორეზე გაყოფის გზით გაიანგარიშება. არითმეტიკული კოეფიციენტი შეიძლება სხვადასხვაგვარად წარმოვიდგინოთ: 4 გაყოფილი 3-ზე, როგორც $4/3$, $4:3$, 4-ი 3-თან, 1,33. ყოველივე აღნიშნული არის ერთი და იმავე კოეფიციენტის სახეობები, რომელიც 4-ის 3-თან თანაფარდობას გამოხატავს. მეორე მხრივ, აღნიშნული არის წყვილი ციფრების თანაფარდობა, რომელთაგან ერთი-ერთი 1,33-ჯერ მეტია მეორეზე, რაც ნიშნავს შემდეგს: მოცემული კოეფიციენტი არის არა რამე სხვა, არამედ როგორც 400-ის 300-ზე, 4 მლნ -ის 3 მლნ-სთან, 1200 -ის 800-სთან და ა.შ. თანაფარდობა. ამრიგად, კოეფიციენტი ორი სიდიდის თანაფარდობის აღმწერია, მაგრამ იგი ასეთი თანაფარდობის შინაარსის შესახებ არანაირ ინფორმაციას არ იძლევა.

დავუშვათ, ადამიანის წონისა და სიმაღლის თანაფარდობა 1-ი 25-თან შეადგენს. აღნიშნული თანაფარდობის შესწავლისას შეიძლება თუ არა ადამიანის წონა და სიმაღლე განისაზღვროს? რა თქმა უნდა, არა, მაგრამ მსჯელობა შეიძლება დავიწყოთ და ეს კი უკვე არც ისე მცირეა.

ფინანსურ კოეფიციენტებში ფინანსური საბუთების მუხლების თანაფარდობა აისახება, მოცემული თანაფარდობების კომბინირება კი შეიძლება უსაზღვრო იყოს. ვთქვათ, კომპანიის

აქტივები 10 მლრდ ლარის და ვალდებულებები 6 მლრდ ლარის ტოლია, აქტივებისა და ვალდებულებების თანაფარდობა- 5:3 შესაბამისია. რა სახის დასკვნებისა და წინადადებების გაკეთება არის შესაძლებელი? წარმოადგენს კი კომპანია ფინანსურად მდგრადს? როგორია მისი ფინანსური რისკები?

ბაზა ფინანსური კოეფიციენტის შეფასებისათვის. ფინანსური კოეფიციენტის ბუნება, როგორც შეფარდებითი „უსახელო“ სიდიდეები, საჭიროებს, პირველ რიგში, გაანგარიშების მსვლელობისას მიღებული ფინანსური კოეფიციენტების შედარებისთვის ფასის ფორმირებას.ის ხარისხობრივად ფინანსურ ანალიზში მოცემული ამოცანის გადაწყვეტაში თითქმის ფუძემდებლურ როლს ასრულებს.ფინანსური კოეფიციენტის შედარებისას ფასის ფორმირებისათვის პრაქტიკაში რამდენიმე ვარიანტი გამოიყენება, რომლებზეც ბევრადაა დამოკიდებული ფინანსური ანალიზის ხასიათი; ესენია :

- სტანდარტული შედარებისათვის,რომელიც ე.წ.იმპერატიულ ფინანსურ ანალიზს წარმოშობს;
- საშუალოდარგობრივი კოეფიციენტები,რომლებიც ინდიკაციურ ფინანსურ ანალიზს წარმოშობს;

ფინანსური კოეფიციენტების საფუძველზე განხორციელებული ფინანსური ანალიზის არსის გაგებისათვის საჭიროა, რიგი მნიშვნელოვანი მომენტები აღინიშნოს.

პირველ რიგში, ფინანსური კოეფიციენტების გაანგარიშება არის კომპანიის ფინანსური საქმიანობის ანალიზის მხოლოდ პირველი,საწყისი

ეტაპი.ის ცვლილებების შესახებ ინფორმაციების ფორმირებას ახდენს, რაც მომავალში კომპანიის საქმიანობის მდგომარეობის სტაბილიზაციისათვის არის აუცილებელი.

მეორე მხრივ, კოეფიციენტი არის განგაშის ნიშანი. მაგალითად, ერთი მხრივ, რამდენადაც მეტი აქვს კომპანიას ნაღდი ფული, იმდენად უფრო მეტი შესაძლებლობა გააჩნია თავისი ვალდებულებების გადახდისა. მაგრამ, თუ ნაღდი ფული მეტად ბევრია, ამან თავისებური განგაში უნდა გამოიწვიოს, მხოლოდ იმიტომ, რომ ნაღდი ფულს მოგება არ მოაქვს. ნაღდი ფულის მხოლოდ გონივრულ დაბანდებას (ინვესტირებას) შეუძლია დამატებითი შემოსავლის მოტანა.

მესამე, ფინანსური საბუთების ობიექტური ინტერპრეტაციისათვის საჭიროა არა ერთი კოეფიციენტი, არამედ მათი მთელი ნაკრები. უფრო ზუსტად, ფინანსური კოეფიციენტების სისტემა. მისი შემადგენლობა და სტრუქტურა ფინანსური ანალიზის ფუნქციებით განისაზღვრება, რომელთა შორის უმნიშვნელოვანესებს ტრადიციულად მიეკუთვნებიან:

- შემოსავლიანობის ანალიზი;
- ლიკვიდობის ანალიზი;
- ფინანსური მდგომარეობის ანალიზი;
- საქმიანი აქტიურობის ანალიზი (ანუ აქტივების ბრუნვაადობის ანალიზი, სხვაგვარად, ეფექტიანობის ანალიზი)

შესაბამისად, კოეფიციენტები აღნიშნული ფუნქციების ჩარჩოებში საწარმოს შემოსავლიანობის, მდგრადობის, ეფექტიანობისა და ლიკვიდობის ანალიზისათვის არის განკუთვნილი.

ფინანსური კოეფიციენტების სისტემა.

კოეფიციენტების ოთხი ჯგუფი დღეს მთლიან ერთიან სისტემას შეადგენს, რომლის საფუძველზეც კომპლექსური ფინანსური ანალიზი ხორციელდება, ესენია: შემოსავლიანობის კოეფიციენტები, ბრუნვალობის კოეფიციენტები, ლიკვიდობის კოეფიციენტები, ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტები. გამოიყოფა, ასევე, კოეფიციენტების მეხუთე ჯგუფი - საბაზრო ღირებულებების კოეფიციენტები.

ძირითადი ფინანსური კოეფიციენტების ჩამონათვალი და მათი გაანგარიშების ტექნოლოგიები. შემოსავლიანობის ნებისმიერი კოეფიციენტი – არის მენეჯერების ეფექტური საქმიანობის შეფასების საზომი. შემოსავლიანობის კოეფიციენტების ჩამონათვალი მოყვანილია ნახაზზე 14.1.-ზე. შემოსავლიანობის კოეფიციენტები მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებასთან და ბაღანსთან არის დაკავშირებული. ისინი კომპანიის მენეჯერების მიერ თითოეული გამომუშავებული ლარის მოგებაში გარდაქმნის შესაძლებლობის მახასიათებლებია და შესაბამისად „შემოსავლისა და დანახარჯების სხვადასხვა სახის თანაფარდობას გამოხატავენ.

შემოსავლიანობის კოეფიციენტები, თავისთავად, შემოსავლის დანახარჯების ერთეულზე თანაფარდობის ერთობლიობას წარმოადგენს. ამ თანაფარდობებში შემოსავალი მოგების ერთ ერთი ფორმაა(სუფთა, მთლიანი, საოპერაციო მოგება, მოგება პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე, მოგება პროცენტების, გადასახადებისა და ამორტიზაციის გადახდამდე, მოგება გადასახადების გადახდამდე, მოგება გადასახადების გადახდის

შემდეგ), რომელიც იყოფა ფინანსური საბუთების ერთ-ერთ მუხლზე. აღნიშნული კოეფიციენტები საოპერაციო, ფინანსური და ერთობლივი საქმიანობის შედეგიანობის საერთო შეფასებას იძლევიან და, გარდა ამისა, საკუთარ კაპიტალთან ან აქციებთან ოპერაციის ეფექტურობის საზომს ემსახურებიან. აღნიშნული ჯგუფიდან თითოეული კოეფიციენტი ხომ არის თანაფარდობა, რომლის მრიცხველშია მოგება, ხოლო მნიშვნელში-კომპანიის ერთ-ერთი სფეროს საქმიანობის რაოდენობრივი საზომი, რომელზეც მისი მენეჯერია პასუხისმგებელი.

მენეჯმენტის საქმიანობის ოთხი წამყვანი სფერო შემოსავლიანობის ოთხი ძირითადი კოეფიციენტის გამოყოფის შესაძლებლობას იძლევა(ცხრილი 14.1)

ცხრილი 14.1

შემოსავლიანობის ძირითადი კოეფიციენტები

<u>გაყიდვებ</u> <u>ის</u> <u>შემოსავლ</u> <u>იანობა</u>	<u>აქტივები</u> <u>ს</u> <u>შემოსავლ</u> <u>იანობა</u>	<u>ინვესტიციების</u> <u>შემოსავლიანობა</u>	<u>საკუთარი</u> <u>კაპიტალის</u> <u>შემოსავლიანო</u> <u>ბა</u>
ROS-return	ROA-return on assets	ROI- return on investments	ROE-return on equity
შემოსავლ ები/ გაყიდვები	შემოსავლ ები/ აქტივები	შემოსავლები/ინვესტიციები	შემოსავლები/ საკუთარი კაპიტალი

სადაც: შემოსავალი - ყველაზე ხშირად საწარმოს სუფთა მოგებაა (შეესაბამება მოგებისა და ზარალის ანგარიშების მუხლს „სუფთა მოგება“);

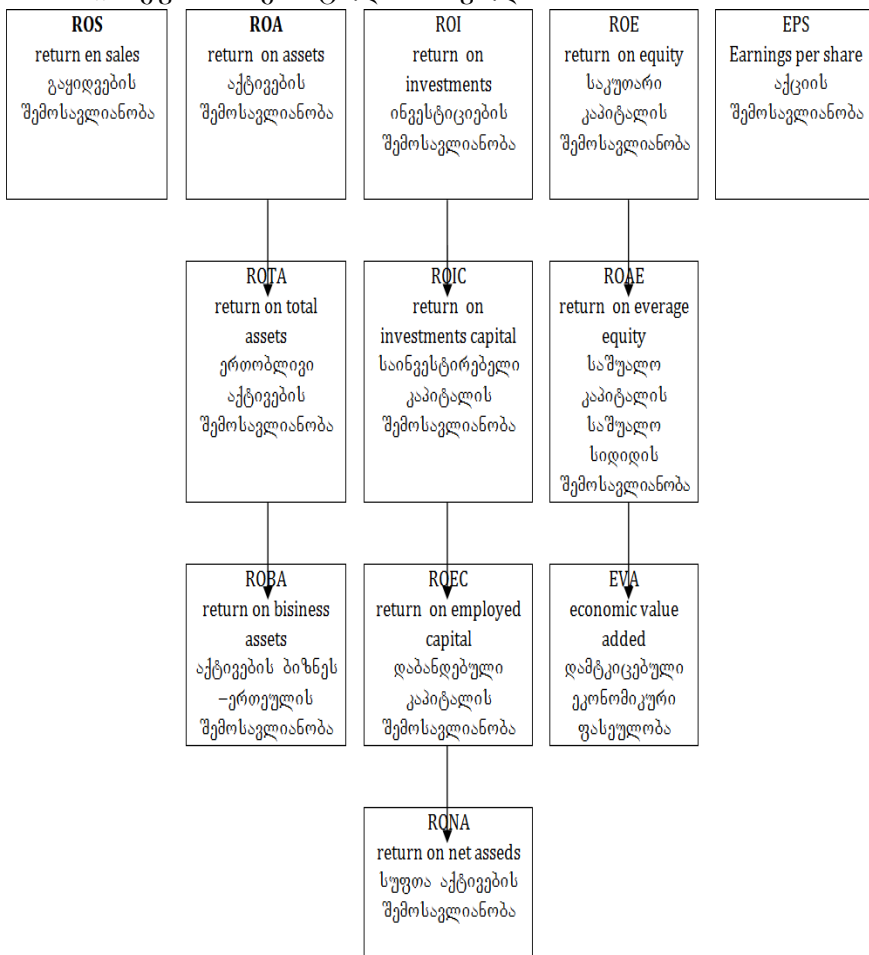
გაყიდვები - არის ამონაგები გაყიდვებიდან (შეესაბამება მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშების მუხლს „გასაყიდი ფასი

რეალიზებული საქონლის“);

აქტივები - არის ბალანსის აქტივების საერთო ჯამი(ან შეიძლება მიმდინარე აქტივების ჯამის სიდიდე იქნას გამოყენებული);

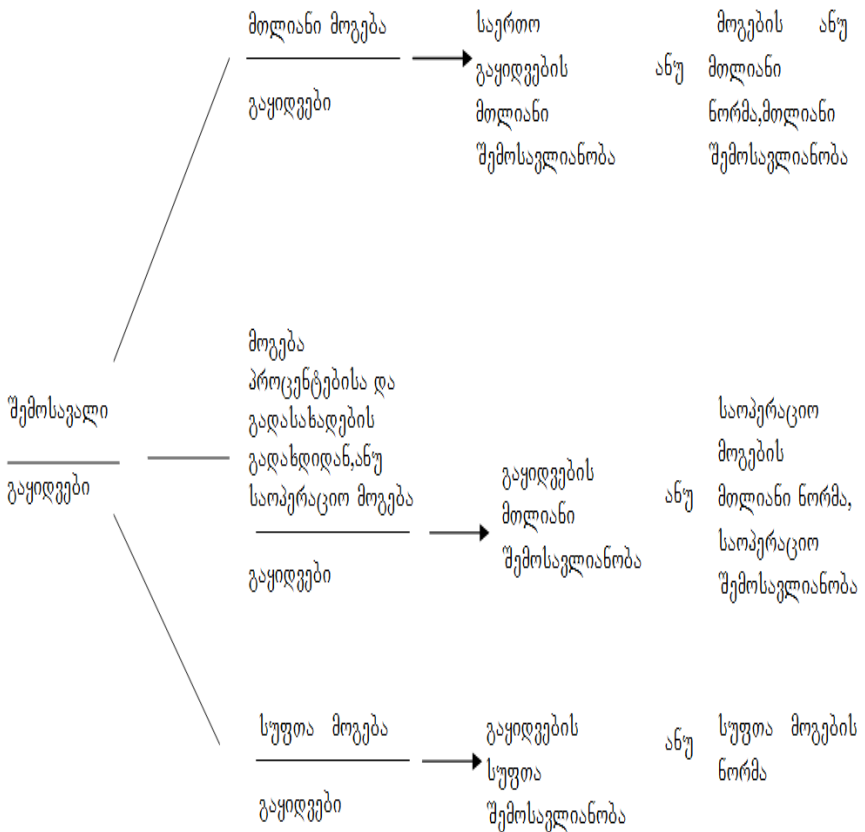
ინვესტიციები – არის ბალანსის „გრძელვადიანი პასივები“ და „საკუთარი კაპიტალის“ მუხლების ჯამი;

საკუთარი კაპიტალი - არის ბალანსის „საკუთარი კაპიტალის“ მუხლი.



ნახაზი 14.1. შემოსავლიანობის კოეფიციენტი

გაყიდვების შემოსავლიანობა ნახაზი 14.2-ზეა განხილული.



ნახაზი 14.2. გაყიდვების შემოსავლიანობა ანუ მოგების ნორმა

გაყიდვების შემოსავლიანობა (ანუ მოგების მთლიანი ნორმა) მთლიან მოგებაში მოცემული (საოპერაციო) დანახარჯების წილის ილუსტრაციას ახდენს და იგი შემოსავლიანობის კრიტიკული წერტილის (უზარალობის წერტილის-იხ.დექცია 2) გაანგარიშებისათვის გამოიყენება. მოგების (პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე)

გაყიდვებთან თანაფარდობით განსაზღვრადმა კოეფიციენტმა-**საოპერაციო შემოსავლიანობის** სახელწოდება მიიღო. იგი საოპერაციო საქმიანობის ეფექტიანობის დონის მახასიათებელია და მისი შეფასებას ერთ-ერთი კრიტერიუმის სახით ემსახურება. **სუფთა შემოსავლიანობა** ანუ სუფთა მოგების ნორმა-კომპანიის ერთობლივი შემოსავლიანობის ერთ-ერთ მთავარ ფაქტორს წარმოადგენს. აქტივების შემოსავლიანობა **(ROA)-** რესურსების გამოყენების ეფექტიანობის შეფასების ერთობლივი კრიტერიუმის როლს ასრულებს. იმავე დროს იგი კომპანიის სტრუქტურული ქვედანაყოფების (ბიზნეს-ერთეულების) საქმიანობის შეფასების მთავარი კრიტერიუმიცაა.

ხშირად პრაქტიკაში, აქტივების შემოსავლიანობის კოეფიციენტის უფრო ყურადღებით შესწავლის მიზნით , გაყიდვების შემოსავლიანობის კოეფიციენტს აერთიანებენ აქტივების ბრუნვალობის კოეფიციენტთან:

$$ROA = P/S \times S/A$$

ანუ

ROA = სუფთა მოგების ნორმა x აქტივების ბრუნვალობა

სადაც: P – არის სუფთა მოგება;

S - არის გაყიდვები;

A - არის აქტივები;

გამომდინარე საქმიანობისა და დარგის თავისებურებებიდან ,რომელსაც ესა თუ ის კომპანია მიეკუთვნება, მის მენეჯერებს შეიძლება აქტივების ერთი და იგივე შემოსავლიანობა ჰქონდეთ ან გაყიდვების შემოსავლიანობის , ან აქტივების ბრუნვალობის ,ან ამ ორი კოეფიციენტის ურთიერთქმედების სხვადასხვა ფორმების ხარჯზე.

მაგალითი 71:

აქტივების შემოსავლიანობა. წარმოვიდგინოთ, რომ ორი დიდიერული კომპანია ავტომანქანებით ვაჭრობს : ერთ-

ერთი მათგანია მსხვილი დილერი მაღალი ბრუნვით და დაბალი ფასებით, მეორე- მცირე კომპანია დაბალი ბრუნვითა და მაღალი ფასებით. მაგრამ შეიძლება, ორივე მათგანს აქტივების ერთნაირი შემოსავლიანობა აღმოაჩნდეს.

შეგახსენებთ, რომ:

$$\text{გაყიდვების შემოსავლიანობა} \times \text{აქტივების ბრუნვა} = \\ = \text{სუფთა მოგება/აქტივები} = \text{აქტივების შემოსავლიანობა}$$

$$\text{მსხვილი დილერი: } 0,05 \times 6 = 0,30$$

$$\text{მცირე დილერი: } 0,15 \times 2 = 0,30$$

ინვესტიციების შემოსავლიანობა (ანუ, შემოსავალი ინვესტიციების ერთეულზე) გამოხატავს საინვესტიციო დანახარჯების ეფექტიანობას და იგი სუფთა (ანუ საოპერაციო) მოგების გრძელვადიანი სესხებისა და საკუთარი კაპიტალის ჯამთან თანაფარდობას წარმოადგენს.

საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობისა და აქციის შემოსავლიანობის კოეფიციენტები (ROE და EPS) შეფასებითი კრიტერიუმების როლის შემსრულებელი მაჩვენებლების თანრიგს მიეკუთვნება (ნახაზი 14/3). მათი მეშვეობით განისაზღვრება კომპანიის ფინანსური მდგომარეობა. ROE- მაჩვენებელზე ბევრი ამახვილებს ყურადღებას : ანალიტიკოსები, კრედიტორები, კომპანიის ხელმძღვანელები და მენეჯერები. მასში კომპანიის ყველა საოპერაციო და ფინანსური მაჩვენებელია კონცენტრირებული. EPS -ის დინამიკაზე გულისხმობენ ამახვილებენ ყურადღებას აქციონერები, რომლებმაც კომპანიის აქციებში უკვე ჩადეს თავისი კაპიტალი და აპირებენ გადაწყვეტას, მომავალში ჩადონ თუ არა ფული ამ კომპანიაში. ტყუილად არ ამბობენ, რომ ფინანსური მენეჯერების კარიერა აქციების შემოსავლიანობის დინამიკაზეა დამოკიდებული.

1. გაყიდვების შემოსავლიანობა ROS –არის კომპანიის საოპერაციო მიმდინარე საქმიანობის შეფასების კრიტერიუმი.
2. აქტივების შემოსავლიანობა ROA არის:
 - სტრუქტურული ქვედანაყოფების საქმიანობის შეფასების კრიტერიუმები;
 - კომპანიის საოპერაციო(მიმდინარე) ეფექტიანობის კრიტერიუმები;
 - მაღალი ROE –ს უზრუნველყოფის საფუძველი.
3. ინვესტიციების შემოსავლიანობა ROI –არის საინვესტიციო დანახარჯების შეფასების კრიტერიუმი.
4. საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა ROE-არის კომპანიის შემოსავლიანობის კრიტერიუმი:
 - ღირებულების განსაზღვრაში წამყვანი ფაქტორი;
 - აქციონერების კეთილდღეობის კრიტერიუმი.
5. აქციის შემოსავლიანობა EPS –არის აქციის საინვესტიციო მიმზიდველობის კრიტერიუმი

ნახაზი 14.3. შემოსავლიანობის კოეფიციენტები და შეფასების კრიტერიუმები

შემოსავლიანობის საბაზრო კოეფიციენტები კოტირებადი კომპანიების საბაზრო კრიტერიუმების როლს

ასრულებს. აქციის შემოსავლიანობა, საბაზრო მულტიპლიკატორი და ფასისა და ღირებულების თანაფარდობა ცხრილი 14.2-შია მოყვანილი.

აქციის შემოსავლიანობის მაჩვენებელი (EPS) გაიანგარიშება, როგორც - მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ შეფარდებული გამოშვებული აქციების საერთო რაოდენობასთან:

$$\text{აქციების შემოსავლიანობა} = \frac{\text{მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ}}{\text{გამოშვებული აქციების რაოდენობა}}$$

შემოსავლიანობის აღნიშნულ მაჩვენებელს უწოდებენ, ერთის მხრივ, ფინანსური ანალიტიკოსების ფავორიტს, მეორეს მხრივ, აღნიშნული მხოლოდ მოგების “ნორმალისებული” საზომია.

საბაზრო მულტიპლიკატორი (ბაზრის მულტიპლიკატორი), ანუ ფასისა და შემოსავლიანობის თანაფარდობის კოეფიციენტი, ანუ P/E (Price Per Earning), განისაზღვრება შემდეგნაირად:

$$\text{ფასის და შემოსავლიანობის თანაფარდობის კოეფიციენტი} = \text{აქციის ფასი} / \text{აქციის შემოსავლიანობა.}$$

აღნიშნული კოეფიციენტის არსი პოტენციალური აქციონერების მოლოდინებს გამოხატავს. რამდენად მაღალია აღნიშნული კოეფიციენტი, იმდენად ოპტიმისტურია მათი პროგნოზები კომპანიის შემოსავლებთან მიმართებაში. მისი ზრდა ნიშნავს, რომ აღნიშნული ინვესტორები, აქციის მიმდინარე შემოსავლიანობის თითოეულ დოლარზე, კომპანიის

ფასეულობის ზრდას მოელოან.

საბაზრო ღირებულების კოეფიციენტები:	
✓ აქციის ფასი: • ნომინალური; • საბალანსო (აქტივებით უზრუნველყოფილი); ✓ საბაზრო: • საბაზრო კაპიტალიზაცია = სუფთა ჩვეულებრივი აქციები x	x
აქციების კურსი; • აქციის საბალანსო ღირებულება = საკუთარი კაპიტალი / / ჩვეულებრივი აქციების რაოდენობა; • დივიდენდების დაფარვის კოეფიციენტი: $\frac{\text{EPS}}{\text{Div აქციაზე}} = \left(\frac{\text{მოგება}}{\text{Div}} \right)$ • დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტი: $\frac{\text{Div აქციაზე}}{\text{EPS}} = \left(\frac{\text{Div}}{\text{მოგება}} \right)$ • აქციის მთლიანი შემოსავლიანობა = $\frac{\text{EPS}}{\text{აქციის ფასი}}$	

- აქციის მიმდინარე შემოსავლიანობა = Div
ერთ აქციაზე (დივიდენდის ნორმა) : აქციის ფასი.
- ბაზრის მულტიპლიკატორი P/E :

$$PE = \frac{\text{აქციის ფასი}}{EPS} = \frac{1}{\text{აქციის მთლიანი შემოსავლიანობა}}$$

$$\text{სადაც: EPS} = \frac{\text{მოგება}}{\text{ჩვეულებრივი აქციების რაოდენობა}}$$

სადაც: EPS(Earnings Per Share)-არის აქციის შემოსავლიანობა;

Div- არის დივიდენდები;

P/S (Price per Earnings) –არის ფასისა და შემოსავლიანობის

თანაფარდობა.

ფასის და ღირებულების თანაფარდობის კოეფიციენტი ($K_{P/B}$) განისაზღვრება შემდეგნაირად:

$K_{P/B} = \text{აქციის ფასი} / \text{ერთი აქციის საბალანსო ღირებულება},$

სადაც ერთი აქციის საბალანსო ღირებულება ტოლია საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულების, გამოშვებული აქციების რაოდენობასთან შეფარდებით.

ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტი. ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტებს ზოგჯერ კაპიტალის

სტრუქტურის კოეფიციენტებს, ფინანსური ლევერიჯის , ვალისა და სხვა დანარჩენების კოეფიციენტებს უწოდებენ. თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის პრაქტიკაში ფინანსური მდგრადობის ყველაზე უფრო პოპულარული კოეფიციენტები მოყვანილია ნახაზზე 14.4.

ფინანსური ლევერიჯის ჩვეულებრივი საზომი შესაძლებლობას იძლევა, კომპანიის ვალდებულებები მას კაპიტალთან (ერთობლივთან და საკუთართან) შედარდეს. შედეგად ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის , ნასესხები და ერთობლივი კაპიტალის, საკუთარი და ერთობლივი კაპიტალის თანაფარდობა მიიღება.

<u>ფინანსური მდგრადობის კოეფიციენტები</u> <u>(ვალდებულებების აღსრულების ხარისხის მაჩასიათებლები):</u>	
• ვალის კოეფიციენტი:	$\frac{\text{გრძელვადიანი ვალდებულებები}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}}$
• ფინანსური ლევერიჯის კოეფიციენტი:	ა) $\frac{\text{გრძელვადიანი ვალდებულებები}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}} \times D/E$ ბ) $\frac{\text{ნასესხები კაპიტალი}}{\text{ერთობლივი კაპიტალი}}$
• გადაფარვის კოეფიციენტი(ანუ კრედიტუნარიანობის კოეფიციენტი):	
ა) $\frac{\text{პროცენტების გადაფარვის კოეფიციენტი}}{\text{პროცენტები კრედიტზე}}$	$= \frac{\text{მოგება(პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე)EBIT}}{\text{პროცენტები კრედიტზე}}$
ბ) $\frac{\text{ფინანსური ტვირთის კოეფიციენტი}}{\text{პროცენტები კრედიტზე}}$	$= \frac{\text{მოგება(პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე)EBIT}}{\text{პროცენტები კრედიტზე}}$

კომპანიის ნასესხები კაპიტალის აქტივებთან თანაფარდობა მიუთითებს, რომ აქტივების ნაწილი საბაღანსო ღირებულების თვალსაზრისით ამა თუ იმ კრედიტორებიდან შემოდის. ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის თანაფარდობა მიუთითებს იმავეზე რამდენადმე სხვა ხერხით: კრედიტორები აქციონერების მიერ მიწოდებულ თითოეულ ღარზე კომპანიის სესხების გარკვეულ რაოდენობას უზრუნველყოფენ. ზემოთ გამოყენებული ლევერიჯის თანაფარდობა წარმოადგენს ნასესხები კაპიტალის თანაფარდობას საკუთარ კაპიტალთან პლუს 1:

$$\begin{aligned} & \text{აქტივები/ კომპანიის კაპიტალი} = \\ & = (\text{პასივები} + \text{კომპანიის კაპიტალი}) / \\ & \text{კომპანიის კაპიტალი} = \\ & = \text{პასივები/კომპანიის კაპიტალი} + 1. \end{aligned}$$

ყველა ზემოხსენებულ შემთხვევაში საუბარი ეხება ფინანსური ლევერიჯის კოეფიციენტებს. ფინანსური ლევერიჯის წესებია:

- ფინანსური ლევერიჯი იზრდება, თუ იზრდება ნასესხები კაპიტალი;
- რამდენადაც მაღალია ნასესხები კაპიტალი, იმდენად მაღალია საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა;
- კომპანია ფინანსური ლევერიჯის შერჩევაში თავისუფალია

14.2. ფინანსური ანალიზის ახალი ლოგიკა

ფინანსური გადაწყვეტილებების შეფასების
კრიტერიუმები. ნებისმიერი კომპანიის საქმიანობის,

განსაკუთრებით, მისი ფინანსური ასპექტების შეფასების ტრადიციულ კრიტერიუმს მრავალი წლის განმავლობაში მოგების ნორმა ემსახურებოდა. თანდათანობით მოგებისა და ინვესტიციების თანაფარდობის მაჩვენებელმა (ROI) არამარტო საინვესტიციო, არამედ ერთობლივ ფინანსურ გადაწყვეტილებებში უმთავრესი როლის შესრულება დაიწყო.

ინვესტიციების შემოსავლიანობა (ROI). თანამედროვე პირობებში არავისში ეჭვს არ იწვევს, რომ ინვესტიციის ერთეულზე შემოსავალი(ინვესტიციის შემოსავლიანობა) – არა მარტო პოპულარული, არამედ ალტერნატიული საინვესტიციო შესაძლებლობების სიმრავლიდან ოპტიმალური ვარიანტის შერჩევის საიმედო კრიტერიუმიცაა. ამასთან, საქმე ისაა, რომ ფინანსური მენეჯმენტის ისტორია აღნიშნულ მაჩვენებელს ფუნქციების უფრო ფართო და მნიშვნელოვან სპექტრს აკისრებდა.

ინვესტიციის შემოსავლიანობა გამოდიოდა ა) კომპანიის ერთიანი საქმიანობის მთავარი საზომის სახით საანგარიშო პერიოდში; ბ) სამომავლო ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღების გზამკვლევი მაჩვენებლის სახით. სამწუხაროდ, თანამედროვე პირობებშიც აღნიშნული მაჩვენებლის როლის განმარტება საკმაოდ მყარ პოზიციას ინარჩუნებს.

ფინანსური მენეჯმენტის პრაქტიკაში ინვესტიციის შემოსავლიანობის გაზომვის სამ მეთოდს განასხვავებენ:

- უკუგების მეთოდი;
- ფინანსური ანგარიშგების მეთოდი(ბუღალტრული მეთოდი);
- დაყვანილი ღირებულების მეთოდი და მისი მოდიფიკაცია-ფულადი ნაკადების დისკონტირების მეთოდი.

აღნიშნული მეთოდები ალტერნატიული საინვესტიციო შესაძლებლობების ოპტიმალური შერჩევისა და ფინანსური

გადაწყვეტილებების შეფასებებისათვის უკვე მრავალი წელია გამოიყენება.

ფინანსური მენეჯმენტის პრაქტიკაში ფინანსური საქმიანობის შეფასების აღიარებულ კრიტერიუმს ემსახურება საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობის მაჩვენებელი (ROE return on equity) :

ROE=სუფთა მოგება/საკუთარი კაპიტალი

საკუთარი კაპიტალის შემოსავლის ანალიზი და დიაგნოსტიკა, ტრადიციულად, დიუპონის ცნობილი და პოპულარული ფორმულის გამოყენებაზეა დაფუძნებული. თავის დროზე მარტივი არითმეტიკული ქმედებების მეშვეობით საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა სამ თანამამრავლად დანაწევრდა და შედეგად საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობის სამკომპონენტიანი დეკომპოზიცია მიიღეს:

ROE=სუფთა მოგება/საკუთარი კაპიტალი=

=სუფთა მოგება/გაყიდვები x გაყიდვები/აქტივები x
აქტივები/საკუთარი კაპიტალი

ფინანსური კოეფიციენტების დანაწევრების შედეგად წარმოშობილი მისაღები სახელწოდების, უფრო კონკრეტულად-მოგების ნორმის, აქტივების ბრუნვადობისა და ფინანსური ლევერიჯის გამოყენებით, საყოველთაოდ აღიარებული დიუპონის ფორმულა მიიღება:

საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა= $P \times A \times T$

სადაც: P - არის მოგების ნორმა;

A - არის აქტივების ბრუნვადობა;

T - არის ფინანსური ლევერიჯი.

აღნიშნული ფორმულიდან გამომდინარეობს, რომ ნებისმიერი კომპანიის ფინანსურ მენეჯერებს ერთობლივ შემოსავლიანობაზე ზემოქმედების სულ სამი ფაქტორი გააჩნიათ. პირველი ფაქტორი-გაყიდვების თითოეული ლარიდან შემოსავლების მანიპულაცია , ან მოგების ნორმის

ცვლილება. მეორე ფაქტორი-გამოყენებული აქტივების თითოეული ლარიდან გაყიდვების დონეზე ზემოქმედება ან აქტივების ბრუნვალობის დინამიკა. მესამე ფაქტორი- აქტივების დაფინანსებისათვის გამოყენებული ნასესხები კაპიტალის სიდიდის მონიტორინგი, ან ფინანსური ლევერიჯის მდგომარეობის კონტროლი. სამი კოეფიციენტიდან თითოეულის ზრდას (ან შემცირებას) კომპანიის საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობის ზრდამდე (ან შემცირებამდე) მიყვავართ.

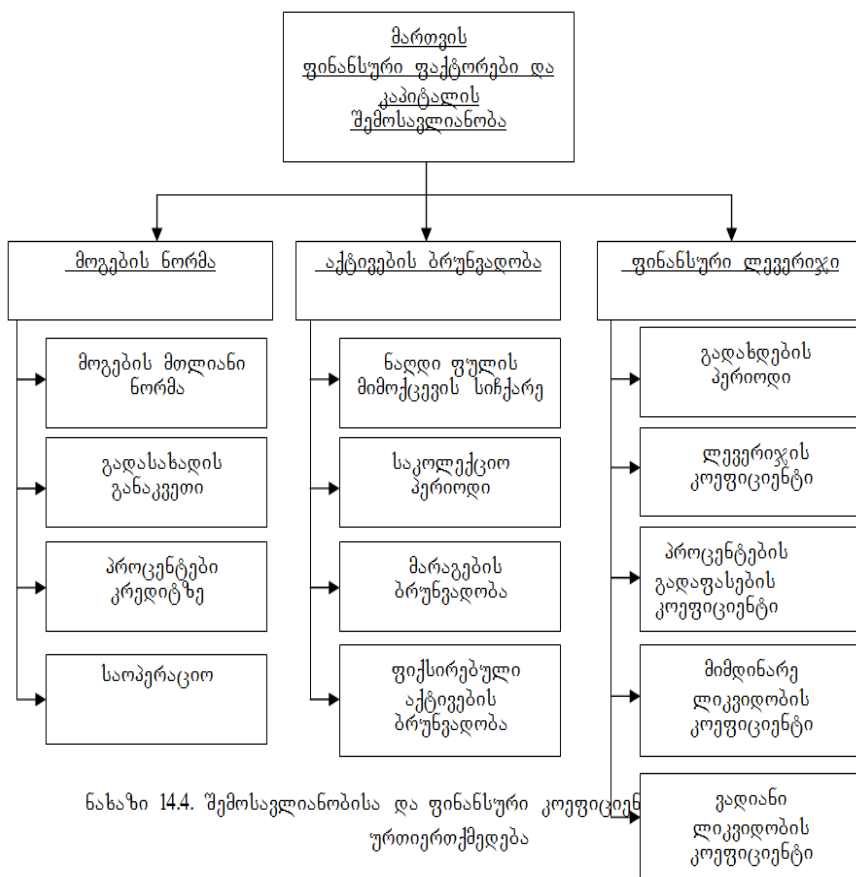
საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა ფინანსურ ბაზრებზე კაპიტალის ალტერნატიული ღირებულებით განისაზღვრება და თავისი არსით, იგი კომპანიის ფინანსური მენეჯერის მიერ ისახება. დიუპონის ფორმულა მოწმობს შემდეგს :

გარედან დასახული შემოსავლიანობის მიღწევა სამი ფაქტორის- მოგების ნორმის, აქტივების ბრუნვალობისა და ფინანსური ლევერიჯის - კომბინაციის მეშვეობითაა შესაძლებელი.

საბოლოო ჯამში შეიძლება დავასკვნათ, რომ კომპანიის მენეჯერები კომპანიის საკუთარი კაპიტალის შეგნებულად არასრულ(საბალანსო) სახის შემოსავლიანობაზე აგრძელებენ დაყრდნობას, მაგრამ სამაგიეროდ, იგი ნებისმიერი თანამედროვე კომპანიის საქმიანობის შეფასების საიმედო კრიტერიუმს წარმოადგენს. კოეფიციენტების თვითნებურად გაანგარიშების ნაცვლად, ფაქტორული მიდგომისათვის შინაგანად დამახასიათებელი სტრუქტურის უპირატესობის გამოყენებაა საჭირო.

ნახაზზე 14.4. წარმოდგენილია შემოსავლიანობისა და ფინანსური კოეფიციენტების ფაქტორების ურთიერთქმედება. ნათლად ჩანს, რომ შემოსავლიანობის ფაქტორები, დონეების მიხედვით დაყოფით, კოეფიციენტების სისტემის ფორმირებას ახდენს. მოცემული კონსტრუქციის მწვერვალზე არის კაპიტალის შემოსავლიანობა, რომელიც მთლიანობაში

კომპანიის საქმიანობის კრიტერიალური მაჩვენებლების საერთო მიმართულებას განსაზღვრავს. საშუალო დონეზეა –შემოსავლიანობის ფაქტორები, რომლებიც მიუთითებენ, თუ როგორ შეაქვს სამ უმნიშვნელოვანეს ფაქტორს საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობაში წვლილი. ქვედა დონეზე განთავსებულია უშუალოდ ფინანსური კოეფიციენტები, რომლებიც მიუთითებენ, თუ როგორ ახდენს ზემოქმედებას კომპანიის საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობაზე ფინანსური კოეფიციენტების კონტროლი და რეგულირება.



ნახაზი 14.4. შემოსავლიანობისა და ფინანსური კოეფიციენტების ფაქტორების ურთიერთქმედება

ფინანსური ღირებულების
კოეფიციენტი $= EBT/EBIT,$

სადაც: EBT- არის შოგება გადასახადების გადახდამდე;

EBIT-არის შოგება პროცენტებისა და გადასახადის გადახდამდე.

ფინანსური სტრუქტურის
კოეფიციენტი ანუ
აქციონერული მამრავლი $= \frac{\text{ინვესტირებული კაპიტალი}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}}$

ან $IC/E,$

სადაც: IC-არის ინვესტირებული კაპიტალი;

E-არის საკუთარი კაპიტალი;

საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა (ROE)=
 $EAT/E,$

სადაც: EAT -არის შოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ;

E -არის საკუთარი კაპიტალი.

ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობა (ROIC)
გაიანგარიშება:

$ROIC=Cash+WCR+NFA,$

სადაც: IC-არის ინვესტირებული კაპიტალი;

Cash-არის ფული;

WCR-არის მოთხოვნილება მუშა კაპიტალში;

NFA-არის სუფთა ფიქსირებული აქტივები.

ანუ: $ROIC=EBIT / IC,$

სადაც : EBIT-არის მოგება პროცენტებისა და გადასახადის გადახდამდე.

IC-არის ინვესტირებული კაპიტალი;

$$\text{ანუ: } ROIC = EAT / IC = EBIT(1-t) / IC,$$

სადაც : EAT -არის მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ;

t- არის გადასახადის განაკვეთი.

ინვესტირებული კაპიტალი არის „სუფთა აქტივების“ ცნების იგივეობა, ამიტომ საოპერაციო შემოსავალი შეიძლება წარმოდგენილი იქნას, როგორც სუფთა აქტივების შემოსავლიანობა, ანუ:

$$IC = NA,$$

სადაც: IC-არის ინვესტირებული კაპიტალი;

NA-არის სუფთა აქტივები.

შესაბამისად :

$$ROIC = EBIT / IC = EBIT / NA$$

ან

$$ROIC = EAT / NA = EBIT(1-t) / NA$$

უფრო მეტიც, მმართველობითი ბალანსიდან გამომდინარე, ინვესტირებული კაპიტალი ტოლია დაბანდებული კაპიტალის, შესაბამისად სამართლებრივია, ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობა ინტერპრეტირებული იქნას, როგორც დაბანდებული კაპიტალის შემოსავლიანობა, ანუ:

$$IC = EC,$$

$$ROIC = EBIT / IC = EBIT / EC,$$

ან

$$ROIC = EAT / IC = EAT / EC = EBIT(1-t) / EC,$$

სადაც: $EC=CE$ -არის დაბანდებული კაპიტალი (CE -არის Employed Capital ან Capital Employed).

სამეურნეო ერთეულის შემოსავლიანობა. სტრუქტურული ქვედანაყოფის (ანუ ბიზნეს-ერთეულის) საოპერაციო საქმიანობის შეფასებისათვის, რომელსაც ფულად აქტივებზე კონტროლი არ გააჩნია, სამართლიანია, ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობის ვარიაცია გამოვიყენოთ. ამისათვის საჭიროა ფული გამოიქვითოს ინვესტირებული კაპიტალიდან, ხოლო მოგებიდან (პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე) გამოიქვითოს შემოსავალი პროცენტებიდან. შემოსავლიანობის ასეთ სიდიდეს **ბიზნეს-ერთეულის აქტივების შემოსავლიანობას (ROBA- return on business assets)** უწოდებენ:

$$ROBA = (EBIT - \text{პროცენტები}) / BA,$$

სადაც: $BA = IC - \text{Cash}$.

ROIC-ის სტრუქტურიდან გამომდინარე, ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობა იზრდება, თუ იზრდება მრიცხველის მნიშვნელობა, ანუ მოგება პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე, ან სხვანაირად-საოპერაციო მოგება, და მცირდება მნიშვნელობა, ანუ მცირდება ინვესტირებული კაპიტალი. ამასთან დაკავშირებით, ინვესტირებული კაპიტალის ბრუნვადობა ან სუფთა აქტივების ბრუნვადობა განისაზღვრება, როგორც ეფექტიანობის ზომიერება, რომლითაც ინვესტირებული კაპიტალი ან სუფთა აქტივები გამოიყენება.

ROIC-ის და დიუპონის პრინციპი. საოპერაციო შემოსავლიანობის ზრდის ფაქტორების გამოსავლენად კვლავ იგივე დიუპონის პრინციპი გამოიყენება და ამის

მიხედვით, საოპერაციო შემოსავლიანობა დაიშლება ორ თანამამრავლად:

$$\text{ROIC} = \text{EBIT} / \text{IC} = \text{EBIT} / S \times S / \text{IC},$$

სადაც: ROIC - არის საოპერაციო შემოსავლიანობა;

EBIT - არის მოგება პროცენტებისა და გადასახადის გადახდამდე.

S - არის გაყიდვების მოცულობა.

აღნიშნულ განტოლებაში პირველი თანამამრავლი არის საოპერაციო მოგების ნორმა, მაორე კი ინვესტირებული კაპიტალის ბრუნვადობა. ამრიგად, საოპერაციო შემოსავლიანობა არის საოპერაციო მოგების ნორმისა და ინვესტირებული კაპიტალის ბრუნვადობის წარმოებული. ამასთან დამოკიდებულებები პირდაპირპროპორციულ ხასიათს ატარებენ: უფრო მაღალი საოპერაციო შემოსავლიანობა განპირობებულია საოპერაციო მოგებისა და ინვესტირებული კაპიტალის ბრუნვადობის უფრო მაღალი ნორმებით. თავის მხრივ, საოპერაციო მოგების ნორმა იზრდება, თუ იზრდება ფასები და გაყიდვების მოცულობა, ან ხარჯების მცირდება უფრო სწრაფად, ვიდრე იზრდება გაყიდვები. ინვესტირებული კაპიტალის უფრო მაღალი ბრუნვადობა სუფთა აქტივების ეფექტური გამოყენების ხარჯზე მიიღწევა.

ROIC-ის საკვანძო ფაქტორები. ნახაზზე 14.5 მოყვანილია ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობის ზრდის საკვანძო ფაქტორები. მათი ფორმირება საოპერაციო მოგების უფრო მაღალი ნორმისა და ინვესტირებული კაპიტალის უფრო მაღალი ბრუნვადობის ურთიერთქმედების შედეგად ხორციელდება.

შეჯამების სახით შეიძლება მივეუთითოთ, რომ ბაზრის მაღალ წილს და პროდუქტის ზე უმაღლეს ხარისხს, საშუალოდ, საოპერაციო შემოსავლიანობის ამაღლებამდე მიყვავართ, ხოლო მაღალი ინვესტიციები და

მაღალი ფიქსირებული დანახარჯები საშუალოდ ამცირებენ აღნიშნულსულ შემოსავლიანობას.

ამონაგები-ხარჯები:

ხარჯები: -	რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება	-	ნედლეული შრომა ენერგეტიკა საერთოსაქარხნო დანახარჯები
	ამორტიზაცია	-	ფიქსირებული აქტივები ამორტიზაციის ნორმა
	დანახარჯები რეალიზაციაზე	-	ხელფასი(საკომისიო) რეკლამა მივლინებები განაწილებები ლოგისტიკა
	საერთო ხარჯები	-	ადმინისტრაციულ-მმართველობითი პერსონალის ხელფასი დანახარჯები სამეცნიერო-კვლევით და საკონსტრუქტორო-კვლევით სამუშაოებზე
გადასახადები: -	ამორტიზაცია დარიცხვის მეთოდები გადასახადის განაკვეთი პროცენტები კრედიტზე		
		• მომსახურების სფეროში აქტივების მიღიან გადასახადებზე, აქედან გამომდინარე , მათი ეფექტიანობა მცირდება	

აქტივების ბრუნვალობა:

ფიქსირებული
კაპიტალი -

ორგანიზაციის ბუნება
წარმოების კაპიტალტევადობა
უსაფრთხოება
ეკოლოგიური შეზღუდვები
მეცნიერებატევადობა

საკრედიტო პოლიტიკა
დივერსიფიკაციის მასშტაბები
კლიენტების მუდმივობა
ბაზრის დაუფლება
გადახდების დისციპლინა
შელავათები დაკრედიტებაში

მუშა
კაპიტალი: -

დებიტორული
დავალიანება

საწარმოო მარაგები
დაუმთავრებელი წარმოება
გასაღებიოი მარაგი

ერთობლივი აქტივების ბრუნვალობის ფაქტორები:

მარაგები

კრედიტორული
დავალიანება

დარიცხვები გადასახადების
მიხედვით
დარიცხვები შრომის
ანაზღაურებაზე
პრინციპალი

ერთობლივი აქტივების ბრუნვალობის ფაქტორები:

პროდუქციის ხასიათი
სტრატეგია
კონკურენტუნარიანობა
მენეჯმენტის ხარისხი
მუშაკების სიბეჯითე

**ნახაზი 14.5. ინვესტირებული კაპიტალის
შემოსავლიანობის ზრდის საკვანძო ფუნქციები**

შემოსავლიანობის სტრუქტურა : ROE და ROIC.
შემოსავლიანობის სტრუქტურის განსაზღვრისას უნდა გავითვალისწინოთ ურთიერთკავშირი ორ ძირითად მაჩვენებელს (ROE და ROIC) შორის. აღნიშნული ურთიერთკავშირი ხუთი კოეფიციენტის: საოპერაციო მოგების ნორმის, ინვესტირებული კაპიტალის ბრუნვალობის, ფინანსური ღირებულების კოეფიციენტის, ფინანსური სტრუქტურის კოეფიციენტისა და საგადასახადო ეფექტის კოეფიციენტის ურთიერთქმედებით არის გაშუალდებული. მათსა და საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობას შორის კავშირი ყველაზე პირდაპირია: კომპანიის ერთობლივი შემოსავლიანობა ყველა ხუთი კოეფიციენტის - საოპერაციო მოგების ნორმის, ინვესტირებული კაპიტალის ბრუნვალობის და ფინანსური მამრავლის, ფინანსური სტრუქტურის და საგადასახადო ეფექტის კოეფიციენტების წარმოებულია.

კომპანიის შემოსავლიანობის სტრუქტურა საოპერაციო მოგების გამოყენებით შეიძლება, შემდეგი სახით წარმოდგეს:

$$\begin{aligned} &\text{საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა} = \\ &\text{მოგება გადასახადების შემდეგ} / \text{საკუთარი კაპიტალი} = \\ &= \text{მოგება პროცენტებამდე და გადასახადებამდე/გაყიდვები} \times \end{aligned}$$

x გაყიდვები/ინვესტირებული კაპიტალი x
 x მოგება გადასახადებამდე/მოგება პროცენტებამდე და
 გადასახადებამდე x
 x ინვესტირებული კაპიტალი /საკუთარი კაპიტალი x
 x მოგება გადასახადების შემდეგ/ მოგება გადასახადებამდე,
 ან :

$$ROE = EAT / E = EBIT / SALES \times SALES / IC \times$$

$$x EBT / EBIT \times IC / E \times EAT / EBT,$$

ფინანსური
მამრავლი

საგადასახადო
ეფექტის
კოეფიციენტი

სადაც : ROE -არის საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა;
 EAT -არის მოგება გადასახადების გადახდის
 შემდეგ;
 E -არის საკუთარი კაპიტალი;
 IC -არის ინვესტირებული კაპიტალი;
 SALES -არის გაყიდვები;
 EAT -არის მოგება გადასახადების გადახდამდე;
 EBT -არის მოგება პროცენტებისა და
 გადასახადების გადახდამდე.

ფინანსური ლევერიჯის მამრავლი, როგორც
ფინანსური პოლიტიკის საზომი. პირველი ორი
 კოეფიციენტი-საოპერაციო მოგების ნორმა და
 ინვესტირებული კაპიტალის ბრუნვალობა-ერთობლივ
 შემოსავლიანობაში საინვესტიციო და საოპერაციო
 გადაწყვეტილებების წვლილს გამოხატავენ. აღნიშნული
 წვლილი საოპერაციო შემოსავლიანობით იზომება. მესამე
 და მეოთხე- ფინანსური სტრუქტურისა და ფინანსური
 ღირებულებების კოეფიციენტები –კომპანიის ფინანსური
 პოლიტიკის მის ერთობლივ შემოსავლიანობაზე
 ზემოქმედებას გამოხატავენ. აღნიშნულ ზემოქმედებას

ფინანსური ლევერიჯის მამრავლი დავარქვათ. აქედან გამომდინარე:

$$\text{ფინანსური ლევერიჯის მამრავლი} = \frac{\text{ფინანსური ღირებულების კოეფიციენტი}}{\text{ფინანსური კოეფიციენტი}} \times \text{ფინანსური კოეფიციენტი}$$

საგადასახადო ეფექტი საგადასახადო ეფექტის კოეფიციენტი საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობაში კორპორაციული საგადასახადო პოლიტიკის წვლილს გამოხატავს და იგი ტოლია:

(1 – ეფექტური საგადასახადო განაკვეთი)

ზემოთმოყვანილი განტოლება ახალი ტერმინოლოგიის გამოყენებით გადავწეროთ:

$$\text{ROE} = \text{ROIC} \times \text{ფინანსური ლევერიჯის მამრავლი} \times (1 - \text{ეფექტური საგადასახადო განაკვეთი}),$$

სადაც : ROE -არის საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა;

ROIC – არის ინვესტირებული კაპიტალის შემოსავლიანობა;

ამრიგად, დავაჯამოთ შედეგი:

$$1. \text{გადასახადებადამდე ROE} = \text{ROIC} \times \text{ფინანსური ლევერიჯის მამრავლი}.$$

თუ ჩვენ დასახული გვაქვს ვალის ღირებულება და მოცემული გვაქვს ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის თანაფარდობის კოეფიციენტი, მაშინ:

$$\text{ROE} = \text{ROIC}(1-t) + (\text{ROIC}-\text{COD})(1-t) \times D/E,$$

სადაც: t- არის გადასახადის ეფექტური განაკვეთი;

COD- არის ვალის ღირებულება.

2. თუ ჩვენ მოგვინდება ROE და ROIC –ს შორის ურთიერთკავშირის განხილვა გადასახადების გადახდის

შემდეგ, მაშინ შეკვეცებისა და ურთიერთკავშირების გამოყენებით (EBT – მოგება პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე, EAT – მოგება გადასახადების შემდეგ, t- გადასახადის ეფექტური განაკვეთი, D- ვალი ან ერთობლივი სესხები, IC – ინვესტირებული კაპიტალი, COD- ვალის ღირებულება, COD x D- გადახდები პროცენტების მიხედვით, ROE=EAT/T , ROIC=EBIT/IC) , ჩვენ შემდეგ გამოსახელებას მივიღებთ:

$$EAT=(EBIT-პროცენტები) \times (1-t).$$

შეცვლის სერიის გამოყენებით , მივიღებთ:

$$\begin{aligned} EAT &= EBIT(1-t) - COD \times D(1-t) = ROIC(1-t) \times IC - COD \times D(1-t) = \\ &= ROIC(1-t) \times (E+D) - COD \times D(1-t) = \\ &= ROIC(1-t) \times E + ROIC(1-t) \times D - COD \times D(1-t) = \\ &= ROIC(1-t) \times E + [ROIC - COD] \times (1-t) \times D. \end{aligned}$$

და აღნიშნული განტოლების ორივე მხარის მესაკუთრეების კაპიტალზე E-ზე გაყოფით, მივიღებთ:

$$EAT / E = ROE = ROIC(1-t) + [ROIC - COD] \times (1-t) ,$$

სადაც: ROE და ROIC-ის ურთიერთკავშირი თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის ისეთი უმნიშვნელოვანესი კატეგორიებითაა გაშუალდებული, როგორებიცაა: შემოსავლიანობის (ROIC – COD), გადასახადის ეფექტური განაკვეთი (t) და ფინანსური ლევერიჯი (D/E).

14.3. ფინანსური მოქნილობა და

საკრედიტო ანალიზი

საბალანსო კოეფიციენტები საკრედიტო ანალიზში. საკრედიტო ანალიზი ისევე, როგორც ყოველგვარი ფინანსური ანალიზი, ფინანსურ საბუთებს ეფუძნება.

საკრედიტო ანალიზის ჩატარებისას უნდა მომზადდეს ფინანსური საბუთები საკრედიტო ანალიზისათვის და ამით კრედიტუნარიანობის შეფასებასთან მიმართებით გადაწყვეტილებების მიღების პროცესი დაჩქარდება.

საკრედიტო ანალიზში საბალანსო კოეფიციენტებს მიაკუთვნებენ, უპირველეს ყოვლისა, ლიკვიდობის კოეფიციენტებს, რომლებიც ვალდებულებების მიხედვით, მსესხებლის თავისდროულად გადახდის შესაძლებლობის ზომიერების მახასიათებელია. მათ შორისაა ყველასათვის ცნობილი მიმდინარე ლიკვიდობის კოეფიციენტი და ვადიანი ლიკვიდობის კოეფიციენტი.

აქტივების დაცვის პირდაპირ საზომს ემსახურება ერთობლივი აქტივებისა და ერთობლივი ნასესხები ვალდებულებების თანაფარდობის კოეფიციენტი. მთელი რიგი კომპანიებისათვის, მაგალითად, ფინანსურებისათვის, სადაც აღნიშნული კოეფიციენტი პრაქტიკულად ყოველთვის 1-ზე მეტია, მოხერხებულია, აღნიშნული კავშირი ერთობლივი ვალისა და ერთობლივი საკუთარი კაპიტალის შეფარდებით სხვანაირადაც გამოისახოს.

კაპიტალიზაციის მაღალი დონის სამრეწველო კომპანიებში აღნიშნული კოეფიციენტი ჩვეულებრივად 1-ზე ნაკლებია. შესაბამისად, მათი ფინანსური ლევერიჯი, ყველაზე ხშირად, ერთობლივი ვალისა და საკუთარი კაპიტალის თანაფარდობით გამოიხატება. ბანკები, როგორც წესი, საკუთარი კაპიტალის „ადეკვატურობას“ ისეთი კოეფიციენტის მეშვეობით გამოხატავენ, რომელშიც საკუთარი კაპიტალი და ერთობლივი აქტივებია შეფარდებული.

მოგების ნორმა საკრედიტო ანალიზში. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების კოეფიციენტები ავსებენ ტრადიციულ მიდგომას, რომლებიც საკრედიტო ანალიზში უკვე დიდი ხანია გამოიყენება. იგი ლიკვიდობასა და აქტივების დაცვაზეა დაფუძნებული. თანამედროვე

თვალსაზრისი დადის იქამდე, რომ საკრედიტო ანალიზში არ შეიძლება მოგების დაიწვევა, რომლის მიღება, საკუთრივ, ლიკვიდობისა და აქტივების უსაფრთხოების მიღწევის გარანტიას ემსახურება. ამასთან დაკავშირებით, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება უკვე არა მარტო საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობის ანალიზისას არის საჭირო, არამედ, ბალანსთან და საბალანსო კოეფიციენტებთან ერთად საკრედიტო ანალიზში იგი არანაკლებ მნიშვნელოვან როლს ასრულებს. საკრედიტო ანალიზში არსებითი ყურადღება მოგების ნორმას(მოგება, როგორც პროცენტი გაყიდვებიდან) ექცევა. რამდენადაც ნაკლებია იგი, იმდენად მაღალია საშიშროება, რომ თუნდაც ფასების უმნიშვნელო დაცემა ან დანახარჯების უმნიშვნელო ზრდა მიგვიყვანს ზარალამდე, ეს უკანასკნელი კი, თავის მხრივ, ფინანსური ლევერიჯის მახასიათებელი თანაფარდობების ნგრევას დაიწვებს.

ფულადი კოეფიციენტები და ფინანსური მოქნილობა.

ფულად ნაკადებზე, ანუ, სხვაგვარად, ფულად კოეფიციენტებზე დაფუძნებული კოეფიციენტების გამოყენება საკრედიტო ანალიზში საბაზო დონეზე კრედიტუნარიანობის ხარისხის შეფასების დონეს ამადლებს. მათი მეშვეობით კომპანიის მიერ ფულის რაოდენობის გენერირების შესაძლებლობა განისაზღვრება, რომელიც ანგარიშების გადახდისათვის იქნება საკმარისი. აღნიშნული კოეფიციენტები წარმოაჩენს იმის არსს, რასაც ფინანსურ მოქნილობას უწოდებენ. კომპანიამ, რომელიც არ უნდა იყოს გარე ფინანსირებაზე დამოკიდებული, თავისთავზე უფრო მაღალი საოპერაციო რისკები უნდა აიღოს. აღნიშნული კეთდება იმ შემთხვევისათვის, თუ გარე დაფინანსება მეტად ძვირი აღმოჩნდება ან იგი საერთოდ არ იქნება.

კოეფიციენტებს, რომლებიც ფულადი შემოდინებებისა და ფულადი გადინებების თანაფარდობისას გამოიყენებიან,

კიდევ ერთი დანიშნულება გააჩნიათ. მათი ტრენდების მეშვეობით შეიძლება საბალანსო კოეფიციენტებში გარკვევა ან ცვლილების პროგნოზირება განხორციელდეს. მაგალითად, აქციების დამატებითი ემისიის შემთხვევაში აქციონერების შიში იმედების „გაქარწყლებასთან“ დაკავშირებით კომპანიას აიძულებს , თითოეულ შემთხვევაში, როდესაც ფული არ არის საკმარისი, ნასესხები დაფინანსება გამოიყენოს. აღნიშნულს კი უეჭველად ფინანსური ღვეერიჯის ზრდამდე მივყავართ.

კომბინირებული კოეფიციენტები. ფულადი კოეფიციენტების გარდა საკრედიტო ანალიზში გამოიყენება კომბინირებული კოეფიციენტები, რომლებიც ერთდროულად რამდენიმე საბუთიდან აღებულ ციფრებზეა დაფუძნებული. მათ, უპირველეს ყოვლისა, მიეკუთვნება შემოსავლიანობის კოეფიციენტები, რომლებიც საკრედიტო ანალიზში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს. მათი მეშვეობით ხორციელდება აქტივების ერთეულზე მოგების ან მათში დაბანდებული კაპიტალის ერთეულზე შეფასება. თავისი არსით, ისინი საკრედიტო ანალიზსა და კომპანიის კაპიტალის მწარმოებლობის ეკონომიკურ კოეფიციენტს შორის კავშირს უზრუნველყოფენ.

არსებობს შემოსავლიანობის გაზომვის რამდენიმე ვარიანტი, რომელთა შორის თითოეულს საკუთარი დანიშნულება და პრაქტიკული გამოყენება გააჩნია. საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა საკუთარი კაპიტალის მწარმოებლობას ზომავს და ამიტომ იგი კომპანიის მიერ სხვისი კაპიტალის მოზიდვის შესაძლებლობებზე მიუთითებს. ყველაზე ხშირად საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობის გაანგარიშებისას მნიშვნელში მიეთითება საკუთარი კაპიტალი წლის ბოლო დღისათვის, რომლის განმავლობაში კომპანიამ მრიცხველში ასახული თავისი შემოსავალი გამოიმუშავა. გაანგარიშების ასეთმა ხერხმა შეიძლება ზოგჯერ არაზუსტ შედეგამდე

მიგვიყვანოს. მაგალითად, კომპანია ახალი კაპიტალის მნიშვნელოვან რაოდენობას წლის ბოლოსთვის სულ ახლო პერიოდში იზიდავს. საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობის გაანგარიშების მნიშვნელში შედეგად გაიზრდება, მაგრამ მრიცხველში აღნიშნული კაპიტალის გამოყენებიდან სარგებელი არ აისახება, რადგანაც მისი გამოყენება მხოლოდ რამდენიმე დღით მოხერხდა. სწორედ აღნიშნულ გარემოებებში შემოსავლიანობის მიღებული დონე კომპანიის საქმიანობის შეფასებისთვის არაკეთილსასურველ როლს შეასრულებს. ასეთი სახის უზუსტობების დაძლევა წლის ბოლოსათვის მიღებული საკუთარი კაპიტალის მნიშვნელობის საშუალო მნიშვნელობაზე შეცვლის გზით მიიღწევა:

$$ROAE = (\text{სუფთა მოგება} / E_0 + E_1) / 2,$$

სადაც: ROAE-არის საშუალო შემოსავლიანობა;

E_0 -არის საკუთარი კაპიტალი წლის დასაწყისისთვის;

E_1 -არის საკუთარი კაპიტალი წლის ბოლოსთვის.

საკრედიტო ანალიზისთვის საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა ხშირად დასკვნებისათვის არასაკმარისი, ხანდახან კი, დამახინჯებულ შედეგებამდე მიმყვანი ზომიერების გამომხატველი ხდება. მიზეზი იმაში მდგომარეობს, რომ კომპანიას შეუძლია თავისი შემოსავლიანობა კაპიტალის სტრუქტურაში სესხების წილის ზრდის ხარჯზე გაზარდოს. მაგრამ აღნიშნული სწორედ კომპანიის საკრედიტო ხასიათს ამცირებს. მოგების სუფთა ნორმა და გადაფარვის კოეფიციენტები საკრედიტო ხარისხის შეფასებაში შემოსავლიანობას უპირისპირდება. აღნიშნული კოეფიციენტების გარდა საკრედიტო ანალიზში მიღებულია ერთობლივი კაპიტალის შემოსავლიანობა იქნას გაანგარიშებული, რომლის მიხედვითაც, კომპანიის შედარებისას კაპიტალის სტრუქტურაში სხვაობის ნიველირება ხორციელდება:

$$\begin{aligned} \text{ერთობლივი კაპიტალის} &= (\text{სუფთა მოგება} + \text{გადასახადები} + \text{პროცენტი}) \\ \text{შემოსავლიანობა} &: \text{ერთობლივი ვალდებულებები} + \text{ერთობლივი საკუთარი კაპიტალი} \end{aligned}$$

საკრედიტო ანალიზში ვალისა და ფულადი ნაკადის თანაფარდობის კოეფიციენტი შეუფასებელ როლს ასრულებს:

მოკლევადიანი ვალისა

და ფულადი ნაკადის

თანაფარდობის

კოეფიციენტი

= მოკლევადიანი ვალი+გადახდები გრძელვადი

+ გრძელვადიანი ვალი+ ფულადი ნაკადი ოპერ

მოცემული კოეფიციენტი კონცენტრირებულად გამოსახავს კომპანიის ფინანსურ მოქნილობას. მაგალითად, თუ კომპანიის ვალი ტოლია 60 მლნ ლარის, ხოლო საოპერაციო ფულადი ნაკადი 20 მლნ ლარს შეადგენს, მას თავისი ვალის ლიკვიდირება, ამაზე თავისი მთლიანი საოპერაციო ფულადი ნაკადის დახარჯვით, სამ დღეში შეუძლია. რა თქმა უნდა, ამ კომპანიას დიდი ფინანსური მოქნილობა გააჩნია, ვიდრე იმ კომპანიას, ვისი ვალიც შეადგენს 80 მლნ ლარს, ხოლო ფულადი ნაკადი 10 მლნ ლარის ტოლია. ამ უკანასკნელს ხომ ვალის ლიკვიდაციისათვის რვა დღე დასჭირდება.

ყველაზე პოპულარული ფინანსური კოეფიციენტები, რომლებიც ყველა საკრედიტო შეთანხმებაში გვხვდება, მოიცავს **ვალის მომსახურების მაჩვენებლებს**, ან სხვაგვარად, გადაფარვის კოეფიციენტებს. ჩვეულებრივ, ასეთი კოეფიციენტები კომპანია-მსესხებლის საოპერაციო საქმიანობის დინამიკის მახასიათებელია და პროცენტებისა და ვალის ძირითადი თანხის შეთანხმებულ ვადებში გადახდის შესაძლებლობაზე წარმოდგენას გვიქმნის.

პროცენტების გადაფარვის კოეფიციენტი კომპანია-მსესხებლის მიერ ვალის მომსახურების შესაძლებლობის დახასიათებისათვის გამოიყენება. გაანგარიშებისათვის გამოიყენება **სუფთა მოგების(ამონაგებების)** პროცენტებისა და

გადასახადების (გადახდამდე)(EBIT) თანაფარდობა (ვალის მიხედვით პერიოდზე)ქვემდებარე გადახდების პროცენტების ჯამთან. გაანგარიშება ხორციელდება ფორმულის მიხედვით:

$$\text{პროცენტების დაფარვის კოეფიციენტი} = \text{EBIT} / \text{პროცენტები კრედიტზე (ix D)},$$

სადაც: EBIT – არის მოგება პროცენტებისა და გადასახადის გადახდამდე, სადაც:

i – არის პროცენტის განაკვეთი;

D – არის ვალი.

ფულადი ნაკადები-კრედიტუნარიანობის საზომი.

ფულადი ნაკადების ანალიზი არის მსესხებლის კრედიტუნარიანობის შეფასების მეთოდი, რომელსაც საანგარიშგებო პერიოდში კლიენტის სახსრების ბრუნვის მახასიათებელი ფაქტიური მაჩვენებლების გამოყენება უდევს საფუძვლად. სწორედ ამით იგი პრინციპულად განსხვავდება იმ შეფასების მეთოდისგან, რომელიც კლიენტის კრედიტუნარიანობას განსაზღვრავს ფინანსური კოეფიციენტების ტრადიციული სისტემის საფუძველზე.

დაკრედიტების დასავლურ პრაქტიკაში ფულადი ნაკადები კრედიტუნარიანობის უმნიშვნელოვანესი საზომის სახით გამოდიან. მათ შორის უმნიშვნელოვანესადაა აღიარებული ცნობილი ბივერის კოეფიციენტი.

ფულადი ნაკადის კოეფიციენტი , რომელიც საოპერაციო ფულადი ნაკადებისა და სავალ ვალდებულებების თანაფარდობის ტოლია, სარეიტინგო სააგენტოების არსებული მეთოდიკების შესაბამისად, აღნიშნული კოეფიციენტის მნიშვნელობის მიხედვით, კრედიტუნარიანობის კლასებად დაიყოფა. მაგალითად, კლასი I-1-დან 0,75 –მდე; კლასი II- 0,74-დან 0,30–მდე; კლასი III -0,29-დან 0,25 –მდე; კლასი IV-0,24-დან 0,20 –მდე; კლასი V-0,19-დან 0 –მდე;

დასავლეთის მოქმედ მეთოდებში აღნიშნული კოეფიციენტი დაიყოფა ორ ნაწილად:

- Funds Form Operations(FFO)/Total Debt (ერთობლივი ვალის ერთეულზე ოპერაციებიდან ფონდები), გაიანგარიშება ფორმულით:

FFO/D = ფულადი ნაკადი საოპერაციო საქმიანობიდან,

ამორტიზაციის, გადავადებული საგადასახადო ვალდებულებები და სხვა არაფულადი მუხლები :

: (გრძელვადიანი ვალი+ მოკლევადიანი ვალდებულებები+

+ კომერციული ქაღალდები + სხვა მოკლევადიანი სესხები);

- Free Operating Cash Flow/Total Debt(თავისუფალი ფულადი ნაკადი ვალის ერთეულზე), გაიანგარიშება ფორმულით:

FOCF/D=(FFO - კაპიტალური განახარჯები - (+)

ცვლილებები მუშა კაპიტალში (ფულადი

სახსრები,საბაზრო ფასიანი ქაღალდებისა და

მოკლევადიანი ვალის გამოკლებით) :

: (გრძელვადიანი ვალი + მოკლევადიანი

ვალდებულებები +

+კომერციული ქაღალდები + სხვა მოკლევადიანი ს

14.4. ტესტები:

1.ანალიზის კოეფიციენტური მეთოდი ითვალისწინებს:

ა) ფინანსური საბუთების არსში ჩაწვდომას

ბ) კოეფიციენტების მეშვეობით მათ „წაკითხვას“

გ) ფინანსური საბუთების არსის გაგებას

დ) ფინანსური საბუთების არსში ჩაწედომას, წაკითხვას, გაგებას

დ)

2.ფინანსური კოეფიციენტების საფუძველზე ფინანსური ანალიზის არსის გაგებისათვის საჭიროა შემდეგი რიგი მნიშვნელოვანი მომენტების აღვნიშვნა, რომ:

ა) ფინანსური კოეფიციენტების გაანგარიშება - ეს მხოლოდ კომპანიის

ფინანსური საქმიანობის ანალიზის მხოლოდ საწყისი პირველი ეტაპია

ბ) კოეფიციენტი - შემფოთების მანიშნებელია

გ) ფინანსური კოეფიციენტების სისტემაა საჭირო

დ) ფინანსური კოეფიციენტების გაანგარიშება საწყისი ეტაპია, შემფოთების

მანიშნებელია და კოეფიციენტების სისტემაა საჭირო

დ)

3.ფინანსური კოეფიციენტების სისტემის შემადგენლობა და სტრუქტურა ფინანსური ანალიზი ფუნქციებით განისაზღვრება, რომელთა შორის ტრადიციულად უმნიშვნელოვანესებს მიაკუთვნებენ ანალიზს:

ა) შემოსავლიანობის, ლიკვიდობის, მდგრადობის

ბ) შემოსავლიანობის, ლიკვიდობის, მდგრადობის, ეფექტიანობის

გ) მდგრადობის, ეფექტიანობის, ლიკვიდობის

დ) ლიკვიდობის, მდგრადობის, მოგებიანობის

ბ)

4.საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობა (ROE) გაიანგარიშება როგორც:

ა) მოგების ნორმა გამრავლებული აქტივების ბრუნვადობაზე

ბ) მიგების ნორმის, აქტივების ბრუნვადობის და ფინანსური ლევერიჯის

ნამრავლი

გ) მოგების ნორმა გამრავლებული ფინანსურ ლევერიჯზე

დ) აქტივების ბრუნვადობა გამრავლებული ფინანსურ ლევერიჯზე

ბ)

5.ფასისა და შემოსავლიანობის ახალი თანაფარდობა, ანუ საბაზრო მულტიპლიკატორი გაიანგარიშება როგორც:

ა) აქციის ფასი შეფარდებული მოგება აქციაზე

ბ) აქციის ფასი შეფარდებული აქციაზე დივიდენდთან

გ) აქციის ფასი შეფარდებული მის ნომინალურ ღირებულებასთან

დ) აქციის ფასი შეფარდებული კომპანიის მოგებასთან

ა)

6.ფინანსური სტრუქტურის კოეფიციენტი ანუ აქციონერული მულტიპლიკატორი გაიანგარიშება როგორც:

ა) ინვესტირებული კაპიტალი შეფარდებული მოზიდულ კაპიტალთან

ბ) ინვესტირებული კაპიტალი შეფარდებული ეროვნული ფულადი ერთეულის

კურსთან

გ) ინვესტირებული კაპიტალი შეფარდებული საკუთარ კაპოიალთან

დ) ინვესტირებული კაპიტალი შეფარდებული მიღებულ მოგებასთან

გ)

7.კომპანიის შემოსავლიანობა საკუთარი კაპიტალიდან მიმართებაში გაანგარიშებული უნდა იქნას როგორც წლის ბოლოსათვის მისი საშუალო მნიშვნელობის გათვალისწინებით და იგი ტოლია:

ა)სუფთა მოგება შეფარდებული წლის დასაწყისში საკუთარ კაპიტალთან

ბ)სუფთა მოგება შეფარდებული წლის ბოლოსათვის საკუთარ კაპიტალთან

გ)სუფთა მოგება შეფარდებული წლის შუა პერიოდში საკუთარ კაპიტალთან

დ)სუფთა მოგება შეფარდებული წლის დასაწყისში და წლის ბოლოსათვის

საკუთარი კაპიტალის ჯამის ნახევართან

დ)

8.ერთობლივი კაპიტალი შემოსავლიანობა ტოლია:

ა) სუფთა მოგების, გადასახადებისა და პროცენტების ჯამი შეფარდებული

ერთობლივ ვალთან

ბ) სუფთა მოგების, გადასახადებისა და პროცენტების ჯამი შეფარდებული საკუთარ

კაპიტალთან

გ) სუფთა მოგების, გადასახადებისა და პროცენტების ჯამი შეფარდებული

ერთობლივი ვალისა და საკუთარი კაპიტალის ჯამთან

დ) სუფთა მოგების, გადასახადებისა და პროცენტების ჯამი შეფარდებული ნასესხებ კაპიტალთან.

გ)

15. კომერციული ბანკის საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისა და მართვის სტრატეგია

საინვესტიციო პორტფელი თავისთავად ერთი ან რამდენიმე საინვესტიციო მიზნების მიღწევისათვის გარკვეული პროპორციით შეგნებულად ფორმირებულ აქტივების ერთობლიობას წარმოასდგენს.

თეორიულად პორტფელი შეიძლება ერთი სახეობის ფასიანი ქაღალდისაგან შედგებოდეს, მაგრამ იგი, ერთი სახეობის ქაღალდების მეორეთი ჩანაცვლების გზით, შეიძლება პერიოდულად შეიცვალოს. მაგრამ თითოეულ ფასიან ქაღალდს ცალცალკე, როგორც წესი, დასახული საინვესტიციო მიზნების მიღწევა არ შეუძლია.

პორტფელური ინვესტირების ძირითადი ამოცანაა - ინვესტირების პირობების გაუმჯობესება, ფასიანი ქაღალდების ერთობლიობისათვის ისეთი საინვესტიციო მახასიათებლების მიცემა, რომლებიც ცალკე აღებული ფასიანი ქაღალდის პოზიციიდან მიუღწევადია და მხოლოდ მათი კომბინაციისას არის შესაძლებელი.

პორტფელის ფორმირების წინ საინვესტიციო მიზნების მკაფიოდ განსაზღვრა და შემდგომში, პორტფელის არსებობის მთლიანი დროის განმავლობაში, აღნიშნული მიზნების აღსრულებაზე მიყოლა არის საჭირო,

ინვესტირების მიზნებია - ფასიან ქაღალდებში დაბანდებების შემოსავლიანობის, რისკის, პერიოდის, ფორმებისა და სიდიდის კონკრეტული მნიშვნელობების მიღწევა. სწორედ ის, თუ რა მიზნისაკენ იღწვის ინვესტორი (ბანკი), საინვესტიციო ინსტრუმენტების საბოლოო არჩევის დეტერმინანტასაც წარმოადგენს.

ქვემოთ გვინდა მხოლოდ ის მიზნები ჩამოვთვალოთ, რომლებისაკენ, ჩვენი მოსაზრებით, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ყველაზე უფრო ხშირად მიიღწვის კომერციული ბანკი და ესენია:

- **გარკვეული გადახდების გარანტია დადგენილი ვადისათვის.** მაგალითად, ბანკმა, საკუთარი თამასუქების განთავსების მეშვეობით, 1 მლნ დოლარის ოდენობის სახსრები მოიზიდა წლიური 12%-ის ქვეშ ერთი წლის ვადით. ბუნებრივია, მან აღნიშნული სახსრები ისე უნდა განათავსოს, რომ წლის ბოლოსათვის არა ნაკლებ 1 მლნ 120 ათასი დოლარი მიიღოს.
- **რეგულალური მიმდინარე გადახდების მიღება და გადახდების გარანტირება დადგენილი ვადისათვის.** მაგალითად, ბანკმა დეპოზიტზე მეანაბრებისაგან 1 მლნ დოლარის ოდენობის სახსრები მოიზიდა წლიური 12%-ის ქვეშ პროცენტების ყოველთვიურად

გადახდით. ყოველ თვეში ბანკმა მეანაბრებს 10 ათ. დოლარი უნდა გადაუხადოს, ხოლო ერთი წლის შემდეგ მას, ვალის ძირითადი თანხის გადასახდელად, მინიმუმ, 1 მლნ დოლარი უნდა ჰქონდეს. შესაბამისად მანკმა ინვესტიციების ისეთი პორტფელი უნდა შექმნას, რომელიც თვეში არანაკლებ 10 ათ. აშშ დოლარის სიდიდის მიმდინარე გადახდების მიღებას განაპირობებდა , ხოლო ანაბრების ვადის ბოლოსათვის კი არა ნაკლები 1 მლნ დოლარის გადახდის გარანტორი იქნებოდა.

- **შემოსავლის მაქსიმიზაცია გარკვეული ვადისათვის.**
ამ შემთხვევაში ბანკი გარკვეულ ვალდებულებებთან არის დაკავშირებული, მაგალითად, ფასიან ქაღალდებში საკუთარი სახსრების ინვესტირებისას.

თუ წარმოდგენილი საინვესტიციო მიზნების უმრავლესობიდან და საბანკო საქმიანობის საერთო არსიდან გამოვალთ, მაშინ შეიძლება ითქვას, რომ ბანკი, წარმოადგენს რა „დეპოზიტური“ ტიპის შუამავალს, იგი ვალში აღებული სახსრების ინვესტირებას ახორციელებს, ანუ საბამკო ინვესტიციები ჩვეულებრივად მკაცრადაა რეგლამენტირებული როგორც რისკის დონის მიხედვით, ასევე ვადების მიხედვითაც. უფრო მეტი, თუ საინვესტიციო მიზნების

განსაზღვრისას შემოსავლიანობის დონეს ბანკი დამოუკიდებლად ადგენს, რისკის დონის მიმართებაში კი არსებობენ საგარეო შეზღუდვები, რომლებიც ცენტრალური ბანკის მიერ ან კანონმდებლობით განისაზღვრება. მაგალითად, აქციებში და სხვა მაღალ რისკიან აქტივებში ინვესტიციები ცენტრალური ბანკების ნორმატიული აქტებით მკაცრად რეგლამენტირდება, ხოლო ზოგიერთ ქვეყნებში ისინი კომერციული ბანკებისათვის ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში კანონმდებლურად იყო აკრძალური („გლას-სტიგოლას“ აქტი აშშ-ში). აღნიშნული შეზღუდვების არსი იმაში მდგომარეობს, რომ მთლიანობაში საბანკო სისტემის ლიკვიდობის და შესაბამისად გადახდისუნარიანობის მხარდაჭერა იქნას უზრუნველყოფილი. ამიტომ, თუ აქციები საბანკო პოტრფელში მაინც არის განთავსებული, ისინი ძირითადად მის ერთობლივ აქტივებში მცირეოდენ ნაწილს შეადგენენ.

აღნიშნულიდან გამომდინარეობს, რომ კომერციული ბანკის საინვესტიციო მიზნების უმეტესობას ე.წ. სავალო ინსტრუმენტებში ინვესტიციები შეესაბამებოდა.

სავალო ფასიანი ქაღალდები როგორც არანივთობრივ აქტივებში დაბანდება თავისთავად, რომლებიც პროცენტის სახით შემოსავლის მიღების უფლებაზე სანაცვლოდ, ვალად გაცემულ სახსრებს წარმოადგენენ. მსესხებელი კი

ვალდებულია ვალის თანხა მითითებულ დროში დააბრუნოს. თავისი არსის მიხედვით, სავალო ფასიანი ქაღალდის შეძენა შეიძლება როგორც საკრედიტო ხელშეკრულების დადების სახით იქნას დახასიათებული, მაგრამ ამ უკანასკნელისაგან განსხვავებით, ფასიანი ქაღალდი რიგ უპირატესობებს ფლობს, რომელთა შორის ერთ-ერთი - **ლიკვიდობაა**. ამრიგად, კომერციული ბანკებისათვის ინვესტირების ყველაზე უფრო გავრცელებულ ობიექტს, სავალო ფასიანი ქაღალდები (თამასუქები, ობლიგაციები) წარმოადგენენ. აღნიშნულიდან გამომდინარე შემდგომ სავალო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ძირითადი პარამეტრები კომერციული ბანკებისათვის განხილული იქნება როგორც ყველაზე უფრო ტიპიურები.

საინვესტიციო მიზნების განსაზღვრისა და ინვესტირებისათვის შესაბამისი სახეობის ფასიანი ქაღალდების (აქციები, ობლიგაციები, ვადიანი ინსტრუმენტები) შერჩევის შემდეგ მნიშვნელოვანია აღნიშნული ინსტრუმენტების, სამომავლო პორტფელის საინვესტიციო მიზნების პოზოციიდან, შიდა ჯგუფური შეფასება იქნას განხორციელებული. შეფასების შედეგი უნდა იყოს დასახული მიზნების შესაბამისი კონკრეტული პარამეტრები, უფრო ზუსტად, თითოეული ცალკეული ინსტრუმენტის შემოსავლიანობა, რისკი და ფასი.

მიუხედავად სავალო ფასიანი ქაღალდების მრავალფეროვნებისა, ძირითადი მახასიათებლების გაანგარიშების მეთოდების თვალსაზრისიდან შეიძლება ორი მათი ძირითადი ჯგუფი - კუპონურები და დისკონტურები გამოიყოს. პირველი, ანუ კუპონურები - ითვალისწინებენ ფასიანი ქაღალდის ემიტენტის ვალდებულებას გადაიხადოს ვალის ძირითადი თანხასთან ერთად (ფასიანი ქაღალდის ნომინალი) კიდევ ვალის ძირითად თანხაზე დარიცხვადი წინასწარ შეთანხმებული პროცენტებიც. მეორე, ანუ დისკონტირებულები - თავისთავად მხოლოდ წინასწარ შეთანხმებული თანხის - ფასიანი ქაღალდის ნომინალის გადახდის ვალდებულებას წარმოადგენს.

ბუნებრივია, რომ ბაზარზე ისინი ვალის თანხისადმი ფასდაკლებით (დისკონტით) მიმოიქცევიან.

15.1. სავალო ფასიანი ქაღალდების ძირითადი მაჩვენებლები და მათი განსაზღვრის მეთოდები

1.1.1. საბაზრო ფასი. საინვესტიციო ინსტრუმენტების ერთ-ერთ მაჩვენებელს - მათი საბაზრო ფასი წარმოადგენს. უმეტეს შემთხვევებში, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გასვლისას, ინვესტორი უკვე ჩამოყალიბებული ფასების დონეს ეჯახება (გამონაკლისს შეადგენენ პირველადი გამთავსების შემთხვევები და სიტყაციები, როდესაც ინვესტორი იმდენად

მნიშვნელოვან თანხებს ფლობს, რომ ბაზარზე ზემოქმედების შემძლეა). ფასების მოცემული დონე ბაზრის მიერ ყალიბდება და ინვესტორისადმი მიმართებაში საგარეოს წარმოადგენს.

მეორად ბაზარზე სავალ ინსტრუმენტების ფასი, როგორც წესი, ნომინალთან პროცენტებში დგინდება. აღნიშნულ თანაფარდობას ობლიგაციის ან თამასუქის კურსს უწოდებენ:

$$K = P / N \times 100, \text{ აქედან } P = K \times N / 100 .$$

თუ საუბარია უკუპონო ობლიგაციების ან დისკონტური თამასუქების შესახებ, მაშინ ფასის გაანგარიშებისათვის ზემოთმოყვანილი ფორმულა არის საკმარისი. მაგრამ კუპონიანი ობლიგაციის ფასის გაანგარიშებისათვის საჭიროა ასევე დაგროვებული კუპონური შემოსავალიც (დკშ) იქნას გაანგარიშებული. მიუხედავად იმისა, რომ ობლიგაციის ემიტენტის მიერ კუპონი მთლიანი თანხით გადაიხდება იმ პირზე, რომელსაც ისინი გადახდის თარიღისათვის, ან საკუპონე თარიღისათვის მიეკუთვნებოდნენ. თითოეულ შემდგომ მფლობელს ასევე, ფლობის ვადის პროპორციულად, შემოსავლის მიღებაზე აქვს უფლება. აღნიშნული მიიღწევა იმით, რომ ობლიგაციების შეძენისას მათმა მფლობელმა წინა მფლობელს ობლიგაციის საკუთარი ფასის, ანუ „სუფთა“ ფასის გარდა, ასევე დაგროვებული კუპონური შემოსავლის (დკშ)

სიდიდეც უნდა გადაუხადოს, რომელიც გაიანგარიშება ფორმულით:

$$\text{დკშ} = C \times (T - t_1) / T,$$

სადაც: C – მიმდინარე კუპონის სიდიდეა, ლარებში;
T - მიმდინარე კუპონური პერიოდია, დღეებში;
 t_1 - დროა (დღეებში), რომელიც უახლესი კუპონის გადახდამდე არის დარჩენილი.

ამრიგად, კუპონური ობლიგაციის სრული („დასვრილი“) ღირებულება გაიანგარიშება როგორც ობლიგაციის „სუფთა“ ფასის თანხა და

$$\text{დკშ} : P_f = P + \text{დკშ}.$$

მაგალითი 72.

ობლიგაცია ცნობილი კუპონური შემოსავლით 26.04.2016 წელს 91,5% კურსის მიხედვით არის შეძენილი. მისი პარამეტრები ცხრილი 1-შია ჩამოყალიბებული (იხ. ცხრ. 1).

ნომინალი - 1 000 ლარი.

განსაზღვრეთ დაგროვებული კუპონური შემოსავალი. როგორი ფასი უნდა გადაიხადოს ობლიგაციის მყიდველმა (საკომისიო გასამრჯელოსა და სხვა ზედნადები ხარჯების არ ჩათვლით) ?

ამოხსნა:

1. ვპოულობთ ობლიგაციის „სუფთა“ ღირებულებას:

$$P = 1\,000 \times 91,5 / 100 = 915 \text{ ლარი.}$$

2. გავიანგარიშოთ დაგროვებული კუპონური

შემოსავალი (დკშ):

$C_1 = 1\,000 \times 0,15 \times (185/365) = 74,79$ ლარი - კუპონის
სიდიდე (ცხრილი 1-ის ბოლო სვეტი);

$t_1 = 19.07.2016 - 26.04.2016 = 84$ დღე - დრეტა რაოდენობა
უახლოესი კუპონის გადახდამდე;

$T = 182$ დღეს - კუპონური პერიოდი.

დკშ = $(74,79/182) \times (182 - 84) = 40,272$ ლარი.

ობლიგაციის ფასი დაგროვებულ კუპონურ
შემოსავალთან (დკშ-თან) ერთად („დასვრილი“ ფასი) = $915 +$
 $40,272 = 955,272$ ლარი.

ცხრილი 1. ობლიგაციის პარამეტრები

კუპონის გადახდის თარიღი	კუპონური პერიოდის ნომერი	კუპონური პერიოდი	კუპონის სიდ. % წლიური	გამოცხადებული კუპონი, ლარებში
19.01.2014				
21.01.2014	1	182	15	74,79
20.01.2015	2	182	15	74,79
21.07.2015	3	182	15	74,78
19.01.2016	4	182	15	74,79
19.07.2016	5	182	15	74,79
7.01.2017	6	182	15	74,79

როგორ ხორციელდება ობლიგაციის საბაზრო ფასის ფორმირება? როგორც ნებისმიერი საქონელის ფასის, ასევე ობლიგაციის ფასის ფორმირებაც ინვესტორების მხრიდან მოთხოვნისა და მიწიდების ზემოქმედების ქვეშ ხორციელდება. ამასთან, მაგრამ, ობლიგაციის ფასი აბსოლუტურად შემთხვევითს არ წარმოადგენს, არამედ იგი მის ბუნებრივ მნიშვნელობასთან, საკუთარ შიდა ღირებულებასთან ახლოს მერყეობს. იმის განსაზღვრისას, თუ როგორი უნდა იყოს სავალო ინსტრუმენტის ფასი, ინვესტორმა მოსალოდნელი გადახდების დისკონტირება და მათი დაჯანება უნდა განახორციელოს, ანუ გადახდების ნაკადის სუფთა მიმდინათრე ღირებულება უნდა გაიანგარიშოს.

ავლნიშნოთ ყველა მოსალოდნელი ფულადი შემოსავლები $C_1, C_2, C_3, \dots, C_n$ - ის მეშვეობით, მათვე მიეკუთვნებიან გადახდები კუპონების მიხედვით და დაფარვის ფასი. მაშინ ობლიგაციის თანამედროვე (საბაზრო) ღირებულება P ყველა დისკონტირებული შემოსავლების ჯამის ტოლი იქნება:

$$P = C_1/(1+i) + C_2/(1+i)^2 + C_3/(1+i)^3 + \dots + C_n/(1+i)^n ,$$

სადაც: i - ეფექტური შემოსავლიანობა ან დისკონტირების განაკვეთია

(ამოცანის გადაწყვეტაზე დამოკიდებულებაში).

აღნიშნული ფორმულა ორი ძირითადი ამოცანის გადაწყვეტის შესაძლებლობას იძლევა:

ა) ობლიგაციის ფასის განსაზღვრის, თუ დისკონტირების განაკვეთი არის ცნობილი;

ბ) ეფექტიანი შემოსავლიანობის განსაზღვრის, თუ ობლიგაციის ფასი არის ცნობილი.

ზემოთაღნიშნული ფორმულის სუფთა შემთხვევა - კუპონური ინსტრუმენტებისათვის ფორმულას და დისკონტური ინსტრუმენტებისათვის ფორმულას შემდეგი თანმიმდევრული სახე გააჩნია:

$$P + \text{დკშ} = C_k / (1 + i_e / 100)^{tk/365} + N / (1 + i_e / 100)^{tk/365},$$

$$P = N / (1 + i_e / 100)^{t/365},$$

სადაც: i_e – ეფექტიანი შემოსავლიანობაა, ან დისკონტირების განაკვეთია

(პროცენტებში, პროცენტის ასეულობამდე სიზუსტით);

N – ობლიგაციის ნომინალია, ლარებში;

P – ობლიგაციის ფასია, ლარებში;

დკშ – დაგროვებული კუპონური შემოსავლის სიდიდეა, ლარებში;

C_k – k -ს რიგითობის კუპონის სიდიდე, ლარებში;

n – კუპონის სამომავლო გადახდების რაოდენობა;

k – შესაბამისი კუპონის გადახდანდე დღეების რაოდენობა;

t – ობლიგაციის დაფარვამდე ვადა, დღეებში.

როგორც წესი $t = t_n$.

მაგალითი 73.

განსვსაზღვროთ სახელმწიფო კუპონური ობლიგაციის შეძენის მისაღები მაქსიმალური კურსი 26.04.2016 წლის მეორად ვაჭრობებზე იმ პირობების გათვალისწინებით, რომ ალტერნატიული დაბანდება წლიურ 50%-იან შემოსავლიანობას ფლობს. არნიშნული ობლიგაციის პარამეტრები ცხრილი 2-შია მითითებული. ობლიგაციის ნომინალი - 10 ლარია.

ამოხსნა:

ობლიგაცია უნდა იქნას შეძენილი ფასით, რომელიც არანაკლები წლიურ 50%-იან შემოსავლიანობას უზრუნველყოფს. შესაბამისად, დისკონტირების განაკვეთი 0,5-ის ტოლი იქნება.

ცხრილი 2. სახელმწიფო კუპონური ობლიგაციის პარამეტრები

კუპონის გადახდის თარიღი	საკუპონე პერიოდის ნომერი	კუპონური პერიოდი	კუპონის სიდ. % წლიური	გამოცხადებული კუპონი, ლარებში
19.08.2014				
10.02.2015	1	175	30	1,44
12.05.2015	2	91	30	0,75
11.08.2015	3	91	30	0,75
10.11.2015	4	91	25	0,62

09.02.2016	5	91	25	0,62
10.05.2016	6	91	25	0,62
09.08.2016	7	91	25	0,62
08.11.2016	8	91	20	0,5
07.02.2017	9	91	20	0,5
09.05..2017	10	91	20	0,5
08.08.207	11	91	20	0,5
07.11.2017	12	91	15	0,37
06.02.2018	13	91	15	0,37

კუპონის სიდიდე ლარებში ცხრილი 2-ის ბოლო სვეტში უკვე გაანგარიშებულია. გავიანგარიშოთ ობლიგაციის „დასვრილი“ ფასი:

$$\begin{aligned}
 P + \text{დკშ} &= 0,62/1,5^{14/365} + 0,62/1,5^{105/365} + 0,5/1,5^{196/365} + 0,5/1,5^{287/365} + \\
 &0,5/1,5^{378/365} + 0,5/1,5^{469/365} + 0,37/1,5^{560/365} + (0,37 + 10)/1,5^{651/365} \\
 &= 7,783628153 \text{ (ლარს)}.
 \end{aligned}$$

გავიანგარიშოთ სახელმწიფო კუპონური ობლიგაციის დაგროვებული კუპონური შემოსავალი (დკშ):

$$C = 10 \times 0,25 \times (91/365) = 0,62 \text{ (ლარს)} -$$

- კუპონის სიდიდე (ცხრილი 2-ის ბოლო სვეტი);

$$t_1 = 10.05.2016 - 26.04.2016 = 14 \text{ (დღე)} -$$

- დღეების რაოდენობა უახლოესი კუპონის გადახდამდე;

$$T = 91 \text{ (დღე)} - \text{კუპონური პერიოდი.}$$

სახელმწიფო კუპონური ობლიგაციის დაგროვებული

$$\text{კუპონური შემოსავალი (დკშ)} = (0,62/91) \times (91 - 14) =$$

$$0,5246154 \text{ (ლარს).}$$

$$P = 7,783628153 - 0,5246154 = 7,259013 \text{ (ლარს).}$$

$$\text{ობლიგაციის მისაღები კურსია} - 72,59\%.$$

1.1.2. სავალო ინსტრუმენტების შემოსავლიანობა.

შემოსავლიანობა წარმოასდგენს უმნიშვნელოვანეს მაჩვენებელს, რომლის საფუძველზე ინვესტორს შეუძლია ფინანსური ოპერაციების შედეგები შეაფასოს და ფულადი სახსრების ალტერნატიული დაბანდებების სხვადასხვა ვარიანტები შეადაროს. შემოსავლიანობა განისაზღვრება როგორც მიღებული მოგების თანაფარდობა დანახარჯებთან (ინვესტიციის პერიოდის გათვალისწინებით) და დაიყვანება ერთიან საბაზო პერიოდამდე (ჩვეულებრივად წლიურამე). პორტფელის ფორმირებისას კვლევა ხორციელდება ორი სახის შემოსავლიანობის: მოსალოდნელი და ფაქტიური შემოსავლიანობა. მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ფასიანი ქაღალდის სამომავლო პერსპექტივების შეფასებას ახორციელებს და მისი სახით შეიძლება შემოსავლიანობა

დაფარვისათვის იქნეს გამოყენებული. ფაქტიური (მიმდინარე) შემოსავლიანობა ოპერაციის ეფექტიანობის მახასიათებელია შემენის მომენტიდან (კერძოდ, პირველადი განთავსების მომენტი) გაყიდვის გათვალისწინებულ მომენტამდე (მაგალითად, მიმდინარე მომენტი). მიუხედავად იმისა რომ ობლიგაციის ფაქტიური შემოსავლიანობა განისაზღვრება უკვე გასულ პერიოდზე და უშუალოდ ინვესტიციის ეფექტიანობას მომავალში არ განსაზღვრავს, მიუხედავად ამისა აღნიშნული მაჩვენებლის დინამიკა ბაზრის ძირითადი ტენდენციების გამოვლენის, ფასიანი ქაღალდის რისკის გაანგარიშებისა და მომავალში ინვესტიციის განხორციელებისათვის გადაწყვეტილების მიღების შესაძლებლობას იძლევა.

ფაქტიური შემოსავლიანობა კუპონის გარეშე და კუპონიანი ობლიგაციების, ფასიანი ქაღალდების თითოეული სახეობის თავისებურებების გათვალისწინებით, შეიძლება განისაზღვროს ფორმულით:

$$i = ((P_2 + \text{ჯამი } K_i + A_2) / (P_1 + A_1) - 1) \times 365 / T_i \times 100,$$

სადაც: A_1 ; A_2 – შესაბამისად გადახდილი და დაგროვებული კუპონური შემოსავალია;

P_1 ; P_2 – შესაბამისად ფასია ინვესტიციის დასაწყის და ბოლო

პერიოდში;

ჯამი K_i – მიღებული კუპონური გადახდებია;

T_i – ინვესტიციების პერიოდია.

შემოსავლიანობა დაფარვისათვის გაიანგარიშება ორი ხერხით: პირველი ითვალისწინებს პროცენტების მარტივ დარიცხვას; მეორე - დარიცხვას რთული პროცენტების განაკვეთის მიხედვით, ანუ შემოსავლების რეინვესტირების გათვალისწინებით.

უკუპონე ობლიგაციებისა და უპროცენტო თამასუქებისათვის შემოსავლიანობა დაფარვისათვის შეიძლება გაანგარიშებული იქნას შემდეგი ფორმულით:

$$I = (N/P - 1) \times 365/t \times 100,$$

სადაც: i – შემოსავლიანობა დაფარვისათვის მარტივი პროცენტების

ფორმულის მიხედვით, %,

N – ობლიგაციის ნომინალია, ლარებში,

P – ობლიგაციის ფასია, ლარებში,

t - დრეების რაოდენობა დაფარვამდე.

ზედას წინა ფორმულა გამოიყენება კუპონის გარეშე ობლიგაციის (სახელმწიფო სახაზინო ობლიგაცია) შემოსავლიანობის გაანგარიშებისათვის. მაგრამ იგი წარმოადგენს შემოსავლიანობას დაფარვისათვის, რომელიც მარტივი პროცენტების საფუძველზეა გაანგარიშებული. ამასთან ერთად პარქტიკულად ყოველთვის არსებობს შესაძლებლობა მიღებული შემოსავლების რეინვესტირებისათვის და ამ შემთხვევაში გაიანგარიშება ეფექტური შემოსავლიანობა დაფარვისათვის:

$$I = \{(N/P)^{365/t} - 1\} \times 100.$$

კუპონიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობა
დაფარვისათვის გაიანგარიშება ხორციელდება, როგორც წესი, რთული პროცენტების ფორმულის მიხედვით, ანუ კუპონების რეინვესტირების გათვალისწინებით. აღნიშნულისათვის გამოიყენება ჩვენთვის უკვე ცნობილი ობლიგაციის „დასვრილი“ ფასის გაანგარიშებისათვის ფორმულა, რომელსაც შემდეგი სახე აქვს:

$$P + \text{დკშ} = C_k / (1 + i_e / 100)^{tk/365} + N / (1 + i_e / 100)^{tk/365},$$

სადაც: i_e - ეფექტური შემოსავლიანობა (პროცენტებში, სიზუსტით პროცენტის მესამედზე).

მოცემული ფორმულა ოფიციალურ ანგარიშგებებში გამოიყენება სახელმწიფო კუპონური ობლიგაციების შემოსავლიანობის დაფარვისათვის გაანგარიშებებისას.

ეფექტურ შემოსავლიანობა (i_e) გაიანგარიშება სასინჯი მნიშვნელობების (i_e) ჩასმით მრავალჯერადად გაანგარიშებისა და გამეორებად გაანგარიშებაში, ინვესტორისათვის მისაღები გამოთვლის სიზუსტის მიღწევამდე, შესწორებების შეტანით გზით.

ეფექტიანი შემოსავლიანობის დაფარვამდე
გაანგარიშების სირთულის გათვალისწინებით, შეიძლება

შემოსავლიანობა დაფარვამდე მარტივი საპროცენტო განაკვეთის მიხედვით იქნას გაანგარიშებული:

$$i = \{(N - P + \text{ჯამი } C_k - \text{დკშ}) / (P + \text{დკშ})\} \times 365 / t \times 100\%.$$

მაგრამ ყოველთვის უნდა გვახსოვდეს, რომ შემოსავლიანობა დაფარვამდე i , გაანგარიშებული მარტივი პროცენტული განაკვეთის გამოყენებით, ზოგიერთ შემთხვევებში შეიძლება ძლიერ განსხვავდებოდეს ეფექტური შემოსავლიანობისაგან დაფარვამდე ie , რთული პროცენტული გამოყენებით გაანგარიშებულისაგან.

მაგალითი 74.

მეორად ვაჭრობებზე 26.04.2016 წელს სახელმწიფო სახაზინო ობლიგაციების კურსმა (პირობითად ობლიგაციები №1) 98,68%; სახელმწიფო კუპონიანმა ობლიგაციების კურსმა (პირობითად ობლიგაციები №2) 91,5% და სახელმწიფო კუპონიანმა ობლიგაციების კურსმა (პირობითად ობლიგაციები №3) 78,99% შეადგინა.

1. განვსაზღვროთ, რომელ ფასიან ქაღალდებში იქნება ინვესტიციები ყველაზე უფო ეფექტიანი შემოსავლიანობის დაფარვისათვის თვალსაზრისიდან გამომდინარე? შემოსავლიანობა გავიანგარიშოთ მარტივი და რთული პროცენტული განაკვეთის გათვალისწინებით. მონაცემები კუპონიანი ობლიგაციების მიხედვით ავიღოთ წინა მაგალითებიდან

გამომდინარე, პარამეტრები ობლიგაცია №1-ის მიხედვით შემდეგია: ნომინალი - 1000 ლარი; დაფარვა - 31.05.2016 წელი.

2. გავიანგარიშოთ მიმდინარე შემოსავლიანობა კუპონიანი ობლიგაციებისათვის იმ პირობების გათვალისწინებით, რომ შესაბამისი ობლიგაციების აუქციონების კურსი შეადგენენ:

- სახელმწიფო კუპონიანი ობლიგაციების ფასი (პირობითად ობლიგაცია №2) - 80%;
- სახელმწიფო კუპონიანი ობლიგაციების ფასი (პირობითად ობლიგაცია №3) - 70%.

ამოხსნა:

1. გავიანგარიშოთ შემოსავლიანობა დაფარვისათვის სახელმწიფო სახაზინო ობლიგაციების (პირობითად ობლიგაციები №1) მიხედვით მარტივი და რთული პროცენტული განაკვეთებიდან გამომდინარე:

$$i = (N/P - 1) \times 365/t \times 100\%,$$

სადაც $N = 1000$ ლარს,

$$P = 98,68 \times 1000/100 = 986,8 \text{ (ლარს),}$$

$$t_{\text{დაფ}} = 31.05.2016 - 26.04.2016 = 35 \text{ (დღეს).}$$

მარტივი განაკვეთი:

$$i = ((1000/986,8) - 1) \times 365 \times 100/35 = 13,95\%.$$

ეფექტური განაკვეთი:

$$I_e = \{(N/P)^{365/t} - 1\} \times 100\% = \{(1000/986,8)^{365/35} - 1\} \times 100\% = 14,8634 (\%).$$

2. გავიანგარიშოთ შემოსავლიანობა დაფარვისათვის კუპონიანი ობლიგაციებისათვის (პირობითად ობლიგაციები №2) მარტივი და რთული პროცენტული განაკვეთებიდან გამომდინარე:

$$i = \{(N - P + \text{ჯამი } C_k - \text{დკშ}) / (P + \text{დკშ})\} \times 365/t \times 100\%,$$

სადაც $N = 1000$ (ლარს).

$$P = 91,5 \times 1000/100 = 915 \text{ (ლარს),}$$

$$C_1 = 1000 \times 0,15 \times (182/365) = 74,79 \text{ (ლარს),}$$

$$\text{დკშ} = 40,272 \text{ (ლარს),}$$

$$t_{\text{დგ}} = 84 + 182 = 266 \text{ (დღეს).}$$

მარტივი განაკვეთი:

$$\begin{aligned} i &= ((1000 - 915 + 74,79 \times 2 - 40,272) / 955,272) \times (365/266) \times \\ &100 = \\ &= (194,308 / 955,272) \times 137,218 = 27,91\%. \end{aligned}$$

ეფექტური განაკვეთი:

$$P + \text{დკშ} = C_k / (1 + i_e/100)^{tk/365} + N / (1 + i_e/100)^{t/365} ;$$

$$915 + 40,272 = 74,79 / (1 + i_e/100)^{84/365} + N / (1 + i_e/100)^{266/365} .$$

აქედან ვპოულობთ i_e . აღნიშნული შეიძლება EXCEL სტანდარტული საშუალებების დახმარებით იქნას გაკეთებული (ფუნქცია „პარამეტრების შერჩევა“). მოცემულ შემთხვევაში $i_e = 30,57\%$.

3. გავიანგარიშოთ შემოსავლიანობა დაფარვისათვის კუპონიანი ობლიგაციებისათვის (პირობითად ობლიგაციები №3) მარტივი და რთული პროცენტული განაკვეთებიდან გამომდინარე:

$$i = \{(N - P + \text{ჯამი } C_k - \text{დკშ}) / (P + \text{დკშ})\} \times 365 / t \times 100\%,$$

სადაც $N = 10$ (ლარს).

$$P = 10 \times 78,99 / 100 = 7,899 \text{ (ლარს)},$$

$$C_1 = 10 \times 0,25 \times (91/365) = 0,62 \text{ (ლარს)},$$

$$\text{დკშ} = 0,5246154 \text{ (ლარს)},$$

$$t_{\text{დგ}} = 14 + 7 \times 91 = 651 \text{ (დღეს)}.$$

მარტივი განაკვეთი:

$$\begin{aligned} i &= ((10 - 7,899 + 0,62 \times 2 + 0,5 \times 4 + 0,37 \times 2 - 0,5246154) / \\ &\quad / 8,423615385) \times (365/651) \times 100 = \\ &= ((10 - 7,899 + 1,24 + 2 + 0,74 - 0,52446154) / 8,423615385) \times \\ &\quad 56,067588325 = \\ &= (5,5563846 / 8,423615385) \times 56,067588325 = 36,983299\%. \end{aligned}$$

ეფექტური განაკვეთი:

ეფექტიანი შემოსავლიანობის (დაფარვისათვის) გაანგარიშებამ (i_e) EXCEL-ის სტანდარტული საშუალებების დახმარებით მოგვცა შედეგი, რომელიც წლიური 41,67%-ის ტოლია.

ამრიგად, ყველაზე უფრო დიდ შემოსავლიანობას ფლობენ კუპონური ობლიგაციების (პირობითად ობლიგაციები №3) ინვესტიციები.

მიცემული გარემოება ადვილად ახსნადია: რამდენად უფრო დიდია ინვესტირების ვადა, იმდენად უფრო მაღალი უნდა იყოს საინვესტიციო ინსტრუმენტის შემოსავლიანობა.

4. გავიანგარიშოთ კუპონური ობლიგაციების მიმდინარე შემოსავლიანობა:

$$i = ((P_2 + K_i + A_2)/(P_1 + A_i) - 1) \times 365/T_i \times 100\%.$$

$$i_{\text{კუპ. ობლ. №2}} = ((915 + 4 \times 74,79 + 40,272)/(800 + 0)) \times 365/826 \times 100 =$$
$$= 69,2899 (\%)$$

$$i_{\text{კუპ. ობლ. №3}} = ((7,899 + 1,44 \times 0,75 \times 2 + 0,62 \times 2 + 0,5246154)/$$
$$/(7 + 0)) \times 365/616 \times 100 = 106,6864 (\%).$$

1.1.3. სავალო ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის ვადა, დიურაციის ცნება.

რამდენად მეტია ობლიგაციის ვადა, იმდენად უფრო ცვალებადია მისი საკურსო ღირებულება, ანუ საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის მცირე ცვლილებებს (დელტა i) შეუძლია ობლიგაციის კურსის არსებითი ცვლილებები (დელტა K) გამოიწვიოს.

მეორე მხრივ, მაღალი კუპონური გადახდებიანი ობლიგაციებისათვის კურსი უფრო სტაბილურია. სიდიდეს, რომელიც ობლიგაციის ვადაზე და კუპონური გადახდების სიდიდეზეა დამოკიდებული და რომელიც თავის მხრივ საბაზრო კურსის რყევებს საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის რყევებთან რაოდენობრივად აკავშირებს, დიურაციას (duration - ხანგრძლივობას) უწოდებენ. დიურაცია (D) განისაზღვრება როგორც შესაბამისი შემოსავლების მიღების საშუალომწონილი (დისკონტირებული შემოსავლების მიხედვით) დრო.

$$D = \text{ჯამი } ((t_k \times C_k)/(1+i)^k) / \text{ჯამი } (C_k/(1+i)^k) = \\ = \text{ჯამი } (t_k \times C_k/(1+i)^k) / P,$$

სადაც C_k - შემოსავლების სიდიდეებია (ნომინალის დაფარვის

ჩათვლით), რომლებიც t_k დროის მომენტებშია მიღებული.

დიურაციას გააჩნია დროითი განზომილება, ანუ გამოიხატება წლებში. კუპონის გარეშე (უკუპონე) ობლიგაციებისათვის დიურაცია ტოლია ობლიგაციის ვადის $D = n$. დანარჩენ შემთხვევებში, კუპონური გადახდების ხარჯზე, სრულდება უტოლობა $D < n$.

ფორმულა $i = \{(N - P + \text{ჯამი } C_k - \text{დკშ})/(P + \text{დკშ})\} \times 365/t \times 100\%$ -ის კერძო შემთხვევაა:

$$D = (1/P \times 1/365 \times \text{ჯამი } t_k) \times (C_k / (1 + i/100)^{t_k/365}).$$

დიურაცია - ობლიგაციის ფლობასთან დაკავშირებული პროცენტული რისკის ხარისხობრივ და რაოდენობრივ მახასიათებელს წარმოადგენს. რამდენად ნაკლებია დიურაცია, იმდენად უფრო სწრაფად მიიღება ობლიგაციიდან უკუგება და იმდენად ნაკლებია შემოსავლების მიუღებლობის რისკი.

გარდა ამისა, სამართლიანია შემდეგი მტკიცებულებები:

- რამდენად მეტია ობლიგაციის ვადა, იმდენად მეტია დიურაცია, და პირიქით;
- ასევე რამდენად მეტია განთავსების (დისკონტირების) განაკვეთი, იმდენად ნაკლებია დიურაცია.

დავუშვათ საბაზრო საპროცენტო განაკვეთები დელტა i სიდიდით შეიცვალა. დიურაცია საპროცენტო განაკვეთის დელტა i -ს მერყეობებს აკავშირებს ობლიგაციის კურსის (კურსის ქვეშ გათვალისწინებულია ობლიგაციის „დასვრილი“ კურსი) დელტა k მერყეობებთან. შეიძლება დავინახოთ, რომ საპროცენტო განაკვეთის მცირე ცვლილებებისას ობლიგაციის კურსი შემდეგი სიდიდით შეიცვლება:

$$\text{დელტა } K = - F_m \times \text{დელტა } i (\%),$$

$$F_m = MD \times K / 100,$$

$$MD = D / (1 + i),$$

სადაც: დელტა i - არის შემოსავლიანობის ცვლილება,
გამოხატული

პროცენტებში;

F_m - არის მაკოლის კოეფიციენტი;

MD - არის მოდიფიცირებული დიურაცია.

ობლიგაციის ახალი კურსი $K_{ახლ}$ (საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების შემდეგ) ძველისაგან $K_{ძველ}$ განსხვავდება სიდიდით, რომელიც განისაზღვრება თანაფარდობით (დელტა $K = - F_m \times \text{დელტა } i$ (%)):

$$K_{ახლ} = K_{ძველ} + \text{დელტა } K.$$

თანაფარდობაში F_m -ის ნიშანი (- მინუსი) წარმოიშობა იმის შესაბამისად, რომ საპროცენტო განაკვეთის გადიდება მოყვება კურსის შემცირება, ხოლო საპროცენტო განაკვეთის შემცირებას - მისი გადიდება.

დელტა K -ას განმსაზღვრელი ფორმულა არწერს ობლიგაციის კურსის ცვლილებას შემოსავლიანობის მცირე ($1 - 2\%$) ცვლილებებისას. მაკოლის კოეფიციენტი ტოლია ობლიგაციის კურსის აბსოლუტური ცვლილების, შემოსავლიანობის 1% -ით ცვლილებისას. აღნიშნული ფორმულა გვიჩვენებს, რომ ობლიგაციები ნაკლები დიურაციით უფრო მეტ სტაბილურ კურსს ფლობს. დიურაციის მაჩვენებლის სხვადასხვა პარამეტრებზე დამოკიდებულების გაანალიზებით, შეიძლება შემდეგი სახის დასკვნამდე მიგვიყვანოს:

- **ობლიგაციები დაბალი კუპონით უფრო მგრძნობიარეა საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებისადმი (იმავე ვადისას), ვიდრე ობლიგაციები მაღალი კუპონით;**
- **ობლიგაციები დიდი ვადით უფრო მგრძნობიარეება, ვიდრე მოკლევადიანები (იმავე კუპონისას).**

ობლიგაციის საპროცენტო რისკი მოიცავს: ფასობრივ რისკს და კუპონის რეინვესტირების რისკს, ამასთან მოცემული რისკები საპირისპირო მიმართულებებით მოქმედებენ. როდესაც საპროცენტო განაკვეთები იზრდება, ობლიგაციის ფასები მსირდება. აღნიშნული არამომგებიანია ობლიგაციების მფლობელებისათვის, რამდენადაც მათი დაბანდებები უფასურდება. ამავე დროს კუპონური გადახდები შეიძლება უფრო მაღალი განაკვეთებით ინას რეინვესტირებული, რითაც შესაძლებელია ინვესტორების დანაკარგები იქნას ანაზღაურებული. სავსებით ბუნებრივია, რომ ობლიგაციების მფლობელები მიისწრაფოდნენ იქნება ფასის რისკი და რეინვესტირების რისკი გამოათანაბრონ ისე, რომ მათ ერთმანეთის ურთიერთ კომპენსირება მოახდინონ. აღნიშნულ პროცედურას **იმუნიზაციას (ინგლ. immunisation)** უწოდებენ.

იმუნიზაციის სტრატეგია ითვალისწინებს, რომ ობლიგაციის დიურაცია ზუსტად ემთხვევა, ინვესტორის თვალსაზრისიდან გამომდინარე, მოცემული ფასიანი

ქალაქის ფლობის ოპტიმალურ პერიოდს. ამ შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთების ზრდისას ინვესტორი შეიძლება მოგებიან მდგომარეობაში აღმოჩნდეს, რამდენადაც მას პროცენტული გადახდების უფრო მაღალი განაკვეთის მიხედვით რეინვესტირების შესაძლებლობა უზრუნველდება, მაგრამ ამასთან იგი კაპიტალის დანაკარგებს განიცდიდეს იქნება. ასევე პირიქით, საპროცენტო განაკვეთების დაცემისას ინვესტორებს შეუძლიათ რეინვესტირება განახორციელონ უფრო დაბალი განაკვეთების მიხედვით, თუმცა კაპიტალის ნაზარდისაგან დამატებითი შემოსავლის მიღებაც შეუძლიათ.

მაგალითი 75.

მოცემულია ორი სახის სახელმწიფო ობლიგაციები: ობლიგაცია №3 (ძირითადი მაჩვენებლები ავიღოთ წინა ამოცანიდან) და ობლიგაცია №4 (ძირითადი პარამეტრები მითითებულია ცხრილი 3-ში). მეორად ვაჭრობებზე 26.04.2016 წელს აღნიშნული ობლიგაციების კურსმა შესაბამისად 78,99% და 61,4% შეადგინა. მოიძიეთ წარმოდგენილი ფასიანი ქაღალდების მიხედვით: საშუალოსაბაზრო შემოსავლიანობა დაფარვისათვის, დიურაცია, მოდიფიცირებული დიურაცია და მაკოლის კოეფიციენტი. როგორ შეიცვლება თითოეული ობლიგაციის კურსი საბაზრო შემოსავლიანობის 1%-ით შეცვლისას?

ნომინალი - 10 ლარი.

ცხრილი3. სახელმწიფო ობლიგაცია №4- ის პარამეტრები
პარამეტრები

კუპონის გადახდის თარიღი	საკუპონე პერიოდის ნომერი	კუპონური პერიოდი	კუპონის სიდ. % წლიური	გამოცხადებული კუპონი, ლარებში
19.08.2014				
14.07.2015	1	329	30	2,7
13.10.2015	2	91	25	0,62
12.01.2016	3	91	25	0,62
12.04.2016	4	91	25	0,62
12.07.2016	5	91	25	0,62
11.10.2016	6	91	20	0,5
10.01.2017	7	91	20	0,5
11.04.2017	8	91	20	0,5
11.07.2017	9	91	20	0,5
10.10.2017	10	91	15	0,37
09.01.2018	11	91	15	0,37

10.04.2018	12	91	15	0,37
10.07.2018	13	91	15	0,37
09.10.2018	14	91	10	0,25
08.01.2019	15	91	10	0,25
09.04.2019	16	91	10	0,25
09.07.2019	17	91	10	9,25
08.10.2019	18	91	10	0,25

1. განვახორციელოთ ობლიგაცია №4-ის დაფარვისათვის შემოსავლიანობის გაანგარიშება.

$C_1 = 10 \times 0,25 \times (91/365) = 0,62$ (ლარს) - არის კუპონის სიდიდე (ცხრილის ბოლო სვეტი),

$t_1 = 12.07.2016 - 26.04.2016 = 77$ (დღე) - არის დღეების რაოდენობა უახლოესი კუპონის გადახდამდე,

$T = 91$ (დღე) - არის კუპონური პერიოდი.

დკშ = $(0,62/91) \times (91 - 77) = 0,0953846$ (ლარს).

ობლიგაციას ფასი დკშ-სთან ერთად („დასვრილი“
ფასი) =

= „სუფთა“ ფასი + დაგროვებული კუპონური
შემოსავალი =

$$= 10 \times 0,614 + 0,0953846 = 6,2353846 \text{ (ლარს),}$$

შესაბამისად „დასვრილი“ კურსი = $6,24 - 100/10 = 62,4\%$.

ეფექტური შემოსავლიანობის (დაფარვისათვის)

გაანგარიშება EXCEL-ის სტანდარტული საშუალებების
მეშვეობით იძლევა შედეგს, რომელიც წლიური 42,5%-ის
ტოლია.

ეფექტური შემოსავლიანობა (დაფარვისათვის)

ობლიგაცია №3-თვის 41,67%-ის ტოლია (იხ.ამოცანა 3).

2. გავიანგარიშოთ საშუალოსაბაზრო საპროცენტო
განაკვეთი:

$$(42,5 + 41,67) / 2 = 42 \text{ (\%)}.$$

3. გავიანგარიშოთ დიურაცია და მაკოლის კოეფიციენტი
თითოეული ობლიგაციისათვის:

$$D_{\text{ობლ}\#4} = 1/6,24 \times 1/365 \times (77 \times 0,62/1,42^{77/365} + 168 \times 0,5/1,42^{168/365} + \dots + 1260 \times 10,25/1,42^{1260/365}) = 2,299 \text{ წელი};$$

$$MD = 2,299/1,42 = 1,619 \text{ (წელი)};$$

$$F_m = 1,619 \times 0,624 = 1,010256;$$

$$\text{დელტა } K = - 1,010256 \times 1 = - 1,010256 \text{ (\%)} - \text{ არის}$$

„დასვრილი“ კურსის ცვლილება;

$$K_{ახლ} = 62,4 - 1,010256 = 61,39\% - \text{ახალი „დასვრილი“ კურსი.}$$

$$D_{ობლ\#3} = 1/(7,899+0,525) \times 1/365 \times (14 \times 0,62/1,42^{14/365} + 105 \times 0,62/1,42^{105/365} + \dots + 651 \times 0,37/1,42^{651/365}) = 1,389 \text{ წელი};$$

$$MD = 1,389/1,42 = 0,978 \text{ (წელი)};$$

$$F_m = 0,978 \times 84,24/100 = 0,8238672;$$

$$\text{დელტა } K = - 0,8238672 \times 1 = - 0,8238672 (\%) - \text{არის „დასვრილი“ კურსის ცვლილება};$$

$$K_{ახლ} = 82,24 - 0,8238672 = 83,42\% - \text{ახალი „დასვრილი“ კურსი.}$$

ამრიგად, დიურაცია ობლიგაცია №4-ის მეტია, ვიდრე დიურაცია ობლიგაცია №3-ის, აქედან გამომდინარე კი, პირველი ობლიგაცია უფრო მგრზნობიარეა საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებებისადმი და იგი საპროცენტო რისკის ამაღლებულ დონეს ფლობს.

1.1.4.ფასიანი ქაღალდების რისკი. განხილულ მაჩვენებლებს - მაკოლის კოეფიციენტს და დიურაციას - ობლიგაციის ან თამასუქის მფლობელთან დაკავშირებული საპროცენტო რისკის დახასიათება შეუძლია. ამასთან საპროცენტო რისკი - არის მთელი რიგი რისკებიდან მხოლოდ ერთ-ერთი რისკი , რომელიც თან ახლავს სავალო ფასიანი ქაღალდებში ინვესტირების პროცესს.

ერთობლივი რისკი სავალო ფასიანი ქაღალდის =

**= საკრედიტო რისკი + საპროცენტო რისკი +
ლიკვიდობის რისკი.**

ფასიანი ქაღალდების რისკის შეფასების რამდენიმე მეთოდი არსებობს. ფასიანი ქაღალდის აგრეგირებული რისკის გაზომვა - ნიშნავს, იმის ალბათობის გაზომვას, რომ მისი ფაქტიური შემოსავლიანობა გარკვეულ ჩარჩოებში მერყეობდეს იქნება. ფასიანი ქაღალდის ფაქტიური შემოსავლიანობის შესახებ მონაცემების დინამიური რიგი ალბათობის განაწილების გრაფიკის შედგენის (აბსცისების ღერძი - შემოსავლიანობის განაკვეთის, ორდინატების ღერძი - ალბათობის სიმკვრივის), ასევე ფასიანი ქაღალდის რიგი წლების მიხედვით საშუალოშეწონილი შემოსავლიანობის გაანგარიშების შესაძლებლობას იძლევა.

რამდენად უფრო „მაღალია“ და უფრო „შემჭიდროვებულია“ ალბათობის განაწილების გრაფიკი, იმდენად მეტი შანსია, რომ რეალური შემოსავლიანობა საშუალოშეწონილს შეესაბამებოდეს იქნება. აქედან გამომდინარე, რამდენად უფრო „მაღალია“ და უფრო „შემჭიდროვებულია“ ალბათობის განაწილების გრაფიკი, იმდენად დაბალია ფასიან ქაღალდთან დაკავშირებული რისკი, სხვა სიტყვებით, რამდენად ნაკლებად მერყეობს მოცემული საშუალო შემოსავლიანობის მიღების ალბათობა, იმდენად ნაკლებია აღნიშნულ ფასიან ქაღალდში ინვესტიციის

რისკი. აღნიშნული ნიშნავს, რომ შემოსავლიანობის ვარიაციის მაჩვენებელი რისკის შეფასების მაჩვენებელს წარმოადგენს.

ვარიაციის საერთომიღებული მაჩვენებელია -
საშუალოკვადრატული გადახრა:

$$\text{სიგმა} = \text{კვადრ ფესვი } (i_k - i^n)^2 / (n - 1), \quad ?$$

სადაც: სიგმა - ფაქტიური შემოსავლიანობის
საშუალოკვადრატული

გადახრაა;

i_k - ფაქტიური შემოსავლიანობის მნიშვნელობაა
თითოეულ

პერიოდში;

i^n - ფაქტიური შემოსავლიანობის საშუალო
მნიშვნელობაა

n - პერიოდების განმავლობაში;

n - პერიოდების რიცხვი.

ამასთან ერთად უნდა აღინიშნოს, რომ აღნიშნული
მაჩვენებელი შემოსავლიანობის სხვადასვა დონიანი ფასიანი
ქაღალდების შედარების შესაძლებლობას არ იძლევა.
აღნიშნულ შემთხვევაში ვარიაციის კოეფიციენტს (რისკის
შემოსავლიანობის სიდიდეზე შეფასებას) იყენებენ:

$$\text{ვარიაციის კოეფიციენტი} = \text{სიგმა} / \text{ფასიანი ქაღალდის
საშუალო შემოსავლიანობა} . \quad ?$$

მოვიყვანოთ მაგალითი. ცხრილი 4-ში სხვადასხვა
ემიტენტების ფასიანი ქაღალდების რისკისა და
შემოსავლიანობის შედარებისათვის მონაცემებია მოყვანილი.

**ცხრილი 4. ფასიანი ქაღალდების რისკისა და
შემოსავლიანობის შეფასება**

ფასიანი ქაღალდის დასახელება	საშუალო ფაქტიური შემოსავლიან ობა რიგი წლების მიხედვით, %	შემოსავლიანო ბი საშუალო- კვადრატიულ ი გადახრა, %	შემოსავლიანო ბის ვარიაციის კოეფიციენტი
სახელმწიფო ობლიგაცია №1	16,7	48,9	2,93
სახელმწიფო ობლიგაცია №1	35,7	93,6	2,62
თამასუქები „ხაზინის“	8,0	19,0	2,37
თამასუქები „გაზპრომი ს“	40,0	65,0	1,63

ცხრილური მონაცემებიდან ჩანს, რომ ყველაზე დაბალ რისკიანს და ყველაზე უფრო შემოსავლიანს წარმოადგენენ „გაზპრომის“ დისკონტირებული თამასუქები.

15.2.საინვესტიციო პორტფელის მაჩვენებლები და შეფასება.

იმის შემდეგ როგორც კი საინვესტიციო ინსტრუმენტების შეფასება იქნება განხორციელებული, შეიძლება პორტფელის ფორმირებას შევუდგეთ. მთავარი პრინციპია ამასთან - ისეთი პორტფელის შექმნა, რომლის მაჩვენებლები დასახული საინვესტიციო მიზნებს ყველაზე უფრო სრულად შეესაბამებოდნენ იქნება.

პორტფელის ძირითად მაჩვენებელს, როგორც უკვე იყო აღნიშნული, **შემოსავლიანობა**, რისკი, ფასიან ქაღალდებში ვადა და დაბანდების სიდიდე წარმოადგენენ. გარდა ამისა, შეიძლება დამატებითი მაჩვენებლები იქნას განსაზღვრული, ისეთები, როგორიცაა პორტფელის ლიკვიდობა, ოპერაციის უკუგებადობა მის ფორმირებასთან მიმართებასუ და ა.შ.

პორტფელის მაჩვენებლების უმეტესობა თავისთავად ფასიანი ქაღალდების პორტფელში შემავალ გაშუალედებულ მაჩვენებლებს წარმოადგენენ. პორტფელის ძირითადი და დამატებითი მაჩვენებლების საფუძველზე შეიძლება აგრეგირებული მაჩვენებლები იქნან გაანგარიშებულები, რომლებიც რამდენიმე პორტფელს შედარების შესაზლებლობას იძლევა.

1.2.1. პორტფელის მიმდინარე ღირებულება - ძირითადი მაჩვენებელია, რომელიც გაიანგარიშება როგორც პორტფელის ყველა ინსტრუმენტების მიმდინარე ფასების ჯამი შემდეგი ფორმულის მიხედვით:

$$P_p = P_m \times Q_m,$$

სადაც: P_p - პორტფელის ფასია (პორტფელის მიმდინარე ფასი),

P_m - მიმდინარე საბაზრო ფასია პორტფელის მე- m -ე

ინსტრუმენტის (კუპონიანი ობლიგაციებისათვის

„დასვრილი“ ფასი),

Q_m - პორტფელში მე- m -ე სახეობის ინსტრუმენტების რაოდენობა.

მაგალითი 76.

კომერციულმა ბანკმა გადაწყვიტა საინვესტიციო პორტფელის ფორმირება სახელმწიფო ობლიგაციების შემდეგი სახეობის სამი ტიპისაგან განახორციელოს: სახელმწიფო სახაზინო ობლიგაცია №1: სახელმწიფო ობლიგაცია №2: სახელმწიფო ობლიგაცია №3. მეორად ვაჭრობებზე 26.04.2016 წელს აღნიშნული ობლიგაციების კურსმა შესაბამისად შეადგინა 98,68%, 91,5%, 78,99%.

გაიანგარიშეთ ბანკის ხარჯები პორტფელის ფორმირებასთან მიმართებაში (საკომისიოებისა და სხვა დამატებითი დანახარჯების გათვალისწინების გარეშე), თუ პორტფელის სტრუქტურა შემდეგი სახის იქნება: ობლიგაცია

№1 – 1 000 ცალი; ობლიგაცია №2 – 2 000 ცალი; ობლიგაცია №3 – 100 000 ცალი.

შესაბამისი ობლიგაციების პარამეტრები წინა ამოცანებიდან უნდა ავიღოთ.

ამოხსნა:

1. გავიანგარიშოთ თითოეული ობლიგაციის „სუფთა“ ღირებულება შემდეგი ფორმულის მიხედვით:

$$P = K \times N / 100 .$$

$$P_1 = 1\,000 \times 98,68 / 100 = 986,8 \text{ (ლარი),}$$

$$P_2 = 1\,000 \times 91,5 / 100 = 915 \text{ (ლარი).}$$

$$P_3 = 10 \times 78,99 / 100 = 7,899 \text{ (ლარი).}$$

2. გავიანგარიშოთ დაგროვებული კუპონური შემოსავალი - დკშ (მონაცემები - წინა ამოცანებიდან):

$$\text{დკშ} = C \times (T - t_1) / T .$$

$$\text{დკშ ობლიგაცია №1-ის} = 0,$$

$$\text{დკშ ობლიგაცია №2-ის} = 40,272 \text{ (ლარს)}$$

$$\text{დკშ ობლიგაცია №3-ის} = 0,5246154 \text{ (ლარს).}$$

პორტფელის ფასის გაანგარიშებისათვის შევადგინოთ ცხრილი 5:

ცხრილი 5. პორტფელის ფასის გაანგარიშებები

ფასიანი ქაღალდის დასახელება	ობლიგაციის „სუფთა“	დკშ,	ობლიგაციის „დასვრილი“	ფასიანი ქაღალდების

ბა	ღირებულე ბა	ლარებში ო	“ ღირებულე ბა	რაოდენობა პორტფელში ი, ცალებში
ობლიგაცი ა №1	986,8	0	986,8	1 000
ობლიგაცი ა №2	915	40,272	955,272	2 000
ობლიგაცი ა №3	7,899	0,524615 4	8,4236154	100 000
ჯამი Z				

ამრიგად, ბანკის საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებასთან მიმართებაში დანახარჯები 3 739 705,54 ლარი იქნება.

საინვესტიციო ოპერაციების ქვეშ კომერციულ ბანკში ფულადი სახსრების ცალკე ლიმიტები გამოიყოფა. პორტფელის ფორმირებისას აღნიშნული ლიმიტების დაცვა ინვესტიციების მმართველის პირველი რიგისობის ამოცანას წარმოადგენს და მოცემული მიზნებისათვის პორტფელის მიმდინარე ღირებულების მაჩვენებელი გაიანგარიშება.

1.2.2. პორტფელის შემოსავლიანობა (i_p) - კომპლექსური მაჩვენებელია, რომელიც სახსრების დაბანდების ეფექტიანობისა და ინვესტორის შესაძლო სამომავლო შემოსავლის მახასიათებელია. პორტფელის შემოსავლიანობის მაჩვენებელი სახსრების დაბანდების ეფექტიანობის შეფასებისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვადასხვა ფინანსურ ინსტრუმენტებში ინვესტირების ალტერნატიული ვარიანტის არჩევის შესაძლებლობას იძლევა.

სავალო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შემოსავლიანობა პორტფელში განთავსებული თითოეული ინსტრუმენტის, პორტფელში მისი ფულადი მოცულობის მიხედვით, შემოსავლიანობის მათემატიკურად შეწონვის გზით გაიანგარიშება. ამასთან სავალო ინსტრუმენტების შემოსავლიანობა შეიძლება ინვესტორის არჩევანის მიხედვით, ან როგორც დაფარვისათვის შემოსავლიანობის სახით განისაზღვროს, რომელიც მარტივი განაკვეთის ან როგორც ეფექტიანი შემოსავლიანობის სახით იქნება გაანგარიშებული.

$$\text{ჯამი } (i_p = i_m \times p_m \times Q_n) / \text{ჯამი } (P_m \times Q_n) = \text{ჯამი } (i_m \times p_m \times Q_n) / P_p,$$

სადაც: i_p – პორტფელის შემოსავლიანობა, წლიურ %-ში;

i_m – შემოსავლიანობა დაფარვისათვის მე-m-ე სახეობის სავალო ინსტრუმენტის;

P_m – მიმდინარე საბაზრო ფასია პორტფელის მე-
m-ე

ინსტრუმენტის;

Q_m – პორტფელში მე-m-ე სახეობის
ინსტრუმენტების

რაოდენობაა;

P_p – პორტფელის ფასია (პორტფელის მიმდინარე
ღირებულება).

მაგალითი 77.

გავიანგარიშოთ პორტფელის შემოსავლიანობა,
რომელიც სემდეგი ტიპის სახელმწიფო ობლიგაციებისაგან
შედგება: სახელმწიფო სახაზინო ობლიგაცია №1 - 1 000 ცალი;
სახელმწიფო ობლიგაცია №2- 2 000 ცალი; სახელმწიფო
ობლიგაცია №3 – 100 000 ცალი.

მეორად ვაჭრობებზე 26.04.2016 წელს აღნიშნული
ობლიგაციების კურსმა შეადგინა შესაბამისად 98,68%, 91,5%,
78,99%.

მონაცემები შესაბამისი გამოშვების ობლიგაციების
მიხედვით შეიძლება ჭინა ამოცანებიდან იქნას აღებული.

1. გავიანგარიშოთ შემოსავლიანობა დაფარვისათვის
სახელმწიფო სახაზინო ობლიგაცია №1-თვის
გამომდინარე რთული და მარტივი საპროცენტო
განაკვეთიდან გამომდინარე (მონაცემები აღებულია
ამოცანა 3-დან):

მარტივი განაკვეთი: $i = 13, 95\%$,

ეფექტური განაკვეთი: $i_e = 14,8634\%$.

2. გავიანგარიშოთ შემოსავლიანობა დაფარვისათვის სახელმწიფო ობლიგაცია №1-თვის გამომდინარე რთული და მარტივი საპროცენტო განაკვეთიდან გამომდინარე (მონაცემები აღებულია ამოცანა 3-დან):

მარტივი განაკვეთი: $i = 27, 91\%$,

ეფექტური განაკვეთი: $i_e = 30,57\%$.

3. გავიანგარიშოთ შემოსავლიანობა დაფარვისათვის სახელმწიფო ობლიგაცია №2-თვის გამომდინარე რთული და მარტივი საპროცენტო განაკვეთიდან გამომდინარე (მონაცემები აღებულია ამოცანა 3-დან):

მარტივი განაკვეთი: $i = 36, 983299\%$,

ეფექტური განაკვეთი: $i_e = 41,67\%$.

4. განვსაზღვროთ მთლიანი პორტფელის შემოსავლიანობა ცალკეული ობლიგაციების გაანგარიშებული შემოსავლიანობებიდან გამომდინარე. აღნიშნული მოზნებისათვის შევადგინოთ ცხრილი; ი 6.

**ცხრილი 6. ობლიგაციების შმოსავლიანობების
გაანგარიშება**

ფასია ნი ქალა ლდის დასახ ელება	შემო - სავლ ო- ანობ ა	შემო - სავლ ო- ანობ ა	ფას. ქალ. რაოდ ენობა პორტ ფ., ცალ.	P_m x Q_m	P_m x Q_m $/P_p$	i x Q_m $/P_p$	i_e x Q_m $/P_p$
მარტ . განაკ ვ. მიხე დვი თ - i, % წლ.	მარტ . განაკ ვ. მიხე დვი თ - i, % წლ.	მარტ . განაკ ვ. მიხე დვი თ - i _e , % წლ.					
ობლი გაცია №1	13,95	14,86 34	1 000	986 800	0,26 387 1	3,68 100 1	3,92 202 1
ობლი გაცია №2	27,91	30,57	2 000	1 910 544	0,51 088 1	14,2 586 8	15,6 176 3
ობლი გაცია №3	36,98 3299	41,67	100 000	842 3 61,54	0,22 524 8	8,33 041 8	9,38 608 8
ჯამი				3 739 705,5 4	1	26,2 701	28,9 257 4

ამრიგად, სახელმწიფო ობლიგაციების პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, გაანგარიშებული მარტივი საპროცენტო განაკვეთის საფუძველზე, ტოლია 26,27%, ხოლო ეფექტური საპროცენტო განაკვეთის საფუძველზე - 28,93%.

3. ვადიანობა სავალო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის.

სავალო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ვადიანობა, ანუ დროითი პერიოდი, რომლის განმავლობაში ინვესტორის ფულადი სახსრები ფასიან ქაღალდებშია განთავსებული, გავრცობილი მაჩვენებლით - დიურაციით ხასიათდება.

სავალო ინსტრუმენტების პორტფელის დიურაცია ითვალისწინებს: ცალკეული ინსტრუმენტების დიურაციას, მათ ფულად მოცულობებს პორტფელში და საპროცენტო განაკვეთებს დაფარვისათვის შემოსავლიანობასთან მიმართებაში.

სავალო ინსტრუმენტების პორტფელის დიურაცია გაიანგარიშება შემდეგი ფორმულის მიხედვით:

$$D_p = \frac{\sum D_m \times P_m \times Q_m \times i_m}{\sum P_m \times Q_m \times i_m},$$

სადაც: D_m – არის მე-m-ე სავალო ინსტრუმენტის დიურაცია, რომელიც

უკუპონე ობლიგაციებისა და დისკონტური თამასუებისათვის დაფარვამდე ვადის

ტოლია;

i_m – შემოსავლიანობა დაფარვისათვის მე-m-ე სახეობის

ინსტრუმენტის (ერთეულის წილებში):
 P_m – მიმდინარე საბაზრო ფასი პორტფელის მე-
m-ე სავალო

ინსტრუმენტის;
 Q_m – მე-m-ე სახეობის ინსტრუმენტის რაოდენობა
პორტფელში.

პორტფელის დიურაციის გაანგარიშებისას სავალო
ინსტრუმენტის თითოეული შეძენა უნდა იქნეს
გათვალისწინებული როგორც ცალკე გადახდა მიუხედავად
იმისა, შეძენილი იქნა ახალი ინსტრუმენტი, თუ აღნიშნული
ინსტრუმენტი ინვესტორის პორტფელში უკვე იყო.

ამოცანა7:

განვსაზღვროთ პორტფელის დიურაცია, რომელიც
სახელმწიფო ობლიგაციების სხვადასხვა სახეობებისაგან
შედგება. პორტფელის შედგენილობა ცხრილი 7-შია
მოყვანილი.

დიურაცია მნიშვნელოვან მაჩვენებელს წარმოადგენს,
რომელიც სავალო ფასიანი ქაღალდების პორტფელის
ფორმირების ვარიანტის შერჩევის შესაძლებლობას იძლევა.
ერთი მხრივ, სხვა დანარჩენი ტოლი პირობებისას უმჯობესს ის
პორტფელი წარმოადგენს, რომელსაც დიურაცია აქვს ნაკლები,
რადგანაც ამ შემთხვევაში ინვესტორის ფულად სახსრებს
უკეთესი ბრუნვა გააჩნია და მეტი შემოსავლის მომტანებია.

მაგრამ მეორე მხრივ, დიურაცია საპროცენტო რისკის ჰეჯირების შესაძლებლობას იძლევა.

ცხრილი 7. ფასიანი ქაღალდების პორტფელის შედგენილობა

ფასიან ქაღალ დის დასახე ლება	ვადა დაფარ ვამდე ანუ დიურ აცია - D_{P} , დღეებ ი	რაოდე ნობა პოტრ ფელში - Q_{P}	ფასი - P_{P}	განაკ ვეთი - i_{P}	$(Q_{\text{P}} \times P_{\text{P}} \times i_{\text{P}})$	$(Q_{\text{P}} \times P_{\text{P}} \times i_{\text{P}}) / (Q_{\text{P}} \times P_{\text{P}} \times i_{\text{P}})$	$D_{\text{P}} \times (Q_{\text{P}} \times P_{\text{P}} \times i_{\text{P}}) / (Q_{\text{P}} \times P_{\text{P}} \times i_{\text{P}})$
სახელ მწიფო სახაზი ნო ობლი გაცია №1	35	1000	986,8	0,148 6	14663 8,48	0,07 1764	2,51 1728
სახელ მწიფო სახაზი ნო ობლი გაცია №2	252,6	2000	955,27 2	0,305 7	58405 3,3	0,28 5831	72,2 0088
სახელ მწიფო სახაზი ნო ობლი გაცია №3	509,01 1	150000	8,424	0,416 7	52654 2,12	0,25 7685	131, 1647
სახელ მწიფო სახაზი	830,25	100000	6,24	0,425	265,20 0	0,12 9787	107, 7554

ს.ა.ი.

თამასუქი „გაზპრომ ის“	8 2	1	940334,6 4	0,31 5	296205,4 116	0,1449 6	11,886 76
თამასუქი შემნახვე ლი ბანკის	4 1	1	977014,6 361	0,23	224713,3 663	0,1099 73	4,5088 88
ჯამი					2043352, 679	1	330,02 84

ამრიგად, პორტფელის დიურაცია შეადგენს: $2,5 + 72,2 + 131,2 + 107,8 + 11,9 + 4,5 = 330$ დღეს.

განვიხილოთ ინვესტორი, რომელიც სახსრებს ობლიგაციებში აბანდებს და სახსრების ნაწილი ორი წლის შემდეგ უნდა დაიბრუნოს. ასეთმა ინვესტორმა როგორ უნდა განახორციელოს საკუთარი პორტფელის ფორმირება?

მოცეული ინვესტორის ყველაზე მარტივ ტაქტიკას წარმოადგენს დისკონტური ინსტრუმენტების შეძენა, რომლებიც ორი წლის შემდეგ დაიფარება. თუ საუბარი მიდის მაღალსაიმედოობის ინსტრუმენტების შესახებ, მაშინ ინვესტორი პრაქტიკულად საკუთარ გადახდებს აფიქსირებს. მსგავს ტაქტიკას გადახდების სინქრონიზაციას უწოდებენ. პრაქტიკაში, თუმცა, იგი ყოველთვის სასურველი არ არის. საქმე იმაშია, რომ ბაზარზე შეიძლება დისკონტური ობლიგაციები შესაბამისი მახასიათებლებით უბრალოდ არ იყოს. გარდა ამისა, ინვესტორი იძულებული იქნება შემოსავლიანობის დონესთან მიმართებაში საკუთარი თავი მეტად ძლიერ დააღიმტოს. ამიტომ ხშირად გამოიყენება ისეთი ვარიანტი, როგორიც

იმუნიზაციაა. იმუნიზაცია ისეთი პორტფელის ფორმირებას ნიშნავს, რომლის დიურაცია თანხვედრია ვალდებულებების დიურაციასთან. იმუნიზაციისას ინვესტორი ისეთი პორტფელის ფორმირებას ახორციელებს, რომელსაც ისეთივე დიურაცია ექნება, როგორიც მის ვალდებულებებს გააჩნიათ.

მაგალითი 79.

დავუშვათ, კომერციულმა ბანკმა ორი წლის შემდეგ 1 000 000 ლარის ოდენობის გადახდა უნდა განახორციელოს. ბაზარზე ობლიგაციების ორი სახეობა არსებობს:

- ტიპი A - ერთწლიანი დისკონტური ობლიგაცია ნომინალით 1 000 ლარი (სსო-ГКО);
 - ტიპი B - სამწლიანი კუპონიანი ობლიგაცია კუპონური განაკვეთით 8% და ნომინალური ღირებულებით 1 000 ლარი (ОФЗ - ПД).
1. ააგეთ პორტფელი, რომელიც საპროცენტო განაკვეთის რისკის ცვლილების სრულად ჰეჯირებას ახდენს იმ პირობებში, რომ მიმდინარე საპროცენტო განაკვეთი 10% ტოლია.
 2. გაიანგარიშეთ, თუ როგორ შეიცვლება პორტფელის მთლიანი ღირებულება სხვადასხვა საპროცენტო განაკვეთებისათვის: 8%, 10%, 11%.

ამოხსნა:

ცხრილი 8. სამწლიანი ობლიგაციის დიურაციის გაანგარიშება

გადახდები ს დრო	გადახდები ს თანხა	დისკონტი ს განაკვეთი	დაყვანილი მიმდინარე ღირებულებ ა	t x PV
1	80	$1/1,1 =$ 0,9091	72,73	72,73
2	80	$1/1,21 =$ 0,8265	66,12	132,2 4
3	1080	$1/1,331 =$ 0,7513	811,4	2434. 2

დიურაცია = $2639,2 / 950,25 = 2,78$ (წელი).

გავიანგარიშოთ ობლიგაციების ტიპი A და ტიპი B რაოდენობა პორტფელში. დავუშვათ w_1 , w_2 - წონებია, ანუ პროპორციებია, რომელთა მიხედვითაც სახსრებია ინვესტირებული. წონების მოძიებისათვის უნდა განისაზღვროს შემდეგი განტოლების სისტემები:

$$w_1 + w_2 = 1,$$

$$\text{შემდეგ: } w_1 \times D_1 + w_2 \times D_2 = 2; (w_1 \times 1) + (w_2 \times 2,78) = 2,$$

$$D_1 = 1; D_2 = 2,78; w_1 = 0,4382; w_2 = 0,5618.$$

თუ პორტფელის სამომავლო ღირებულება ტოლი უნდა იყოს 1 000 000 ლაროს, მაშინ ორივე ტიპის ობლიგაციები, მიმდინარე საპროცენტო განაკვეთის (10%) გათვალისწინებით, საჭიროა აღებული იქნას თანხით, რომელიც ტოლი იქნება:

$$1\,000\,000 / 1,21 = 826\,446,28 \text{ (ლარი).}$$

ობლიგაციები ტიპი A - შეძენილი უნდა იქნას თანხით $826\,446,28 \times 0,4382 = 362\,149$ (ლარი).

ობლიგაციები ტიპი B - შეძენილი უნდა იქნას თანხით $826\,446,28 \times 0,5618 = 464\,297$ (ლარი).

ცხრილი 9. პორტფელის სტრუქტურა (რისკის ჰეჯირებით)

ობლიგაციის ტიპი	შემოსავალი დაფარვისათვის	შემოსავალი დაფარვისათვის	შემოსავალი დაფარვისათვის
ტიპი A	362 149	$1\,000/1,1 =$ 909,091	$362\,149/909,091$ = 398
ტიპი B	464 297	950,25	$464\,297/950,25 =$ 489

**ცხრილი 10. ობლიგაციის პორტფელის გაანგარიშება
სხვადასხვა საპროცენტო განაკვეთებისათვის**

მომავალი შემოსავლის სახეობა	შემოსავალი დაფარვისათ ვის	შემოსავალი დაფარვისათ ვის	შემოსავალი დაფარვისათ ვის
	0,08	0,10	0,11
თანხა შემოსავლის რეინვესტიციისა გან ობლიგაცია 1-დან 2 წლის ბოლოსათვის	$1\ 000 \times (1 + 0,08) \times 398 = 429\ 840$	$1\ 000 \times (1 + 0,10) \times 398 = 437\ 800$	$1\ 000 \times (1 + 0,11) \times 398 = 441\ 780$
თანხა, მიღებული კუპონების რეინვესტიციისა გან, გაცემული დროის მომენტში $t = 1$	$80 \times (1 + 0,08) \times 489 = 42\ 249,6$	$80 \times (1 + 0,10) \times 489 = 43\ 032$	$80 \times (1 + 0,11) \times 489 = 43\ 423,2$
კუპონები, მიღებული დროის მომენტში $T = 2$	$80 \times 489 = 39\ 120$	$80 \times 489 = 39\ 120$	$80 \times 489 = 39\ 120$

გაყიდვის ფასი სამწლიანი ობლიგაციის დროის მომენტში $t = 2$	$80 \times 489 =$ 39 120	$80 \times 489 =$ 39 120	$80 \times 489 = 39$ 120
გაყიდვის ფასი სამწლიანი ობლიგაციის დროის მომენტში $t = 2$	$489 \times 1080 / (1$ $+ 0,08) =$ 489 000	$489 \times 1080 / (1$ $+ 0,10) =$ 480 109	$489 \times 1080 / (1$ $+ 0,11) =$ 475 783,78
პორტფელის საერთო ღირებულება	1 000 210	1 000 061,00 ¹	1 000 107

შენიშვნა:¹ ზუსტი გაანგარიშებისას მოცემული მაჩვენებელი 1 000 000 ლარის ტოლი უნდა იყოს, მაგრამ რამდენადაც ჩვენ შუალედური დამრგვალებები გვაქვს განხორციელებული, ამოტომ გაანგარიშებებში მცირე უზუსტობები განხორციელდა.

დასკვნები: პორტფელი იმმუნიზირებულია საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების რისკისადმი თუ დარჩენილია ლიკვიდობის რისკი და არგადახდის რისკი. რეალობაში დაფარვისათვის შემოსავლიანობის მრუდის გადახრა ყველგან პარალელური არ არის და ფულადი ნაკადების შეთანხმებულობის უზრუნველყოფა ყოველთვის

მარტივი არ არის. ამისათვის შემოსავლიანობის მრუდეების უფრო რთული ფორმების გამოყენება არის საჭირო.

პორტფელის რისკი. თუ რისკის ანალიზისას სტანდარტული გადახრები გამოიყენება, პორტფელის მოსალოდნელი რისკები კი თავისთავად მასში შემავალი აქტივების სტანდარტული გადახრების შეხამებას წარმოადგენენ. აღნიშნულიდან გამომდინარე, რომ სხვადასხვა აქტივები რისკის კონიუნქტურულ ცვლილებებზე სხვადასხვანაირად რეაგირებენ, პორტფელის მოსალოდნელი რისკი უმეტეს შემთხვევებში მასში შემავალი აქტივების სტანდარტული გადახრებს საშუალოშეწონილ სიდიდეს შეესაბამება. ორი აქტივის მიმდინარე შემოსავლიანობების ცვლილების ურთიერთკავშირისა და მიმართულებების ხარისხის გაზომვისათვის გამოიყენება კოვარიაციისა და კორრელიაციის სტატისტიკური მაჩვენებლები.

კოვარიაცია განისაზღვრება ფორმულით:

$$COV = \text{ჯამი } (i_1 - I_1) \times (i_2 - i_2) / (n - 1),$$

სადაც: $i_{(1,2)}$ - აქტივის (1 ან 2) შემოსავლიანობაა k პერიოდში,

$i_{(1,2)}^*$ - აქტივის (1 ან 2) საშუალო შემოსავლიანობაა n

პერიოდებში.

კოვარიაციის დადებითი მნიშვნელობა მოწმობს იმის შესახებ, რომ შემოსავლიანობები ერთი მიმართულებით იცვლებიან, უარყოფითი - საპირისპიროდ. სუსტად

გამოხატული დამოკიდებულებისას კოვარიაციის მნიშვნელობა ნულთან ახლოსაა.

კოვარიაცია გამოკვლევადი სიდიდეების საზომ ერთეულზეა დამოკიდებულია, რაც მის პრაქტიკაში გამოყენებას ზღუდავს. უფრო მოხერხებულს გამოყენებაში წარმოადგენს მისგან წარმოებული - კორელიაციის კოეფიციენტი, რომელის გაიანგარიშება ფორმულით:

$$r = \text{COV}(1,2) / \sigma_1 \times \sigma_2,$$

კორელიაციის კოეფიციენტი იგივე თვისებებს ფლობს, რასაც კოვარიაცია, მაგრამ წარმოადგენს უზომო მსიდიდეს და დებულობს 1-დან -1-მდე მნიშვნელობებს. დამოუკიდებელი შემთხვევითი სიდიდეებისათვის კორელიაცია ნულთან ახლოსაა.

ამრიგად, ორი აქტივისაგან პორტფელის სტანდარტული გადახრაგანისაზღვრება ფორმულით:

$$\sigma_p^2 = w_1^2 \times \sigma_1^2 + w_2^2 \times \sigma_2^2 +$$

$$2w_1 \times w_2 \times \sigma_1 \times \sigma_2 \times \rho_{1,2},$$

სადაც: w_1, w_2 – ხვედრითი წილი მე-1-ე აქტივისა პორტფელში,

σ_1, σ_2 – აქტივების შემოსავლიანობის სტანდარტული

გადახრებია,

$\rho_{1,2}$ – კორელაცია აქტივებს შორის.

მაგალითი 80.

პორტფელში ინვესტირებული სახსრები

განაწილებულია შემდეგი სახით:

- 35% აქტივში სტანდარტული გადახრით 27,11,
- 65% აქტივში სტანდარტული გადახრით 7,75.

კორრელიაციის კოეფიციენტი აღნიშნული აქტივების შემოსავლიანობებს შორის შეადგენს 0,5. როგორ შეიცვლება რისკი, თუ აქტივებს შორის კორრელიაცია შეადგენდეს იქნება 1) 1,0; 2) 0; 3) – 0,5; 4) – 1?

ამოხსნა:

რისკი (სტანდარტული გადახრა):

$$\text{სიგმა} = \text{კვ. ფესვი } (0,35)^2 \times (27,11)^2 + (0,65)^2 \times (7,75)^2 + 2 \times 0,35 \times 0,65 \times 27,11 \times 7,75 \times 0,5 = \text{კვ. ფესვი } 163,2 = 12,8;$$

1) თუ $p = 1$, მაშინ სიგმა = კვ. ფესვი $210,94 = 14,5$;

2) თუ $p = 0$, მაშინ სიგმა = კვ. ფესვი $115,39 = 10,7$;

3) თუ $p = - 0,5$, მაშინ სიგმა = კვ. ფესვი $67,81 = 8,22$;

4) თუ $p = - 1$, მაშინ სიგმა = კვ. ფესვი $19,84 = 4,45$.

პორტფელის რისკის გაანგარიშებისას, რომელიც რამდენიმე აქტივისაგან შედგება, საჭიროა მასში შემავალი ყველა აქტივების წყვილური კორრელაციები (კოვარიაციები) იქნეს გათვალისწინებული:

$$\text{სიგმა}_p = \text{ჯამი } \text{ჯამი } W_k W_m \text{COV}_{km} = \text{ჯამი } \text{ჯამი } W_k W_m$$

$$\text{სიგმა}_k \text{სიგმა}_m p_{km},$$

სადაც: $W_{(k,m)}$ - ხვედრითი წილია მე- k -ე (მე- m -ე)

აქტივისა პორტფელში.

ორმაგი ჯამის ნიშანი ნიშნავს, რომ გაანგარიშების პროცესში თავიდან აიღება $k = 1$ და მასზე გადაიმრავლება m -ის ყველა მნიშვნელობები 1-დან n -მდე. შემდგომ ოპერაცია მეორდება $k = 2$ -თვის და ა.შ.; გაანგარიშების პროცედურის გამარტივებისათვის გამოიყენება კოვარიაციული მატრიცა. სტატისტიკის და თუნდაც EXCEL-ის მიხედვით თნდართული (прикладных) პაკეტების უმეტესობა ასეთი გაანგარიშების ავტომატურად განხორციელების შესაძლებლობას იძლევა, ამიტომ მსგავსი გაანგარიშებების მაგალითები არ გვაქვს მოყვანილი.

მარტივი ალგებრალური გაანგარიშებები კორელაციის კოეფიციენტის ინტერპრეტაციის გაგების შესაძლებლობას იძლევა:

- პორტფელში აქტივების გაერთიანებისას კორელაციით $+1$, რისკი კი არ მცირდება, არამედ მხოლოდ გაშუალდება ხორციელდება;
- იდეალური პორტფელი შედგება აქტივებისაგან კორელაციით -1 ;
- აქტივებს შორის უარყოფითი კორელაციისას, პორტფელის რისკი ნაკლებია თითოეული კონკრეტული აქტივის მიერ მოტანილი რისკების

საშუალოშეწონილი თანხაზე, ამიტომ პორტფელის ფორმირებისას შემოსავლიანობების ყველაზე ნაკლები კორრელაციის მქონე აქტივების გაერთიანებისაკენ უნდა იქნას მისწრაფება განხორციელებული. დივერსიფიკაციის აღნიშნულ კერძო შემთხვევას უწოდებენ ჰეჯირებას.

პორტფელის რისკის შეფასებისათვის საჭიროა თავიდან პორტფელის n -პერიოდის საშუალო ფაქტიური შემოსავლიანობა, შემდეგ კი პორტფელის რისკი (საშუალოკვადრატული გადახრის მაჩვენებლის მიხედვით) იქნას გაანგარიშებული და მისი ერთობლივი რისკი სხვა პორტფელებთან იქნას შედარებული ვარიაციის კოეფიციენტის საფუძველზე:

$$K_{\text{ვარიაციის}} = \text{სიგმა}_p / i^c_p,$$

სადაც: i^c_p – პორტფელის საშუალო ფაქტიური შემოსავლიანობა

n -პერიოდების განმავლობაში;

სიგმა p - პორტფელის საშუალოკვადრატული გადახრა.

მაგალითი 81:

არსებობს ობლიგაციების სამი პორტფელი. განახორციელეთ თითოეული პორტფელის რისკის შეფასება. პორტფელების შესახებ მონაცემები ცხრილი 11-შია მოყვანილი.

ცხრილი 11. პორტფელის რისკის შეფასება

პორტფელის სახეობები	საშუალო ფაქტიური შემოსავლიანობა, %	პორტფელის რისკი, %	K _{გარიგების}
პორტფელი ობლიგაციის A, B, B	23	2,8	0,122
პორტფელი ობლიგაციის Г, Д, E	26	3,3	0,127
პორტფელი ობლიგაციის Ж, З, И	25	3	0,12

ობლიგაციები Г, Д, E-ის პორტფელი ყველაზე დიდი რისკის მატარებელია, რადგანაც შემოსავლის თითოეულ ერთეულთან რისკის 0,127 ერთეულია დაკავშირებული. ობლიგაციები Ж, З, И-ის პორტფელი - ყველაზე დაბალრისკიანია.

პორტფელის ლიკვიდობა. პორტფელის ლიკვიდობა წარმოადგენს დამატებით მაჩვენებელს, რომელიც მეორად ვაჭრობებზე აქტივების გაყიდვის შესაძლებლობის მახასიათებელია და პორტფელში შემავალი ინსტრუმენტების ლიკვიდურობით განისაზღვრება.

კონკრეტული ინსტრუმენტის ლიკვიდურობის შეფასებისათვის ლიკვიდურობის¹ (შენიშვნა: გაიანგარიშება გარკვეული პერიოდისათვის - დღე, თვე, კვარტალი და ა.შ.)

აგრეგირებულ მაჩვენებელს იყენებენ, რომელის გაიანგარიშება ფორმულით:

$$L_m = \text{განაცხადების რაოდენობა შემენაზე} \times \text{განაცხადების რაოდენობა გაყიდვაზე} / (\text{სპრედ} - 1)^2,$$

სადაც: L_M - ლიკვიდობის მაჩვენებელია პორტფელის მე- m -ე ინსტრუმენტის,

სპრედი = C_p გაყიდვის ფასი / C_p შემენის ფასი.

პორტფელის ლიკვიდობა პორტფელის ლიკვიდობის კოეფიციენტით ფასდება, რომელიც გაიანგარიშება როგორც ყველა ინსტრუმენტების ლიკვიდობის კოეფიციენტის ჯამი, შეწონილი მათი ფულადი მოცულობის მიხედვით:

$$L_p = \text{ჯამი } L_p \times P_m \times V_m / \text{ჯამი } P_m \times V_m = \text{ჯამი } L_p \times P_m \times V_m / P_p.$$

15.3. ინვესტიციის შედარებითი ეფექტიანობა პორტფელის ფორმირებისას.

ძალიან ხშირად წარმოიქმნება სიტუაცია, როდესაც ინვესტორი ამა თუ იმ პორტფელის არჩევის ალტერნატივას წინაშე დგას. ძირითად კრიტერიუმებად აქ უნდა გამოდიოდნენ შემოსავლიანობა, რისკი და ინვესტირების ვადა. პორტფელის პირველ და ორ უკანასკნელ მაჩვენებლებს შორის

უნდა არსებობდეს პირდაპირ პროპორციული დამოკიდებულება:

- რამდენად მეტია პორტფელის რისკი, იმდენად მეტი შემოსავალი უნდა შემოჰქონდეს მას;
- რამდენად მეტია ინვესტირების ვადა, იმდენად მეტი უნდა იყოს ინვესტიციიდან მოსალოდნელი შემოსავლიანობა.

ამრიგად, ორი პორტფელიდან, რომლებიც შემოსავლის ერთნაირ დონეს ფლობენ, ყველაზე უფრო ეფექციანს წარმოადგენს ის, რომელიც ყველაზე ნაკლებ რისკს და/ან ინვესტირების ვადას უზრუნველყოფს. ასევე შესაბამისად, პირიქით, ორი პორტფელიდან ერთნაირი ვადით და/ან რისკით ირჩევენ იმას, რომელიც ყველაზე უფრო დიდ შემოსავლიანობას ფლობს.

პრაქტიკაში აღნიშნული ნიშნავს, რომ ინვესტორმა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, დიურაცია და თითოეული პორტფელის სტანდარტული გადახრა უნდა შეაფასოს, ხოლო შემდეგ მათგან საუკეთესო აირჩიოს, მითითებული სამი პარამეტრების თანაფარდობაზე დაფუძნებით.

თუ შევადარებთ პორტფელებს მხოლოდ მათი აბსოლუტური მნიშვნელობების საფუძველზე, მაშინ, როგორც წესი, სწორი შეფასების გაკეთება იქნება რთული. მაგალითად, ერთი პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეადგენს

150% წლიურს, ხოლო მეორესი - 100%. პირველი პორტფელის ფორმირებასთან მიმართებაში შედეგები უფრო მიმზიდველად გესახება. მაგრამ თუ მისი რისკი ორჯერ მეტია მეორე პორტფელის რისკზე, მაშინ უფრო წარმატებული მეორე მენეჯერი იქნება. ამიტომ პორტფელის ეფექტიანობის შეფასებისათვის შედარებით მაჩვენებლებს იყენებენ, რომლებიც როგორც შემოსავლიანობას, ასევე პორტფელის რისკსაც ითვალისწინებენ. ერთ-ერთ ასეთ მაჩვენებელს წარმოადგენს **პორტფელის ეფექტიანობის კოეფიციენტი**:

$$K_{\text{ეფ}} = i_p / \text{სიგმა}_p,$$

სადაც: i_p – პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობაა,
 სიგმა_p – საშუალოკვადრატული გადახრაა,
 რომელიც ფაქტიური შემოსავლიანობის საფუძველზე გაიანგარიშება.

რამდენად მეტია ეფექტიანობის კოეფიციენტი, იმდენად მეტია პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავალი რისკის სიდიდეზე. აქედან გამომდინარე, საუკეთესოს წარმოადგენს პორტფელი, რომელსაც ეფექტიანობის კოეფიციენტის მნიშვნელობა უფრო დიდი იქნება.

პორტფელის ეფექტიანობის კიდევ ერთ მაჩვენებელს წარმოადგენს მისი **ზრდის ხვედრითი პოტენციალი (UR)**. მას იყენებენ იმ შემთხვევაში, როდესაც საუკეთესო პორტფელის

გამსაზღვრა ვადიანობისა და შემოსავლიანობის აბსოლუტური მნიშვნელობების საფუძველზე შეუძლებელია.

ზრდის ხვედრითი პოტენციალი (UR) განისაზღვრება როგორც ზრდის პოტენციალისა და პორტფელის დიურაციის თანაფარდობა შემდეგი ფორმულით:

$$UR = PR / D_p,$$

სადაც: D_p – პორტფელის დიურაციაა,
 PR – პორტფელის ზრდის პოტენციალია.

PR შემოსავლის მახასიათებელია, რომელიც შეიძლება ინვესტორის მიერ პორტფელში მისი არსებობის დროის განმავლობაში არსებული ყველა ობლიგაციების ფასების გათვალისწინებით იქნას მიღებული. ზრდის პოტენციალი განისაზღვრება როგორც პორტფელის ღირებულების სამომადლო და მიმდინარე ფასებში თანაფარდობა და გაიანგარიშება ფორმულით:

$$PR = \text{ჯამი } FV_m / \text{ჯამი } P_m - 1 = \text{ჯამი } FV_m / P_p - 1,$$

სადაც: P_m – პორტფელის მე- m -ე აქტივის მიმდინარე საბაზრო ფასია,

FV_m – მე- m -ე აქტივის სამომავლო ღირებულებაა და იგი გაიანგარიშება ფორმულით:

$$FV = C_1 \times (1 + i)^{n-1} + C_2 \times (1 + i)^{n-2} + \dots + N,$$

სადაც: C_1 – შესაბამისი კუპონის სიდიდეა,

N – ობლიგაციის ნომინალია,

n – წლების რაოდენობა ობლიგაციის

დაფარვამდე.

კუპონისგარეშე ქაღალდებისათვის $FV = N$.

ზრდის ხვედრითი პოტენციალი პორტფელის ფორმირების ვარიანტის არჩევის შესაძლებლობას იძლევა. პორტფელი, რომელთაც მოცემული მაჩვენებელს მეტი მნიშვნელობა აქვს, დროის ერთეულზე მეტ შემოსავალს უზრუნველყოფს.

მაგალითი 82.

განსაზღვრეთ შემოსავლიანობა, დიურაცია, ზრდის პოტენციალი და ზრდის ხვედრითი პოტენციალი პორტფელის ორი ვარიანტისათვის. საანგარიშო მაჩვენებლების საფუძველზე შეადარეთ სხვადასხვა პორტფელებში ინვესტიციების ეფექტიანობა. თითოეული პორტფელის მიხედვით მონაცემები წარმოდგენილია ცხრილი 12-ში.

ცხრილი 12. მონაცემები პორტფელი A-ს მიხედვით

პორტფელი A	რაოდენობა პორტფელში - Q_m	ვადა დაფარვამ დე, ანუ დიურაცია $a - D_m$ დღეები	გამოშვებების ფასები, ლარებში	განაკვეთი - i_m	$D_m \times (Q_m \times P_m \times i_m) /$ ჯამი $(Q_m \times P_m \times i_m)$
ОФЗ-ПД					

№25021	2 000	252,6	955,272	0,3057	72,20 09
ОФЗ-ПД №27011	100 000	830,25	6,24	0,425	107,7 55

ცხრილი 12. მონაცემები პორტფელი B-ს მიხედვით

პორტფელი B	რაოდენობა პორტფელში - Q_m	ვადა დაფარვამდე, ანუ დიურაცია - D_m დღეები	გამოშვებების ფასები, ლარებში	განაკვეთი - i_m	$D_m \times (Q_m \times P_m \times i_m) /$ ჯამი $(Q_m \times P_m \times i_m)$
ГКО - №21139	1 000	35	986	0,1486	2,511 7 28
თამასუქი „გაზპრომის“	1	82	940 334,64	0,315	11,88 6 76
ОФЗ-ПД №27011	150 000	509,011	8,424	0,4167	131,1 6 47

ამოხსნა:

გავიანგარიშოთ შემოსავლიანობა და დიურაცია თითოეული პორტფელის მიხედვით:

პორტფელი A:

$$P = 2\,000 \times 955,272 + 100\,000 \times 6,24 = 2\,534\,544 \text{ (ლარი) ,}$$

$$I = (0,3057 \times 2\,000 \times 955,272 + 0,425 \times 100\,000 \times 6,24) /$$

$$(2\,000 \times 955,272 + 100\,000 \times 6,24) = 0,335071,$$

$$D = 72,2 + 107,76 = 179,96 \text{ (დღეები).}$$

პორტფელი B:

$$P = 1\,000 \times 986,8 + 1 \times 940\,334,64 + 150\,000 \times 8,424 =$$

$$3\,190\,735 \text{ (ლარი),}$$

$$I = (0,1486 \times 1\,000 \times 986,8 + 0,315 \times 1 \times 940\,334,64 + 0,4167 \times$$

$$150\,000 \times 8,424)$$

$$/ (1\,000 \times 986,8 + 1 \times 940\,334,64 + 1 \times 50\,000 \times 8,424) =$$

$$0,303813,$$

$$D = 2,51 + 11,89 + 131,17 = 145,57 \text{ (დღეები).}$$

გაანგარიშებული მაჩვენებლების საფუძველზე ძნელია უკეთესი პორტფელის არჩევა, ამიტომ ზრდის ხვედრითი პოტენციალის მაჩვენებელი გამოვიყენოთ.

თავიდან თითოეული აქტივის სამომავლო ღირებულება გავიანგარიშოთ, რომლებიც პორტფელ A-ში და პორტფელ B-ში შედიან.

პორტფელი A:

$$FV_{25021} = 74,79 \times (1 + 30,57)^{182/365} + 1\,074,79 = 1\,160,22 \text{ (ლარი)},$$

$$FV_{27011} = 0,62 \times (1 + 0,425)^{1183/365} + \dots + 10,25 = 21,18$$

(ლარი).

$$FV_{\text{პორტფელი A}} = 1\,160,22 \times 2\,000 + 21,18 \times 100\,000 = 4\,438\,440$$

(ლარი).

პორტფელი B:

$$FV_{21139} = 1\,000 \text{ (ლარი)},$$

$$FV_{\text{გაზპრომის}} = 1\,000\,000 \text{ (ლარი)},$$

$$FV_{27001} = 0,62 \times (1 + 0,4167)^{637/365} + \dots + 10,37 = 15,68$$

(ლარი),

$$FV_{\text{პორტფელი B}} = 1\,000\,000 + 1\,000\,000 + 15,68 \times 150\,000 = 4\,352\,000$$

(ლარი).

ცხრილი 13. ზრდის ხვედრითი პოტენციალის გაანგარიშება

პორტფელი ო	მიმდინარე ფასი	სამომავლო ფასი	PR = (FVპორტფელის/ PVპორტფელის) – 1	UR = PR / D
A	2 534 544	4 438 440	0,751179	0,004 25
B	3 190 735	4 352 000	0,363949	0,002 5

შედარების შედეგები გვიჩვენებენ, რომ პორტფელის პირველი ვარიანტი უზრუნველყოფს სახსრების უფრო ეფექტიან დაბანდებას დროის ერთეულზე.

15.4. ტესტები:

1. ფასიანი ქაღალდების დაბანდებისას ინვესტირების მიზნებია:

ა) შემოსავლიანობის, რისკების, პერიოდის, ფორმების, სიდიდის

კონკრეტული მნიშვნელობების მიღწევა

ბ) შემოსავლიანობის, რისკების, პერიოდის, ფორმების კონკრეტული მნიშვნელობების მიღწევა

გ) შემოსავლიანობის, რისკების, პერიოდის კონკრეტული მნიშვნელობების მიღწევა

დ) შემოსავლიანობის, რისკების, ფორმების, სიდიდის კონკრეტული მნიშვნელობების მიღწევა

ა)

2. მეორად ბაზარზე სავალო ინსტრუმენტების ფასი, როგორც წესი, დგომდება:

ა) საბაზრო ფასებით

ბ) ნომინალიდან პროცენტებში

გ) თვითღირებულებით

დ) ამორტიზაციის გათვალისწინებით

ბ)

3. ობლიგაციის საბაზრო ფასის ფორმირება ხორციელდება:

ა) მოთხოვნის ზემოქმედების ქვეშ

ბ) მიწოდების ზემოქმედების ქვეშ

გ) მოთხოვნა და მიწოდების ზემოქმედების ქვეშ

დ) საბაზრო კონიუნქტურის ზემოქმედების ქვეშ

გ)

4. კუპონიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობა დაფარვისათვის გაანგარიშება ხორციელდება, როგორც წესი:

- ა) ნომინალური ღირებულების მიხედვით
 - ბ) მარტივი და რთული პროცენტების ფორმულით
 - გ) მარტივი პროცენტების ფორმულით
 - დ) რთული პროცენტების ფორმულით
- დ)

5.სავალდებულო ფასიანი ქაღალდების ერთობლივი რისკი ტოლია:

- ა) საკრედიტო, საპროცენტო, ლიკვიდობის რისკების ჯამის
 - ბ) საკრედიტო რისკის, საპროცენტო რისკის ჯამის
 - გ) საკრედიტო რისკის, ლიკვიდობის რისკის ჯამის
 - დ) საპროცენტო და ლიკვიდობის რისკების ჯამის
- ა)

6.პორტფელის მიმდინარე ფასი (ღირებულება) ტოლია:

- ა) საბაზრო ფასის
 - ბ) პორტფელის საბაზრო ფასი გამრავლებული მასში ინსტრუმენტების რაოდენობაზე
 - გ) ინსტრუმენტების ნომინალური ფასის ჯამის
 - დ) ინსტრუმენტების საბაზრო ფასის ჯამის
- ბ)

7.ორი აქტივის მიმდინარე შემოსავლიანობის ცვლილების ურთიერთკავშირისა და მიმართულებების ხარისხის განსაზღვრისათვის გამოიყენება კორელაციის სტატისტიკური მაჩვენებელი, რომლის დადებითი მნიშვნელობა მოწმობს იმის შესახებ, რომ:

- ა) შემოსავლები მდგრადია
 - ბ) შემოსავლები უცვლელია
 - გ) შემოსავლები ერთი მიმართულებით იცვლებიან
 - დ) შემოსავლები ორივე მიმართულებით იცვლებიან
- გ)

8.პორტფელის ლიკვიდობა წარმოადგენს დადებით მაჩვენებელს, რომელიც მეორად ვაჭრობებზე აქტივების გაყიდვის შესაძლებლობების მახასიათებელია და იგი პორტფელში შემავალი ინსტრუმენტების შემდეგი მაჩვენებლით განისაზღვრება:

- ა) მოგებიანობით
 - ბ) რისკიანობით
 - გ) შემოსავლიანობით
 - დ) ლიკვიდობით
- დ)

გამოყენებული ლიტერატურის სია:

1. ასათანი ვლ., ცაავა გ. - „კომერციული ბანკის საქმიანობის ფინანსური ანალიზი (თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა)“. - თბილისი, გამომცემლობა „დანი“, 2014. – 500 გვ.
2. ბარათაშვილი ე., ქოქიაური ლ. - მენეჯმენტის პრინციპები. თბილისი, სტუ-ს გამომცემლობა, 2007. – 400 გვ.
3. ბარათაშვილი ე., ზარანდია ჯ. - საქართველოს რეგიონული განვითარების ეკონომიკა, სოხუმის უნივერსიტეტის გამომცემლობა. - თბილისი, 2007. – 385 გვ.
4. ბასილაია კ., ლიპარტია ზ. - ფინანსური კონტროლი: სახელმძღვანელო. - თბილისი, გამომცემლობა „უნივერსალი“, 2012. – 400 გვ.
5. ბურდიაშვილი რ. - ბუღალტრული აღრიცხვა ბანკებში: სახელმძღვანელო. - თბილისი, გამომცემლობა „პოლიგრაფისტი“, 2013. – 300 გვ.
6. გამსახურდია გ. - ფინანსების როლი საქართველოს გარდამავალ ეკონომიკაში. - თბილისი, გამომცემლობა „მერიდიანი“, 1997. – 218 გვ.
7. გვენეტაძე ლ. - ფინანსების ზოგადი თეორია (საღეჭციო კურსი ბაკალავრიატისათვის. - თბილისი, გრ.რობაქიძის სახელ. უნივერსიტეტის გამომცემლობა, 2007. – 148 გვ.
8. ვანიშვილი მ., ნოზაძე მ. - ფინანსების თეორია ქართული პრაქტიკით: ლექციების კურსი. - თბილისი, „საზოგადოება ცოდნა“, 2009. – 388 გვ.
9. ინგოროყვა ა., ცაავა გ. - „ფინანსური მენეჯმენტი: თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა. - ორგანიზაციებისა და დაწესებულებების ფინანსების მართვა“, ტომი I. - თბილისი, გამომცემლობა „გრალი“, 2011. – 470 გვ.
10. ინგოროყვა ა., ცაავა გ. - „ფინანსური მენეჯმენტი: თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა. - საწარმოს (კორპორაციის) ფინანსების მართვა“, ტომი II. - თბილისი, გამომცემლობა „გრალი“, 2011. – 702 გვ.
11. კაკულია ე. - ფინანსები და საინვესტიციო პოლიტიკა:

სახელმძღვანელო, სოხუმის სახ. უნივ., - თბილისი, გამომცემლობა „უნივერსალი“, 2010. – 464 გვ.

12.ჭითანავა ნ. - გარდამავალი პერიოდის სოციალურ-ეკონომიკური პრობლემები, ესპსკი-ს შრომენისკრებული, ტ.1-6. - თბილისი, 1996 – 2005 წწ.

13.კაკულია რ., ბახტაძე ლ., ჯიბუტი ა. - საჯარო ფინანსები:

სახელმძღვანელო. - თბილისი, ტსუ გამომცემლობა, 2010. – 350 გვ. 14.კაკულია რ., გაბელაშვილი კ. - ფინანსების თეორია: სახელმძღვანელო, ქუთაისის უნივერსიტეტი. - თბილისი, შპს „დარბეგი“. – 350 გვ.

15.ლიპარტია ზ., გელაშვილიმ., ჯღარკავა ნ., ბერიშვილი ხ. –

კორპორაციული ფინანსები: თეორია, პრაქტიკა, სტრატეგია, ორ ტომად, სახელმძღვანელო. თბილისი, გამომცემლობა „უნივერსალი“. - ტ. 1 – 520 და ტ. 2 – 554 გვ.

16.მესხია ი. - საერთაშორისო ფინანსები: სახელმძღვანელო. - თბილისი, გამომცემლობა „უნივერსალი“. – 531 გვ.

17. მესხია ი., ჭიოტაშვილი დ. - საჯარო ფინანსები, გადასახადები და ბიუჯეტი: სახელმძღვანელო. - თბილისი, 2012. – 618 გვ.

18. მოსიაშვილი ვ. - ფულის მიმოქცევა და კრედიტის თეორიები: ლექციების კურსი. - თბილისი, 2009. – 246 გვ.

19. ქისტაური შ. - ფულის, ფინანსების და კრედიტის თეორიები (ეკონ. ფაკ. სტუდ.). - თბილისი, თსუ-ს გამომცემლობა, 2003. – 16 გვ.

20. ქოქიაური ლ. - ფინანსები, ინვესტიციები, საბანკო საქმე:

ენციკლოპედიური ტერმინოლოგია (ინგლისურ-რუსულ-ქართული). – თბილისი, გამომცემლობა „უნივერსალი“, 2009. – 1080 გვ.

21. ხანთაძე გ. - საქართველოს საგარეო ვალის მართვის პრობლემები საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ პერიოდში. - თბილისი, თსუ, 2004. – 150 გვ.

22. ხანთაძე გ., ცაავა გ. - “საბანკო ოპერაციები (სახელმძღვანელო)”. – თბილისი, გამომცემლობა შპს „წიგნის სახელოსნო“, 2012. – 400 გვ.

23. ხელაია გ. - ფული, ბანკები და ბირჟები. - თბილისი, გამომცემლობა „სამთავისი“, 1996. - 400 გვ.

24. ჯიბუტი ა., კაკულია რ., ბახტაძე ლ. - საჯარო ფინანსები: სახელმძღვანელო. - თბილისი, გამომცემლობა „დარბეგი“, 2009. - 417 გვ.

25. ცაავა გ. - „ფინანსები, ფულის მიმოქცევა, ფინანსური ინჟინერია, კრედიტი“ (დამხმარე სახელმძღვანელო) - თბ., გამომცემლობა: სს „პირველი სტამბა“, 1999. - 637 გვ.

26. ცაავა გ. - „საბანკო მენეჯმენტი: ანალიზი, პრობლემები, სრულყოფის გზები“, მონოგრაფია, ტომი I. - თბილისი, გამომცემლობა: სს „პირველი სტამბა“, 2002. - 537 გვ.

27. ცაავა გ. - „ფინანსური მენეჯმენტი: ფინანსური საქმიანობის ანალიზის რაოდენობრივი მეთოდების პრაქტიკუმი“, მონოგრაფია, ტომი II. - თბილისი, გამომცემლობა: სს „პირველი სტამბა“, 2002. - 310 გვ.

28. ცაავა გ. - „საბანკო საქმე: ლექციების კურსი“. - თბილისი, გამომცემლობა „აფხ., მეცნ., აკადემია“, 2005. - 663 გვ.

29. ცაავა გ., ბიწაძე ბ., ლიპარტია ზ. - „ფინანსური მენეჯმენტი: ფინანსების თეორიული საფუძვლები, საწარმოს ფინანსების მართვა, ფინანსური დაგეგმვა-ანგარიშგება-ანალიზი, კორპორაციული ფინანსები, ტესტები და ამოცანები“. - თბილისი, გამომცემლობა: „აფხ., მეცნ., აკად.“, 2006. - 992 გვ.

30. ცაავა გ., გავაშელი შ., ცაავა თ. - „რისკოლოგია: ფინანსური და საბანკო საკრედიტო რისკების მართვა“ (თანაავტორებთან). - თბილისი, გამომცემლობა: „აფხ., მეცნ., აკად.“, 2007. - 567 გვ.

31. ცაავა გ., აბრამია თ., ცაავა დ. - „მონეტარული პოლიტიკა და მსოფლიო სავალუტო სისტემა“ (თანაავტორებთან). - თბილისი, გამომცემლობა: „უნივერსალი“, 2009. - 455 გვ.

32. ინგორიყვა ა., ჩხაიძე ზ., ცაავა გ.- „საბანკო ინფორმაციული სისტემები და ტექნოლოგიები“. - თბილისი, საგამომცემლო სახლი „ტრეზნიკური უნივერსიტეტი“, 2009. - 400 გვ.

33. ცაავა გ. - „ფინანსური მენეჯმენტი“. - თბილისი, საგამომცემლო სახლი „ტრეზნიკური უნივერსიტეტი“, 2009. - 205

გვ. (დაფინანსებულია USAID-ის „მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის პროექტის“ ასოციაცია „სათემო კოლეჯები საერთაშორისო განვითარებისათვის ინქ-ის“ გრანტის პროგრამის ფარგლებში. - ISBN 978-9941-14-630-5).

34. ცაავა გ. - „ფინანსური მარკეტინგი“. - თბილისი, გამომცემლობა „უნივერსალი“, 2009. - 180 გვ.

35. ცაავა გ. - „ფინანსური ინჟინერია: ლექციების კურსი“. - თბილისი, გამომცემლობა „უნივერსალი“, 2013. - 665 გვ.

36. ცაავა გ., ხანთაძე გ. - „საჯარო ფინანსები (თეორია და მეთოდები)“, სახელმძღვანელო (თანაავტორთან). - თბილისი, გამომცემლობა „დანი“, 20013. - 430 გვ.

37. ცაავა გ., ხანთაძე გ. - „საბანკო საქმე (თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა)“, (სახელმძღვანელო). (თანაავტორთან) - თბილისი, გამომცემლობა „დანი“, 2014. - 600 გვ.

38. ცაავა გ., ხანთაძე გ. - „საბანკო მენეჯმენტი (თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა)“, სახელმძღვანელო, (თანაავტორთან). - თბილისი, გამომცემლობა „დანი“, 2015. - 800 გვ.

39. ცაავა გ. - „ფულის თეორიის ევოლუცია და ირვინგ ფიშერის - მიმოქცევაში ფულადი მასის გაანგარიშების ფორმულაში კორექტივის შეტანის შესახებ: ლექციის კონსპექტი“. - თბილისი, გამომცემლობა „დანი“, 2016. - 30 გვ.

40. ცაავა გ. - „ფულის ფუნქციების განვითარების რეალობა: ლექციის კონსპექტი“. - თბილისი, გამომცემლობა „დანი“, 2016. - 36 გვ.

41. ცაავა გ. - ეკონომიკური ნორმატივების სრულყოფის საკითხისათვის : ო ქ რ ო ს კ ვ ე თ ა ს პროპორცია ბუნებაში, ფერწერაში, არქიტექტურაში, მშენებლობაში, ეკონომიკაში, ბიზნესში, ფინანსურ და საბანკო მენეჯმენტში. - თბილისი, გამომცემლობა „დანი“, 2016. - 152 გვ.

42. Деньги. Кредит. Банки. Ценные бумаги. Практикум: Учеб. пособие для вузов / Под ред. Е.Ф. Жукова. - Москва: ЮНИТИ-ДАНА, 2003. - 310 с.

43. Лимитовский М.А. - Инвестиции на развивающемся рынке. - Москва: ДеКа, 2002.

44. Лимитовский М.А. – инвестиционные проекты и реальные опционы на развивающихся рынках: учеб.-практ. пособие. – 5-ое изд., перераб. и доп. – Москва: Юрайт, 2011.
45. Лимитовский М.А. – Основы оценки инвестиционных и финансовых решений. – Москва: ДеКа, 2001.
46. Лимитовский М.А. – Сборник научных трудов «Прикладные корпоративные финансы». – Москва: ИШФМ АНХ при Правительстве РФ, 2008.
47. Лимитовский М.А. – Современные технологии обоснования инвестиционных финансовых решений. Дайджест теории и кейсы: учеб. пособие. – 2-ое изд., доп. – Москва: ВШФМ АНХ при Правительстве РФ, 2009.
48. Лобанова Е.Н. и др. – Корпоративный финансовый менеджмент: учеб.-практич. пособие / М.А. Лимитовский, Е.Н. Лобанова, В.Б. Миносян, В.П. Паламарчук. – Москва: Издательство Юрайт, 2012. – 990 с.
49. Лобанова Е.Н., Лимитовский М.А. – финансовый менеджер. – Москва: ДеКа. 2001.
50. Лобанова Е.Н., Лимитовский М.А. – Модульная программа для менеджеров «Управление развитием организации». Модуль 14. Управление финансами: учеб. пособие. – Москва: Инфра-М, 2000.
51. Лобанова Е.Н. – Развитие финансового менеджмента на российских предприятиях. – Москва: ЗАО «Издательский дом «Экономическая газета», 2000.
52. Лобанова Е.Н. – Управленческие финансы. – Москва: Фонд экономического образования, 2000.
53. Лобанова Е.Н. – Энрон: процветание и банкротство. – Москва: ВШФМ, 2005.
54. Паламарчук В.П. – Оценка бизнеса: учеб. пособие. – Москва: ВШФМ АНХ при Правительстве РФ, 2004.
55. Паламарчук В.П. – Оценка компании для обоснования стратегических решений. – 2-ое изд., перераб. Москва: ВШФМ АНХ при Правительстве РФ, 2009.

56. Энциклопедия российского риск-менеджмента. – 4-ое изд. – Москва: Альпина Бизнес Букс, 2009.
57. Боди, З., Кейн, А., Маркус, А.Дж. – Принципы инвестиций. – Москва: ИД Вильямс, 2004.
58. Брег, С. – Настольная книга финансового директора. – 4-ое изд.- Москва: Альпина Бизнес Букс, 2007.
59. Брейли, Р., Майерс, С. – Принципы корпоративных финансов. – Москва: Олимп-Бизнес, 2007.
60. Бригхем, Ю., Гапенский, Л. – Финансовый менеджмент. В 2-х томах. – Москва: Экономическая школа, 2005.
61. Ван Хорн, Дж. К. – Основы управления финансами. – Москва: Финансы и статистика, 2005.
62. Ван Хорн, Дж. К., Вахович, Дж. М.-мл. – Основы финансового менеджмента. – Москва: ИД Вильямс, 2006.
63. Глен, А. – Руководство по корпоративным финансам: Пособие по финансовым рынкам, решениям и методам. – Москва: Баланс Бизнес Букс, 2008.
64. Дамодаран, А. – Инвестиционная оценка. Инструменты и методы оценки любых активов. – Москва: Альпина Бизнес Букс, 2008.
65. Джеймс, П., Эшуорт, Г. – Менеджмент, основанный на ценности / пер. с англ. – Москва: Инфра-М, 2005.
66. Дойль, П. – Маркетинг, ориентированный на стоимость. – СПб.: Питер, 2001.
67. Йескомб, Э.Р. – Принципы проектного финансирования. – Москва: Верниша, 2008.
68. Коупленд, Т., Колер, Т., Мурин, Д. – Стоимость компании: оценка и управление / пер. с англ. – Москва: Рлимп-Бизнес, 2008.
69. Мартин, Дж. Д., Пети, Дж. В. – VBM – управление, основанное на стоимости. – Днепропетровск: Баланс Бизнес Букс, 2007.

70. Рид, Седрик, Шойерман, Ханс-Дитер. – Финансовый директор как интегратор бизнеса. – Москва: Альпина Бизнес Букс, 2007.

71. Росс, С., Вестерфилд, Р., Джордан, Б. – Основы корпоративных финансов. – Москва: Лаборатория Базовых Знаний, 2000.

72. Сатклифф, М., Доннелан, М. – Эффективная финансовая деятельность. Секреты финансовых директоров. – Москва: Вершина, 2009.

73. Скотт, М.К. – Факторы стоимости. Руководство для менеджеров по выявлению рычагов создания стоимости. – Москва: Олимп-бизнес, 2005.

74. Уолш, К. – Ключевые показатели менеджмента. Как анализировать, сравнивать и контролировать данные, определяющие стоимость компании. – Москва: Дело, 2001.

75. Уолш, К. – Ключевые показатели менеджмента: полное руководство по работе с критическими числами, управляющими вашим бизнесом. – Москва: Максимум, 2006.

76. Фабоцци Ф. – Управление инвестициями. – Москва: Инфра-М, 2000.

77. Феррис, К., Пети, Б.П. – Оценка стоимости компании, Как избежать ошибок при приобретении. – Москва: ИД Вильямс, 2003.

78. Хиггинс, Роберт С. – Финансовый анализ: инструменты для принятия бизнес-решений. – 8-ое изд. – Москва: ИД Вильямс, 2007.

79. Шарп, У.Ф. и др. – Инвестиции: учебник. – Москва: Инфра-М, 2004.

80. Эванс, Ф.Ч., Бишоп, Д.М. – Оценка компаний при слияниях и поглощениях. Создание стоимости в частных компаниях. – Москва: Альпина Паблишер, 2004.

81. Fabozzi, frank J., Peterson drake, Patela, Polimeni, Ralph S. The Complete CFO Handbook: From Accounting to Accountability // Wiley publisher, 2007.

82. Pettit, Justin. strategic Corporate Finance: Applications in valuation and Capital Structure (wiley Finance) // Wiley Publisher. 2007.

83. Weaver, Samuel C., Weston, Fred. Strategic Financial Management: Application of Corporate Finance (with Thomson ONE – business School Edition 6-Month Printed Access card). south-western College Pub; 1 edition. 2007.

დანართი:
პრაქტიკული მაგალითები
ფინანსურ მენეჯმენტში:

საკითხები:

1. კორპორაციის (საწარმოს) გადახდისუნარიანობა: შედეგების შეფასება და გადაწყვეტილებების შერჩევა
2. კორპორაციის კრედიტუნარიანობა: შედეგების განსაზღვრა და პრაქტიკული დასკვნები
3. საბრუნავი აქტივებისა და კრედიტორული დავალიანების მართვა:
4. ქონებისა და კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობა
5. რეალიზაციიდან ამონაგებისა და გაყიდვების რენტაბელობის მართვა: შედეგების გაანგარიშება და შეფასება
6. ფინანსური დაგეგმვა: საწარმოს ფინანსური მდგრადობის განსაზღვრა
7. საწარმოს საინვესტიციო საქმიანობა
8. ფინანსური რისკები: შედეგების შეფასება და გადაწყვეტილებების არჩევა

**1. korporaciis (sawarmos) gadaxdisunarianoba: Sedegebis
Sefaseba da gadawyvetilebebis SerCeva.**

მაგალითი 1:

კორპორაციას (საწარმოს) საანგარიშგებო პერიოდის ბოლო თარიღისათვის შემდეგი სახის საბალანსო მონაცემები გააჩნია (ათ. ლარებში):

1. საბრუნავი აქტივების მოცულობა – 500 ათ. ლარი,
მათ შორის:

- დებიტორული დავალიანება, რომლის მიხედვით გადახდები 12 თვის შემდეგ არის მოსალოდნელი – 50 ათ. ლარი;
- მომავალი პერიოდების ხარჯები – 8 ათ. ლარი.

2. ბანკების მოკლევადიანი კრედიტები და კრედიტორული დავალიანება (ჯამურად) – 200 ათ. ლარი.

გავიანგარიშოთ საბალანსო მონაცემების მიხედვით გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის ფაქტიური ღონე. იგი ტოლი იქნება:

$$\frac{500 - 50 - 8}{200} = 2,21.$$

შევაფასოთ მოკლევადიანი ვალების გადაფარვისა და საწარმოს ერთდროული უწყვეტი საქმიანობის გაგრძელების უზრუნველყოფისათვის საბრუნავი აქტივების საკმარისობა ან არასაკმარისობა იქნეს შეფასებული.

ამოხსნა:

თავიდან წინასწარ უნდა განისაზღვროს, თუ გარდა საბაღანსოებისა, რომელი დამატებითი მონაცემებია საჭირო ასეთი შეფასებისათვის:

ა) ძირითადი საქმიანობის მიხედვით პროდუქციის წარმოებაზე და რეალიზაციაზე ერთდღიანი მატერიალური დანახარჯები. გაანგარიშების მიხედვით, ისინი შეადგენენ – 12 ათ. ლარს;

ბ) საჭირო მარაგების დღეების რაოდენობა (ექსპერტული შეფასება) – 25 დღე.

აქედან გამომდინარე, მარაგებში მატერიალიზებული საბრუნავი აქტივები, რომლებიც რეალიზაციიდან ამონაგებისა და მოგების მიღებისათვის ბრუნვის ერთ ციკლს უზრუნველყოფენ, ტოლი იქნება $12 \times 25 = 300$ ათ. ლარს. აღნიშნული არის საწარმოს მთლიანი მოკლევადიანი დავალიანების გადაფარვის შემდეგ დარჩენილი საბრუნავი აქტივების მინიმალური საჭირო ნაშთი.

მაშინ, ასეთი საწარმოსათვის გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის **ნორმალური დონე** ტოლი იქნება:

$$\frac{300 + 200}{200} = 2,5.$$

საბაღანსო მონაცემების მიხედვით გაანგარიშებული გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის ფაქტიური დონე (2,21)

ნორმალურ დონეზე (2,5) უფრო დაბალი აღმოჩნდა, ამიტომ შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ მოცემული საწარმო გადახდისუნარიანია, ანუ იგი ძირითადი საქმიანობისათვის ზიანის გარეშე მზად არ არის ყველა თავისი მოკლევადიანი ვალები გადაფაროს.

მაგრამ ასეთი სახით გაანგარიშებული გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის **ფაქტიური დონე** შეიძლება **ნორმალურ დონეს** მხოლოდ ისეთი პირობებისას შეეუდაროთ, რომ ბალანსში ასახული ყველა საბრუნავი აქტივები ლიკვიდური იქნება.

გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის რეალური დონე შეიძლება ფაქტიურის ტოლი ან ფაქტიურზე დაბალი იყოს.

განვსაზღვროთ, რომელი დამატებითი მონაცემებია საჭირო გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის **რეალური დონის** გაანგარიშებისათვის:

ა) საბრუნავი აქტივების შემადგენლობაში არალიკვიდური აქტივები უნდა იყოს – 40 ათ. ლარი;

ბ) საბრუნავი აქტივების შემადგენლობაში 12 თვის განმავლობაში დაფარვის ვადის მქონე უიმედო დებიტორული დავალიანება არ არის.

ამრიგად, გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის **რეალური დონე** ტოლი იქნება:

$$\frac{500 - 50 - 8 - 40}{200} = 2,01.$$

გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის რეალურ (2,01) და მინიმალურად საჭირო (2,5) დონეებს შორის სხვაობა (0,49) მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა. საწარმოს წინაშე გადახდისუნარიანობის ამაღლების ამოცანა დგას.

მაგალითი 2:

კორპორაციის (საწარმოს) საბალანსო მონაცემები – იგივეა, რაც მაგალით 1-შია მოტანილი, ფაქტიურად გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის დონე – 2,21-ის ტოლია.

დამატებითი მონაცემები:

ა) ძირითადი საქმიანობის მიხედვით პროდუქციის წარმოებაზე და რეალიზაციაზე ერთდღიანი მატერიალური დანახარჯები – 8 ათ. ლარია;

ბ) საჭირო მარაგების დღეთა რაოდენობა ტოლია – 5 დღის.

გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის ნორმალური დონე ტოლია:

$$\frac{8x5 + 200}{200} = 1,2$$

გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის რეალური დონის გაანგარიშებისათვის დამატებითი მონაცემებია:

ა) არალიკვიდური მარაგები – 190 ათ. ლარი:

ბ) უიმედო მოკლევადიანი დებიტორული დავალიანება – 45 ათ. ლარი.

ამოხსნა:

გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის რეალური დონე ტოლი იქნება:

$$\frac{500 - 50 - 8 - 190 - 45}{200} = 1,035.$$

ამრიგად, საწარმო გადახდისუნაროა იმ შემთხვევაშიც კი, რომ მისი საქმიანობის სპეციფიკა მოკლევადიან დავალიანებაზე ლიკვიდური საბრუნავი აქტივების დიდ სიჭარბეს არ მოითხოვს.

მაგალითი 3:

არსებობს ორი კორპორაცია (საწარმო), რომელთა გამსხვილებული საბალანსო მონაცემები ქვემოთ მოყვანილ ცხრილ 10.1-შია წარმოდგენილი (ათ. ლარებში):

ცხრილი 10.1

აქტივი:		I	II	პასივი:		I	II
1	ბრუნვისგარეშე აქტივები	800	800	1	საკუთარი კაპიტალი*	850	800
2	საბრუნავი აქტივები	500	400	2	გრძელვადიანი პასივები	–	50
3	ზარალი	–	100	3	მოკლევადიანი ნასესხები სახსრები	450	450
ჯამი:		1300	1300	ჯამი:		1300	1300

შენიშვნა: * ბალანსის „მოკლევადიანი პასივების“ VI განყოფილებაში ფონდების და რეზერვების ჩართვით არის ასახული.

ცხრილური მონაცემებიდან გამომდინარე, საწარმო I-ში გადაფარვის საერთო კოეფიციენტი $500:450=1,1$ -ის, ხოლო საწარმო II-ში კი – $400:450=0,889$ -ის ტოლია.

ორივე საწარმოსათვის მიღებული გადაფარვის კოეფიციენტების **ფაქტიური მაჩვენებლები** გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის **ნორმალურ დონეზე** დაბალია.

განესაზღვროთ თითოეულ საწარმოში გადაფარვის კოეფიციენტების მნიშვნელობების ამადლების ხერხები. შეიძლება თუ არა აღნიშნული კოეფიციენტების მნიშვნელობა ორივე საწარმოსათვის ერთნაირი იყოს?

ამოხსნა:

1. ისეთ პირობებში, როდესაც საბრუნავი აქტივების ცვლილებები არ არის გათვალისწინებული, საჭიროა მოკლევადიანი ნასესხები სახსრები დაფინანსების საკუთარი წყაროების ან გრძელვადიანი ნასესხები სახსრების შევსების ხარჯზე იქნეს შემცირებული.

დავუშვათ, რომ ორივე საწარმოსათვის გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის ნორმალური დონე ტოლია – 2-ის. მაშინ საწარმო I-ში 200 ათ. ლარის, ხოლო საწარმო II-ში კი 250 ათ. ლარის დამატებითი დაფინანსების საკუთარი წყარო ან გრძელვადიანი კრედიტებია საჭირო.

თუ აღნიშნული თანხები საკუთარი კაპიტალის გადიდების ხარჯზე ხორციელდება, მასინ საწარმო I-ში ფაქტიური სიდიდის ნაზარდი 23,5%-ის ტოლი, საწარმო II-ში კი – 31,2%-ი ნაზარდის ტოლი იქნება. აღნიშნული ითვალისწინებს ან საკუთარ კაპიტალში ინვესტირების განხორციელებას, ან დაფინანსების წყაროებში მოგების მიმართვას, ამასთან საწარმო II-ს მნიშვნელოვნად უფრო მეტი თანხა ესაჭიროება. ზარალის არსებობა პრობლემის გადაწყვეტას ართულებს.

გრძელვადიანი ნასესხები სახსრების მოზიდვა ორივე საწარმოსათვის პრაქტიკულად (საწარმო II-ში უკვე არსებული 50 ათ. ლარის ოდენობის თანხის გარდა) შეუძლებელი აღმოჩნდა.

იმ შემთხვევაში, თუ საკუთარი კაპიტალის ასეთი ხარისხით გაზრდა არც ერთ საწარმოს არ შეუძლია, გადაფაროს საერთო კოეფიციენტის ამადლების მოცემული ხერხი მიუღებელია.

2. ისეთ პირობებში, როდესაც საბრუნავი აქტივების შემადგენლობაში არის ელემენტები, რომლებიც შეიძლება ძირითადი საქმიანობის ზიანის გარეშე გაიყიდოს, მაშინ გაყიდვიდან მიღებული თანხები შეიძლება მოკლევადიანი ვალების ნაწილის დაფარვისათვის იქნეს გამოყენებული.

გავიანგარიშოთ, რა მოცულობის საბრუნავი აქტივი უნდა გაყიდოს საწარმო I-მა, რომ გადაფარვის საერთო

კოეფიციენტის მნიშვნელობა 2-ის ტოლი გახდეს? საბრუნავი აქტივების აღნიშნული ღირებულება ხ-ის ტოლად მივიღოთ, მაშინ:

$$\frac{500-x}{450-x} = 2; \quad x = 400.$$

აღნიშნული ნიშნავს, რომ მიზნის მისაღწევად საწარმო I-მა საბრუნავი აქტივების საბალანსო მონაცემების 80% უნდა გაყიდოს და ამასთან უწყვეტი საქმიანობა გააგრძელოს. ასეთი ღონისძიება შეიძლება რეალური მხოლოდ იშვიათ შემთხვევაში აღმოჩნდეს. დავუშვათ, რომ საქმიანობისათვის ზიანის გარეშე მას მხოლოდ 100 ათ. ლარის საბრუნავი აქტივების გაყიდვა შეუძლია. მაშინ მისი გადაფარვის საერთო კოეფიციენტი ტოლი იქნება:

$$\frac{500-100}{450-100} = 1,143.$$

კოეფიციენტი ამაღლდა, რაც საწარმო I-ის მიერ ასეთი გზით გარკვეული პერიოდის განმავლობაში გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის ნორმალურ დონემდე მიყვანის პრაქტიკული შესაძლებლობის შესახებ დასკვნის გაკეთების შესაძლებლობას იძლევა.

გავიანგარიშოთ, რამდენი საბრუნავი აქტივი უნდა გაყიდოს საწარმო II-მა, რომ გადაფარვის საერთო კოეფიციენტის მნიშვნელობა 2-ის ტოლი გახადოს?

$$\frac{400-x}{450-x} = 2; \quad x = 500.$$

განგარიშებული სიდიდე საწარმო II-ის საბრუნავი აქტივების მთლიან საბალანსო ღირებულებას აჭარბებს. მაგრამ შეიძლება, როგორც საწარმო I-მა, მანაც საბრუნავი აქტივების ნაწილი 100 ათ. ლარის ოდენობით გაყიდოს. მაშინ მისი გადაფარვის საერთო კოეფიციენტი ტოლი იქნება:

$$\frac{400-100}{450-100} = 0,857.$$

კოეფიციენტის დონე შემცირდა. საწარმო II-ს, აქედან გამომდინარე, ასეთი მეთოდით გადახდისუნარიანობის ამაღლება არ შეუძლია. მისთვის გამოსავალს მხოლოდ ნებისმიერი ხერხით დაფინანსების საკუთარი წყაროების გადიდება წარმოადგენს.

3. მიმდინარე ლიკვიდობის კოეფიციენტის არასაკმარისი დონის პირობებში ორივე საწარმოს საქმიანობის მასშტაბების გაფართოება და მისთვის შესაბამისი საბრუნავი აქტივების ზრდა უნდა იქნეს გათვალისწინებული.

აღნიშნულ შემთხვევაში, როგორც წინა განგარიშებებიდან ჩანს, მოკლევადიანი ნასესხები სახსრები ნაკლები ხარისხით უნდა იქნეს გაზრდილი, ვიდრე საბრუნავი აქტივები. რამდენადაც საქმიანობის მასშტაბების გაფართოებისას საინვესტიციო მიმზიდველობა, როგორც წესი, მალღდება, ინვესტორების

მიერ საწარმოს კაპიტალში დაბანდებები პრაქტიკულად რეალური ხდება.

2. კორპორაციის კრედიტუნარიანობა: შედგენების განსაზღვრა და პრაქტიკული დასკვნები

მაგალითი 4:

ამოცანის გადაწყვეტის მიზანია – ლიკვიდური აქტივებისა და მოკლევადიანი დავალიანების მაღალი თანაფარდობისას საწარმოს დაფინანსების მოკლევადიანი ნასესხები წყაროების გადიდების შესაძლებლობების შეფასება.

დავუშვათ არსებობს სამი საწარმო შედეგი საბალანსო მონაცემებით (იხ. ცხრილი 10.2):

ცხრილი 10.2

საბალანსო მონაცემები, ათ. ლარებში		საწარმოები		
		I	II	III
I აქტივი				
1	ბრუნვისგარეშე აქტივები	500	100	200
2	საბრუნავი აქტივები*	200	600	400
3	ზარალი	—	—	100
4	ჯამი აქტივების	700	700	700
II პასივი				
1	საკუთარი კაპიტალი**	600	200	200
2	გრძელვადიანი პასივები	—	—	300
3	მოკლევადიანი დავალიანება	100	500	200
4	ჯამი პასივების	700	700	700

შენიშვნა: * ყველა საბრუნავი აქტივი ლიკვიდურია.

**** ბალანსის VI განყოფილების „მოკლევადიანი პასივებში“ ფონდები და რეზერვებია ჩართული.**

ამოხსნა:

საბალანსო მონაცემების საფუძველზე თითოეული საწარმოს მიხედვით კრედიტუნარიანობის ორი ურთიერთდამოკიდებული საკვანძო მაჩვენებლების გაანგარიშება განვახორციელოთ (ცხრილი 10.3):

ცხრილი 10.3

კრედიტუნარიანობის მაჩვენებლები		საწარმოები		
		I	II	III
1	ლიკვიდური აქტივების შეფარდება მოკლევადიან დავალიანებასთან	2,0	1,2	2,0
2	მოკლევადიანი დავალიანების შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან	0,17	2,5	1,0

ცხრილური მონაცემებიდან გამომდინარე, ლიკვიდური აქტივების თანაფარდობა მოკლევადიან ვალებთან მაჩვენებელი I და III საწარმოებში ერთნაირად მაღალია. აღნიშნული თეორიულად ორივე საწარმოს დაფინანსების მოკლევადიანი ნასესხები სახსრების ფართოდ გამოყენების შესაძლებლობას აძლევს. მაგრამ საწარმო I პრაქტიკულად არ იყენებს აღნიშნულ შესაძლებლობას. საკუთარ კაპიტალთან მიმართებაში მოკლევადიანი ვალები მას სულ 17%-ის ოდენობით გააჩნია.

მას არც შეუძლია იგი ფართოდ გამოიყენოს. საკუთარი კაპიტალი აუცილებლად საკუთარ ბრუნვისგარეშე აქტივებზე მეტი უნდა იყოს, სხვანაირად საკუთარი საბრუნავი სახსრები ნულოვანი ან უარყოფითი სიდიდის აღმოჩნდება. ბალანსის უცვლელი ვალუტისას მოკლევადიანი დაგალიანების მაქსიმალური შესაძლო გადიდება – 180 ათ. ლარამდე არის შესაძლებელი; მაშინ საკუთარი კაპიტალი 520 ათ. ლარის ტოლი გახდებოდა; ლიკვიდური აქტივების თანაფარდობა მოკლევადიან ვალებთან $200 : 180 = 1,1$, ხოლო მოკლევადიანი ვალების თანაფარდობა საკუთარ კაპიტალთან კი – $180 : 520 = 0,35$ -ის ტოლი იქნებოდა.

საწარმო III-ს, რომელსაც მოკლევადიანი დაგალიანების ლიკვიდური აქტივებით უზრუნველყოფის იგივე დონე გააჩნია, შეუძლია მოკლევადიანი ნასესხები სახსრები დაფინანსების საკუთარი წყაროების ტოლი მოცულობით მოიზიდოს. აღნიშნული შესაძლებლობა საწარმოს ბალანსზე გრძელვადიანი კრედიტების მნიშვნელოვანი თანხის არსებობით არის უზრუნველყოფილი, რომლებიც საჭირო აქტივების დაფინანსების დამატებით წყაროს წარმოადგენს და იგი საწარმოს საკუთარი და მოკლევადიანი ნასესხები სახსრების თანაფარდობის ფართოდ მანევრირების შესაძლებლობას აძლევს.

შეიძლება დაისვას კითხვა: შეუძლია თუ არა საწარმო III-ს იმავე ბალანსის ვალუტისას და ისეთივე გრძელვადიანი ნასესხები წყაროების სიდიდის პირობებში, თავის ფინანსურ მდგომარეობაზე ზიანის მიყენებისგარეშე, საკუთარი კაპიტალი ჰქონოდა, მაგალითად, 150 ათ. ლარის ოდენობით 200 ათ. ლარის სანაცვლოდ?

კი, მას ეს შეეძლო, რამდენადაც ზარალის გათვალისწინებით, მისი საკუთარი საბრუნავი სახსრები დადებით სიდიდეს წარმოადგენს.

საწარმო III-ის ფინანსურ მდგომარეობაზე გრძელვადიანი კრედიტების ზემოქმედება საბალანსო ზარალის არსებობით სუსტდება. ამიტომ მისი აქტივების სტრუქტურის გათვალისწინებით დაფინანსების წყაროების სტრუქტურის ნორმალიზაცია შეიძლება შემდეგი სახით განხორციელებულიყო:

- საკუთარი წყაროები – 240 ათ. ლარი.
- გრძელვადიანი ნასესხები წყაროები – 300 ათ. ლარი.
- მოკლევადიანი ნასესხები წყაროები – 160 ათ. ლარი.

მაშინ ლიკვიდური აქტივების მოკლევადიან ვალებთან თანაფარდობა შეადგენდა $400:160=2,5$, ხოლო

მოკლევადიანი ვალების თანაფარდობა საკუთარ კაპიტალთან ტოლი იქნებოდა $160:240=0,67$.

მოცემული საწარმოსათვის მაჩვენებლების ასეთი თანაფარდობა შეიძლება შეფასებულიყო როგორც ნორმალური: მოკლევადიანი ვალების ლიკვიდური აქტივებით მაღალი უზრუნველყოფადობა, ამასთან მოკლევადიანი ვალები დაფინანსების საკუთარი წყაროების 2/3-ს შეადგენენ.

საწარმო II-ზე, გრძელვადიანი ნასესხები სახსრების არ არსებობის პირობებში, დაფინანსების საკუთარი წყაროები საკმარისია ბრუნვისგარეშე აქტივების გადაფარვისა და საკუთარი საბრუნავი სახსრების 100 ათ. ლარის მოცულობით ფორმირებისათვის.

შესაძლოა ასეთი დასკვნა საკუთარი კაპიტალის სანაცვლოდ მოკლევადიანი დავალიანების (ბალანსის იმავე ვალუტისას) გადიდებისათვის საფუძველს წარმოადგენდეს? არ, რამდენადაც ამ შემთხვევაში ლიკვიდური აქტივების თანაფარდობა მოკლევადიან დავალიანებასთან მიუახლოვდება 1-ს (იგი ფაქტიურადაც მასთან ახლოსაა), ხოლო ეს, როგორც უკვე იყო აღნიშნული, – საშიში ზღვარია.

აღნიშნულიდან გამომდინარე, საწარმოს დაფინანსების მოკლევადიანი ნასესხები წყაროების მოზიდვა შეიძლება შეფასებული იქნეს მოკლევადიანი ვალების ლიკვიდური

აქტივებით უზრუნველყოფის დონესთან მიმართებაში ან როგორც მაქსიმალურად დასაშვები, ან როგორც მეტად მაღალი. საბალანსო მონაცემებში მცირეოდენმა ძვრებმა შეიძლება აღნიშნული თანაფარდობის 1-ზე დაბლა დაწევა მოახდინოს.

შევეცადოთ ვუპასუხოთ კითხვაზე, ბალანსის აქტივებისა და პასივების სხვადასხვა ელემენტების როგორი თანაფარდობისას შეუძლია საწარმოს, უარყოფითი ფინანსური შედეგების გარეშე მოკლევადიანი დავალიანებისა და საკუთარი კაპიტალის ტოლი თანხები (ანუ მოკლევადიანი ნასესხები სახსრების საკუთარ კაპიტალთან 1-ის ტოლი თანაფარდობა) იქონიოს, თუ ლიკვიდური აქტივები ორჯერ მეტია მოკლევადიან დავალიანებაზე.

შემოვიტანოთ პირობითი აღნიშვნები:

ბგ – ბრუნვის გარეშე აქტივები;

სბ – საბრუნავი აქტივები;

ზ – ზარალი;

კ – საკუთარი კაპიტალი;

ნს_{გკ} – მოკლევადიანი ნასესხები სახსრები;

ნს_{გრძ} – გრძელვადიანი ნასესხები სახსრები.

ასეთი სახით დასმული პირობებისას:

$$\frac{A_{\text{სბ}}}{\text{ნს}_{\text{გკ}}}=2; \quad \frac{\text{ძ}}{\text{ნს}_{\text{გკ}}}=1, \quad \text{აქედან გამოდინარე, } \frac{A_{\text{სბ}}}{\text{კ}}=2; \quad \text{სბ} =$$

2კ.

თუ საწარმოს ბალანსზე ზარალი არ არის, მაშინ $\text{გგ} + 2\text{კ} = 2\text{კ} + \text{ნს}_{\text{გრძ}}$, აქედან გამოდინარე, $\text{გგ} = \text{ნს}_{\text{გრძ}}$.
 ზარალის არსებობისას : $\text{გგ} + \text{ზ} = \text{ნს}_{\text{გრძ}}$.

მოკლევადიანი ვალების ლიკვიდური აქტივებით მაღალი უზრუნველყოფადობისას დაფინანსების ნასესხები წყაროების ფართოდ გამოყენების შესაძლებლობის პირობა აღმოჩნდა შემდეგი:

- გრძელვადიანი კრედიტები ტოლია ბრუნვისგარეშე აქტივებისა და ზარალის თანხობრივი აბსოლუტური სიდიდის.

საწარმო III-ზე აღნიშნული პირობები დაცულია.

აღნიშნული ხერხები შეიძლება ნებისმიერი საწარმოსათვის დაფინანსების მოკლევადიანი ნასესხები წყაროების დამატებით მოზიდვის შესახებ საკითხის გადაწყვეტისას იქნეს გამოყენებული.

**3. sabrunavi aqtivebisa da kreditoruli
davaliane bis marTva: Sedegebis gaangariSeba
da Sefaseba, praqtikuli daskvnebi**

მაგალითი 5:

ამოცანის გადაწყვეტის მიზანია – დებიტორული დავალიანების ბრუნვალობის გაანგარიშება და შეფასება. ბუღალტრული ბალანსისა და ფორმა №2-ის მონაცემები შემდეგია:

1. დებიტორული დავალიანების საბალანსო ნაშთების მოძრაობა 12-თვის განმავლობაში დაფარვის ვადით (ათ. ლარებში):

1.01	1.04	1.07	1.10	1.01
200	150	175	120	230

2. წლიური ამონაგები რეალიზაციიდან – 1500 ათ. ლარი.

ამოხსნა:

გავიანგარიშოთ დებიტორული დავალიანების ბრუნვალობა ანალიზირებადი წლისათვის.

დებიტორული დავალიანების საშუალო ნაშთები ტოლია:

$$\left(\frac{200}{2} + 150 + 175 + 120 + \frac{230}{2} \right) : 4 = 187,5 \text{ ათ.}$$

ლარს.

რეალიზაციიდან ერთდღიანი ამონაგები შეადგენს
 $1500 : 360 = 4,2$ ათ. ლარს.

მოკლევადიანი დებიტორული დავალიანების
 ბრუნვალობა:

$187,5 : 4,2 = 44,6$ დღე, ანუ $360 : 44,6 = 8,1$
 ბრუნვა წელიწადში.

დამატებითი მონაცემები, რომლებიც მიღებული
 შედეგების დაზუსტებისათვის არის საჭირო, შემდეგია:

2. მყიდველების დებიტორული დავალიანების
 საბალანსო მონაცემები (12 თვის განმავლობაში
 დაფარვის ვადით, ათ. ლარებში):

3.

1.01	1.04	1.07	1.10	1.01
190	150	160	210	200

4. პუნქტი 3-ის მონაცემებიდან ამოცანის პირობების
 თანახმად – ვადაგადაცილებული დავალიანების
 მოცულობა:

1.01	1.04	1.07	1.10	1.01
40	40	65	70	55

4. მყიდველების დებიტორული დავალიანება, რომელიც ხელშეკრულებების პირობების შესაბამისად გაანგარიშებაში მისი ბრუნვალობის შეფასებისათვის მიიღება (პუნქტი 3-ის მონაცემები მინუს პუნქტი 4-ის მონაცემები):

1.01	1.04	1.07	1.10	1.01
150	110	95	140	145

დებიტორული დავალიანება, გაანგარიშებული პუნქტ 5-ში, განსახილველი პერიოდის რეალიზაციიდან ამონაგებთან მიმართებაში სრულად შედარებადია, ერთი გარემოების გამოკლებით: თუ დადებული ხელშეკრულებების მიხედვით მყიდველების ნაწილი 12 თვეზე მეტ პერიოდში ახორციელებს გადახდას, რეალიზაციის ამონაგებიდან საჭიროა აღნიშნულ მყიდველებზე გაყიდული პროდუქციის ღირებულება იქნეს გამოკლებული. ჩვენს მაგალითში ხელშეკრულებებში ასეთი პირობები გათვალისწინებული არ არის.

მყიდველების დებიტორული დავალიანების დაზუსტებული ბრუნვალობის გაანგარიშება.

დებიტორული დავალიანების საშუალო ნაშთები ტოლი იქნება:

$$\left(\frac{150}{2} + 110 + 95 + 140 + \frac{145}{2}\right) : 4 = 123,1 \text{ ათ.}$$

ლარს.

მყიდველების მოკლევადიანი დავალიანების ბრუნვალობა სახელშეკრულებო ვადებთან შესაბამისობაში ტოლი იქნება:

$$123,1 : 4,2 = 29,3 \text{ დღე, ანუ } 360 : 29,3 = 12,3$$

ბრუნვა წელიწადში.

მყიდველების ვადაგადაცილებული დებიტორული დავალიანება რომ არ ყოფილიყო, ბრუნვალობა მნიშვნელოვნად უფრო სწრაფი იქნებოდა, ვიდრე საბაღანსო მონაცემებიდან არის მიღებული. მაგრამ ვადაგადაცილებულ დებიტორულ დავალიანებას შეიძლება ანალიზირებადი პერიოდის რეალიზაციიდან ამონაგებთან საერთოდ არ ჰქონდეს კავშირი, ამიტომ იგი ამ უკანასკნელთან შეუდარებადია. მაგრამ თუ აღნიშნული ვადაგადაცილებული დავალიანება, თუნდაც მოცემულ პერიოდში წარმოიშვა, საანგარიშო მონაცემები საჭიროა მისგან გაიწმინდოს, რადგანაც გაანგარიშების მიზანს წარმოადგენს ბრუნვის სიჩქარის განსაზღვრა იმ პირობებისას, რომ ყველა მყიდველები ვალებს სახელშეკრულებო ვადების შესაბამისად იხდიან.

მაგალითი 6:

ამოცანის გადაწყვეტის მიზანია – კრედიტორული დავალიანების ბრუნვადობის გაანგარიშება და შეფასება.

გაანგარიშება მიზანშეწონილია მომწოდებლებზე კრედიტორული დავალიანებით შეიზღუდოს: კრედიტორული დავალიანების ყველა სახეობიდან იგი ერთადერთს წარმოადგენს, რომელიც თვით საწარმოსაგან არის დამოკიდებული. მისი სიდიდე მომწოდებლებთან ანგარიშსწორების სახელშეკრულებო პირობებით განისაზღვრება. კრედიტორული დავალიანების დანარჩენი სახეობები შრომის ანაზღაურების კანონმდებლობაზე, საგადასახადო კანონმდებლობაზე და სხვა პირობებზეა დამოკიდებული.

აღნიშნულიდან გამომდინარე, საწარმოს პრაქტიკული ზემოქმედება მხოლოდ მომწოდებლებზე კრედიტორული დავალიანების სიდიდეზე და ბრუნვის სიჩქარეზე შეუძლია მოახდინოს.

ამოხსნა:

ამოცანის გადაწყვეტისათვის საჭირო მონაცემებია:

1. მომწოდებლებზე კრედიტორული დავალიანების საბალანსო ნაშთები (ათ. ლარებში):

1.01	1.04	1.07	1.10	1.01
185	190	160	190	220

2. პუნქტი 1-ის მონაცემებიდან – ვადაგადაცილებული:

1.01	1.04	1.07	1.10	1.01
30	40	30	50	60

3. მომწოდებლებზე მოკლევადიანი დავალიანება, რომელიც ხელშეკრულებების პირობების შესაბამისად მისი ბრუნვალობის შეფასებისათვის გაანგარიშებაში მიიღება (პუნქტი 1-ის მონაცემებს მინუს პუნქტი 2-ის მონაცემები):

1.01	1.04	1.07	1.10	1.01
155	150	130	140	160

4. გაანგარიშებაში მისაღები კრედიტორული დავალიანების საშუალო ნაშთები:

$$\left(\frac{155}{2} + 150 + 130 + 140 + \frac{160}{2} \right) : 4 = 144,4 \text{ ათ. ლარი.}$$

5. რეალიზებულ პროდუქციაზე მატერიალური დანახარჯებია – 800 ათ. ლარი.

6. მარაგების საბალანსო ნაშთების ცვლილება – +45 ათ. ლარი.

მომწოდებლებზე კრედიტორული დავალიანების ბრუნვალობა გაანგარიშების სახელშეკრულებო ვადების შესაბამისობაში:

ა) ერთდღიანი მატერიალური მარაგები და მარაგების ნაშთების ცვლილება (ჯამურად):

$$\frac{800 + 45}{360} = 2,3 \text{ ათ. ლარი.}$$

ბ) ბრუნვალობა დღეებში:

$$\frac{144,4}{2,3} = 62,8 \text{ დღე.}$$

გ) ბრუნვების რიცხვი წელიწადში:

$$\frac{360}{62,8} = 5,7 \text{ ბრუნვა.}$$

მაგალითი 7:

ამოცანის გადაწყვეტის მიზანია – მეიდველების დებიტორული დავალიანებისა და მომწოდებლებზე კრედიტორული დავალიანების, გადახდის სახელშეკრულებო ვადებთან შესაბამისობაში, გაანგარიშებული ბრუნვალობის ფინანსური შედეგების შეფასება.

ამოხსნა:

მომწოდებლებზე კრედიტორული დავალიანების უფრო ნელი ბრუნვადობა მყიდველებს დებიტორულ დავალიანებასთან შედარებით, საწარმოს ბრუნვაში თავისუფალი სახსრების ფორმირებისათვის შესაბამის პირობებს ქმნის. თუ ყველა დანარჩენ ფაქტორებს მხედველობაში არ მივიღებთ, რომლებიც ქვემოთ გაანგარიშებაში გამოქვითული იქნება, მაშინ ბრუნვაში თავისუფალი სახსრების თანხა ტოლი იქნება:

$$(62,8 - 29,3) \times 4,2 = 140,7 \text{ ათ. ლარის.}$$

საწარმო ფაქტიურად თავისუფალი სახსრების აღნიშნულ თანხას ფლობდეს იქნება თუ იგი მხოლოდ საანგარიშსწორებოს წარმოადგენს – სხვა მრავალ ვალდებულებებზეა დამოკიდებული.

მაგალითი 8:

ამოცანის გადაწყვეტის მიზანია – საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის შეფასება ბრუნვაში თავისუფალი სახსრების გაანგარიშებული თანხის რეალურობის თვალსაზრისით.

ამოხსნა:

გაანგარიშებული თანხა წარმოიშვა როგორც შედეგი მომწოდებლებზე კრედიტორული დავალიანების

(დაფინანსების წყაროს) გადაჭარბება მყიდველების დებიტორულ დავალიანებაზე (საბრუნავ აქტივზე) მომწოდებლებთან და მყიდველებთან ხელშეკრულებების პირობებთან შესაბამისობაში.

ასეთ შედეგს მხოლოდ მიმდინარე აქტივებისა და მიმდინარე ვალდებულებების ნაწილის შედარება იძლევა, ამასთან ბალანსში ასახული ყველა თანხების კი არა, არამედ ვადაგადაცილებულების გათვალისწინების გარეშე. აქტივების დაფინანსების წყაროებით უზრუნველყოფის პრობლემა პრაქტიკულად საბალანსო მონაცემების მიხედვით წყდება.

მიმდინარე აქტივებისა და კრედიტორული დავალიანების მდგომარეობა საფინანსო-საექსპლუატაციო ან მუშა კაპიტალის მოთხოვნილების მაჩვენებლის მეშვეობით განვიხილოთ. აღნიშნული მაჩვენებელი ბალანსის ბოლო საანგარიშგებო თარიღის მიხედვით გავიანგარიშოთ.

საწყისი მონაცემები (ათ. ლარებში):

ა) მარაგები - 320.

ბ) დებიტორული დავალიანება (12 თვეზე ზევით დაფარვის ვადიანი დავალიანების ჩათვლით) – 250.

გ) კრედიტორული დავალიანება – 310.

საფინანსო-საექსპლუატაციო მოთხოვნილება ტოლია:

$$320 + 250 - 310 = 260 \text{ ათ. ლარის.}$$

ასეთია საწარმოსათვის საჭირო საკუთრება საბრუნავი სახსრების თანხა. თუ საკუთარი საბრუნავი სახსრების ფაქტიური სიდიდე მეტია ან თუნდაც 260 ათ. ლარის ტოლია, მაშინ ზემოთ გაანგარიშებული 140,7 ათ. ლარის ტოლი ბრუნვაში არსებული საკუთარი სახსრები შეიძლება როგორც რეალური სიდიდე იქნეს განხილული. ანალოგიური შეფასება მიზანშეწონილია თითოეულ საბაღანსო თარიღზე, აგრეთვე საშუალოდ წლის განმავლობაში იქნეს გაკეთებული.

საფინანსო-საექსპლუატაციო მოთხოვნების საშუალო წლიური სიდიდის გაანგარიშებისათვის საწყისი მონაცემებია (ათ. ლარებში):

- საშუალოწლიური ნაშთები:

- ა) მარაგების – 278.

- ბ) დებიტორული დავალიანების – 187,5.

- გ) კრედიტორული დავალიანების – 270,5.

საშუალოწლიური საფინანსო-საექსპლუატაციო მოთხოვნდება ტოლია:

$$278 + 187,5 - 270,5 = 190 \text{ ათ. ლარს.}$$

საბაღანსო მონაცემების მიხედვით გაანგარიშებული საკუთარი საბრუნავი სახსრების ფაქტიურმა საშუალოწლიურმა თანხამ შეადგინა 50 ათ. ლარი. აქედან გამომდინარე, საწარმოში მიმდინარე აქტივების

დაფინანსების წყაროების ნაკლოვანებას აქვს ადგილი, რომელიც ტოლია $195 - 50 = 145$ ათ. ლარის.

თავისუფალი სახსრები ბრუნვაში 140,7 ათ. ლარის სიდიდით პრაქტიკულად აღნიშნულ ნაკლოვანებას გადაფარავს და სხვა მიზნებისათვის მათი გამოყენება შეუძლებელია.

მაგალითი 9:

ამოცანის გადაწყვეტის მიზანია – საფინანსო-საექსპლუატაციო შესაძლებლობების, ანუ მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების ნაშთების შემცირებისა და კრედიტორული დავალიანების გადიდების შესაძლებლობების მოძიება.

წარმოიშობა მიმდინარე აქტივებისა და მიმდინარე ვალდებულებების ჩამოთვლილი ელემენტებიდან თითოეულის შემადგენლობის შეფასების საჭიროება.

1. მარაგების შემადგენლობა: 278 ათ. ლარიდან ზედმეტია 47 ათ. ლარი, მათ შორის არალიკვიდურები და ძნელად რეალიზებადები – 38 ათ. ლარის ოდენობით.

2. დებიტორული დავალიანების შემადგენლობა: 187,5 ათ. ლარიდან ვადაგადაცილებულია 60 ათ. ლარი.

3. კრედიტორული დავალიანების შემადგენლობა: 270,5 ათ. ლარიდან ვადაგადაცილებულია 51 ათ. ლარი.

ამოხსნა:

დავუშვათ, რომ არალიკვიდური მარაგები შეიძლება გაიყიდოს, ხოლო ვადაგადაცილებული დებიტორული დავალიანება დაიფარება და ამით ვადაგადაცილებული მოკლევადიანი დავალიანების დაფარვა იქნება უზრუნველყოფილი.

მაშინ საფინანსო-საექსპლუატაციო მოთხოვნილება ტოლი იქნება:

$$278 - 38 + 187,5 - 60 - 270,5 + 51 = 148 \text{ ათ. ლარს.}$$

აქედან გამომდინარე, მოცემული საწარმოსათვის ყველაზე უფრო კეთილსასურველ პირობებში მისი საფინანსო-საექსპლუატაციო მოთხოვნილება 148 ათ. ლარზე უფრო დაბალი არ შეიძლება იყოს, და საბრუნავი აქტივების დაფინანსების წყაროების უკმარისობის პრობლემა მაინც დარჩება. თავისუფალი სახსრები ბრუნვაში ტოლი იქნება მხოლოდ:

$$140,7 - (148 - 50) = 42,7 \text{ ათ. ლარის.}$$

მაგალითი 10:

ამოცანის გადაწყვეტის მიზანია – საფინანსო-საექსპლუატაციო მოთხოვნილების მაფორმირებელი სიდიდის ფაქტორების შეფასება.

საწყისი მონაცემები ამოცანის გადაწყვეტისათვის
ქვემოთ მოყვანილ 104 ცხრილშია ჩამოყალიბებული:

მაჩვენებლები, ათ. ლარში		ცხრილი 104 საწარმოები:				
		№1	№2	№3	№4	№5
I. საბალანსო მონაცემები:						
1	მარაგები	300	300	300	300	300
2	დებიტორული დავალიანება	250	250	250	250	250
3	მოკლევადიანი დავალიანება	400	400	400	400	400
II. დამატებითი ინფორმაცია:						
1	საჭირო მარაგები	200	100	300	400	150
2	ვალდებულებული დებიტორული დავალიანება	200	–	100	–	150
3	ვალდებულებული მოკლევადიანი დავალიანება	100	–	200	–	300
III. საფინანსო-ეკონომიკური მაჩვენებლები – საკუთარი საბრუნავი სახსრების რეალური მოთხოვნილება:						
1	საბალანსო მონაცემების მიხედვით: (პუნქტი I.1 + პუნქტი I.2 – პუნქტი I.3)	150	150	150	150	150
2	დაზუსტებული საბალანსო ნაშთების მდგომარეობაზე: (პუნქტი II.1 + პუნქტი I.2 – პუნქტი II.2 – პუნქტი I.3 + პუნქტი II.3)	-50	-50	250	250	150

საბალანსო მონაცემების მიხედვით გაანგარიშებისას საფინანსო-ეკონომიკური მაჩვენებლები ხუთივე საწარმოში ერთნაირია. საჭიროა პასუხი გაიცეს კითხვაზე, ყველა საწარმოში საკუთარი საბრუნავი სახსრების რეალური მოთხოვნილება ნამდვილად 150 ათ. ლარის ტოლია?

ამოხსნა:

1. თუ საწარმო №1 შეძლებს ვადაგადაცილებული დებიტორული დავალიანების დაბრუნებას და ამის ხარჯზე ორჯერ ნაკლები ვადაგადაცილებული მოკლევადიანი დავალიანების დაფარვას, მაშინ არა ყველას, არამედ მხოლოდ საჭირო მარაგების დაფინანსების გათვალისწინებით, მას არ დასჭირდება საკუთარი საბრუნავი სახსრები: მოკლევადიანი დავალიანება, რომელიც ხელშეკრულების პირობებს და გადახდების ვადებს შეესაბამება, აღმოჩნდება 50 ათ. ლარით მეტი, ვიდრე საჭირო მიმდინარე აქტივების ღირებულება.

2. საწარმო №2-ზეც საფინანსო-ეკონომიკური მაჩვენებლის დაზუსტებული სიდიდე ისეთივეა, როგორც საწარმო №1-ზე. მაგრამ ამ საწარმოში ვადაგადაცილებული დებიტორული და კრედიტორული დავალიანების არ არსებობის გამო, საბალანსო მარაგების მათ საჭირო სიდიდის შესაბამისობაში მოყვანის პირობებში, საფინანსო-ეკონომიკური მაჩვენებლის უარყოფითი სიდიდე გახდება რეალური.

3. საწარმო №3-ში საფინანსო-ეკონომიკური მაჩვენებლის დაზუსტებული თანხა აჭარბებს საბალანსოს. აღნიშნულის ერთადერთი მიზეზი მდგომარეობს იმაში,

რომ თუნდაც დებიტორების მიერ საკუთარი ვადაგადაცილებული დავალიანების სრულად დაფარვისას კი მისი თანხა კრედიტორებზე ვადაგადაცილებული დავალიანების ლიკვიდაციისათვის არასაკმარისი იქნება. დანარჩენი 100 ათ. ლარი, ალბათ, დაფინანსების საკუთარი წყაროების გადიდების ხარჯზე უნდა იქნეს დაფარული.

4. საწარმო №4-ს საფინანსო-ეკონომიკური მაჩვენებლების საბალანსო და დაზუსტებული თანხებიც საწარმო №3-ის თანხებს ემთხვევა. მაგრამ ასეთი თანხვედრის ფინანსური აზრი სხვადასხვაა: საწარმო №4 უწყვეტად მუშაობისათვის 100 ათ. ლარის საჭირო მარაგებით უზრუნველყოფილი არ არის. დებიტორებთან და კრედიტორებთან გაანგარიშებების უცვლელი პირობებისას მას საკუთარი საბრუნავი სახსრები 100 ათ. ლარით მეტი სჭირდება, ვიდრე ეს საბალანსო მონაცემებიდან გამომდინარეობს.

5. საწარმო №5-ში დაზუსტებული საფინანსო-ეკონომიკური მაჩვენებელი ფაქტიურის ტოლია, მაგრამ მისი კონკრეტული ფინანსური შინაარსი – სხვაა: საწარმოს ვადაგადაცილებული კრედიტორული დავალიანების ვადაგადაცილებულ დებიტორულ დავალიანებაზე მეტობით სრულად დაფარვადი ჭარბი მარაგები გააჩნია. დებიტორებისა და კრედიტორების ვადაგადაცილებული ვალების თანაფარდობაში რაიმე

სახის ცვლილებების განხორციელებამ შეიძლება ჭარბი საბაღანსო მარაგების დაფინანსების წყაროების უკმარისობის პრობლემა წარმოშვას. ვადიანი დებიტორული და კრედიტორული დავალიანება ერთმანეთთან ისეთ თანაფარდობაშია, რომ საჭირო მარაგების დაფინანსებისათვის საწარმოს როგორც დაზუსტებული საფინანსო-ეკონომიკური მაჩვენებლის სახით გაანგარიშებული 150 ათ. ლარის საკუთარი საბრუნავი სახსრები სჭირდება.

მაგალითი 11:

ამოცანის ამოხსნის მიზანია – დაფინანსების დამატებითი წყაროების მოზიდვის ხერხის არჩევა დებიტორული დავალიანების საკრედიტოსთან მიმართებაში უფრო ნელი ბრუნვალობის პირობებში.

ამოხსნა:

ამოცანა (ა)-ს პირობები:

1. დებიტორული დავალიანება – 300 ათ. ლარი.
2. კრედიტორული დავალიანება – 170 ათ. ლარი.
3. მარაგების, საკუთარი საბრუნავი სახსრების არსებობისა და მყიდველების ვალებისა და მომწოდებლების ვალების ბრუნვის სიჩქარის

გათვალისწინებით დაფინანსების დამატებითი წყაროების საჭირო თანხა ტოლია 200 ათ. ლარის.

საწარმოს 200 ათ. ლარის კრედიტის აღება ან ბრუნვაში იმავე თანხის მიღების უზრუნველყოფით დებიტორული დავალიანების გაყიდვა შეუძლია. საწარმოს ბრუნვაში მთელი წლის განმავლობაში თანხის ნაკლებობას აქვს ადგილი, ამიტომ საკრედიტო ხელშეკრულებაც და ფაქტორინგული ხელშეკრულებაც ერთი წლით უნდა იქნეს დადებული.

კრედიტზე წლიური საპროცენტო განაკვეთი – 50%-ია; გაანგარიშებაში მიღებადი დისკონტის განაკვეთი – 12%-ია.

აღნიშნულ პირობებში საწარმოს მიერ 200 ათ. ლარის მიღების უზრუნველყოფელი საბანკო კრედიტის სიდიდე ტოლი იქნება:

$$\frac{200}{1 - 0,5 - 0,12} = 526,3 \text{ ათ. ლარი.}$$

კრედიტის ფასია: $526,3 \times 0,5 = 263,2$ ათ. ლარი.

ფაქტორინგის პირობებია: 4% საკომისიო; 40% – პროცენტი დებიტორული დავალიანების შეძენაზე; საწარმოზე შეძენილი დებიტორული დავალიანების 70% გადაიხდება (დანარჩენი კი – მისი გადახდის შესაბამისად).

საწარმოს მიერ მთლიანი დებიტორული დავალიანების, ანუ 300 ათ. ლარის გაყიდვისას ფაქტორინგის ფასი იქნება:

ა) რეზერვის ღირებულება (30% გაყიდვლი დებიტორული დავალიანების) ტოლი იქნება:

$$300 \times 0,3 = 90 \text{ ათ. ლარი.}$$

ბ) საკომისიო: $300 \times 0,04 = 12$ ათ. ლარი.

გ) დარჩენილი თანხა, რომელზედაც დაირიცხება პროცენტები:

$$300 - 90 - 12 = 198 \text{ ათ. ლარი.}$$

დ) პროცენტების სიდიდე:

$$198 \times 0,4 = 79,2 \text{ ათ. ლარი.}$$

ე) საწარმოს მიერ მიღებული თანხა:

$$198 - 79,2 = 118,8 \text{ ათ. ლარი.}$$

ვ) ჯამი ფაქტორინგის ფასის:

$$12 + 79,2 = 91,2 \text{ ათ. ლარი.}$$

ამრიგად, კრედიტის რეალური განაკვეთი ტოლი იქნება:

$$\frac{263,2}{200} \times 100 = 131,6\%.$$

ფაქტორინგის რეალური განაკვეთი ტოლი იქნება:

$$\frac{91,2}{118,8} \times 100 = 76,8\%.$$

მიუხედავად იმისა, რომ ფაქტორინგი კრედიტზე იაფი აღმოჩნდა, საწარმოს არ შეუძლია ფაქტორინგი გამოიყენოს, რადგანაც მას ბრუნვაში 200 ათ. ლარი სჭირდება, ხოლო იგი მოღიანი დებიტორული დავალიანების გაყიდვისას ორჯერ ნაკლებს მიიღებს.

იმისათვის, რომ ფაქტორინგის იმავე პირობებში საწარმომ 200 ათ. ლარი მიიღოს, მან 508,5 ათ. ლარის დებიტორული დავალიანება უნდა გაყიდოს ($300 \times 200 : 118,8 = 508,5$). მაგრამ მას დებიტორული დავალიანების ასეთი თანხა არ გააჩნია, ამიტომ დაფინანსების წყაროების არასაკმარის ნაწილში მან კრედიტი უნდა გამოიყენოს.

ამოცანა (ბ)-ს პირობები:

საწარმომ 500 ათ. ლარის დებიტორული დავალიანება უნდა გაყიდოს, რომ ბრუნვაში 250 ათ. ლარი მიიღოს. შეძენილი დებიტორული დავალიანებიდან სესხი 85%-ის სიდიდით გამოიყოფა. საკომისიოები შეძენადი დებიტორული დავალიანების 2%-ს შეადგენს. როგორც მაქსიმალურ წლიურ პროცენტზე უნდა დათანხმდეს საწარმო, რომ ბრუნვაში საჭირო სახსრები მიიღოს?

საკომისიოები ტოლი იქნება $500 \times 0,02 = 10$ ათ. ლარის. გასაცემი დებიტორული დავალიანების თანხა ტოლი იქნება: $500 \times 0,85 = 425$ ათ. ლარი.

თანხა პროცენტების გადახდამდე ტოლი იქნება:

$$425 - 10 = 415 \text{ ათ. ლარის.}$$

გადახდილი პროცენტების მაქსიმალურად შესაძლო თანხაა:

$$\frac{165}{415} \times 100 = 39,8\%.$$

ამოცანა (გ)-ს პირობები:

საწარმოს მენეჯმენტს ფაქტორინგის ხელშეკრულება სურს 300 ათ. ლარის დებიტორული დავალიანების გაყიდვაზე დადოს. კომპანია-ფაქტორი დებიტორების არგადახდებიდან შესაძლო რისკების შემთხვევაზე შექენადი დებიტორული დავალიანებისაგან 17%-ის რეზერვს იტოვებს. საკომისიოები შექენადი დებიტორული დავალიანების 2%-ის დონეზეა დადგენილი. პროცენტები დებიტორული დავალიანების 16%-ის ტოლია, შემცირებული საკომისიო და რეზერვების თანხაზე.

განვსაზღვროთ ფაქტორინგის რეალური განაკვეთი.

რეზერვი ტოლია: $300 \times 0,17 = 51$ ათ. ლარის.

საკომისიოები ტოლია: $300 \times 0,02 = 6$ ათ. ლარის.

თანხა, რომელზეც გაიანგარიშება პროცენტები ტოლი იქნება:

$$300 - 51 - 6 = 243 \text{ ათ. ლარის.}$$

პროცენტები: $243 \times 0,16 = 38,88$ ათ. ლარის.

საწარმოს მიერ მიღებული დებიტორული დავალიანების თანხა:

$$243 - 38,88 = 204,12 \text{ ათ. ლარი.}$$

ჯამური ხარჯები ფაქტორინგზე:

$$6 + 38,88 = 44,88 \text{ ათ. ლარი.}$$

$$\text{ფაქტორინგის რეალური განაკვეთი: } \frac{44,88}{204,12} \times 100 = 22\%.$$

ამოცანა (დ)-ს პირობები:

საწარმოს დებიტორული დავალიანება წელიწადში 9-ჯერ ბრუნავს. მისი საშუალო ნაშთები 300 ათ. ლარის ტოლია. ფაქტორინგის პირობები წინა ამოცანის პირობების თანხვედრია (იხ. პირობები „გ“).

განესაზღვროთ ფაქტორინგის რეალური განაკვეთი ნამდვილი წლიური დანახარჯებიდან გამომდინარე.

წლიური დანახარჯები დებიტორულ დავალიანებაზე:

$$6 \times 9 + 38,88 = 92,88 \text{ ათ. ლარი.}$$

ყოველთვიურად მიღებადი თანხა:

$$243 + \left(1 - \frac{0,16}{9}\right) = 238,7 \text{ ათ. ლარი.}$$

ნამდვილი წლიური დანახარჯები საშუალოდ მიღებად თანხაზე შეადგენს:

$$\frac{92,88}{238,7} \times 100 = 38,9\%.$$

ამოცანა (ე)-ს პირობები:

საწარმოს დაფინანსების წყაროების უკმარისობის გადასაფარავად 150 ათ. ლარი სჭირდება. მას შეუძლია აიღოს კრედიტი ან ფაქტორინგის ხელშეკრულება დადოს. საწარმოს მიერ გაყიდვადი დებიტორული დავალიანება შეადგენს 600 ათ. ლარს. დაფინანსების წყაროების

უკმარისობა საჭიროა ნასესხები სახსრებით წლის განმავლობაში დაიფაროს.

კრედიტის აღების პირობებია – 60% წლიური.

ფაქტორინგის პირობებია: 4% საკომისიო; დარეზერვება – შექმნილი დებიტორული დავალიანების 20%; 30% – მისაწოდებელ სესხზე.

დაფინანსების ნასესხები წყაროების მოზიდვის რომელ ვარიანტს აირჩევს საწარმო?

$$\text{კრედიტის ფასია: } \frac{150}{1-0,6} = 375 \text{ ათ. ლარი.}$$

$$375 - 150 = 225 \text{ ათ. ლარი (კრედიტზე პროცენტების თანხა).}$$

ფაქტორინგის ფასია:

$$\text{ა) საკომისიო} - 600 \times 0,04 = 24 \text{ ათ. ლარი.}$$

ბ) პროცენტები სესხზე:

$$600 \times 0,8 \times 0,3 = 144 \text{ ათ. ლარი.}$$

დანახარჯების ჯამი ფაქტორინგზე:

$$144 + 24 = 168 \text{ ათ. ლარი.}$$

ბრუნვაში მისაღები თანხა:

$$480 - 144 = 336 \text{ ათ. ლარი.}$$

ამრიგად, ფაქტორინგი ჯდება მნიშვნელოვნად იაფი, ვიდრე კრედიტი, მაგრამ საწარმოს 336 ათ. ლარის გადახდა არ სჭირდება, რადგანაც მისთვის 150 ათ. ლარია საკმარისი. თუმცა ბრუნვაში მიღებული დამატებითი თანხა

შეიძლება მოგების მომტან სხვა მიზნებზე იქნეს გამოყენებული. თუ საწარმოს ასეთი გამოყენების კონკრეტული მიმართულებები გააჩნია, შემოთავაზებულ პირობებზე ფაქტორინგის ხელშეკრულების დადებას აზრი აქვს. წინააღმდეგ შემთხვევაში უფრო მიზანშეწონილია არა მთლიანი, არამედ დებიტორული დავალიანების მხოლოდ ნახევარი გაიყიდოს. ამასთან მნიშვნელოვანია, რომ კომპანია-ფაქტორმა ფაქტორინგის შემოთავაზებული პირობები არ შეცვალოს.

ამოცანა (ე)-ს პირობები:

საწარმომ ბრუნვაში 200 ათ. ლარი უნდა მიიღოს. კრედიტზეც და ფაქტორინგის მიხედვით სესხზეც 50%-ია გადასახდელი. ნასესხები სახსრების მოზიდვის რომელ ფორმას აირჩევს საწარმო, თუ ფაქტორინგის დამატებით პირობას დარეზერვება წარმოადგენს?

ა) შეძენილი დებიტორული დავალიანების 20%-ს.

ბ) 30%.

გ) 40%.

კრედიტზე რეალური საპროცენტო განაკვეთი ყველა შემთხვევაში 100%-ს შეადგენს.

$$\left(\frac{200}{1 - 0,5} = 100 ; \frac{200}{200} \times 100 = 100 \right).$$

ფაქტორინგის ვარიანტის განხილვისას, საწარმომ უნდა იცოდეს, თუ რა მოცულობის დებიტორული დავალიანება

უნდა გაყიდოს მან, რომ ბრუნვაში 200 ათ. ლარი მიიღოს და როგორი იქნება ფაქტორინგის რეალური განაკვეთი.

თუ გასაყიდი დებიტორული დავალიანების მოცულობას x -ით აღვნიშნავთ, მივიღებთ:

$$ა) X \cdot 0,8 = 200 + \frac{X \cdot 0,8}{1 - 0,5}; X = 333,3 \text{ ათ. ლარს.}$$

პროცენტების რეალური განაკვეთი ტოლი იქნება:

$$\frac{333,3 - 200}{200} \times 100 = 66,6\%.$$

$$ბ) X \cdot 0,7 = 200 + \frac{X \cdot 0,8}{1 - 0,5}; X = 381 \text{ ათ. ლარს.}$$

პროცენტების რეალური განაკვეთი ტოლი იქნება:

$$\frac{381 - 200}{200} \times 100 = 90,5\%.$$

$$გ) X \cdot 0,6 = 200 + \frac{X \cdot 0,6}{1 - 0,5}; X = 444,4 \text{ ათ. ლარს.}$$

პროცენტების რეალური განაკვეთი ტოლი იქნება:

$$\frac{444,4 - 200}{200} \times 100 = 122,2\%.$$

აქედან გამომდინარე, საწარმოსათვის ფაქტორინგი უფრო მომგებიანია, ვიდრე კრედიტი, თუ დებიტორული დავალიანების დარეზერვებადი თანხა 30%-ს არ აჭარბებს. აღნიშნული პირობის არდაცვის შემთხვევაში საწარმოსათვის კრედიტის მიღების პირობები იქნება უფრო მომგებიანი.

დასკვნა აღნიშნული ამოცანის გადაწყვეტის პირობებიდან: ეკონომიკურად გამართლებული იქნება, თუ ფაქტორინგის პირობების თანახმად დებიტორული დავალიანების სარეზერვო თანხის გადიდებათან მიწოდებად სესხზე განაკვეთის შემცირება იქნება გათვალისწინებული.

ამოცანა (ზ)-ს პირობები:

კომპანია-ფაქტორი 300 ათ. ლარის დებიტორული დავალიანების გამყიდველ საწარმოს ფაქტორინგის შემდეგი პირობების არჩევანს სთავაზობს:

პირობების პირველი ჯგუფი:

დებიტორული დავალიანების 20%-ის დარეზერვებისას, დანარჩენი ნაწილის სესხზე პროცენტის განაკვეთი – 60%-ია; 30%-ის დარეზერვებისას – 50%-ია, 40%-ის დარეზერვებისას კი – 40%-ია.

განსაზღვროთ საწარმოსათვის ყველაზე უფრო სასარგებლო პირობების შეხამება.

საწარმოს მიერ მისაღები თანხა ტოლი იქნება:

$$300 \times 0,8 \times 0,4 = 96 \text{ ათ ლარის.}$$

$$300 \times 0,7 \times 0,5 = 105 \text{ ათ ლარის.}$$

$$300 \times 0,6 \times 0,6 = 108 \text{ ათ ლარის.}$$

გასაყიდი დებიტორული დავალიანების ერთნაირი სიდიდისას საწარმო ბრუნვაში მეტ სახსრებს მესამე

შემთხვევაში მიიღებს, აქედან გამომდინარე, იგი საწარმოსათვის ყველაზე უფრო მისაღებია.

პირობების მეორე ჯგუფი:

დარეზერვებული დებიტორული დავალიანების იმავე წილებისას განაკვეთები შესაბამისად ტოლი იქნება: 80%-ის, 70%-ის და 60%-ის.

საწარმოს მიერ მისაღები თანხები ტოლი იქნება:

$$300 \times 0,8 \times 0,2 = 48 \text{ ათ ლარის.}$$

$$300 \times 0,7 \times 0,3 = 63 \text{ ათ ლარის.}$$

$$300 \times 0,6 \times 0,4 = 72 \text{ ათ ლარის.}$$

პირობების მესამე ჯგუფი:

დარეზერვებული დებიტორული დავალიანების იმავე წილებისას განაკვეთები შესაბამისად ტოლი იქნება: 30%-ის, 20%-ის და 10%-ის.

საწარმოს მიერ მისაღები თანხები ტოლი იქნება:

$$300 \times 0,8 \times 0,7 = 168 \text{ ათ ლარის.}$$

$$300 \times 0,7 \times 0,8 = 168 \text{ ათ ლარის.}$$

$$300 \times 0,6 \times 0,9 = 162 \text{ ათ ლარის.}$$

პირობების მესამე ჯგუფისას დასკვნები არსებითად იცვლება.

ფაქტორინგულ მომსახურებებზე მაღალი საპროცენტო განაკვეთები საწარმოს შემდეგი სახის არჩევანს განაპირობებენ: მას დებიტორული დავალიანების

დარეზერვების მაღალ პროცენტზე წასვლა შეუძლია, თუ თან განაკვეთების შემცირება ახლავს.

პირიქით, ფაქტორინგულ მომსახურებებზე დაბალი საპროცენტო განაკვეთისას საწარმოსათვის დებიტორული დავალიანების დარეზერვების მცირე წილის უზრუნველყოფა უფრო მნიშვნელოვანია, თუნდაც ფაქტორინგზე უფრო მაღალი განაკვეთის პირობებში. მაშინ იგი ბრუნვაში გასაყიდი დებიტორული დავალიანების შედარებით მეტ წილს მიიღებს.

4. qonebisa da kapitalis gamoyenebis efeqtianoba:

მაგალითი 12:

საწყისი მონაცემები:

საანგარიშო პერიოდში საწარმოს ძირითად საქმიანობაში მონაწილე აქტივების საშუალო ღირებულება – 30000 ათ. ლარის ტოლია. ამონაგები რეალიზაციიდან – 35000 ათ. ლარის ტოლია. მოგება რეალიზაციიდან – 2000 ათ. ლარის ტოლია.

ამოხსნა:

1. გავიანგარიშოთ აქტივების რენტაბელობა:

$$\frac{2000}{30000} \times 100 = 6,7\% .$$

2. შევაფასოთ რენტაბელობის აღნიშნული დონის განმსაზღვრელი ფაქტორები:

- გაყიდვების რენტაბელობა ტოლი იქნება

$$\frac{2000}{35000} \times 100 = 5,7\% .$$

- აქტივების ბრუნვალობა შეადგენს $\frac{35000}{30000} = 1,17$

ბრუნვა.

$$6,7 = 5,7 \times 1,17.$$

3. განვსაზღვროთ აქტივების რენტაბელობის ამაღლების შესაძლებლობები:

ა) რეალიზაციიდან ამონაგების 40000 ათ. ლარამდე გადიდებისათვის აქტივების ბრუნვალობა მათი აღრინდელი ღირებულებისას ტოლი იქნება:

$$\frac{40000}{30000} = 1,33 \text{ ბრუნვა.}$$

მაგრამ ამონაგების ზორდამ შეიძლება აქტივების ღირებულების გადიდების აუცილებლობა გამოიწვიოს, დაუშვათ, 5000 ათ. ლარით. მაშინ აქტივების ბრუნვალობა შეადგენს:

$$\frac{40000}{35000} = 1,14 \text{ ბრუნვა.}$$

რეალიზაციიდან ამონაგების ზრდამ აქტივების ბრუნვაძობის შემცირება გამოიწვია. მაგრამ ამონაგების ზრდასთან ერთდროულად რეალიზაციიდან მოგებაც იზრდება, დაგუშვათ, 3000 ათ. ლარით. მაშინ რეალიზაციის რენტაბელობა ტოლი იქნება

$$\frac{2000 + 3000}{40000} = 12,5\% .$$

აქტივების რენტაბელობა ტოლია:

$$\frac{5000}{35000} \times 100 = 14,3\%, \text{ ანუ } 12,5 \times 1,14 = 14,3.$$

მაგალითი 13:

გვაქვს სამი საწარმო მაჩვენებლებით, რომლებიც შემდეგ ცხრილშია (ცხრ. 10.5) მოყვანილი:

ცხრილი 10.5

მაჩვენებლები:		საზომი ერთეული :	საწარმოები:		
			1	2	3
1	აქტივების რენტაბელობა	%	10	10	10
2	გაყიდვების რენტაბელობა	%	5,5	3,5	15
3	აქტივების ბრუნვაძობა	ბრუნვები ს რიცხვი	1,82	2,86	0,67

შევაფასოთ აქტივების რენტაბელობა მისი ფაქტორების დონის ფორმირებისა და თითოეულ საწარმოში მისი შემდგომი ამაღლების შესაძლებლობის თვალსაზრისით.

ამოხსნა:

ყველა საწარმოს აქტივების ერთნაირი რენტაბელობის მიუხედავად, იგი ტოლმნიშვნელობის არ არის. აქტივების რენტაბელობის ასეთი დონის უზრუნველყოფის მთავარ ფაქტორს პირველ და განსაკუთრებით მეორე საწარმოში წარმოადგენს რეალიზაციიდან ამონაგების მაღალი მაჩვენებელი აქტივების ერთი ლარის ღირებულებაზე გაანგარიშებით; ამასთან, იგი არა მაღალი ფასების ხარჯზე (გაყიდვების რენტაბელობა მაღალი არ არის), არამედ გაყიდვების დიდი მოცულობის ხარჯზეა მიღწეული.

მესამე საწარმოში გადამწყვეტ ფაქტორს რეალიზებად პროდუქციაზე მაღალი ფასები წარმოადგენს, როდესაც რეალიზაციიდან ამონაგებმა აქტივების ღირებულების მხოლოდ 67% შეადგინა. ფასები – არა ნაკლებად საიმედო ფაქტორია, ვიდრე პროდუქციის გასაღებითი ფართე შესაძლებლობები.

დავუშვათ, შემდეგ პერიოდში სამივე საწარმოში რეალიზებულ პროდუქციაზე ფასები 10%-ით გაიზარდა. აქტივების ღირებულება უცვლელი დარჩა. ასევე დავუშვათ, რომ ცხრილში მოყვანილი მაჩვენებლების პერიოდში რეალიზაციიდან ამონაგები პირველ საწარმოში

1000 ათ. ლარის, მეორეში – 1500 ათ. ლარის, ხოლო მესამეში – 800 ათ. ლარის ტოლი იყო.

ფასების 10%-ით გადიდებისას გაყიდვების რენტაბელობა ტოლი იქნება:

- საწარმო 1-ში: $\frac{1000 \times 1,1 - (1000 - 55)}{1000 \times 1,1} \times 100 = 14,1\%$;
- საწარმო 2-ში: $\frac{1500 \times 1,1 - (1500 - 52,5)}{1500 \times 1,1} \times 100 = 12,3\%$;
- საწარმო 3-ში: $\frac{800 \times 1,1 - (800 - 680)}{800 \times 1,1} \times 100 = 22,7\%$.

აქტივების ბრუნვალობა სამივე საწარმოში 10%-ით გაიზრდება. ამრიგად, აქტივების რენტაბელობა შემდეგ დონეზე ჩამოყალიბდება:

- საწარმო 1-ში: $1,82 \times 1,1 \times 14,1 = 28,1\%$.
- საწარმო 2-ში: $2,86 \times 1,1 \times 12,3 = 38,7\%$.
- საწარმო 3-ში: $0,67 \times 1,1 \times 22,7 = 16,7\%$.

რეალიზებულ პროდუქციაზე ფასების ერთნაირად ამაღლებისას და სხვა დანარჩენ უცვლელ პირობებში აქტივების რენტაბელობის ყველაზე მნიშვნელოვანი ამაღლება მეორე საწარმოში მოხდა. გაანგარიშებებიდან ჩანს, რომ აღნიშნულის გადამწყვეტ ფაქტორს საბაზისო პერიოდში საწარმო – 2-ში აქტივების სწრაფი ბრუნვალობა წარმოადგენს.

ახლა დავუშვათ, რომ ფასები შემდეგ პერიოდში არ იზრდება, მაგრამ სამივე საწარმო რეალიზებულ პროდუქციაზე დანახარჯებს 10%-ით ამცირებს. ამ შემთხვევაში აქტივების ბრუნვადობა არ იცვლება, ხოლო გაყიდვების რენტაბელობა მაღლდება.

გავიანგარიშოთ გაყიდვების ახალი რენტაბელობა:

- I საწარმოში: $\frac{55 + 0,1x(1000 - 55)}{1000} \times 100 = 14,95\%$;
- II საწარმოში: $\frac{52,5 + 0,1x(1500 - 52,5)}{1500} \times 100 = 13,15\%$;
- III საწარმოში: $\frac{120 + 0,1x(800 - 680)}{800} \times 100 = 23,5\%$.

აქტივების რენტაბელობა ტოლი იქნება:

- საწარმო 1-ში: $1,82 \times 14,95 = 27,2\%$.
- საწარმო 2-ში: $2,86 \times 13,15 = 37,6\%$.
- საწარმო 3-ში: $0,67 \times 23,5 = 15,7\%$.

შედგები მივიღეთ ფასების ამადლებისას აქტივების რენტაბელობის შედეგების ანალოგიურად.

აღნიშნული ამოცანის გადაწყვეტის შედეგებიდან საერთო დასკვნაა: საწარმოებს, რომელთაც აქტივების მაღალი ბრუნვადობა და გაყიდვების დაბალი რენტაბელობა გააჩნიათ, რეალიზებულ პროდუქციაზე ფასებისა და დანახარჯების ცვლილების ერთნაირი ინდექსებისას, აქტივების რენტაბელობის ამადლების მეტი

შესაძლებლობები აქვთ. ამიტომ ასეთი საწარმოები შეიძლება ინვესტორებისათვის უფრო მიმზიდველად ჩაითვალოს.

მაგალითი 14:

საწყისი მონაცემები:

- საკუთარი კაპიტალის საშუალო ღირებულებაა – 20000 ათ. ლარი.
- საწარმოს საბალანსო მოგება – 3000 ათ. ლარი.
- მოგებაზე გადასახადის განაკვეთი – 30%.

საქმიანობის მასშტაბების გადიდებასთან დაკავშირებით საწარმომ აქტივების ღირებულება 30000 ათ. ლარიდან – 40 000 ათ. ლარამდე უნდა გაზარდოს. დაფინანსების როგორი წყაროების მოზიდვაა მიზანშეწონილი აქტივების დამატებითი ღირებულების გადასაფარავად – საკუთარი თუ ნასესხები? პროცენტები კრედიტზე აიღება წლიური 60%-ის განაკვეთით. საქმიანობის მასშტაბების გაფართოება 2000 ათ. ლარის ოდენობის დამატებით მოგებას უზრუნველყოფს.

ამოხსნა:

1. საკუთარი კაპიტალის გადიდება. ამ შემთხვევაში საკუთარი კაპიტალის ღირებულება ტოლი იქნება 30000 ათ. ლარის, საბალანსო მოგება – 5000 ათ. ლარის, სუფთა მოგება – 3500 ათ. ლარის. საკუთარი კაპიტალის

რენტაბელობა საქმიანობის მასშტაბების გაფართოებამდე ტოლი იყო:

$$\frac{3000}{20000} \times 100 = 15\% \quad (\text{თუ გაანგარიშებაში საბალანსო}$$

მოგება იქნება მიღებული)

$$\text{ან } \frac{3000 \times 0,7}{20000} \times 100 = 10,5\% \quad (\text{სუფთა მოგების მიხედვით}).$$

საქმიანობის მასშტაბების გაფართოებისას შესაბამისი მაჩვენებლები ტოლი იქნება:

$$\frac{5000}{30000} \times 100 = 16,7\% \quad \text{და} \quad \frac{5000 \times 0,7}{30000} \times 100 = 11,7\%.$$

2. 10000 ათ. ლარის ოდენობის კრედიტის მოზიდვა საკუთარი კაპიტალის ცვლილების გარეშე აღნიშნულ შემთხვევაში საკუთარი კაპიტალის ღირებულება იქნება – 20000 ათ. ლარი. პროცენტები კრედიტზე თვითღირებულებაში ჩაირთვება. აქედან გამომდინარე, საბალანსო მოგება ტოლი იქნება: $5000 - 10000 \times 0,6 = -1000$.

დასკვნა: კრედიტის ერთი წლით აღება მიზანშეწონილი არ არის, რადგანაც კრედიტზე პროცენტების გადახდა საწარმოს ზარალიან საქმიანობას იწვევს.

3. კრედიტი მოიზიდება ნახევარი წლით, შემდეგ დამატებითი მოგების ხარჯზე საკუთარი კაპიტალის შევსება ხორციელდება და საქმიანობის მასშტაბების

გაფართოებასთან დაკავშირებით კრედიტორული დავალიანება იზრდება. მაშინ საბალანსო მოგება ტოლი იქნება:

$$5000 - 10000 \times 0,3 = 2000.$$

საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა – საბალანსო მოგების მიხედვით 10%-ის ტოლი და სუფთა მოგების მიხედვით 7%-ის ტოლი იქნება.

დასკვნა: კრედიტის მოზიდვა ასეთი პირობების ქვეშ მიზანშეწონილია, რადგანაც მას საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის შემცირებამდე მიეყვარათ.

მაგალითი 15:

მაგალითი 14-ის საწყისი მონაცემების მიხედვით განესაზღვროთ, რომელი პირობები უნდა იქნეს შეცვლილი, რომ კრედიტის მოზიდვისას საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა უფრო მაღალი იყოს, ვიდრე კრედიტის მოზიდვის გარეშე საკუთარი კაპიტალის გადიდებისას.

ამოხსნა:

1. დამატებითი მოგების გადიდება.

თუ პროცენტები კრედიტზე – 3000 ათ. ლარია, მაშინ მოგების ნაზარდი საქმიანობის მასშტაბების გაფართოებიდან აღნიშნულ თანხაზე მეტი უნდა იყოს.

როგორი უნდა იყოს მოგების ნაზარდი? მივიღოთ იგი X-ის ტოლად.

მაშინ შემდეგი უტოლობა უნდა იქნეს დაცული:

$$\frac{3000 + X}{30000} < \frac{3000 + X - 3000}{20000}.$$

$X > 6000$, ანუ მოგების ნაზარდი არა 2000 ათ. ლარი, არამედ 6000 ათ. ლარზე მეტი უნდა იყოს. აღნიშნული პირობებისას უფრო მიზანშეწონილია კრედიტის გამოყენება, ვიდრე საკუთარი კაპიტალის გადიდება იქნეს გათვალისწინებული.

2. კრედიტის მიღება უფრო დაბალი განაკვეთის ქვეშ, ვიდრე 60% წლიური.

როგორი უნდა იყოს საპროცენტო განაკვეთი კრედიტზე, რომ მისი გამოყენება უფრო სარგებლიანი იყოს საკუთარი კაპიტალის გადიდებასთან მიმართებაში?

საძიებო საპროცენტო განაკვეთი მივიღოთ X-ის ტოლად. მაშინ დაცული უნდა იყოს შემდეგი უტოლობა:

$$\frac{5000}{30000} < \frac{5000 - 10000 \times X}{20000}.$$

$X < 16,7\%$ -ზე, ანუ წლიური საპროცენტო განაკვეთი კრედიტზე არ უნდა აღემატებოდეს 16,6%-ს.

თუ პუნქტი 1 და 2-ში გაანგარიშებული არც ერთი პირობაა შესრულებადი, საწარმომ საკრედიტო რესურსები

არ უნდა მოიზიდოს. დაფინანსების წყაროების ერთადერთი ხერხი – საკუთარი კაპიტალის გაზრდაა.

**5. realizaciidan amonagebisa
da gayidvebis rentabelobis marTva:
Sedegebis gaangariSeba da Sefaseba.**

მაგალითი 16:

საწარმოს რეალიზაციიდან ამონაგები გააჩნია 25000 ათ. ლარის ოდენობით წელიწადში, მათ შორის: ცვალებადი დანახარჯებია – 12000 ათ. ლარი, ხოლო მუდმივი დანახარჯები – 10000 ლარის ოდენობით, მოგება რეალიზაციიდან – 3000 ათ. ლარის ტოლია.

შემდეგ წელს საწარმოს პროდუქციაზე მოთხოვნის შემცირებაა მოსალოდნელი. მოთხოვნის შემცირების გამოვლენის შესაძლო რამდენიმე ფორმა არსებობს:

1. ფასების შემცირება პროდუქციაზე საბაზისო პერიოდის რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის შენარჩუნებისას.

2. საბაზისო ფასების შენარჩუნება გაყიდვების ნატურალური მოცულობის ერთდროულად შემცირებისას.

3. ერთდროულად რეალიზაციის ნატურალური მოცულობისა და ფასების შემცირება.

საჭიროა გაანგარიშებული იქნეს თითოეული შემთხვევისათვის რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობისა და მისთვის ფასების მაქსიმალურად დასაშვები შემცირება საბაზისო წელთან შედარებით.

ამოხსნა:

1. საჭიროა რეალიზაციიდან ამონაგებით ყველა ცვალებადი და მუდმივი დანახარჯები იქნეს ანაზღაურებული, ანუ რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობა ტოლი უნდა იყოს:

$$12000 + 10000 = 22000 \text{ ათ. ლარი.}$$

2. რეალიზაციიდან ამონაგების შემცირებასთან ერთად ცვალებადი დანახარჯების შემცირება განხორციელდება. რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობა ტოლი იქნება:

$$25000x \frac{10000}{10000 + 3000} = 19231 \text{ ათ. ლარი.}$$

3. გადაწყვეტისათვის დამატებითი მონაცემებია საჭირო რეალიზაციიდან ამონაგების თუნდაც ერთი შემადგენლის – ფასების ან ნატურალური მოცულობის შემცირების მოსალოდნელი ხარისხის შესახებ.

მაშინ რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობა შეიძლება შემდეგი ფორმულით იქნეს განსაზღვრული:

$$\text{მდღნ.} + \text{ცვღნ.} \times X = \text{ამზ} \times \text{ინგნ} \times \text{ინფს},$$

სადაც: მდღნ. არის მუდმივი დანახარჯები საბაზისო პერიოდის;

ცვლნ. – ცვალებადი დანახარჯები საბაზისო პერიოდის;

ამრ – ამონაგები რეალიზაციიდან საბაზისო პერიოდის;

ინგნ – ინდექსი ნატურალური მოცულობის საბაზისო წელთან შედარებით (ერ. წილებში);

ინგს – ინდექსი ფასების საბაზისო წელთან შედარებით (ერთ. წილებში).

დავუშვათ, რომ გაყიდვების მოცულობა ნატურალურ ერთეულებში 10%-ით შემცირდება, ანუ ინგნ = 0,9.

$$\text{მაშინ: } \text{ინგს} = \frac{10000 + 12000 \times 0,9}{25000 \times 0,9} = 0,924.$$

რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობა ტოლი იქნება:

$$25000 \times 0,9 \times 0,924 = 20800 \text{ ათ. ლარის.}$$

დავუშვათ სხვა სიტუაცია, როდესაც ინგნ = 0,8;

$$\text{ინგს} = \frac{10000 + 12000 \times 0,8}{25000 \times 0,8} = 0,98.$$

აქედან გამომდინარე, ნულოვანი რენტაბელობის უზრუნველყოფისათვის რეალიზაციის ნატურალური მოცულობა უფრო ინტენსიურად შემცირებისას ფასების შემცირების შესაძლებლობები შეიზღუდება.

რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობა ტოლი იქნება:

$$25000 \times 0,8 \times 0,98 = 19600 \text{ ათ. ლარის.}$$

გავითვალისწინოთ კიდევ ერთი სიტუაცია: $\text{ინფლ} = 0,95$;
მაშინ $\text{ინფლ} = 0,9$.

რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობა იქნება:

$$25000 \times 0,95 \times 0,9 = 21375 \text{ ათ. ლარის.}$$

გაანგარიშებების შედეგების მიხედვით საჭიროა განისაზღვროს საწარმოსათვის ყველაზე მტკივნეული მოთხოვნის დაცემის ვარიანტი, ანუ სიტუაცია, რომელიც რეალიზაციის უმცირეს კრიტიკულ მოცულობას უზრუნველყოფს.

მიღებული შედეგების მიხედვით ჩანს, რომ ასეთ პირობებს პასუხობენ სიტუაციები, სადაც მოთხოვნის შემცირება მთლიანად ან ძირითადად რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის შემცირების ფორმით ხორციელდება.

მაგალითი 17:

საწარმოს რეალიზაციიდან წლიური ამონაგები 25000 ათ. ლარის ტოლია, ცვალებადი დანახარჯებია 18000 ათ. ლარი, მუდმივი დანახარჯები – 10000 ათ. ლარი, ზარალი 3000 ათ. ლარის ტოლია.

საჭიროა განისაზღვროს რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობის მიღწევისათვის პირობები.

ამოხსნა:

1. ფასების ზრდის ხარჯზე:

$$18000 + 10000 = 28000 \text{ ათ. ლარს,}$$

$$\text{ანუ უნდა ამაღლდეს } 12\%-ით \left(\frac{28000}{25000} \times 100 = 112\% \right).$$

თუ აღნიშნული რეალურია, ზარალიდან გამოსვლის პრობლემა შეიძლება გადაწყვეტილი აღმოჩნდეს. წინააღმდეგ შემთხვევაში სხვა გზები უნდა იქნეს მოძიებული.

2. არსებული ფასების პირობებში გაყიდვების ნატურალური მოცულობის გადიდებისას რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობა ტოლი იქნება:

$$\frac{10000}{10000 - 3000} \times 25000 = 35714,3 \text{ ათ. ლარის.}$$

აქედან გამომდინარე, ფასების ამაღლების შეუძლებლობისას საწარმომ პროდუქტები თითქმის 43%-ით მეტი უნდა გაყიდოს, ვიდრე საბაზისო პერიოდში. შემდეგ უნდა შეფასდეს, თუ ზარალიდან გამოსვლის აღნიშნული გზა რამდენად რეალურია.

თუ ორივე განხილული ხერხის მხოლოდ ნაწილობრივ გამოყენება არის შესაძლებელი, მაშინ ასეთი გამოყენების კონკრეტული შედეგები უნდა იქნეს გამოკვლეული.

3. არსებობს ფასების 5%-ით ამაღლების რეალური შესაძლებლობა, ანუ ინფს = 1,05.

მაშინ:

ინგა

=

$$\frac{md_{\text{dn.}}}{am \times in_{fs} - cv_{\text{dn.}}} = \frac{10000}{25000 \times 1,05 - 18000} = 1,21.$$

აღნიშნული ნიშნავს, რომ ფასების 5%-ით გადიდებისას და ერთდროულად გაყიდვების ნატურალური მოცულობის 21%-ით ზრდისას საწარმომ შეიძლება ნულოვან მოგებას მიაღწიოს.

4. საბაზრო სიტუაციის შეფასების მიხედვით მოსალოდნელია საწარმოს პროდუქციაზე ფასების 3%-ით შემცირება საბაზისო პერიოდის ფასებთან შედარებით.

$$ინგა = \frac{10000}{25000 \times 0,97 - 18000} = 1,6.$$

აღნიშნულიდან გამომდინარეობს, რომ რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის მხოლოდ 60%-ით გადიდებით შეიძლება გაყიდვების უზარალობა იქნეს უზრუნველყოფილი. აღნიშნული ნაკლებად შესაძლებლად გვესახება.

რჩება კიდევ ერთი გზა – მუდმივი დანახარჯების შემცირების შესაძლებლობების მოძიება. დაეუშვათ, მათი 10000 ათ. ლარიდან – 7000 ათ. ლარამდე შემცირება მოხერხდა. თუ აღნიშნულის განხორციელება საბაზისო პერიოდში იქნებოდა შესაძლებელი, მაშინ რეალიზაციიდან 25000 ათ. ლარის ამონაგები რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობის შესაბამისი იქნებოდა. მაგრამ ფასების

შემცირებისას შეიძლება გაანგარიშების გარეშე ვამტკიცოთ, რომ რეალიზაცია ზარალიანი გახდება. იმისათვის, რომ რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობა თავიდან იქნეს უზრუნველყოფილი, გაყიდვების ნატურალური გამოსახულების გადიდება არის საჭირო, თუმცა არა ისეთი ხარისხით, როგორც წინა შემთხვევაში:

$$\text{ინფ} = \frac{7000}{25000 \times 0,97 - 18000} = 1,12.$$

შესაძლოა, გასული წლების გაყიდვების 12%-ით გადიდება რეალური აღმოჩნდეს.

პუნქტი 4-ის განხილვიდან მნიშვნელოვანი დასკვნის გაკეთება არის შესაძლებელი: საწარმოს პროდუქციაზე მოთხოვნის მოსალოდნელი შემცირებისას და რეალიზაციიდან ფაქტიური ზარალის არსებობისას, მნიშვნელოვანია მოთხოვნის მოსალოდნელი შემცირების პერიოდის დადგომამდე, მუდმივი დანახარჯების შემადგენლობა იქნეს გაანალიზებული და მათი შემცირების შესაძლებლობები იქნეს შეფასებული. ამასთან, გათვალისწინებული უნდა იქნეს, რომ ცვალებადი დანახარჯები ასეთ სიტუაციაში, როგორც წესი, იზრდება.

მაგალითი 18:

საწარმოს რეალიზაციიდან წლიური ამონაგები 20000 ათ. ლარის ტოლია, ცვალებადი დანახარჯებია 23000 ათ.

ლარი, მუდმივი დანახარჯები – 7000 ათ. ლარი, ზარალი – 10000 ათ. ლარის ტოლია.

საჭიროა რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობის მიღწევისათვის პირობები განისაზღვროს.

ამოხსნა:

1. ფასების ზრდა ტოლი იქნება:

$$\frac{23000 + 7000}{20000} \times 100 = 150\%,$$

ანუ ფასები, დანარჩენი უცვლელი პირობებისას 50%-ით უნდა იქნეს გაზრდილი. ფასების მოკლე დროში ასეთი გადიდების რეალობა უმეტეს შემთხვევაში საეჭვოა.

2. რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის გადიდება საბაზისო პერიოდის ფასების შენარჩუნებისას. თუმცა ასეთი შემთხვევებისათვის გამოყენებადი რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობის გაანგარიშების ფორმულა უარყოფით შედეგს იძლევა:

$$\frac{7000}{7000 - 10000} < 0.$$

უარყოფითი შედეგის ეკონომიკური არსი ნიშნავს, რომ მოცემული საწარმოს მაჩვენებლებისას რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის გადიდება, რამდენად დიდი არ უნდა იყოს იგი, ფასების ზრდის გარეშე საწარმოს ზარალიანობიდან ვერ ამოიყვანს.

აღნიშნული დასკვნა ორი ურთიერთდაკავშირებული გარემოებებით არის განპირობებული:

ა) ცვალებადი დანახარჯები აჭარბებენ რეალიზაციიდან ამონაგებს, ამიტომ:

ბ) ზარალის აბსოლუტური სიდიდე მეტია მუდმივი დანახარჯების ჯამის.

3. რეალიზაციის ნატურალური მოცულობისა და ფასების ერთდროულად გადიდება გარკვეულ შეხამებაში ასევე აღნიშნულ საწარმოს რეალიზაციის კრიტიკული მოცულობის მიღწევის შესაძლებლობას არ აძლევს, რაც პუნქტი 2-ის დასკვნიდანაც გამომდინარეობს.

საერთო სახით ფასებისა და ნატურალური მოცულობის გარკვეული სიდიდით ზრდის შეხამებით, რომელმაც შეიძლება რეალიზაციის უზარალობამდე მიგვიყვანოს, შეიძლება შემდეგი განტოლებით გამოისახოს:

$$20 \times \text{ინგ} \times \text{ინფს} = 23 \times \text{ინგ} + 7,$$

$$\text{აქედან, ინფს} = 1,15 + \frac{0,35}{\text{ინ}_{\text{nm}}}.$$

ინგ – მნიშვნელობის განსაზღვრისათვის, ვღებულობთ, მაგალითად, რომ გაყიდვების უზარალობა შესაძლებელია რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის 10%-ით ზრდისაც და ერთდროულად ფასების 47%-ით გადიდებისას, ან შესაბამისად 20% და 44%-ით გადიდებისას და ა.შ. ფასებისა და გაყიდვების

ნატურალური მოცულობის ასეთი ინდექსის მიღწევა მოცემული საწარმოს ჩარჩოებში პრაქტიკულად მიუღებლად გვესახება.

4. რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის გადიდება საბაზისო ზარალის გარკვეული ცვლილებებისას: 10000 ათ. ლარის ნაცვლად იგი 7000 ათ. ლარის, ანუ მუდმივი დანახარჯების ტოლი იქნება. მაშინ კრიტიკული მოცულობის გასაანგარიშებელი ფორმულის მნიშვნელი ნულის ტოლი იქნება და ფორმულა კარგავს აზრს. ეკონომიკურად აღნიშნული ნიშნავს, რომ ზარალი იმავე თანხით გაიზრდება, რამდენადაც გაყიდვების ნატურალური მოცულობის გადიდების შესაბამისად იზრდება ცვალებადი დანახარჯები.

გარდა ამისა, მხედველობაში უნდა ვიქონიოთ, რომ გაყიდვების ნატურალური მოცულობის მნიშვნელოვანი ზრდა, როგორც წესი, დამატებით მუდმივ დანახარჯებს იწვევს.

საერთო დასკვნის სახით შეიძლება აღვნიშნოთ: ასეთი მაჩვენებლების მქონე საწარმოს, მაგალითად ცვალებადი დანახარჯების შემცირებაზე მიმართული პროდუქციის ნომენკლატურის ან კაპიტალური დაბანდებების კარდინალური ცვლილებების გარეშე მუშაობის გაგრძელება შეუძლებელია.

მაგალითი 19:

საწარმოს პროდუქციის რეალიზაციიდან ამონაგები შეადგენს 25000 ათ. ლარს, მათ შორის ცვალებადი დანახარჯებია – 12000 ათ. ლარი, მუდმივი დანახარჯებია – 8000 ათ. ლარი, მოგება რეალიზაციიდან – 5000 ათ. ლარი. აღნიშნული მაჩვენებლები ერთი და იმავე ნომენკლატურის 200 ნაკეთობის 1250 ათ. ლარის ფასად გაყიდვის შედეგს წარმოადგენენ.

შემდეგ პერიოდში გაყიდვების პირობები შეიძლება შეიცვალოს. საწარმომ უნდა მიიღოს გადაწყვეტილება, თუ საკუთარ საქმიანობაში რა სახის ცვლილებების გამოყენებაა მიზანშეწონილი.

ამოხსნა:

1. საწარმოს შეუძლია დამატებითი შეკვეთა კიდევ 2 ანალოგიურ ნაკეთობაზე მიიღოს, მაგრამ ისინი უკვე უფრო მაღალ ფასში – 130 ათ. ლარი თითოეულზე გაყიდოს.

2. საწარმოს შეუძლია სხვა დამატებითი შეკვეთა 20 ნაკეთობაზე მიიღოს, მაგრამ მყიდველი მზადაა თითოეულ ნაკეთობაზე მხოლოდ 120 ათ. ლარი გადაიხადოს.

საწარმოს სიმძლავრეები უკვე წარმოებული და რეალიზებადი 200 ნაკეთობაზე ზევით 20 ნაკეთობაზე მეტის დამზადების შესაძლებლობას არ იძლევა. ორი

წინადადებიდან რომელი უნდა მიიღოს საწარმომ რეალიზაციიდან ფინანსური შედეგების თვალსაზრისით?

ამოხსნა:

$$25000 + 130 \times 2 - 12000 \left(1 + \frac{2}{200}\right) - 8000 = 5140 \text{ ათ. ლარი.}$$

მეორე წინადადების მიღებისას:

$$25000 + 2400 - 12000 \left(1 + \frac{2}{200}\right) - 8000 = 6200 \text{ ათ. ლარი.}$$

ამრიგად, მეორე წინადადების მიღებაა უფრო მიზანშეწონილი.

3. მყიდველი, რომლისათვის ნაკეთობები 120 ათ. ლარად რეალიზდება, მზადაა კიდევ 80 ნაკეთობის იმავე ფასად შექენაზე დადოს ხელშეკრულება. მაგრამ ამ შემთხვევაში მწარმოებელს სათაესოს არენდაზე და მოწყობილობების შექენაზე დამატებითი დანახარჯების განხორციელება მოუწევს, რომ წარმოებისა და რეალიზაციის ასეთი მოცულობის უზრუნველყოფა განხორციელოს. დანახარჯები, სპეციალისტების გაანგარიშებით შეადგენს 1500 ათ. ლარს, მათ შორის არენდაზე – 800 ათ. ლარს. შექენადი მოწყობილობის მომსახურების ვადა – 5 წელია.

აღნიშნული წინადადების მიღებისას ასევე შრომის ანაზღაურების დანახარჯებიც უნდა იქნეს გათვალისწინებული, კერძოდ, მუდმივ დანახარჯებში

ჩასართავები, რომლებიც გაანგარიშებით 200 ათ. ლარის ტოლია. დამატებით 80 ნაკვეთებზე ხელშეკრულების დადების შემთხვევაში რეალიზაციიდან მოგება ტოლი იქნება:

$$25000 + 120 \times 100 - 12000 \times \left(1 + \frac{100}{200}\right) - 8000 - 800 - \frac{700}{5} - 200 = 9860 \text{ ათ. ლარის.}$$

აღნიშნულიდან გამომდინარე, საწარმოსათვის აღნიშნული დამატებითი შეკვეთის მიღება მომგებიანია, მიუხედავად მასთან დაკავშირებული მუდმივი დანახარჯების ზრდისა.

მაგალითი 20:

მაგალითი 19-ის მონაცემების პირობების, აგრეთვე მასთან მიმართებაში მიღებული გადაწყვეტილებების გამოყენებით, განესაზღვროთ:

1. თუ დამატებითი გაყიდვებისათვის მყიდველის მიერ არჩეული კურსი ფასების შემცირებაზე იქნება მომართული, მაშინ ფასების რა მინიმალურ ზღვრამდე არის მისთვის ნაკეთობების მიყიდვის გაგრძელება შესაძლებელი:

- ა) 20 ნაკეთობისა რეალიზაციისას,
- ბ) 100 ნაკეთობისა რეალიზაციისას.

ამოხსნა:

1. ფასი უნდა აჭარბებდეს ერთ ნაკეთობაზე ცვალებად დანახარჯებს, რაც საწარმოს დამატებითი შეკვეთის მიღებამდე ჩამოუყალიბდა, ანუ 60 ათ. ლარზე უფრო მაღალი უნდა იყოს.

შემოწმებადი გაანგარიშება. დავუშვათ, რომ დამატებითი 20 ნაკეთობის რეალიზება ერთეულზე 60 ათ. ლარის ოდენობით ხორციელდება. მაშინ პროდუქციის რეალიზაციიდან საწარმოს მოგება ტოლი იქნება:

$$25000 + 1200 - 12000 \times \left(1 + \frac{20}{200}\right) - 8000 = 5000 \text{ ათ. ლარის.}$$

რეალობაა, რომ იმავე მოგებას იგი დამატებითი შეკვეთის გარეშეც მიიღებს. ამ შემთხვევაში დამატებითი შეკვეთის მიღება იქნება მიზანშეწონილი, თუ აღნიშნული მარკეტინგულ ან სოციალურ პრობლემებს წყვეტს (მაგალითად, გასაღებითი ბაზრის გაფართოება, დამატებითი სამუშაო ადგილების შექმნა და სხვა).

2. დამატებითი 80 ნაკეთობიდან თითოეულის ფასი უნდა აჭარბებდეს თანხას, რომელიც შემდეგი სახით იქნება გაანგარიშებული:

$$60 + \frac{800 + 140 + 200}{80} = 74,25 \text{ ათ. ლარი.}$$

დანარჩენ 220 ნაკეთობაზე მოთხოვნები რჩება ძველი – ფასი 60 ათ. ლარზე უფრო მაღალი უნდა იყოს.

მხოლოდ ასეთ შემთხვევაში რეალიზაციიდან მოგება საბაზისოზე მაღალი იქნება.

შესაძლებელია ასევე აღნიშნული შეკვეთით შეძენად 100 ნაკეთობაზე გაშუალდებული ფასის ზღვრის შესახებ იქნეს მოლაპარაკება განხორციელებული:

$$\frac{20 \times 60 + 80 \times 74,25}{100} = 71,4 \text{ ათ. ლარი.}$$

მაგალითი 21:

საწარმო აწარმოებს და ორი და სახეობის ნაკეთობის რეალიზაციას ახორციელებს. პერიოდში იყიდება 10 ცალი ნაკეთობა და 15 ცალი ნაკეთობა . ერთი ნაკეთობა A-ს პირდაპირი დანახარჯები – 50 ათ. ლარის ტოლია, ერთი B-სი – კი – 70 ათ. ლარი. ირიბი დანახარჯები მთლიანობაში საწარმოს მიხედვით შეადგენენ – 350 ათ. ლარს. მოგება რეალიზაციიდან – 200 ათ. ლარის ტოლია. ნაკეთობა A-ს ფასია – 60 ათ. ლარი, ნაკეთობა B-ს – 100 ათ. ლარი.

განესაზღვროთ ნაკეთობებზე ფასების მანევრირების შესაძლო ზღვრები მათზე მოთხოვნის ცვლილების შემთხვევაში.

ამოხსნა:

რეალიზაციიდან ამონაგები ზემოთ მოყვანილი ფაქტიური მონაცემების მიხედვით 2100 ათ. ლარის ტოლია, კონტრიბუციული მარჟა – 550 ათ. ლარი, ანუ პირდაპირი დანახარჯების 35,5%. კონტრიბუციულ მარჟის შემადგენლობაში 200 ათ. ლარის მოგების უზრუნველყოფა პროდუქციის რეალიზებული სახეობების ჩამოყალიბებული ფასებითა და ნატურალური მოცულობებით ხორციელდება.

მაგრამ წარმოიშობა ახალი სიტუაციები.

1. ფასი ნაკეთობა -ზე მცირდება 50 ათ. ლარამდე. როგორ შევინარჩუნოთ მთლიანობაში საწარმოში რეალიზაციიდან მოგების საბაზისო თანხა, თუ ნაკეთობები A და B -ს რეალიზაციის ნატურალური მოცულობები არ იცვლება? ერთადერთი ხერხია – ნაკეთობა B -ზე ფასების ამაღლება. რა ღონემდე?

ნაკეთობა B-ს ახალი ფასი, რომელიც ირიბი დანახარჯების გადასაფარავად და რეალიზაციიდან მოგების უზრუნველსაყოფად იქნება საჭირო, მივიღოთ X-ის ტოლად. მაშინ შემდეგ ტოლობას ექნება ადგილი:

$$50 \times 10 - 50 \times 10 + X \times 15 = 550$$

$$X = 106,7 \text{ ათ. ლარს.}$$

ნაკეთობა A -ს ასეთ ფასში გაყიდვის შეუძლებლობისას მოგება რეალიზაციიდან შემცირდება, უფრო მაღალი ფასის დადგენისას – ამადლდება.

შემოწმებითი გაანგარიშება:

$$50 \times 10 + 106,7 \times 15 = 2100 \text{ ათ. ლარს.}$$

2. ორივე ნაკეთობის სახეობაზე მოთხოვნა მცირდება. სხვა ნომენკლატურის გამოშვებაზე და რეალიზაციაზე გადასვლა პრაქტიკულად შეუძლებელია.

ნაკეთობა B -ს ფასების ფორმირება არაუმეტეს 40 ათ. ლარის დონეზე ხორციელდება (ანუ პირდაპირ დანახარჯებზე უფრო დაბალი), ნაკეთობა -ზე – 80 ათ. ლარი. შესაძლებელია თუ არა რეალიზაციის ასეთი პირობებში გაგრძელება?

$$40 \times 10 - 50 \times 10 + 80 \times 15 - 70 \times 15 = 300 \text{ ათ. ლარს.}$$

ამონაგებიდან პირდაპირი დანახარჯების გადაფარვის შემდეგ რჩება მხოლოდ 300 ათ. ლარი, რაც ჩამოყალიბებულ ირიბ დანახარჯებზე 50 ათ. ლარით ნაკლებია.

საწარმოს შეუძლია ასეთი სიტუაცია მიიღოს, ან ირიბი დანახარჯების შემცირების შესაძლებლობები მოიძიოს, ან ორივე სახეობის ნაკეთობებზე ფასები 3%-ით გაზარდოს:

$$\left(\frac{50}{40 \times 10 + 80 \times 15} \times 100 \right) = 3,125\%.$$

3. ნაკეთობა A -ზე მოთხოვნა სტაბილურია, ხოლო ნაკეთობა B -ზე – ეცემა. ნაკეთობა A -ზე ფასები პირდაპირ დანახარჯებს ვერ ფარავენ. შესაძლებელია თუ არა ნაკეთობა B -ს გამოშვებაზე და რეალიზაციაზე უარის თქმა და მთლიანად ნაკეთობა A -ს გამოშვებაზე გადართვა?

თუ ნაკეთობა A -ს რეალიზაცია ბიზნესის პირობების მიხედვით ხორციელდება, მაშინ რეალიზაციიდან ამონაგები მთლიანობაში საწარმოს მიხედვით 1500 ათ. ლარის ტოლი იქნება. შესაბამისად მარჟინალური მოგება ტოლი იქნება $1500 - 1050 = 450$ ათ. ლარის. იმისათვის, რომ ნაკეთობა B -ს წარმოებაზე უარის თქმის შედეგად მარჟინალური მოგება საბაზისოს ოდენობით შევინარჩუნოთ, ნაკეთობა A -ს გამოშვება და რეალიზაცია უნდა იქნეს განხორციელებული.

რამდენი პროცენტით? აღნიშნული გადიდების ინდექსი X-ის ტოლად მივიღოთ:

$$1500 \times X - 1050 \times X = 550;$$

$X = 1,22$, ანუ დასახული მიზნის გადასაწყვეტად ნაკეთობა -ს გამოშვების ნატურალური მოცულობის რეალიზაცია 22%-ით უნდა გაიზარდოს საბაზისო მოცულობასთან შედარებით.

ასეთი გადიდების რეალობას დამატებითი შეფასება სჭირდება. თუ იგი შესაძლებელი არ არის, საწარმოო მარჟინალური მოგების მოცულობა უნდა შეამციროს.

4. ორივე (A და B) ნაკეთობებზე მოთხოვნის დონე მოკლე დროში მკვეთრად მერყეობს. როგორია ნაკეთობის თითოეული სახეობის ერთეულის ოპტიმალური ფასი და მისგან შესაძლო გადახრის შესაძლებლობები, რომელიც საბაზისო პერიოდის განმავლობაში მარჟინალური მოგების, როგორც მინიმუმ, შენარჩუნების შესაძლებლობებს იძლევა?

ოპტიმალური ფასი გაიანგარიშება როგორც პირდაპირი დანახარჯების, ირიბი დანახარჯებისა და ერთ ნაკეთობაზე მოგების ჯამური სიდიდე. იგი დამოკიდებულია იმაზე, ნაკეთობის სახეობების მიხედვით მარჟინალური მოგების განაწილებისათვის რა ნიშან-თვისებაა არჩეული. დავუშვათ, ასეთ ნიშან-თვისებას წარმოადგენს პირდაპირი დანახარჯები.

მაშინ ნაკეთობა A -ს ოპტიმალური ფასი ტოლი იქნება:

$$\frac{550 \times 500}{500 + 1050} : 10 + 50 = 67,6 \text{ ათ. ლარი.}$$

ნაკეთობა -ს ოპტიმალური ფასი ტოლი იქნება:

$$\frac{550 \times 1050}{500 + 1050} : 15 + 70 = 94,8 \text{ ათ. ლარი.}$$

მარჟინალური მოგება ნაკეთობას შორის რეალიზაციიდან ამონაგებს შორის განაწილებული იქნება:

ნაკეთობა $(10 \times 17,7 = 177 \text{ ათ. ლარი})$ და

ნაკეთობა $(15 \times 24,8 = 373 \text{ ათ. ლარი})$.

ნაკეთობა და B -ს გაყიდვების რენტაბელობა ტოლი იქნება:

$$\frac{17,7}{67,7} \times 100 = 26,2\%; \quad \frac{24,8}{94,8} \times 100 = 26,2\%.$$

ფასების საჭირო დონის ასეთი გაანგარიშება ნაკეთობის ორივე სახეობაზე მეტ-ნაკლებად სტაბილური მოთხოვნისას არის გამოსადეგი. მაგრამ ფასების მკვეთრი ცვლილებისას პრაქტიკული სირთულეები წარმოიშობა.

დავუშვათ, რომ ნაკეთობა A -ზე ფასი პირდაპირი დანახარჯების დონემდე მცირდება, მაგრამ ერთდროულად ნაკეთობა B -ზე ფასის გადიდება არის შესაძლებელი, რომ დანაკარგები იქნეს კომპენსირებული. ნაკეთობა A -ზე ფასების შემცირებისაგან დანაკარგები შეადგენენ: $(67,7 - 50) \times 10 = 177 \text{ ათ. ლარს}$.

აღნიშნული ნიშნავს, რომ თითოეული ნაკეთობა საანგარიშო ფასზე $177 : 15 = 11,8 \text{ ათ. ლარით}$ უფრო ძვირი უნდა ღირდეს, ანუ $94,8 + 11,7 = 106,5 \text{ ათ. ლარი}$. სხვა

სიტყვებით, ნაკეთობა A -ს ფასი აღნიშნულ პირობებში 12,4%-ით უნდა ამადლდეს $\left(\frac{11,8}{94,8} \times 100 = 12,4\right)$.

დავუშვათ საბაზროს საპირისპირო სიტუაციაა, როგორც ნაკეთობა A -ს ფასი პირდაპირი დანახარჯების ღონემდე მცირდება, ხოლო აღნიშნული შემცირების კომპენსირება საჭიროა ნაკეთობა B -ს ფასის ზრდით განხორციელდეს. დანაკარგები ტოლია: $(94,8 - 70) \times 15 = 372$ ათ. ლარი. აქედან გამომდინარე, ნაკეთობა A -ს ფასი $\frac{372}{10 \times 67,7} \times 100 = 54,9\%$ -ით უნდა ამადლდეს.

ფასების ასეთი ამადლება ნაკლებად შესაძლებლად გვესახება, და აქედან გამომდინარე, ცვალებადი მოთხოვნის პირობებში უფრო სწორი იქნებოდა ნაკეთობის ჯგუფებს შორის მარჟინალური მოგება ისეთი სახით განაწილებულიყო, რომ ერთი სახეობის ნაკეთობაზე ფასების შემცირების კომპენსაციას მეორე სახეობის ნაკეთობაზე ფასების ისეთი ხარისხით ამადლებამდე არ მიეყავდეთ, რომ აღნიშნულის შესაძლებლობა პრაქტიკულად შეუძლებელი გახდეს.

ნაკეთობა A -ს რეალიზაციის ნორმალური პირობებისათვის დადგენილია და ნაკეთობის ფასში ჩართვადი მარჟინალური მოგების სიდიდეს X-ის ტოლად

მივიღოთ, შესაბამისად, ნაკეთობა B -ს ფასში ჩართული კი – ყ-ის სახით მივიღოთ. იმისათვის, რომ ნაკეთობა A -ზე ფასების შემცირების ხარისხი ნაკეთობა B -ზე ფასების საჭირო ამაღლების ხარისხთან უფრო ახლოს იყოს, და ერთდროულად მის საბაზისო თანხაში მარჟინალური მოგების კომპენსაცია იქნეს უზრუნველყოფილი, შემდეგი პირობა უნდა იქნეს დაცული:

$$\frac{X \times 10}{15} = \frac{Y \times 15}{10}; \quad X=2,25 \text{ ყ.}$$

ნაკეთობა A -ს ფასში ჩასართავი მარჟინალური მოგების თანხა ტოლი იქნება:

$$\frac{550}{3,25} \times 2,25 = 380,8 \text{ ათ. ლარი.}$$

აღნიშნულიდან გამომდინარე, ნაკეთობა B -ს ოპტიმალური ფასი მოთხოვნის მკვეთრად მერყეობისას დადგენილი უნდა იქნეს დონეზე:

$$50 + \frac{380,8}{10} = 88,1 \text{ ათ. ლარი.}$$

ნაკეთობა -ს ფასი კი:

$$550 - 380,8 = 169,2 \text{ ათ. ლარი.}$$

$$70 + \frac{169,2}{15} = 81,3 \text{ ათ. ლარს.}$$

თუ ნაკეთობა A -ს ფასი პირდაპირი დანახარჯების ტოლი იქნება, მაშინ აღნიშნული ნიშნავს, რომ იგი

საანგარიშოსთან შედარებით შემცირდება 38,1 ათ. ლარით, ანუ 380,8 ათ. ლარით ყველა ნაკეთობა B -ზე. ნაკეთობა A -ს ერთეულზე გაანგარიშებით ფასების საჭირო გადიდება ტოლი იქნება $\frac{380,8}{150} = 25,4$ ათ. ლარს, ანუ 31,2%-ის ნაკეთობა B -ს ნორმალურ ფასთან მიმართებაში.

თუ ნაკეთობა A -ს ფასი პირდაპირი დანახარჯების ღონემდე დაეცემა, მაშინ ნაკეთობა B -ს ფასებში მარჟინალური მოგების 169,2 ათ. ლარის კომპენსირება უნდა განხორციელდეს, ანუ ნაკეთობა -ს ფასი 19,2%-ით უნდა ამაღლდეს $\left(\frac{169,2}{10} : 88,1 \times 10 = 19,2\% \right)$.

იმაზე დამოკიდებულებაში, თუ ნაკეთობის რომელ სახეობაზე ფასების ამაღლება პრაქტიკულად შეიძლება მეტი ხარისხით იქნეს განხორციელებული, მარჟინალური მოგება სხვადასხვანაირად ნაწილდება.

მერყევი მოთხოვნის პირობებში ნაკეთობების სახეობებს შორის მარჟინალური მოგების განაწილებისათვის ტექნიკური ორიენტაცია – ერთნაირი ფასები ნაკეთობის ყველა სახეობაზე, ანუ

$$\frac{2100}{25} = 84 \text{ ათ. ლარი.}$$

მარჟინალური მოგების საჭირო თანხის აუნაზღაურებადობის საშიშროება იმდენად მეტია,

რამდენად აღნიშნული საანგარიშო სიდიდიან ფაქტიური ფასები მეტადაა გადახრილი (საუბარია ან სხვადასხვა მხარეებში გადახრის შესახებ, ან ნაკეთობების ყველა სახეობებზე საანგარიშოსთან შედარებით ფასების შემცირების შესახებ).

მაგალითი 22:

ამოცანის გადაწყვეტის მიზანია – საწარმოს პროდუქციაზე მოთხოვნის ცვლილების რეალიზაციისაგან, მოთხოვნის ცვლილების წინა პერიოდში ცვალებადი და მუდმივი დანახარჯების სხვადასხვა თანაფარდობისას და რეალიზაციის რენტაბელობის სხვადასხვა დონეებისას, ფინანსურ შედეგებზე ზემოქმედების გაანგარიშება და შეფასება, საწარმოსათვის ყველაზე კეთილსასურველი სიტუაციის შერჩევა რეალიზაციიდან ფინანსური შედეგების თვალსაზრისით.

1. საბაზისო პერიოდის საწყისი მონაცემებია (ათ. ლარებში):

- ამონაგები რეალიზაციიდან – 33994.
- ცვალებადი დანახარჯები – 9723.
- მუდმივი დანახარჯები – 22688.
- მოგება რეალიზაციიდან – 1583.

სპეციალისტების ინფორმაციის მიხედვით, შემდეგ პერიოდში საბაზრო სიტუაციის შემდეგი სახის ცვლილებებია შესაძლებელი:

ა) შესაძლებელია რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის 70%-ით გადიდება, მაგრამ აღნიშნული ფასების 10%-ით შემცირებას არ მოითხოვს;

ბ) შესაძლოა ფასების 5%-ით გადიდება, მაგრამ ამასთან რეალიზაციის ნატურალური მოცულობა 4%-ით შემცირდება;

გ) იმისათვის, რომ ფასების ზრდას არ მოყვებოდეს რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის შემცირება, არსებობს რეალიზებადი საქონლის კონკრეტული სამომხარებლო თვისებების გაუმჯობესების შესაძლებლობა. აღნიშნულს 8500 ათ. ლარის დამატებითი დანახარჯების განხორციელებამდე მიყვავართ, მაგრამ იგი ასევე ფასების 6%-ით გადიდების შესაძლებლობას იძლევა რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის შემცირების გარეშე, ან ერთდროულად ფასის 4%-ით და რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის – 3%-ით გადიდების შესაძლებლობას იძლევა.

ამოხსნა:

განესაზღვროთ და შევაფასოთ რეალიზაციიდან ფინანსური შედეგები რეალიზაციის თითოეული

შემოთავაზებული პირობების ვარიანტებიდან. პირობის მიღებისას მოგება რეალიზაციიდან შეადგენს:

1ა: $33994 \times 1,07 \times 0,9 - 9723 \times 1,07 - 22688 = 356$ ათ. ლარს.

1ბ: $33994 \times 0,96 \times 1,05 - 9723 \times 0,96 - 22688 = 2244$ ათ. ლარს.

1გ1: $33994 \times 1,06 - 9723 - 22688 - 8500 = -4877$ ათ. ლარს.

1გ2: $33994 \times 1,04 \times 1,03 - 9723 \times 1,03 - 22688 - 8500 = -4789$ ათ. ლარს.

ამრიგად, საწარმოსათვის მისაღები მხოლოდ სიტუაცია 1ბ აღმოჩნდა.

სიტუაცია 1ა შეიძლება საწარმოსათვის მიმზიდველი ყოფილიყო, თუკი ფაფების ასეთ მნიშვნელოვან შემცირებას თან რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის დიდი ნაზარდი მოყვებოდა. რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის საჭირო გადიდების ინდექსი X-ის ტოლად მივიღოთ. იმისათვის, რომ საბაზისო პერიოდის მოგება იქნეს შენარჩუნებული, შემდეგი პირობების უზრუნველყოფა არის საჭირო:

$$33994 \times 0,9 \times X - 9723 \times X - 22688 = 1583.$$

$$X = 1,163.$$

აღნიშნული ნიშნავს, რომ საწარმოსათვის ფასების 10%-ით შემცირებისას.

რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის 16,3%-ზე მეტად გადიდება იქნებოდა მისაღები.

1გ სიტუაციის ორივე ვარიანტი წინასწარ გამოუსადეგარებია, რადგანაც პროდუქციის სამომხმარებლო თვისებურებების გაუმჯობესებებზე დამატებითი დანახარჯები რეალიზაციიდან ამონაგების ნაზარდს მნიშვნელოვნად აჭარბებენ. თუკი ასეთივე დანახარჯები ფასების მეტ გადიდებას უზრუნველყოფა, მათი განხორციელება შესაძლოა მიზანშეწონილად ჩათვლილიყო. როგორი უნდა იყოს მინიმალურად საჭირო ფასების ამაღლება 1გ1 ვარიანტის პირობებში?

ფასების მინიმალურად საჭირო ამაღლების ინდექსი (ერთ. წილებში) X-ის ტოლად მივიღოთ, მაშინ:

$$33994 \times X - 9723 - 22688 - 8500 > 1583.$$

$X > 1,203$, ანუ სამომხმარებლო თვისებების გაუმჯობესების ხარჯზე ფასები, რომლებიც ასეთ დანახარჯებს საჭიროებენ, მოცემული საწარმოს პირობებში 20,3%-ზე უფრო მეტად უნდა ამაღლდეს. წინააღმდეგ შემთხვევაში სამომხმარებლო თვისებების გაუმჯობესების განხორციელებას აზრი არ აქვს.

ანალოგიურად წყდება საკითხი 1გ2 სიტუაციისას.

2. საბაზისო პერიოდის საწყისი მონაცემები (ათ. ლარებში):

- ამონაგები რეალიზაციიდან – 33994.
- ცვალეზადი დანახარჯები – 22688
- მუდმივი დანახარჯები – 9723.
- მოგება რეალიზაციიდან – 1583.

მოგება რეალიზაციიდან ასეთ პირობებში ტოლი იქნება:

2ა: $33994 \times 1,07 \times 0,9 - 22688 \times 1,07 - 9723 = -1236$ ათ. ლარს.

2ბ: $33994 \times 0,96 \times 1,05 - 22688 \times 0,96 - 9723 = 2763$ ათ. ლარს.

2გ1: $33994 \times 1,06 - 9723 - 22688 - 8500 = -4877$ ათ. ლარს.

2გ2: $33994 \times 1,04 \times 1,03 - 22688 \times 1,03 - 9723 - 8500 = -5178$ ათ. ლარს.

სიტუაციები 2ა, 2ბ, 2გ1 და 2გ2-ის პირობებში – ისეთივეა, როგორც პუნქტი 1-ში.

პუნქტები 1 და 2-ის მიხედვით განხილული შედეგების შედარებიდან დასკვნები:

რეალიზაციიდან ამონაგების შემადგენლობაში ცვალეზადი დანახარჯების წილის გადიდებამ შესაძლო საბაზრო სიტუაციების მიმართებაში კარდინალურ

ცვლილებამდე არ მიგვიყვანა. მაგრამ ვარიანტი 2ბ-ს მიმზიდველობა გაძლიერდა და ვარიანტები 2ა და 2გ2 პრაქტიკულად სრულიად მიუღებლები გახდნენ, რამდენადაც ზარალის მოცულობა მკვეთრად გაიზარდა.

ვარიანტი 2ა-ში ფასების 10%-ით შემცირების პირობებში ნატურალური მოცულობის როგორი მინიმალური გადიდება იქნებოდა ეკონომიკურად მიზანშეწონილი:

ნატურალური მოცულობის საჭირო გადიდების ინდექსი – X-ით აღვნიშნოთ (ერთ. წილებში), მაშინ:

$$33994 \times 0,9 \times X - 22688 \times X - 9723 > 1583.$$

$$X > 1,430.$$

აღნიშნული ნიშნავს, რომ განსახილველ პირობებში ფასების 10%-ით შემცირებას თან უნდა ახლდეს რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის 43%-ით ზრდა. ფასებისა და ნატურალური მოცულობის დინამიკის ასეთი თანაფარდობა მხოლოდ გამონაკლის შემთხვევაშია შესაძლებელი.

ვარიანტები 1გ1 და 1გ2-ის გაანგარიშებისას რეალიზაციიდან ზარალი პრაქტიკულად ერთნაირი მივიღეთ. აღნიშნული ნიშნავს, რომ პუნქტი 1-ში მიღებული დანახარჯების სტრუქტურა მიახლოებით ტოლ პირობებს უზრუნველყოფს ფასების 6%-ით ამაღლებისას და ერთდროულად ფასების 4%-ით და რეალიზაციის

ნატურალური მოცულობის 3%-ით ზრდისას. ცვალებადი და მუდმივი დანახარჯების თანაფარდობის ცვლილებას მიეყვართ დასკვნამდე:

ფინანსური შედეგებისათვის სიტუაცია 2გ2-ის გამოყენებას, სიტუაცია 2გ1-ში არსებულ საშიშროებასთან მიმართებაში, მნიშვნელოვნად უფრო მეტი საშიშროების შესახებ.

3. საბაზისო პერიოდის საწყისი მონაცემებია (ათ. ლარებში):

- ამონაგები რეალიზაციიდან – 30828.
- ცვალებადი დანახარჯები – 22688
- მუდმივი დანახარჯები – 9723.
- ზარალი რეალიზაციიდან – 1583.

სიტუაციები 3ა, 3ბ, 3გ1 და 3გ2-ში – იგივეა, როგორც წინა პუნქტებში შესაბამისი აღნიშვნების სიტუაციაში.

3ა: $30828 \times 1,07 \times 0,9 - 22688 \times 1,07 - 9723 = -4312$ ათ. ლარს.

3ბ: $30828 \times 0,96 \times 1,05 - 22688 \times 0,96 - 9723 = -428$ ათ. ლარს.

3გ1: $30828 \times 1,06 - 22688 - 9723 - 8500 = -8233$ ათ. ლარს.

3გ2: $30828 \times 1,04 \times 1,03 - 22688 \times 1,03 - 9723 - 8500 = -8569$ ათ. ლარს.

საერთო დასკვნა გაანგარიშებებიდან პუნქტები 1-3-ის მონაცემების მიხედვით:

რეალიზაციიდან ამონაგების შემადგენლობაში ცვალებადი და მუდმივი დანახარჯების თანაფარდობისაგან დამოუკიდებლად და გაყიდვების მომგებიანობის ან ზარალიანობისაგან დამოუკიდებლად ფინანსური შედეგის გაუმჯობესების უპირატესი გზა აღმოჩნდა – ფასების ამღლება ერთდროულად რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის შემცირებით.

4. ყოველთვის სამართლიანია თუ არა აღნიშნული დასკვნა? დასმული საკითხი დაიშლება ორ სხვა ქვესაკითხად:

ა) შესაძლებელია თუ არა რეალიზაციიდან ფინანსური შედეგის გაუმჯობესება, თუ საწარმოს პროდუქციაზე მოთხოვნა მხოლოდ რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის გადიდებასთან, ერთდროულად ფასების შემცირების, შესაძლებლობას ითვალისწინებს?

ბ) შესაძლებელია თუ არა და რა პირობებში რეალიზებადი პროდუქციის სამომხმარებლო თვისებების გაუმჯობესების საფუძველზე ფასების გადიდებით რეალიზაციიდან ფინანსური შედეგების გაუმჯობესება?

პასუხი კითხვა 4ა-ზე:

საკითხის ფორმალიზაცია:

ამრლ. $\times$ ინტ. $\times$ ინფს. $-$ ცვდნ. $\times$ ინტ. $-$ მდდნ. $>$ ამრლ. $-$
ცვდნ. $-$ მდდნ,

სადაც: ამრლ. არის ამონაგები რეალიზაციიდან;

ცვდნ. $-$ ცვალებადი დანახარჯები;

მდდნ. $-$ მუდმივი დანახარჯები;

ინტ. $-$ გაყიდვების ნატურალური მოცულობის
ინდექსი;

ინფს. $-$ ფასების ინდექსი.

ამოცანაში დასმული პირობების შესაბამისად:

ინტ. >1 , ინფს. <1 .

უტოლობის აღგებრულ გარდაქმნას მივყავართ მის
შემდეგ სახეობამდე:

ამრლ. $(\text{ინტ.} \times \text{ინფს.} - 1) > \text{ცვდნ.} (\text{ინტ.} - 1);$

$\text{ინტ.} \times \text{ინფს.} > \frac{\text{cv}_{\text{dn.}}}{\text{am}_{\text{il}}} (\text{ინტ.} - 1) + 1,$

$\text{in}_{\text{nt.}} > \frac{\frac{\text{cv}_{\text{dn.}}}{\text{am}_{\text{il}}} (\text{in}_{\text{nt.}} - 1) + 1}{\text{in}_{\text{fs.}}}.$

ინტ. $>1,163$, თუ ინფს. $-$ მიღებული იქნება 0,9-ის დონეზე,
როგორც პუნქტი 1-ში.

შევამოწმოთ გაანგარიშებული ინდექსების სისწორე.
თუ ინტ.=1,163, ხოლო ინფს.=0,9, მაშინ მოგება ტოლი უნდა
იყოს საბაზისოსი.

$33994 \times 0,9 \times 1,163 - 9723 \times 1,163 - 22688 = 1583$ ათ.
ლარს.

(შედგების ბოლო ციფრის 2 ერთეულში განსხვავება საბაზისო მოგებასთან შედარებით – ფარდობითი სიდიდეების დამრგვალებით არის გამოწვეული).

ამრიგად, ფასების შემცირებისა და რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის ზრდის პირობებისას (ანუ 1ა – სიტუაციაში) რეალიზაციიდან მოგების ზრდა შესაძლებელია, თუ ფასების 10%-ით შემცირებას თან გაყიდვების ნატურალური მოცულობის 16,3%-ზე უფრო მეტად გადიდება ახლავს.

რეალიზაციიდან ამონაგები შემადგენლობაში ცვალებადი დანახარჯების სხვა წილის პირობებში ფასების და ნატურალური მოცულობის ინდექსების თანაფარდობა იქნება სხვა.

პასუხი კითხვა 4ბ-ზე:

პროდუქციის სამომხმარებლო თვისებების გაუმჯობესებაზე დანახარჯები ფინანსური თვალსაზრისიდან გამომდინარე მიზანშეწონილია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ რეალიზაციიდან ამონაგების ნაზარდი გაუმჯობესებულ პროდუქციაზე ფასების ზრდის ხარჯზე მეტია თვით დამატებითი დანახარჯებისა.

შემთხვევა 1გ1-ში ფასები 25%-ზე უფრო მეტად უნდა გაიზარდოს:

$$\left(\frac{8500}{33994} \times 100 = 25 \right)$$

შემთხვევა 1გ2-ში დაცული უნდა იქნეს შემდეგი პირობა:

$$33994 \times \text{ინფს.} \times \text{ინფტ.} - 9723 \times \text{ინფტ.} - 22688 > 1583 + 8500$$

თუ ინფს. =1,04 (როგორც პუნქტი 1გ2-ში), მაშინ ინფტ. >1,278.

შევამოწმოთ გაანგარიშების სისწორე, იმის გათვალისწინებით, რომ ინფტ. =1,278 მნიშვნელობისას მოგება რეალიზაციიდან ტოლი უნდა იყოს საბაზისოსი.

$$33994 \times 1,04 \times 1,278 - 9723 \times 1,278 - 22688 - 8500 = 1568 \text{ ათ. ლარს.}$$

(განსხვავება საბაზისო სიდიდესთან მიმართებაში 0,95%-ით ინდექსის მნიშვნელობის შედეგების დამრგვალებით არის გამოწვეული).

5. საწყისი მონაცემები საბაზისო პერიოდის (ათ. ლარებში):

- ამონაგები რეალიზაციიდან – 30828.
- ცვალებადი დანახარჯები – 22688
- მუდმივი დანახარჯები – 9723.

შესაძლებელია თუ არა აღნიშნულ პირობებში შემდეგ პერიოდში რეალიზაციიდან მოგება იქნეს მიღებული, თუ მოსალოდნელია ფასების შემცირება და გაყიდვების ნატურალური მოცულობის ზრდის შესაძლებლობა? როგორი უნდა იყოს გაყიდვების ნატურალური მოცულობის ინდექსები ფასების დასახული ინდექსებისას?

ფასები მცირდება 10%-ით. ინტ. =X.

$$30828 \times 0,9 \times X - 22688 \times X - 9723 = 500.$$

$X=2,021$, ანუ მინიმალური მოგების მისაღებად ასეთ პირობებში რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის გაორმაგებაზე უფრო მეტად გადიდება არის საჭირო. აღნიშნული შეიძლება პრაქტიკაში მხოლოდ იშვიათ შემთხვევაში იქნეს განხორციელებული. თუ ფასები უფრო მეტი ხარისხით შემცირდება, აღნიშნული რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის კიდევ უფრო მეტ არარეალურ ზრდას მოითხოვს.

დავუშვათ, რომ ჩვენს შემთხვევაში გაყიდვების ნატურალური მოცულობის გაორმაგება არის შესაძლებელი. მაგრამ მაშინ მუდმივი დანახარჯებიც გაიზრდება. თუ ისინი 500 ათ. ლარზე უფრო მეტად გაიზრდება, ზარალი შენარჩუნდება.

6. საწყისი მონაცემები საბაზისო პერიოდის (ათ. ლარებში):

- ამონაგები რეალიზაციიდან – 30828.
- ცვალებადი დანახარჯები – 9723.
- მუდმივი დანახარჯები – 22688.
- ზარალი რეალიზაციიდან – 1583.

კითხვა – იგივეა, რაც პუნქტი 5-ში იყო.

ფასები მცირდება 10%-ით. ინტ.=X

$$30828 \times 0,9 \times X - 9723 \times X - 22688 = 500.$$

$$X=1,536.$$

ამრიგად, გაყიდვების ნატურალური მოცულობა 1,5-ჯერ უფრო მეტად უნდა გაიზარდოს, რამაც ასევე შეიძლება მუდმივი დანახარჯების გადიდების აუცილებლობამდე მიგვიყვანოს.

7. შესაძლებელია თუ არა პუნქტი 5 და 6-ში გაანგარიშებული შედეგების შედარებიდან გაკეთდეს დასკვნა, რომ რეალიზაციიდან ამონაგების შემადგენლობაში ცვალებადი დანახარჯების ნაკლები წილისას, გაყიდვების ნატურალური მოცულობის ზრდის გზით რეალიზაციიდან ზარალის ნაცვლად მოგების მიღწევა უფრო იოლია?

პასუხი: როგორც წესი, შეუძლებელია. ორივე შემთხვევაში ნატურალური მოცულობის იმდენად

მნიშვნელოვნად გადიდებაა საჭირო, რომ მან დამატებითი მუდმივი დანახარჯები არ გამოიწვიოს.

დავუშვათ, გაყიდვების ნატურალური მოცულობის გაორმაგებას მუდმივი დანახარჯების 20%-ით გადიდებამდე, ხოლო მისი 1,5-ჯერ გადიდება კი – 15%-ით გადიდებამდე მივყავართ (პროპორცია დინამიკაში დაცულია). მაშინ პუნქტი 5-ის მონაცემების მიხედვით რეალიზაციიდან ზარალი ტოლი იქნება:

$$500 - 9723 \times 1,2 = -11168 \text{ ათ. ლარს.}$$

პუნქტი 6-ის მონაცემების მიხედვით:

$$500 - 22688 \times 1,15 = -25591 \text{ ათ. ლარს.}$$

პუნქტები 5-7-ში გაანგარიშებული შედეგებიდან დასკვნა:

საბაზისო პერიოდში ზარალიანი რეალიზაციისას, როგორც წესი, შემდეგ პერიოდში ფასების შემცირებისას მოგების მიღება შეუძლებელია, თუნდაც თუ გაყიდვების ნატურალური მოცულობის მნიშვნელოვანი ზრდა ხორციელდება. მუდმივი დანახარჯების გადიდება უმეტეს შემთხვევებში სწორედ რეალიზაციის ნატურალური მოცულობების მნიშვნელოვანი გადიდებით არის გამოწვეული. თუ გაყიდვების ნატურალურ მოცულობებიდან მუდმივი დანახარჯების ასეთი დაკავშირებულობა არ არსებობს და ერთდროულად

გასაღებითი ბაზრის არსებითად გაფართოების შესაძლებლობა არის, ფასების შემცირებისას ზარალიდან გამოსვლის ხერხი შესაძლებელია იყოს.

6. ფინანსური დაგეგმვა: საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის განსაზღვრა

მაგალითი 23:

საწყისი მონაცემები: მარაგების საბალანსო სიდიდე საბაზისო წლის ბოლოსათვის – 1200 ათ. ლარის, მათ შორის: ზედმეტები – 300 ათ. ლარის ოდენობით. მატერიალური დანახარჯები რეალიზაციიდან გეგმიური ამონაგების შემადგენლობაში – 6100 ათ. ლარი, საბაზისო წლის რეალიზაციიდან ფაქტიურ ამონაგებში – 5400 ათ. ლარი. რეალიზაციის ტექნოლოგია და გამოშვების ნომენკლატურა უცვლელია. დაგეგმვა ხორციელდება წელთა მიმართებაში.

მატერიალური დანახარჯების დაგეგმვისას ინფლაციის ინდექსი გათვალისწინებულია.

განვსაზღვროთ აქტივებისა და პასივების გეგმიურ ბალანსში მარაგების სიდიდე.

ამოხსნა:

საჭირო მარაგების ბრუნვადობა საბაზისო წელს ტოლია:

$$\frac{5400}{1200 - 300} = 6 \text{ ბრუნვა წელიწადში.}$$

ასეთივე ბრუნვადობისას საჭირო გეგმიური მარაგები ტოლი იქნება:

$$\frac{6100}{6} = 1017 \text{ ათ. ლარის.}$$

თუ ჭარბი მარაგები თავისი ნომენკლატურით მზარდი დანახარჯების გამო გამოყენებისათვის ვარგისია, ამიტომ ისინი შეიძლება ნაწილობრივ გამოყენებული იქნენ (თანხაში $1017 - 900 = 117$ ათ. ლარი). მაშინ ჭარბი მარაგები დარჩება $300 - 117 = 183$ ათ. ლარის ოდენობით. მაგრამ იმ შემთხვევაში, თუ 300 ათ. ლარის შემადგენლობაში – მხოლოდ მარაგებია, რომლებიც გეგმიურ წელს საჭირო არ არის, და ამასთან ისინი არ იქნებიან ჩამოწერილი ან რეალიზებულები, მაშინ მარაგების საბალანსო ღირებულება შეადგენს $1017 + 300 = 1317$ ათ. ლარს.

ამრიგად, მარაგების მინიმალური ღირებულება გეგმიური ბალანსის აქტივში – 1017 ათ. ლარის ტოლია (ჭარბის ჩამოწერის პირობებში), ხოლო მაქსიმალური – 1317 ათ. ლარია.

მაგალითი 24:

საწყისი მონაცემები: დებიტორული დავალიანების საბალანსო სიდიდე საბაზისო წლის ბოლოსათვის – 1100 ათ. ლარია, მათ შორის მყიდველების დავალიანება – 1000 ათ. ლარია. ამონაგები რეალიზაციიდან საბაზისო წლის – 12000 ათ. ლარია. მყიდველების დავალიანების შემადგენლობაში – 200 ათ. ლარი ვადაგადაცილებულია. რეალიზაციიდან დაგეგმილი წლიური ამონაგები (ინფლაციის ინდექსის გათვალისწინებით) 14000 ათ. ლარია. მყიდველების შემადგენლობა და მათთან ანგარიშსწორებების სახელშეკრულებო პირობები არ იცვლება.

განესაზღვროთ დებიტორული დავალიანების თანხა აქტივებისა და პასივების გეგმიურ ბალანსში.

ამოხსნა:

მყიდველების დებიტორული დავალიანების ბრუნვაობა ხელშეკრულებების შესაბამისად, ანუ ვადაგადაცილებულის გათვალისწინების გარეშე, ფაქტიური მონაცემების მიხედვით ტოლია:

$$\frac{12000}{1000 - 200} = 15 \text{ ბრუნვის.}$$

მყიდველების ნორმალური დებიტორული დავალიანება გეგმიურ წელს შეადგენს:

$$\frac{14000}{15} = 933,3 \text{ ათ. ლარს.}$$

დანარჩენი დებიტორების დავალიანების თანხა შენარჩუნებულია.

ამრიგად, თუ ვადაგადაცილებული დებიტორული დავალიანება შთანთქმული ან შემცირებული იქნება, დებიტორული დავალიანების საბალანსო ნაშთების გეგმიური სიდიდე იქნება:

$$933,3 + 100 = 1033,3 \text{ ათ. ლარის.}$$

საბალანსო დებიტორული დავალიანების მაქსიმალური სიდიდე გაანგარიშებულზე ვადაგადაცილებული ვალების თანხის ოდენობით მეტია, ანუ იგი 1233,3 ათ. ლარის ტოლია.

მაგალითი 25:

საწყისი მონაცემები:

- კრედიტორული დავალიანების საბალანსო თანხა საბალანსო წლის ბოლოსათვის – 1700 ათ. ლარის ტოლია, მათ შორის:
- მომწოდებლებზე – 1200 ათ. ლარია;
- მათგან ვადაგადაცილებულია – 300 ათ. ლარი;
- შრომის ანაზღაურებაზე და ბიუჯეტგარეშე ფონდებში ანარიცხებზე – 200 ათ. ლარი;

მათგან ვადაგადაცილებულია – 100 ათ. ლარი.

- ბიუჯეტზე – 300 ათ. ლარი;

მათგან ვადაგადაცილებულია – 100 ათ. ლარი.

მონაცემები რეალიზაციიდან ამონაგებთან და რეალიზებულ პროდუქციაზე მატერიალური დანახარჯების მიხედვით – იგივეა, რაც მაგალითები 22 და 23-შია მოცემული. დანახარჯები შრომის ანაზღაურებაზე და ბიუჯეტგარეშე ფონდებში ანარიცხებზე საბაზისო წელს – 4200 ათ. ლარია, გეგმიურში – 5700 ათ. ლარია.

განესაზღვროთ კრედიტორული დავალიანების თანხა აქტივებისა და პასივების გეგმიურ ბალანსში.

ამოხსნა:

1. დავალიანება მომწოდებლებზე.

მომწოდებლებზე კრედიტორული დავალიანების ბრუნვადობა საბაზისო წელს სახელშეკრულებო პირობების შესაბამისად ტოლია:

$$\frac{5400}{1200 - 300} = 6 \text{ ბრუნვა.}$$

დავალიანება მომწოდებლებზე გეგმიურ წელს ანგარიშსწორებების იგივე პირობებისას ტოლია:

$$\frac{6100}{6} = 1017 \text{ ათ. ლარის,}$$

ხოლო ვადაგადაცილებულის გათვალისწინებით კი:

$$1017 + 300 = 1317 \text{ ათ. ლარის.}$$

2. დავალიანება შრომის ანაზღაურებიდან და ბიუჯეტგარეშე ფონდებში ანარიცხებთან მიმართებაში, რომელიც გადახდების ვადებს შეესაბამებოდა, იზრდებოდა გეგმიურ წელს აღნიშნული თანხების დანახარჯების ზრდის პროპორციულად ბაზისურთან შედარებით. აქედან გამომდინარე, კრედიტორული დავალიანების აღნიშნული სახეობა ვადაგადაცილებულების გათვალისწინების გარეშე შეადგენს:

$$100 \times \frac{5700}{4200} = 136 \text{ ათ. ლარს,}$$

ხოლო ვადაგადაცილებულების გათვალისწინებით აქტივებისა და პასივების გეგმიურ ბალანსში აისახება თანხა, 100 ათ. ლარით მეტი გაანგარიშებულზე, ანუ 236 ათ. ლარი.

3. დავალიანება ბიუჯეტზე (გარკვეული დაშვებით) დავეგემოთ რეალიზაციიდან ამონაგების ზრდის ტემპებიდან გამომდინარე. ბიუჯეტზე ვადიანი დავალიანება ტოლი იქნება:

$$200 \times \frac{14000}{12000} = 117 \text{ ათ. ლარის,}$$

ხოლო ვადაგადაცილებულის გათვალისწინებით – 217 ათ. ლარის.

4. გავიანგარიშოთ აქტივებისა და პასივების გეგმიურ ბალანსში კრედიტორული დავალიანების ჯამური თანხები მაქსიმალურ და მინიმალურ სიდიდეებში.

ა) მაქსიმალური სიდიდე:

$$1317 + 236 + 217 = 1770 \text{ ათ. ლარი.}$$

ბ) მინიმალური სიდიდე:

$$1017 + 136 + 117 + 1270 \text{ ათ. ლარი.}$$

მაგალითი 26:

გეგმიურ წელს რეალიზაციიდან ამონაგები ფაქტიურთან (საბაზისო) შედარებით 500 ათ. ლარით იზრდება; პროდუქციის რეალიზაციაზე დანახარჯები გაიზრდება 400 ათ. ლარით, მათ შორის მატერიალური დანახარჯები – 250 ათ. ლარით. გათვალისწინებულია მიყიდვებთან ხელშეკრულებების დადება, რომელთა შესაბამისად დებიტორული დავალიანების საშუალო ბრუნვადობა 35 დღის ტოლი გახდება, ხოლო კრედიტორული დავალიანებისა კი – 30 დღე; მარაგების ბრუნვადობა – 25 დღე.

1. განვსაზღვროთ, აქტივებისა და პასივების გეგმიურ ბალანსში როგორი ცვლილებები განხორციელდება საანგარიშგებო საბაზისო ბალანსთან შედარებით რეალიზაციიდან ამონაგების ზრდის შედეგად.

დებიტორული დავალიანების გადიდება ტოლი იქნება:

$$\frac{500}{360} \times 35 = 48,6 \text{ ათ. ლარი};$$

მარაგების გადიდება:

$$\frac{250}{360} \times 25 = 17,4 \text{ ათ. ლარი};$$

კრედიტორული დავალიანების გადიდება:

$$\frac{400}{360} \times 30 = 33,3 \text{ ათ. ლარი.}$$

ამრიგად, სხვა დანარჩენი ტოლი პირობებისას საბრუნავი აქტივების ნაზარდი ტოლი იქნება:

$$48,6 + 17,4 = 66 \text{ ათ. ლარის.}$$

ხოლო კრედიტორული დავალიანებისა კი – მხოლოდ 33,3 ათ. ლარის. საბრუნავი აქტივების ნაზარდი 32,7 ათ. ლარის ოდენობით დაფინანსების წყაროების ნაზარდით არ არის დაფარული. ამასთან დაკავშირებით:

2. განესაზღვროთ გეგმიურ ბალანსში აქტივებისა და პასივების დაბალანსებულობის უზრუნველყოფის შესაძლებლობები. გაგაანალიზოთ გეგმიური ბალანსის აქტივებისა და პასივების სხვა შემადგენლების დინამიკა მათ ფაქტიურ საბალანსო სიდიდეებთან შედარების მიხედვით.

ამოხსნა:

ა) ბრუნვის გარეშე აქტივები მცირდება 15 ათ. ლარით (არამატერიალური აქტივებისა და ძირითადი საშუალებების ცვეთის თანხა). ახალი ბრუნვისგარეშე აქტივების შეძენა ან გაყიდვა არ არის გათვალისწინებული.

ზარალი ბალანსზე როგორც ფაქტიურ, ასევე გეგმიურ წლებში არ არსებობს.

დაფინანსების საკუთარი წყაროები გათვალისწინებულია შეივსოს სუფთა მოგების ნაზარდის ხარჯზე, რომელიც რეალიზაციიდან ამონაგების გადიდებასთან არის დაკავშირებული. სუფთა მოგების ნაზარდი მოგებაზე 30%-იანი საგადასახადო განაკვეთისას ტოლი იქნება: $(500 - 400) \times 0,7 = 70$ ათ. ლარის.

რამდენი სუფთა მოგება უნდა იქნეს მიმართული კაპიტალისა და რეზერვების გადიდებაზე, რომ დამატებითი ნასესხები დაფინანსების წყაროების მოზიდვის გარეშე დაფინანსების წყაროებზე აქტივების მეტობა იქნეს ლიკვიდირებული?

გეგმიურ ბალანსში აქტივების მეტობა პასივებზე მცირდება ბრუნვისგარეშე აქტივების სიდიდის შემცირების შედეგად და შეადგენს: $32,7 - 15 = 17,7$ ათ. ლარს. თუ საწარმოს სუფთა მოგების 70 ათ. ლარიდან ასეთი თანხის

საკუთარი კაპიტალის გადიდებაზე მიმართვის პრაქტიკული შესაძლებლობა გააჩნია, პრობლემა გადაწყვეტილია. თუ ასეთი საშუალება არ არის, გეგმიურ ბალანსზე აქტივებისა და პასივების დაბალანსების სხვა გზების მოძიება იქნება საჭირო.

ბ) გეგმიურ ბალანსში ბრუნვისგარეშე აქტივების საბალანსო ღირებულება უფრო მაღალია, ვიდრე საბაზისოსი, რადგანაც შეიძინება არამატერიალური აქტივები, ძირითადი საშუალებები და გრძელვადიანი ფინანსური დაბანდებები იზრდება. ბრუნვის გარეშე აქტივების ნაზარდის საერთო თანხა წლიური ამორტიზაციის გამოკლებით ტოლია 150 ათ. ლარის. დაფინანსების საკუთარი წყაროები, ინვესტორების მიერ 170 ათ. ლარს დაბანდების ხარჯზე აღნიშნულ მიზანზე მოგების გამოყენების გარეშე იზრდება.

ამრიგად, აქტივების საერთო ნაზარდი ტოლი იქნება:

$$150 + 66 = 216 \text{ ათ. ლარი;}$$

პასივების საერთო ნაზარდი:

$$170 + 33,3 = 203,3 \text{ ათ. ლარი.}$$

დაფინანსების დამატებითი წყაროები ამ შემთხვევაში საჭიროა:

$$216 - 203,3 = 12,7 \text{ ათ. ლარის ოდენობით.}$$

ისინი შეიძლება მიღებული იქნეს ან სუფთა მოგების ხარჯზე, ან ბანკის მოკლევადიანი კრედიტების მოზიდვის გზით. ბოლო გზა ნაკლებად სასურველია.

გ) არანაირი სხვა სახის ცვლილებები ბალანსში, გარდა პუნქტი 1-ში გაანგარიშებული საბრუნავი აქტივებისა და კრედიტორული დავალიანების ღირებულების გადიდებისა, არ არის გათვალისწინებული. სუფთა მოგება კაპიტალისა და რეზერვების გადიდებაზე არ შეიძლება იქნეს მიმართული, რადგანაც იგი სრულიად სხვა მიზნებისთვის უნდა იქნეს გამოყენებული. ამრიგად, დაფინანსების წყაროების არასაკმარისობა ტოლია 32,7 ათ. ლარის.

დაფინანსების წყაროების არასაკმარისობის წარმოშობის ერთ-ერთი მიზეზია – მყიდველების დავალიანების ბრუნვალობის შემცირება საწარმოს კრედიტორული დავალიანების ბრუნვალობასთან შედარებით.

შესაძლებელია თუ არა მყიდველებთან და მომწოდებლებთან ანგარიშსწორებების სახელშეკრულებო პირობების ცვლილების მეშვეობით დაფინანსების წყაროების არასაკმარისობა იქნეს აღმოფხვრილი?

როგორი უნდა იყოს მყიდველების დებიტორული დავალიანების ბრუნვალობა, რომ მისი საბალანსო თანხა გაანგარიშებულზე 32,7 ათ. ლარით ნაკლები იყოს?

$$\frac{500}{360} \times X = 48,6 - 32,7 = 15,9 .$$

(X-არის მყიდველების დებიტორული დავალიანების ბრუნვის სასურველ დღეთა რაოდენობა).

$$X=11,4 \text{ დღეს.}$$

ნაკლებად რეალურად გვესახება მყიდველების დავალიანების ბრუნვადობის 3-ზე მეტი დღით დაჩქარების შესაძლებლობა. დავუშვათ, ისინი ბრუნვადობის 35 დღიდან – 30 დღემდე დაჩქარებაზე არიან თანახმა. მაშინ საბაღანსო დებიტორული დავალიანება რამდენადმე დაიკლებს, და მასთან ერთად, დაფინანსების არასაკმარისი წყაროების თანხაც შემცირდება. დებიტორული დავალიანების გადიდება 48,6 ათ. ლარის ნაცვლად, ტოლი იქნება:

$$\frac{500}{360} \times 30 = 41,7 \text{ ათ. ლარის.}$$

დაფინანსების წყაროების არასაკმარისობა შემცირდება $48,6 - 41,7 = 6,9$ ათ. ლარამდე და იგი 25,8 ათ. ლარის ტოლი გახდება.

მომწოდებლებთან მოლაპარაკებებმა ვალების გადახდის 30 დღიდან – 35 დღემდე საშუალო ვადების გახანგრძლივების შესაძლებლობა წარმოშვა. ასეთი პირობებისას კრედიტორული დავალიანების გადიდება ტოლი იქნება:

$$\frac{400}{360} \times 35 = 38,9 \text{ ათ. ლარის.}$$

აღნიშნული დაფინანსების წყაროების არასაკმარისობას კიდევ $38,9 - 33,3 = 5,6$ ათ. ლარით შემცირების შესაძლებლობას იძლევა. საჭიროა მოძიებული იქნეს დაფინანსების წყაროების თანხა $25,8 - 5,6 = 20,2$ ათ. ლარის ოდენობით.

თუ გაუნაწილებელ მოგებაში ასეთი თანხის მოძიების შესაძლებლობა არ არის, შესაძლოა, ინვესტორების სახსრების მოზიდვის ხერხები იქნეს გამოყენებული. თუკი ისინიც არ არსებობენ, ბანკის მოკლევადიანი კრედიტის მოზიდვის შესაძლებლობა იქნება გამოსაყენებელი.

მაგალითი 27:

საწყისი მონაცემები: მყიდველების დავალიანების ბრუნვალობა ხელშეკრულებების პროექტების მიხედვით გეგმიურ წელზე – 60 დღეა, მარაგებისა კი 50 დღე, კრედიტორული დავალიანების – 50 დღე. პროდუქციის რეალიზაციაზე დანახარჯები რეალიზაციიდან ამონაგების 90%-ს შეადგენს, მათ შორის მატერიალურზე – 60%.

რეალიზაციიდან ამონაგების როგორი გეგმიური ნაზარდი უზრუნველყოფს საბრუნავი აქტივებისა და კრედიტორული დავალიანების ტოლ გადიდებას, ანუ

დაფინანსების წყაროების არასაკმარისობამდე არ მიგვიყვანს?

ამოხსნა:

რეალიზაციიდან ამონაგების საძიებო ნაზარდი მივიღოთ X -ის ტოლად. აქტივებისა და პასივების ნაზარდის ტოლობის პირობა შემდეგი ტოლობით შეიძლება იქნეს გამოსახული:

$$\frac{x}{360} \times 60 + \frac{0,6x}{360} \times 50 = \frac{0,9x}{360} \times 50.$$

ტოლობის ამოხსნა იძლევა, რომ $0,25X=0,125X$. რამდენადაც აღნიშნული შეუძლებელია, ამიტომ დასმულ კითხვაზე პასუხია: რეალიზაციიდან ამონაგების ნებისმიერი ნაზარდი დასახული პირობებისას მიგვიყვანს დაფინანსების წყაროების არასაკმარისობამდე. ტოლობა შეიძლება მიღწეული იქნეს ან კრედიტორული დავალიანების ბრუნვალობის ორჯერ გადიდებით, ანუ მისი 100 დღემდე მიყვანით, ან მყიდველების დავალიანებისა და მარაგების ბრუნვალობის ასევე 2-ჯერ დაჩქარებით (შესაბამისად 30 და 25 დღე).

ასეთი პირობებისას რეალიზაციიდან ამონაგების ნებისმიერი ნაზარდს თან საბრუნავი აქტივებისა და კრედიტორული დავალიანების ერთნაირი გადიდება მოჰყვება.

თუ ბრუნვალობა შენარჩუნდა ისეთი, როგორც საწყის მონაცემებშია, აქტივების დაფინანსების წყაროებთან დაბალანსებულობის უზრუნველყოფის კიდევ ერთი შესაძლებლობა არსებობს: რეალიზებულ პროდუქციაზე დანახარჯებმა უნდა შეადგინონ რეალიზაციიდან ამონაგების არა 90%, არამედ 180%, ანუ გაყიდვების 80%-იანი ზარალიანობა უნდა იქნეს დაგეგმილი, რაც შეიძლება ითქვას, რომ იგი მხოლოდ თეორიულად შეიძლება იყოს მისაღები და არა პრაქტიკულად.

მოკლე დასკვნის სახით შეიძლება ჩამოვაყალიბოთ, რომ რენტაბელური რეალიზაციის პირობებში რეალიზაციიდან ამონაგების ნებისმიერი გადიდება და მომწოდებლებთან დავალიანების ბრუნვალობასთან შედარებით მარაგებისა და დებიტორული დავალიანების უფრო შენელებული ბრუნვალობა მიგვიყვანს საბრუნავი აქტივების საჭირო ნაზარდის დაფინანსების წყაროების არასაკმარისობამდე.

მაგალითი 28:

საწყისი მონაცემები: გეგმიურ წელს რეალიზაციიდან ამონაგები ბაზისურთან შედარებით მცირდება 500 ათ. ლარით. რეალიზებულ პროდუქციაზე დანახარჯები შეადგენენ რეალიზაციიდან ამონაგების 80%-ს, მათ შორის

მატერიალური დანახარჯები – 50%-ს. დებიტორული დავალიანების ბრუნვალობა – 30 დღე, მარაგების – 35 დღე, კრედიტორული დავალიანების – 70 დღე.

განვსაზღვროთ რეალიზაციიდან ამონაგების შემცირებასთან დაკავშირებული ცვლილება გეგმიური ბალანსის აქტივებსა და პასივებში მათი საბაზისო თანხებთან შედარებით.

ამოხსნა:

დებიტორული დავალიანების შემცირება:

$$\frac{500}{360} \times 30 = 41,7 \text{ ათ. ლარი};$$

მარაგების შემცირება:

$$\frac{250}{360} \times 35 = 24,3 \text{ ათ. ლარი};$$

კრედიტორული დავალიანების შემცირება:

$$\frac{400}{360} \times 70 = 77,8 \text{ ათ. ლარი};$$

დაფინანსების წყაროების არასაკმარისობა ტოლი იქნება:

$$77,8 - 41,7 - 24,3 = 11,8 \text{ ათ. ლარის.}$$

ლარის.

დასკვნის სახით შეიძლება აღინიშნოს, რომ გეგმიურ წელს რეალიზაციიდან ამონაგების შემცირებისას საბაზისოსთან შედარებით დაფინანსების წყაროების

არასაკმარისობა წარმოიშობა დებიტორული დავალიანებისა და მარაგების უფრო სწრაფი საშუალო გეგმიური ბრუნვალობისას კრედიტორული დავალიანების ბრუნვალობასთან შედარებით (დაფინანსების წყაროები მცირდება მეტი ხარისხით, ვიდრე საბრუნავი აქტივები).

მაგალითი 29:

საწარმოს გამსხვილებული საბალანსო (გეგმიურის წინა წლის) მონაცემებია (ათ. ლარებში).

აქტივი:

1. ბრუნვისგარეშე აქტივები	– 1000
2. საბრუნავი აქტივები	– 700

მათ შორის:

• მარაგები	– 400
• დებიტორული დავალიანება	– 250
• ფულადი სახსრები და მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები	– 50

ჯამი აქტივების	– 1700

პასივი:

1. კაპიტალი და რეზერვები	– 1100
2. ბანკების მოკლევადიანი კრედიტები	– 150
3. მოკლევადიანი დავალიანება	– 450

ჯამი პასივების

– 1700

აქტივებისა და პასივების გეგმიური ბალანსი შედგენილია რეალიზაციიდან ამონაგებისა და რეალიზებულ პროდუქციაზე დანახარჯების დაგეგმილი გადიდების გათვალისწინებით. მარაგებში დამატებითი მოთხოვნილებებისა და დებიტორული დავალიანების მზარდი საბალანსო ნაშთების დაფინანსება კრედიტორული დავალიანების ნაზარდის ხარჯზე, ხოლო არასაკმარისობის ნაწილში – მოკლევადიანი საბანკო კრედიტის დამატებითად მოზიდვის ხარჯზე ხორციელდება.

საწარმოს გამსხვილებული საბალანსო გეგმიური წლის მონაცემები (ათ. ლარებში):

აქტივი:

1. ბრუნვისგარეშე აქტივები	– 1000
2. საბრუნავი აქტივები	– 900

მათ შორის:

• მარაგები	– 500
• დებიტორული დავალიანება	– 350
• ფულადი სახსრები და მოკლევადიანი ფინანსური დაბანდებები	– 50

ჯამი აქტივების

– 1900

პასივი:

1. კაპიტალი და რეზერვები	– 1100
2. ბანკების მოკლევადიანი კრედიტები	– 200
3. კრედიტორული დავალიანება	– 600
ჯამი პასივების	– 1900

მოტანილი მონაცემების საფუძველზე გავიანგარიშეთ და შევაფასოთ საწარმოს გადახდისუნარიანობის დონე საბაზისო და გეგმიურ წლებში და პრობლემის გადაწყვეტის ხერხები იქნეს მოძიებული:

ამოხსნა:

მიმდინარე ლიკვიდობის კოეფიციენტი საბაზისო წელს ტოლი იქნება:

$$\frac{700}{600} = 1,17,$$

გეგმიურ წელს კი:

$$\frac{900}{800} = 1,125.$$

გაანგარიშებების მიხედვით მოცემული საწარმოსათვის მიმდინარე ლიკვიდობის ნორმალური კოეფიციენტი 1,75-ის დონეზე უნდა იყოს.

ამრიგად, გეგმიურ პერიოდში საწარმოს გადახდისუნარიანობის ამაღლების პრობლემა კიდევ უფრო მწვავედება.

როგორ არის შესაძლებელი რეალიზაციის ამონაგების დაგეგმილი ზრდის პირობებში და მასთან დაკავშირებული

საბრუნავი აქტივებისა და დაფინანსების წყაროების გადიდების საჭიროებისას მიმდინარე ლიკვიდობის კოეფიციენტის არა დაცემა, არამედ ზრდა იქნეს უზრუნველყოფილი?

ამისათვის საჭიროა დაფინანსების წყაროების გადიდება არა მოკლევადიანი ნასესხები სახსრების ხარჯზე, არამედ საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე. საწარმოო გადახდისუნარიანობის ასეთი დონით უნდა უზრუნველყოს კრედიტორებთან გეგმიურ წელს ანგარიშსწორებების ვადების დაჩქარება საბაზისო წლის ვადებთან შედარებით. აღნიშნული მიიყვანს გეგმიურ წელს საწარმოს ბალანსზე კრედიტორული დავალიანების შემცირებამდე.

დაფინანსების წყაროს საჭირო ნაზარდი ბალანსის მიხედვით 200 ათ. ლარის ტოლია, მათ შორის 150 ათ. ლარი – კრედიტორული დავალიანების ნაზარდია, 50 ათ. ლარი – ბანკის დამატებითი კრედიტებია. რეალიზებად პროდუქციაზე დანახარჯების გეგმიური ნაზარდი 1350 ათ. ლარის ტოლია. თუკი მომწოდებლებთან ანგარიშსწორებების სახელშეკრულებო პირობების ცვლილებების ხარჯზე კრედიტორული დავალიანების ბრუნვადობა ორჯერ იქნება დაჩქარებული, მაშინ კრედიტორული დავალიანების ნაზარდი ტოლი იქნება:

$$\text{იყო: } \frac{1350}{360} \times 40 = 150 \text{ ათ. ლარი;}$$

მიზანშეწონილია: $\frac{1350}{360} \times 20 = 75$ ათ. ლარი.

(კრედიტორული დავალიანების ბრუნვა 40 დღის ნაცვლად უნდა განხორციელდეს 20 დღეში).

ბანკის დამატებითი კრედიტებისაგან ასევე უარის თქმაც შეიძლება.

ამრიგად, გეგმიურ წელს მოკლევადიანი ვალების საბაღანსო ნაშთების ნაზარდი საბაზისოსთან შედარებით 75 ათ. ლარის ტოლი იქნება ნაცვლად 200 ათ. ლარისა. დანარჩენი 125 ათ. ლარი კაპიტალისა და რეზერვების ნაზარდი უნდა იქნეს უზრუნველყოფილი. მაშინ მიმდინარე ლიკვიდობის გეგმიური კოეფიციენტი ჩამოყალიბდება დონეზე:

$$\frac{900}{700 - 125} = 1,565.$$

მოკლე დასკვნის სახით შეიძლება აღინიშნოს, რომ რეალიზაციის ამონაგებიდან ნაზარდს, საწარმოს დაბალი გადახდისუნარიანობისას, თან კრედიტორული დავალიანების მინიმალური გადიდება უნდა ახლდეს. აღნიშნულ შემთხვევაში ეკონომიკურად უფრო მართებული იქნება მყიდველებისა და მომწოდებლების ანგარიშსწორებების სახელშეკრულებო პირობებში კრედიტორული დავალიანების უფრო სწრაფი ბრუნვადობა იქნეს გათვალისწინებული დებოტირულთან შედარებით.

თუ საწარმოს აღნიშნულ პირობებში დაფინანსების საკუთარი წყაროების გადიდების რეალური შესაძლებლობა არ გააჩნია და საბრუნავი აქტივების ნაზარდი მხოლოდ მოკლევადიანი ნასესხები სახსრების ხარჯზე უნდა ფინანსდებოდეს, აღნიშნულმა შეიძლება გადახდისუნარიანობის კრიტიკულად დაბალ დონემდე მიგვიყვანოს.

პირობების ასეთი შეხამებისას რეალიზაციიდან ამონაგების ნაზარდი საერთოდ შეიძლება არამიზანშეწონილი აღმოჩნდეს.

7. sawarmos sainvestiico saqmianoba:

მაგალითი 30:

საწარმოზე გაცემულია კრედიტი 300 ათ. ლარის ოდენობით, 6 თვით, მარტივი საპროცენტო განაკვეთის ქვეშ 10% თვეში. გავიანგარიშოთ ვალის ნაზარდი მნიშვნელობა თითოეული თვის ბოლოსათვის.

ამოხსნა:

- პირველი თვის ბოლოს: $300 (1 + 0,1) = 330$ ათ. ლარი.
- მეორე თვის ბოლოს: $300 (1 + 0,2) = 360$ ათ. ლარი.

- მესამე თვის ბოლოს: $300 (1 + 0,3) = 390$ ათ. ლარი.
- მეოთხე თვის ბოლოს: $300 (1 + 0,4) = 420$ ათ. ლარი.
- მეხუთე თვის ბოლოს: $300 (1 + 0,5) = 450$ ათ. ლარი.
- მეექვსე თვის ბოლოს: $300 (1 + 0,6) = 480$ ათ. ლარი.

მაგალითი 31:

ხელშეკრულება ითვალისწინებს მარტივი პროცენტების დახურვის შემდეგ სქემას: პირველ წელს – 60%, შემდეგი თითოეული ნახევარი წლის განმავლობაში განაკვეთები იზრდება 10%-ით. განვსაზღვროთ ნაზარდის კოეფიციენტი 2,5 წლის განმავლობაში.

ამოხსნა:

$$1 + 1 \times 0,60 + 0,5 \times 0,70 + 0,5 \times 0,80 + 0,5 \times 0,90 = 2,80.$$

მაგალითი 32:

საწარმომ აიღო კრედიტი 6 თვით, წლიური 70%-იანი განაკვეთის ქვეშ. დისკონტის გათვალისწინებით მან 300 ათ. ლარი უნდა დააბრუნოს. რა თანხის კრედიტი აიღო საწარმომ? რისი ტოლია დისკონტის თანხა?

ამოხსნა:

საწარმოს მიერ მიღებული კრედიტი ტოლია:

$$1 + \frac{300 \times 0,70 \times 180}{360} = 222,2 \text{ ათ. ლარი.}$$

დისკონტის თანხა ტოლი იქნება $300 - 222,2 = 77,8$ ათ. ლარის.

მაგალითი 33:

რა თანხა უნდა შეიტანოს ინვესტორმა მარტივი პროცენტების ქვეშ წლიური 60% განაკვეთის მიხედვით, რომ ნახევარი წლის შემდეგ 500 ათ. ლარი დააგროვოს?

ამოხსნა:

$$\frac{500}{1 + 0,6 \times 0,5} = 384,6 \text{ ათ. ლარი.}$$

მაგალითი 34:

400 ათ. ლარი ინვესტირებულია ერთი წლით წლიური 50%-იანი განაკვეთის ქვეშ. გავიანგარიშოთ ნაზარდი თანხა, რომელიც დარიცხული იქნება:

- ა) ნახევარწელიწადში;
- ბ) ყოველკვარტალურად.

ამოხსნა:

$$ა) 400 \times \left(1 + \frac{0,5}{2}\right)^2 = 625 \text{ ათ. ლარი.}$$

$$ბ) 400 \times \left(1 + \frac{0,5}{4}\right)^4 = 640,7 \text{ ათ. ლარი.}$$

მაგალითი 35:

3 წლის შემდეგ ვალის თანხა 1000 ათ ლარის ტოლი იქნება. გაანგარიშებულ იქნეს ვალის დაყვანილი მნიშვნელობა განაკვეთების დარიცხვის შემდეგი პირობებისას:

ა) 70% თითოეული წლის ბოლოს;

ბ) 10% თითოეული კვარტალის ბოლოს.

ამოხსნა:

$$ა) \frac{1000}{(1 + 0,7)^3} = 203,5 \text{ ათ. ლარი.}$$

$$ბ) \frac{1000}{(1 + 0,1)^{12}} = 318,7 \text{ ათ. ლარი.}$$

მაგალითი 36:

დაბანდებულია ორი წლით 100 ათ. ლარი. მუდმივი წლიური განაკვეთია – 30%. გაანგარიშებული იქნეს ნაზარდი თანხა პროცენტების დარიცხვისას:

ა) ერთხელ წელიწადში;

ბ) ორჯერ წელიწადში.

ამოხსნა:

ა) $(1 + 0,3)^2 \times 100 = 169$ ათ. ლარი.

ბ) $\left(1 + \frac{0,3}{2}\right)^4 \times 100 = 174,9$ ათ. ლარი.

მაგალითი 37:

საწარმომ კაპიტალური დაბანდების ორი პროექტიდან ერთი უნდა აირჩიოს, რომლის (პროექტის) მონაცემები ქვემოთ მოყვანილ ცხრილშია (იხ. ცხრ. 10.6) მოტანილი (ათ. ლარებში):

ცხრილი 10.6

პერიოდები	პროექტი 1		პროექტი 2	
	დანახარჯები	შემოსავალი	დანახარჯები	შემოსავალი
I	7000	—	2000	1000
II	—	4000	5000	4000
III	—	4000	—	3000
ჯამი	7000	8000	7000	8000

1. განვსაზღვროთ სუფთა შემოსავალი თითოეული პროექტის მიხედვით, თუ დისკონტის განაკვეთი 8%-ის ტოლია.

ამოხსნა:

დისკონტების კოეფიციენტი პერიოდების მიხედვით ტოლია:

I — 0,926-ის ($1 : 1,08 = 0,926$);

II – 0,857-ის ($1 : 1,08^2 = 0,857$);

III – 0,794-ის ($1 : 1,08^3 = 0,794$).

ცხრილი 10.7. დანახარჯებისა და შემოსავლის დაყვანილი ღირებულების გაანგარიშება

პერიოდები	პროექტი 1		პროექტი 2	
	დანახარჯები	შემოსავალი	დანახარჯები	შემოსავალი
I	6482	–	1852	926
II	–	3428	4285	3428
III	–	3176	–	2382
ჯამი	6482	6604	6137	6736

ამრიგად, სუფთა შემოსავალი პროექტი I-დან ტოლია: $6604 - 6482 = 122$ ათ. ლარის, პროექტი II-დან კი – $6736 - 6137 = 599$ ათ. ლარის.

2. საწარმო ითვალისწინებს ნებისმიერი პროექტის კრედიტის ხარჯზე რეალიზაციას. კრედიტზე საპროცენტო განაკვეთი თითოეულ პერიოდში 15%-ია. კრედიტის დაბრუნება – გათვალისწინებული სამი საპროექტო პერიოდების დასრულების შემდეგ. განვსაზღვროთ აღნიშნულ პირობებში თითოეული პროექტის მიხედვით სუფთა შემოსავალი.

დისკონტირების კოეფიციენტის გაანგარიშება პერიოდების მიხედვით:

$$I \text{ პერიოდის მიხედვით: } \frac{1}{1,15} = 0,870 ;$$

$$\text{II პერიოდის მიხედვით: } \frac{1}{1,15^2} = 0,756 ;$$

$$\text{III პერიოდის მიხედვით: } \frac{1}{1,15^3} = 0,657 .$$

ცხრილი 10.8. დანახარჯებისა და შემოსავლის დაყვანილი ღირებულების გაანგარიშება

პერიოდები	პროექტი 1		პროექტი 2	
	დანახარჯები	შემოსავალი	დანახარჯები	შემოსავალი
I	6090	—	1740	870
II	—	3024	3780	3024
III	—	2628	—	1971
ჯამი	6090	5652	5520	5865

აღნიშნულიდან გამომდინარე, შეცვლილ პირობებში პირველი პროექტი აღმოჩნდა ზარალიანი, ხოლო სუფთა შემოსავალი მეორე პროექტიდან ტოლია $5865 - 5520 = 345$ ათ. ლარის.

3. განვსაზღვროთ პროექტის რენტაბელობის შიდა ნორმა.

ამოხსნა:

პროექტი 1 დისკონტის 8%-იანი განაკვეთისას მოგვცემს 122 ათ. ლარის მოგებას, 15%-იანისას კი — ზარალს 438 ათ. ლარის ოდენობით. დანახარჯებისა და შემოსავლების ტოლობის უზრუნველყოფისათვის დისკონტის ისეთი განაკვეთია საჭირო, რომელიც მნიშვნელოვნად უფრო ახლოს იქნება 8%-თან, ვიდრე — 15%-თან.

ვცადოთ გამოვიყვანოთ 10-პროცენტიანი განაკვეთი.

- დანახარჯები: $\frac{7000}{1,1} = 6364$ ათ. ლარი.
- შემოსავალი: $\frac{4000}{1,1^2} + \frac{4000}{1,1^3} = 6311$ ათ. ლარი.

აქედან გამომდინარე, პროექტი I-ის რენტაბელობის შიდა ნორმას უზრუნველყოფს 10%-ზე რამდენადმე დაბალი დისკონტირების განაკვეთი.

დისკონტის 9-პროცენტიანი განაკვეთისას დანახარჯები ტოლია 6422 ათ. ლარის, ხოლო შემოსავალი – 6456 ათ. ლარის.

დისკონტის განაკვეთის 1 პუნქტით შეცვლისას, ჩვენ მივიღეთ სუფთა შემოსავლის ნაზარდი თანხით: $6456 - 6422 - (6311 - 6364) = 87$ ათ. ლარი. ჩვენ გვჭირდებოდა გადაგვეფარა მხოლოდ 53 ათ. ლარის ზარალი 10%-იანი განაკვეთისას. დისკონტირების საძიებო განაკვეთი, რომელიც რენტაბელობის შიდა ნორმას შეესაბამება, ტოლია $9 + 1 \times \frac{53}{87} = 9,61\%$.

ასეთივე შედეგი შეიძლება მივიღოთ, თუ რენტაბელობის შიდა ნორმის შესაბამისი დისკონტის განაკვეთს X-ის ტოლად მივიღებთ და შევადგენთ ტოლობას:

$$\frac{7000}{1+x} = \frac{4000}{(1+x)^2} + \frac{4000}{(1+x)^3}$$

(ხ გაანგარიშებებში მიიღება ერთეულის წილებში).

პროექტი 2-ის რენტაბელობის შიდა ნორმა, რომელიც ანალოგიურადაა გაანგარიშებული, ტოლია 28,2%-ის.

ამრიგად, საწარმოსათვის ყველა კრიტერიუმების მიხედვით პროექტი 2-ის არჩევა უფრო მიზანშეწონილია.

მაგალითი 38:

საწარმო იხილავს კაპიტალური დაბანდებების სამ ალტერნატიულ პროექტს. მათი მონაცემები ქვემოთ მოყვანილ ცხრილშია (იხ. ცხრ. 10.9) ასახული.

ცხრილი 10.9

მაჩვენებლები:		პროექტები:		
		1	2	3
1	დაყვანილი დანახარჯები, ათ. ლარებში	15000	10000	5000
2	დაყვანილი შემოსავალი, ათ. ლარებში	20000	15000	5000
3	რენტაბელობის შიდა ნორმა, %	30,0	15,0	12,0

საკუთარი სახსრები, რომელთა მიმართაც საწარმოს კაპიტალური დაბანდებების დაფინანსებაზე შეუძლია, შეადგენს 8000 ათ. ლარს. თუ საწარმო დიდი დანახარჯებიანი პროექტის განხორციელებას აპირებს, მას კრედიტის გამოყენება მოუწევს. კრედიტზე საპროცენტო განაკვეთი – წლიური 60%-ია. კრედიტი აიღება ნახევარი წლით პროცენტების კვარტალურად დარიცხვით.

საჭიროა ავირჩიოთ მოცემული საწარმოსათვის ფინანსური თვალსაზრისით ყველაზე მისაღები პროექტი.

ამოხსნა:

საწარმოს მთლიანად დაფინანსების საკუთარი წყაროების ხარჯზე მხოლოდ მესამე პროექტის განხორციელება შეუძლია. იგი მიმზიდველია შედარებით მცირე დანახარჯებით, მაგრამ მას ნულოვანი რენტაბელობა და დაბალი რენტაბელობის შიდა ნორმა გააჩნია. რეალურად საწარმომ, პროექტები 1 და 2-ს შორის არჩევანის გაკეთებისას, საბანკო კრედიტი უნდა გამოიყენოს. თუკი აღნიშნულ ორივე პროექტზე ყველა დანახარჯების დაფინანსების წყარო მხოლოდ კრედიტი იქნებოდა, იგი (კრედიტი) საწარმოსათვის მიუღებელი აღმოჩნდებოდა, რამდენადაც საბანკო პროცენტული განაკვეთი ორივე შემთხვევაში რენტაბელობის შიდა ნორმაზე მაღალია. განაკვეთი ტოლია:

$$\left(1 + \frac{0,6}{4}\right)^2 - 1 = 0,3225, \text{ ანუ } 32,25\%-ის.$$

მაგრამ პირველი და მეორე პროექტების რენტაბელობა საკმაოდ მაღალია, ხოლო კრედიტი მხოლოდ ნაწილობრივ გამოიყენება, შედარებითი გაანგარიშებების გაკეთება არის შესაძლებელი.

დაყვანილი დანახარჯები პროექტი 2-ის მიხედვით:

$$8000 + 2000 \times 1,3225 = 10645 \text{ ათ.}$$

ლარს.

დაყვანილი დანახარჯები პროექტი 1-ის მიხედვით:

$$8000 + 7000 \times 1,3225 = 17258 \text{ ათ. ლარს.}$$

სუფთა შემოსავალი პროექტი 2-ის მიხედვით შეადგენს:

$$15000 - 10645 = 4355 \text{ ათ. ლარს, ხოლო}$$

$$\text{რენტაბელობა} - \frac{4355}{10645} \times 100 = 40,9\%.$$

სუფთა შემოსავალი პროექტი 1-ის მიხედვით ტოლია:

$$20000 - 17258 = 2742 \text{ ათ. ლარს, ხოლო}$$

$$\text{რენტაბელობა} - \frac{2742}{17258} \times 100 = 15,9\%.$$

ამგვარად, ფინანსური თვალსაზრისით პროექტი 2 საწარმოსათვის უფრო მიმზიდველი აღმოჩნდა.

მაგალითი 39:

განვსაზღვროთ პროექტში დასაშვები შეცდომების ზღვარი შემდეგი საპროექტო მონაცემებისას:

ცხრილი 10.10

მაჩვენებლები:		პერიოდები:				
		0	I	II	III	IV
1	დაყვანილი დანახარჯები, ათ. ლარებში	800	200	—	—	—
2	დაყვანილი შემოსავალი, ათ. ლარებში	—	100	200	400	500

დანახარჯებისა და შემოსავლების დაყვანისათვის გამოყენებული დისკონტის განაკვეთი ტოლია 10%-ის.

ამოხსნა:

გავიანგარიშოთ დიდკონტირების კოეფიციენტები პერიოდების მიხედვით. ისინი ტოლია:

- ნულოვან პერიოდში – 1;
- პირველ პერიოდში – 0,909;
- მეორე პერიოდში – 0,826;
- მესამე პერიოდში – 0,751;
- მეოთხე პერიოდში – 0,683.

სუფთა შემოსავალი დაყვანილი მონაცემების მიხედვით ტოლია 200 ათ. ლარის, ანუ საშუალოდ ერთ პერიოდში:

$$200 : (0,909 + 0,826 + 0,751 + 0,683) = 63,1 \text{ ათ. ლარს.}$$

შემოსავალი საპროექტო მონაცემების მიხედვით დისკონტირებამდე შეადგენს ჯამურად 1617 ათ. ლარს. აღნიშნული მაჩვენებელი გაანგარიშებულია შემდეგი სახით:

$$\frac{100}{0,909} + \frac{200}{0,826} + \frac{400}{0,751} + \frac{500}{0,683} = 1617.$$

საშუალო შემოსავალი პერიოდზე პროექტის მიხედვით ტოლია $\frac{1617}{4} = 404$ ათ. ლარის.

თუ განვიხილავთ მას როგორც რეგულარულ ფულად ნაკადს, მაშინ იგი შედგება ამორტიზაციისა და მოგებისაგან. პროექტის მიხედვით ამორტიზაციის თანხა ტოლია

$$800 + \frac{200}{0,909} = 1020 \text{ ათ. ლარს.}$$

კაპიტალური დაბანდებების ობიექტის ექსპლუატაციის თითოეულ პერიოდზე ამორტიზაციის დარიცხვა ტოლია:

$$\frac{1020}{4} = 255 \text{ ათ. ლარის.}$$

ამრიგად, თითოეულ პერიოდში შემოსული შემოსავალი იშლება ორ ნაწილად – ამორტიზაციად და მოგებად. აღნიშნული პროექტის შემადგენლობაში საპროექტო მოგება ტოლია $404 - 255 = 149$ ათ. ლარის.

ფაქტიური ფულადი ნაკადი შეიძლება ამ სიდიდეზე 63,1 ათ. ლარით ნაკლები იყოს (მაშინ რენტაბელობის შიდა ნორმა იქნება დაცული). აქედან გამომდინარე, პროექტში დასაშვები შეცდომა, ანუ მოგების დასაშვები შემცირება

საპროექტოსთან შედარებით შეადგენს $\frac{63,1}{149} \times 100 = 42,3\%$.

მაგალითი 40:

მაგალითი 39-ის მონაცემებისა და გადაწყვეტის შედეგების მიხედვით განსაზღვროთ პროექტიდან

მინიმალურად საჭირო ფულადი ნაკადი, რომელიც პროექტიდან მოგებაზე გადასახადის გადახდას და პროექტის განხორციელებაზე ყველა დანახარჯების ანაზღაურებას უზრუნველყოფს.

ამოხსნა:

პროექტის განხორციელებაზე დანახარჯების ანაზღაურება აღნიშნული დანახარჯების სიდიდის ტოლი იქნებოდა, თუკი ანაზღაურების პერიოდები დანახარჯების განხორციელების პერიოდების თანხვედრი იქნებოდა. მაგრამ მათი ანაზღაურება ხორციელდება დისკონტირების უფრო მაღალი კოეფიციენტებიან პერიოდებში, ვიდრე პირველი ორი პერიოდების კოეფიციენტებია, როდესაც დანახარჯები ხორციელდებოდა. II-IV პერიოდების დისკონტირების კოეფიციენტების ჯამური მნიშვნელობა ტოლი იქნება:

$$0,909 + 0,826 + 0,751 + 0,683 = 3,169.$$

თუ პერიოდების მიხედვით შემოსავალი ტოლი სიდიდის ფულადი ნაკადებით შემოვიდოდა, მაშინ პერიოდში მინიმალურად საჭირო ფულადი ნაკადი ტოლი იქნებოდა:

$$\frac{1020}{3,169} = 321,9 \text{ ათ. ლარის,}$$

მათ შორის, ამორტიზაცია – 255 ათ. ლარის, მოგება – 321,9 – 255 = 66,9 ათ. ლარის. იმის გათვალისწინებით, რომ

გაანგარიშებულია მხოლოდ საწარმოსათვის საჭირო მოგება, სინამდვილეში იგი უნდა იყოს მეტი აღნიშნული მოგებიდან გადასახადის გადახდის განხორციელებასთან დაკავშირებით. მოგებაზე გადასახდელი წლიური განაკვეთი 30%-ის ოდენობით არის მიღებული; გადასახადი

თანხა ტოლი იქნება: $\frac{66,9 \times 0,3}{0,7} = 28,7$ ათ. ლარი.

აღნიშნულიდან გამოძღინარე, მოცემული ინვესტიციიდან საშუალოდ პერიოდში მინიმალურად საჭირო ფულადმა ნაკადმა უნდა შეადგინოს:

$255 + 66,9 + 28,7 = 350,6$ ათ. ლარი.

მაგალითი 41:

განესაზღვროთ პროექტის რენტაბელობის დონის პროექტში დასაშვები შეცდომის ზღვარზე ზემოქმედება.

პროექტის საწყისი მონაცემები ქვემოთ მოყვანილ ცხრილშია (იხ. ცხრ. 10.11) მოყვანილი.

ცხრილი 10.11

მაჩვენებლები:		პერიოდები:				
		0	I	II	III	IV
1	დაყვანილი დანახარჯები, ათ. ლარებში	800	200	—	—	—
2	დაყვანილი შემოსავალი, ათ. ლარებში	—	300	500	500	500

დაყვანილი დანახარჯებისა და დაყვანილი შემოსავლის გაანგარიშებისათვის გამოყენებული დისკონტის განაკვეთი 10%-ის ტოლია.

ამოხსნა:

გამოვიყენოთ დისკონტირების კოეფიციენტებით, რომლებიც მაგალითი 38-შია გაანგარიშებული. სუფთა შემოსავალი ტოლია 8000 ათ. ლარის, ანუ საშუალოდ პერიოდში:

$$\frac{800}{3,169} = 252 \text{ ათ. ლარის.}$$

საპროექტო მონაცემების მიხედვით შემოსავალი დისკონტირებამდე:

$$\frac{300}{0,909} + \frac{500}{0,826} + \frac{500}{0,751} + \frac{500}{0,683} = 2333 \text{ ათ. ლარი.}$$

$$\text{საშუალო შემოსავალი პერიოდში: } \frac{2333}{4} = 583 \text{ ათ. ლარს,}$$

მათ შორის: ამორტიზაცია – იგივეა, როგორც მაგალითი 38-შია გაანგარიშებული – $X=255$ ათ. ლარს.

დასაშვები შეცდომა პროექტში ტოლია:

$$\frac{252}{583 - 255} \times 100 = 76,8\%.$$

დასკვნა: რამდენად მაღალია პროექტის რენტაბელობა, იმდენად მეტია მასში დასაშვები შეცდომა.

მაგალითი 42:

საწარმოს აქვს შესაძლებლობა, შეიძინოს მოწყობილობა ან ლიზინგით, ან საბანკო კრედიტის ხარჯზე. შესაძენი მოწყობილობის ღირებულებაა – 25000 ათ. ლარი. ბანკი მზადაა მიაწოდოს კრედიტი 5 წლით წლიური 50%-ის ქვეშ.

ლიზინგის ხელშეკრულების პირობებია: ვადა – 5 წელი. პროცენტი, რომელიც ლიზინგგამცემის მიერ საკრედიტო რესურსების, საკომისიოებისა და დაზღვევის სახით გადახდაშია ჩართული, ტოლია: ა) 6% თვეში; ბ) 3% თვეში. ვალის დაფარვა ხორციელდება ყოველთვიურად.

განვსაზღვროთ, რა უფრო სასარგებლოა საწარმოსათვის – კრედიტი თუ ლიზინგი?

ამოხსნა:

1. საბანკო კრედიტის ღირებულების გაანგარიშება საწარმოს მიერ ყოველწლიურად აღებული სესხის (თანხა) 1/5-ის დაფარვის პირობებში. კრედიტის დაფარვა ტოლი თანხებით რის გათვალისწინებული. საერთო ყოველწლიური გადასახადი – არის დასაფარავი კრედიტისა და პროცენტის ნაწილის ჯამური სიდიდე, ამიტომ იგი ანუიტეტს არ წარმოადგენს.

გაანგარიშება ქვემოთ მოყვანილ ცხრილშია (იხ. ცხრ. 16.12) მოცემული (ათ. ლარებში).

ცხრილი 10.12

წელი	ვალის დასაწე- ისათვის	პროცენტუ- ლი გადასახად- ი (50%)	კრედიტის დაფარვა	ჯამური გადასახ- ადი	ვალის ბოლოსათვ- ის
1	25000	12500	5000	17500	20000
2	20000	10000	5000	15000	15000
3	15000	7500	5000	12500	10000
4	10000	5000	5000	10000	5000
5	5000	2500	5000	75000	—
ჯამი		37500	25000	62500	

2. საბანკო კრედიტის ღირებულების გაანგარიშება პროცენტებისა და კრედიტის ანუიტეტის მეთოდით დაფარვისას

$$\frac{1,5^5 \times 0,5}{1,5^5 - 1} = 0,57583; \quad 25000 \times 0,57583 = 14395,75 \text{ ათ. ლარს.}$$

აღნიშნული სიდიდე არის ტოლი ყოველწლიური გადახდების მნიშვნელობა, რომელიც კრედიტისა და მასზე დარიცხული პროცენტების დაფარვაში ჩაერთვება. წლების მიხედვით და მთლიანობაში გადახდები შემდეგი სახით იქნება ჩამოყალიბებული (იხ. ცხრ. 10.13) (ათ. ლარებში).

ცხრილი 10.13

წელი	ვალის დასაწეისათვის	პროცენტუ- ლი გადასახად- ი (50%)	კრედიტის დაფარვა	ჯამური გადასახადი	ვალის ბოლოსათვის
1	25 000	12 500	2 435,75	14 395,75	22 564,25
2	22 564,25	11 282,125	3 113,625	14 395,75	<u>19 450,625</u>

3	<u>19 450,625</u>	9 725,3	4 670,45	14 395,75	14 780,175
4	14 780,175	7 390,1	7 005,65	14 395,75	<u>7 774,525</u>
5	<u>7 774,525</u>	3 887,3	<u>10 508,45</u>	14 395,75	-
ჯამ ი		<u>44 784,825</u>	27 733,925	71 978,75	

3. ლიზინგური მომსახურების ღირებულების გაანგარიშება:

$$ა) \frac{1,06^{60} \times 0,06}{1,06^{60} - 1} \times 25000 = 1750 \text{ ათ. ლარი თვეში;}$$

ხუთი წლის განმავლობაში: $1750 \times 60 = 105000$ ათ. ლარი.

$$5) \frac{1,03^{60} \times 0,03}{1,03^{60} - 1} \times 25000 = 900 \text{ ათ. ლარი თვეში;}$$

ხუთი წლის განმავლობაში: $900 \times 60 = 54000$ ათ. ლარი.

აღნიშნულიდან გამომდინარე, საწარმოსათვის მიზანშეწონილია აირჩიოს ლიზინგი ყოველთვიური 3%-იანი გადასახადით. თუ ლიზინგი შემოთავაზებული იქნება მხოლოდ 6%-იანი ყოველთვიური გადასახადით, უფრო მიზანშეწონილი იქნება კრედიტი, რომელიც ტოლ ყოველწლიურ თანხობრივ გადასახადებს არ ითვალისწინებს.

დასკვნა: რამდენად მაღალია კრედიტზე პროცენტების საბანკო განაკვეთი, იმდენად უფრო საშიში,

საწარმოსათვის, თუ იგი ანუიტეტის მეთოდით უნდა დაიფაროს.

მაგალითი 43:

მაგალითი 42-ის პირობებთან შედარების მიხედვით იცვლება კრედიტის დაფარვის ვადები – 5 წლის ნაცვლად ხელშეკრულება დაიდება 3 წლით. ასეთივე ცვლილებები შეიტანება ლიზინგის ხელშეკრულებაშიც. მაგალითის დანარჩენი პირობები შენარჩუნებულია.

განვსაზღვროთ, ზემოქმედებს თუ არა შეცვლილი ვადები მაგალითი 42-ში გაკეთებულ დასკვნაზე ლიზინგის ან კრედიტის უმჯობესობის შესახებ.

ამოხსნა:

1. კრედიტის ღირებულების გაანგარიშება საწარმოს მიერ ყოველწლიურად აღებული სესხის 1/3-ის დაფარვისას (ათ. ლარებში):

ცხრილი 10.14

წელი	ვალი წლის დასაწყისისათვის	პროცენტული გადასახადი (50%)	კრედიტის დაფარვა	ჯამური გადასახადი	ვალი წლის ბოლოსათვის
1	25 000	12 500	8 333,3	20 833,3	16 666,7
2	16 667,7	8 333,4	8 333,3	16 666,7	8 333,4
3	8 333,4	4 166,7	8 333,4	12 500,1	—
ჯამი		25 000,1	25 000	50 000,1	

2. კრედიტის ღირებულების გაანგარიშება პროცენტების ანუიტეტის მეთოდით დაფარვისას:

$$\frac{1,5^3 \times 0,5}{1,5^3 - 1} = \frac{1,6875}{2,375} = 0,71053;$$

$$25000 \times 0,71053 = 17763 \text{ ათ. ლარი.}$$

კრედიტის მიხედვით გადახდების საერთო თანხა შეადგენს:

$$17763,2 \times 3 = 53289,6 \text{ ათ. ლარს.}$$

3. ღიზინგის ღირებულების გაანგარიშება:

ა) თვეში 6%-ისას:

$$\frac{1,06^{36} \times 0,06}{1,06^{36} - 1} \times 25000 = 1710 \text{ ათ. ლარს.}$$

$$1710 \times 36 = 61560 \text{ ათ. ლარს.}$$

ბ) თვეში 3%-ისას:

$$\frac{1,03^{36} \times 0,03}{1,03^{36} - 1} \times 25000 = 1145 \text{ ათ. ლარს.}$$

$$1145 \times 36 = 41220 \text{ ათ. ლარს.}$$

დასკვნები:

- კრედიტის დაფარვის უფრო მოკლე ვადებისას მისი ღირებულების სხვაობა, ყოველწლიურად ერთნაირი თანხებით დაფარვისას და გადახდების ანუიტეტის მეთოდით გაანგარიშებისას – ჯამურად მცირდება;

- ღიზინგი ხელშეკრულების ვადების შემცირებისას, მნიშვნელოვნად უფრო იაფია, მაგრამ იგი კრედიტზე უფრო მიზანშეწონილი რჩება მხოლოდ გაახდების თვეში 3%-იანი დონის პირობებში;
- კრედიტი გადახდების განხორციელების ორივე ვარიანტისას მნიშვნელოვნად უფრო იაფია მისი 3-წლიანი დაფარვისას, ვიდრე 5-წლიანისას.

8. ფინანსური რისკები: შედეგების შეფასება და გადაწყვეტილებების არჩევა

I. დამატებითი განმარტებები:

ორივე სახეობის საოპერაციო ლევერიჯის დონეებისა და შემდეგ პერიოდში რეალიზებადი პროდუქციის ფასებისა და ნატურალური მოცულობის მოსალოდნელი ცვლილებების ცოდნით, ადვილად შეიძლება გაანგარიშებული იქნეს, თუ როგორ შეიცვლება რეალიზაციიდან ფინანსური შედეგი (მოგება ან ზარალი) შემდეგ პერიოდში აღნიშნული ფაქტორების მოქმედების ქვეშ.

შემოვიტანოთ პირობითი აღნიშვნები:

ამრლ. არის ამონაგები რეალიზაციიდან საბაზისო პერიოდში;

ცვლ. – ცვალებადი დანახარჯები საბაზისო პერიოდის;

მდღნ. – მუდმივი დანახარჯები საბაზისო პერიოდის;

მგრ. – მოგება (ზარალი) რეალიზაციიდან საბაზისო პერიოდის;

$\frac{cv_f}{100}$ – ცვლილება ფასების (ერთეულის წილებში);

$\frac{cv_n}{100}$ – ცვლილება გაყიდვების ნატურალური

მოცულობის (ერთეულის წილებში);

მაშინ შემდეგი და საბაზისო პერიოდის მოგებას შორის სხვაობა შეადგენს:

$$am \left(1 + \frac{cv_f}{100} \right) \left(1 + \frac{cv_n}{100} \right) - cv_{dn} \cdot \left(1 + \frac{cv_n}{100} \right) - md_{dn} - (am - cv_{dn} - md_{dn}) = \Delta mg$$

სადაც: Δmg არის რეალიზაციიდან მოგების (ზარალის) თანხის ცვლილება მისი საბაზისო პერიოდში სიდიდესთან შედარებით.

ზემოთ მოყვანილი ფორმულა ალგებრული გარდაქმნის შემდეგ მიიღებს სახეს:

$$am \times \frac{cv_f}{100} \left(1 + \frac{cv_n}{100} \right) + \frac{cv_n}{100} (am - cv_{dn}) = \Delta mg .$$

შემდეგ პერიოდში ფინანსური შედეგის ცვლილების პროცენტი საბაზისოსთან შედარებით ტოლია:

$$\frac{\Delta mg}{mg} \times 100 = \frac{am}{mg} \times cv_f \cdot \left(1 + \frac{cv_n}{100} \right) + cv_n \cdot \frac{am - cv_{dn}}{mg} .$$

მაგრამ ჩვენთვის ცნობილია, რომ $\frac{am}{mg} = I_2$, ხოლო

$$\frac{am_{cv_{dn}}}{mg} = I_3,$$

აღნიშნული შესაძლებლობას იძლევა ზედა ფორმულა შემდეგი სახით იქნეს ჩაწერილი:

$$\frac{\Delta mg}{mg} \times 100 = I_2 \times cv_f \cdot \left(1 + \frac{cv_n}{100}\right) + I_3 \times cv_n.$$

ამ უკანასკნელი ფორმულის გამოყენებით, სპეციალური გაანგარიშებების განხორციელების გარეშე, შეიძლება ადვილად იქნეს შემოწმებული, თუ როგორი იქნება ფინანსური შედეგები სხვა დანარჩენი ტოლი პირობებისას, ფასების ან რეალიზაციის ნატურალური მოცულობების მოსალოდნელი, განსაზღვრული ცვლილებებისას. ბოლო ფორმულის გამოყენებით გაანგარიშება ყოველთვის იძლევა პასუხის გაცემის შესაძლებლობას კითხვაზე მოგების (ზარალის) დინამიკის შესახებ პირობებში, როდესაც რეალიზაციიდან ამონაგებზე ორივე ფაქტორი ზემოქმედებს.

განვიხილოთ რამდენიმე მაგალითი.

მაგალითი 44:

ფასების ცვლილებასთან დაკავშირებული საოპერაციო ლევერიჯი საწარმოში 7,8-ჯერადს შეადგენს;

რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის გამოყენებასთან დაკავშირებული საოპერაციო ლევერიჯი 4,1-ჯერადის ტოლია. საბაზრო სიტუაცია ითვალისწინებს, რომ მომდევნო პერიოდში რეალიზებად პროდუქციაზე ფასების 3%-ით გადიდება არის შესაძლებელი, მაგრამ აღნიშნული რეალიზაციის ნატურალურ მოცულობას 5%-ით შემცირებს. როგორი იქნება რეალიზაციიდან ფინანსური შედეგი, თუ საბაზისო პერიოდში რეალიზაციიდან მოგება 100 ათ. ლარის ტოლი იქნებოდა?

ამოხსნა:

მოგების ნაზარდის პროცენტი ტოლი იქნება:

$$7,8 \times 3(1-0,05) + 4,1 \times (-5) = 1,73\%.$$

პირდაპირი გაანგარიშებით შემოწმება ადასტურებს მოცემულ შედეგს. საბაზისო პერიოდის რეალიზაციიდან ამონაგები შეადგენს 780 ათ. ლარს, ცვალებადი დანახარჯებია – 370 ათ. ლარი, მუდმივი დანახარჯები კი – 310 ათ. ლარის ტოლია.

გათვალისწინებული პირობებიდან გამომდინარე, მოგება მას შემდეგ, როგორც კი დასახელებული ცვლილებები განხორციელდება საბაზისო სიტუაციაში, ტოლი იქნება:

$780 \times 1,03 \times 0,95 = 370 \times 0,95 - 310 = 101,73$ ათ. ლარის,
ანუ გაიზრდება 1,73%-ით, როგორც ფორმულით
გაანგარიშებამ გვიჩვენა.

მაგალითი 45:

საწარმოში $l_2=15,5$; $l_3=7,5$ -ს. მომავალ პერიოდში
ფასები რეალიზებად პროდუქციაზე 10%-ით უნდა
შემცირდეს, რაც რეალიზაციის ნატურალური
მოცულობის 7%-ით გადიდების შესაძლებლობას იძლევა.
საბაზისო წელს ზარალი რეალიზაციიდან 80 ათ. ლარის
ტოლი იყო. უზრუნველყოფს თუ არა ასეთი საბაზრო
სიტუაცია რეალიზაციიდან ფინანსურ შედეგს?

ამოხსნა:

ფინანსური შედეგის ცვლილების პროცენტი
ბაზისურთან შედარებით ტოლია:

$$15,5 \times (-10) \times 1,07 + 7,5 \times 7 = 113,35\%.$$

რამდენადაც საწარმო საბაზისო პერიოდში იყო
ზარალიანი, მიღებული უარყოფითი შედეგი ნიშნავს, რომ
მომავალ პერიოდში ზარალი ასეთი საბაზრო
სიტუაციისას გაიზრდება 113,35%-ით საბაზოსთან
შედარებით, ანუ გაორმაგებაზე უფრო მეტი იქნება.

შემოწმება პირდაპირი ანგარიშით განვახორციელოთ.

ამონაგები რეალიზაციიდან ბაზისურ პერიოდში –1240 ათ. ლარის ტოლია, ანუ ლ2 სწორადაა განსაზღვრული:

$$\frac{1240}{80} = 15,5 \text{ ჯერ} \quad (\text{ფინანსური შედეგის ნიშანს მოცემულ შემთხვევაში მნიშვნელობა არ აქვს);}$$

ცვალებადი დანახარჯები შეადგენენ 640 ათ. ლარს. აღნიშნული სიდიდეც შევამოწმოთ:

$$\frac{1240 - 640}{80} = 7,5 \text{ ჯერ;}$$

ცვალებად დანახარჯებზე რჩება 680 ათ. ლარი.

ფინანსური შედეგი რეალიზაციიდან ტოლი იქნება:

$$1240 \times 0,9 \times 1,07 - 640 \times 1,07 - 680 = -170,68 \text{ ათ. ლარი.}$$

$$\frac{170,68 - 80}{80} \times 100 = 113,35\%,$$

ანუ ზარალის გადიდების ზომიერება 113,35%-ის ტოლია, როგორც ფორმულის მიხედვითაც იყო მიღებული.

მაგალითი 46:

საწარმოს ამონაგები რეალიზაციიდან 5000 ათ. ლარის ტოლია, ცვალებადი დანახარჯებია – 300 ათ. ლარი, მუდმივი დანახარჯებია – 100 ათ. ლარი, და მოგება რეალიზაციიდან – 100 ათ. ლარის ტოლია. საწარმოს მიერ რეალიზებად პროდუქციაზე მოთხოვნა მცირდება. შემდეგ პერიოდში მას შეუძლია მხოლოდ ფასების შემცირებით წინა ნატურალური მოცულობა უზრუნველყოს.

როგორია ფასების შემცირების მაქსიმალური ზღვარი, რომელიც რეალიზაციის უზარალობას უზრუნველყოფს?

ამოხსნა:

ფასების შემცირებასთან დაკავშირებული საოპერაციო ლევერიჯის დონე (ლ2) ტოლია: $\frac{500}{100} = 5$ ჯერ. აქედან

გამომდინარე, მოგების ასპროცენტიანი დაკარგვა რეალიზაციიდან ამონაგების 20%-ით შემცირებისას განხორციელდება. რეალიზაციიდან ამონაგების უფრო მეტი შემცირება (ფასების ხარჯზე) თან ზარალი მოყვება.

მკითხველის ყურადღება კიდევ ერთ გარემოებაზე უნდა იქნეს გამახვილებული, რომელიც საოპერაციო ლევერიჯის დონის შეფასებასთან არის დაკავშირებული. თუ საბაზისო პერიოდში მოგების ნაცვლად რეალიზაციიდან ზარალს აქვს ადგილი, ანუ საოპერაციო ლევერიჯის ორივე მაჩვენებლის მნიშვნელში უარყოფითი სიდიდე წარმოიშვა, რაც ფორმალურად თვით ლევერიჯის დონის მინუსიანი ნიშნით გადმოიცემა, მაშინ გაანგარიშებებში საოპერაციო ლევერიჯის მაჩვენებლების გამოყენებისას უარყოფითი ნიშანი ყურადღებაში არ უნდა იქნეს მიღებული.

შეგახსენებთ, რომ საოპერაციო ლევერიჯის დონე პასუხობს კითხვაზე, მოგების გადიდების ან შემცირების ტემპები რამდენჯერ აჭარბებს რეალიზაციიდან ამონაგების გადიდების ან შემცირების ტემპებს. რეალიზაციის

ზარალიანობისას საოპერაციო ლევერიჯის დონე შესაბამისად მიუთითებს, რეალიზაციიდან ზარალის გადიდების ან შემცირების ტემპები რამდენჯერ აჭარბებენ ამონაგების ზრდის ან შემცირების ტემპებს. უარყოფითი ნიშანი თვით ფინანსურ შედეგშია ჩადებული, ამიტომ უარყოფითი ლევერიჯის დონესთან მიმართებაში იგი აზრს კარგავს.

თუ საწარმოს სუფთა მოგება უარყოფითი ნიშნით აქვს აღნიშნული, ანუ საქმე გვაქვს სუფთა ზარალთან, მაგრამ ამასთან იგი ვაღდებულია გაწიოს ხარჯები, რომლის წყაროს სუფთა მოგება წარმოადგენს, აღნიშნული ზარალის სიდიდეს აღიდებს. აღნიშნულ შემთხვევაში ფინანსურ ლევერიჯს ასევე პრაქტიკული მნიშვნელობა გააჩნია, მაგრამ იგი ყოველთვის 1-ზე ნაკლები იქნება.

მაგალითად, საწარმოს სუფთა მოგება 500 ათ. ლარის ოდენობით გააჩნია, ხოლო სავალდებულო ხარჯები, რომელიც სუფთა მოგების ხარჯზე ხორციელდება – 200 ათ. ლარის ტოლია, მაშინ ფინანსური ლევერიჯი ტოლი იქნება:

$$\frac{-500}{-500 - 200} = 0,7 \text{ -ჯერ.}$$

დავუშვათ, რომ შემდეგ პერიოდში ზარალის 700 ათ. ლარამდე, ანუ 40%-ით გადიდება არის მოსალოდნელი. მაშინ სუფთა ზარალი სავალდებულო გადახდების იგივე

თანხის გათვალისწინებით 28%-ით გაიზრდება ($40 \times 0,7=28$).

აღნიშნული პირდაპირ ანგარიშით შევამოწმოთ:

$$\frac{-700 - 200}{-500 - 200} \times 100 = 128\%.$$

ფინანსური ლევერიჯის 1-ზე დაბალი დონე ეკონომიკურად გამოხატავს, რომ სავალდებულო გადახდების თანხით გადიდებული ზარალის აბსოლუტური სიდიდე ყოველთვის აჭარბებს სუფთა ზარალის აბსოლუტურ სიდიდეს. სავალდებულო გადახდების არ არსებობისას ფინანსური ლევერიჯი 1-ის ტოლია.

ამასთან, შემდეგი ურთიერთკავშირი მოქმედებს: ზარალის ერთი და იმავე სიდიდისას და მისი ცვლილების ერთნაირი ხარისხისას ფინანსური ლევერიჯი იმდენად მაღალია, რამდენადაც სავალდებულო გადახდების თანხა დაბალია.

აღნიშნული პრაქტიკულად სასარგებლო დასკვნა საწარმოში ზარალის წარმოქმნის ან ნაზარდის ყველა შედეგების შეფასების შესაძლებლობას იძლევა.

დავუბრუნდეთ ჩვენს მაგალითს და მასში მხოლოდ სავალდებულო გაყიდვების სიდიდე შეეცვალოთ. დავუშვათ, რომ 200 ათ. ლარის ნაცვლად ისინი 100 ათ. ლარს შეადგენენ. მაშინ ფინანსური ლევერიჯი ტოლი

იქნება: $\frac{-500}{-500-100} = 0,83$ -ჯერ, ხოლო ზარალის 700 ათ.

ლარამდე, ანუ 40%-ით გადიდებისას კი – სავალდებულო გადახდებში ჩასართავი ზარალი 33,3%-ით გაიზრდება ($40\% \times 0,83 = 33,3\%$). შემოწმებითი ანგარიში:

$$\frac{-700-100}{-500-100} \times 100 = 133,3\%.$$

თუ საბაზისოს შემდგომ პერიოდში რეალიზაციიდან მოგების მიღება არის მოსალოდნელი, მაგრამ სუფთა მოგებიდან სავალდებულო გადახდების იგივე თანხაა შენარჩუნებული, ფინანსური ლევერიჯის საბაზისო დონე ამ შემთხვევაში გამოყენებადია. დავუშვათ, რომ შემდეგ პერიოდში საწარმომ რეალიზაციიდან 100 ათ. ლარის მოგება მიიღო ადრე მიღებული 500 ათ. ლარის ზარალის ნაცვლად.

ფინანსური ლევერიჯის გაანგარიშებული დონის გამოყენებით, გაანგარიშებაში მძიმის შემდეგ მესამე ნიშნამდე მისი უფრო ზუსტი $-0,714$ -ჯერ-ის სიდიდე მივიღოთ. ზარალი შემცირდა 120%-მდე

$$\left(\frac{500+100}{500} \times 100 = 120\% \right).$$

ზარალის, რომელიც

სავალდებულო გადახდებს ითვალისწინებს, შემცირდა: $120 \times 0,714 = 85,7\%$ -მდე.

შემოწმებითი ანგარიში ადასტურებს მიღებულ შედეგს:

$$\frac{700-100}{700} \times 100 = 85,7\% .$$

რადგანაც გაანგარიშება ზარალის შემცირების ხარისხის შესახებ კითხვაზე პასუხობს, ეს უკანასკნელი მისი აბსოლუტური სიდიდის მიხედვით მიიღება.

II. შედეგების შეფასება და გადაწყვეტილებების არჩევა: მაგალითი 47:

ფასების ცვლილებასთან დაკავშირებული საოპერაციო ლევერიჯი საწარმოში შეადგენს 21,5 ჯერადს; გაყიდვების ნატურალური მოცულობის გამოყენებასთან დაკავშირებით კი – 15,3 ჯერადს. მოსალოდნელია ფასების 7%-ით შემცირება გაყიდვების მოცულობის შესაძლო გადიდებისას.

1. რამდენი პროცენტით შემცირდება რეალიზაციიდან მოგება ან გაიზრდება ზარალი:

ა) გაყიდვების ნატურალური მოცულობის 5%-ით გაზრდისას;

ბ) გაყიდვების ნატურალური მოცულობის 8%-ით გაზრდისას;

გ) გაყიდვების ნატურალური მოცულობის 4%-ით შემცირებისას.

ამოხსნა:

$$ა) 21,5 \times (-7) \times 1,05 + 15,3 \times 5 = -81,5\%.$$

მიღებული შედეგი ნიშნავს, რომ თუ ანალიზებადი პერიოდის დადგომამდე საწარმოს რეალიზაციიდან მოგება გააჩნდა, იგი 81,5%-ით შემცირდა, ანუ საბაზისო მოგების 19,5% შეადგინა. თუ საწარმოს რეალიზაციიდან ზარალი ჰქონდა, იგი 81,5%-ით გაიზარდა, ანუ თითქმის გაორმაგდა.

$$ბ) 21,5 \times (-7) \times 1,08 + 15,3 \times 8 = -40,14\%.$$

მიღებული შედეგი პუნქტი „ა“ შედეგის ანალოგიურად ფასდება.

$$გ) 21,5 \times (-7) \times 0,96 + 15,3 \times (-4) = -205,68\%.$$

შედეგი ნიშნავს, რომ თუ აღნიშნული საბაზისო სიტუაციის დადგომამდე საწარმოს რეალიზაციიდან გააჩნდა მოგება, იგი მიიღებს ზარალს, რომელიც საბაზისო მოგების აბსოლუტური სიდიდის მიხედვით 105,68%-ით აჭარბებს. თუ მას ჰქონდა ზარალი, მაშინ იგი 205,68%-მდე გაიზრდება, ანუ საბაზისოსთან მიმართებაში 305,68%-ს შეადგენდეს იქნება, რაც რეალიზაციიდან ზარალის 3-ჯერ და მეტად გადიდებას ნიშნავს.

ყველა განხილული ვარიანტები საწარმოსათვის მიუღებელია, თუმცა ვარიანტი „ბ“ შემდეგი სახის დასკვნის გაკეთების საშუალებას იძლევა: თუ საწარმო იძულებულია გაყიდვების ფასი შემციროს, მაშინ მოგების

დანაკარგები შესაძლებელია რამდენადმე შემცირდეს გაყიდვების ნატურალური მოცულობის მეტი გადიდებით.

თუ საწარმოს წინაშე ფასების გარდაუვალი შემცირების პირობებში საბაზისო პერიოდის მოგების შენარჩუნების ამოცანა დგას, ნათელია, რომ გაყიდვების ნატურალური მოცულობა საჭიროა უფრო მეტად გაიზარდოს, ვიდრე ეს ვარიანტ „ბ“-ში არის გათვალისწინებული.

აქედან წარმოშობა მეორე პრობლემა:

2. განვსაზღვროთ, გაყიდვების ნატურალური მოცულობის როგორი გადიდება ფასების 7%-ით შემცირებისაგან, მოგების დანაკარგის კომპენსირების შესაძლებლობას იძლევა.

ამისათვის გამოვიყენოთ ზემოთ ჩამოყალიბებული ფორმულა:

$$\frac{\Delta mg}{mg} \times 100 = I_2 \times cv_f \cdot \left(1 + \frac{cv_{n'}}{100}\right) + I_3 \times cv_{n''},$$

რომლის მიხედვით იგი შემდეგი პირობის უზრუნველყოფას ნიშნავს:

$$21,5 \times (-7) \times \left(1 + \frac{cv_{n'}}{100}\right) + 15,3 \times cv_{n''} = 0.$$

ტოლობის გადაწყვეტა იძლევა, რომ ცვნ. = 10,91, ანუ გაყიდვების ნატურალური მოცულობა საჭიროა არანაკლებ 10,91%-ით გადიდდეს საბაზისოსთან შედარებით, რომ

საბაზისო მოგება იქნეს შენარჩუნებული. გასაგებია, რომ თუ გაყიდვების მოცულობის მეტი ზრდის შესაძლებლობა არსებობს, საწარმო თუნდაც ფასების შემცირებისას მოგების საბაზისოზე უფრო მაღალს მიიღებს.

მაგრამ თუ საწარმოს ასეთი გადაწყვეტილების რეალიზაციისათვის შესაძლებლობა არ გააჩნია, მას ორიდან ერთი გადაწყვეტილების მიღების შესაძლებლობა ექნება: ან შეურიგდეს რეალიზაციის შედეგად ფინანსური შედეგების სერიოზულ გაუარესებას, ან საოპერაციო ლევერიჯის ჩამოყალიბებული დონის გაანალიზება მოახდინოს. აქამდე ჩვენ გაანგარიშებებში საბაზისო პერიოდში ჩამოყალიბებული საოპერაციო ლევერიჯის დონეს ვაღივებდით. ახლა დავსვათ საკითხი – ხომ არ არის შესაძლებელი იგი შემდეგ პერიოდში მიზანმიმართულად შევცვალოთ ისეთი სახით, რომელ რეალიზაციიდან მოგების დანაკარგები იმავე პირობებში ნაკლები იყოს. გასაგებია, რომ საუბარი შეიძლება იყოს მხოლოდ რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის ცვლილებებთან დაკავშირებულ ლევერიჯის შესახებ, რადგანაც ფასობრივი ფაქტორის წესი და დონე საწყისი პირობებით არის წინასწარ განსაზღვრული. რაც შეეხება ღვ-ს, რეალიზაციიდან ამონაგების შემადგენლობაში მუდმივი დანახარჯების წილის შემცირებით და ცვალებადი დანახარჯების წილის გადიდებით, ჩვენ

გაყიდვების ნატურალური მოცულობის შემცირების შემთხვევაში, მისი ფინანსურ შედეგებზე ზემოქმედების შემცირებას შევძლებდით. და პირიქით, ფინანსური შედეგის გაუმჯობესებაზე რეალიზაციიდან ამონაგების შემადგენლობაში ცვალებადი დანახარჯების შედარებით ნაკლები წილი მუშაობს.

აღნიშნულიდან გამომდინარე, საჭიროა განისაზღვროს:

3. გაყიდვების ნატურალური მოცულობის ცვლილებასთან დაკავშირებული საოპერაციო ლევერიჯის როგორი ღონე (ლვ) მისცემდა საწარმოს შესაძლებლობას:

- ა) შემთხვევა 1ა-ში დაეკარგა 50%-ზე ნაკლები მოგება;
- ბ) შემთხვევა 1ბ-ში დაეკარგა 20%-ზე ნაკლები მოგება;
- გ) შემთხვევა 1გ-ში მოგების დაკარგვით, ზარალის არღაშვება.

გადაწყვეტილების მიღებისას, აქ ჩვენ გამოვდივართ ორი პირობიდან: უპირველეს ყოვლისა, საბაზისო პერიოდში საწარმოს ჰქონდა მოგება; მეორე მხრივ, მუდმივი და ცვალებადი დანახარჯების თანაფარდობის ცვლილებას თან არ ახლავს პროდუქციის რეალიზაციაზე დანახარჯების ჯამური სიდიდის ცვლილება.

საკითხ 3-ზე პასუხის გასაცემად, ფორმულის მიხედვით:

$$\text{პუნქტი 3ა-ზე: } 21,5 \times (-7) \times 1,05 + X_1 \times 5 = -50\%,$$

სადაც: X_1 არის საოპერაციო ლევერიჯი ღვ-ის დონე, რომელიც დასახულ პირობას უზრუნველყოფს.

$X_1=21,6$, ანუ ღვ- მოცემულ შემთხვევაში 21,6-ის ჯერადი უნდა იყოს.

$$\text{პუნქტი 3ბ-ზე: } 21,5 \times (-7) \times 1,08 + X_2 \times 8 = -20\%,$$

სადაც: $X_2 =$ ღვ-ს მოცემული შემთხვევისათვის.

$$X_2=17,8.$$

$$\text{პუნქტი 3გ-ზე: } 21,5 \times (-7) \times 0,96 - X_3 \times 15,3 = -100\%.$$

სადაც: $X_2 =$ ღვ-ს მოცემული შემთხვევისათვის.

$$X_3 < -2,9.$$

მიღებული შედეგებიდან გამომდინარე, შემდეგი სახის დასკვნის გაკეთება არის შესაძლებელი: შემთხვევები „ა“ და „ბ“ რეალიზაციიდან ამონაგების შემადგენლობაში მუდმივი და ცვალებადი დანახარჯების მდგომარეობის ცვლილების გზით რეალიზაციიდან ფინანსური შედეგის გაუმჯობესების შესაძლებლობას არ იძლევიან; სიდიდეები X_1 და X_3 ეკონომიკურად უაზროა: ღვ(X_1) არ შეიძლება ღვ-ზე მეტი იყოს, სხვანაირად აღნიშნული ნიშნავდეს იქნება, რომ ცვალებადი დანახარჯები – უარყოფითი სიდიდეებია. მით უმეტეს, საოპერაციო ლევერიჯის (X_3) დონე არ შეიძლება უარყოფითი სიდიდე იყოს.

ამრიგად, მხოლოდ „ბ“ შემთხვევაში ამონაგების შემადგენლობაში ცვალებადი დანახარჯების წილის

გარკვეული შემცირების გზით რეალიზაციიდან ფინანსური შედეგის გაუმჯობესების რეალურ გზას აქვს ადგილი.

სიტუაცია „ა“ და „ბ“-ში საჭიროა ან საქმიანობის სხვა სახეობებთან შემოსავლების მიღებით რეალიზაციიდან მოგების დანაკარგის კომპენსირება, ან ფასების და საწარმოს პროდუქციაზე მოთხოვნილების სხვა დონის გასაღებითი ბაზრების მოძიების განხორციელება.

მაგალითი 48:

ფასების ცვლილებასთან დაკავშირებული საოპერაციო ლევერიჯი (ლ2) ტოლია 12-ის, ხოლო გაყიდვების ნატურალური მოცულობის ცვლილებასთან დაკავშირებული საოპერაციო ლევერიჯი (ლ3) კი – 8-ის. შემდეგ პერიოდში მოსალოდნელია ფასების 4%-ით გადიდება ერთდროულად გაყიდვების ნატურალური მოცულობის 2%-ით გადიდებით. ამრიგად, რეალიზაციიდან მოგება უნდა გაიზარდოს 64,96%-ით:

$$12 \times 4 \times 1,02 + 8 \times 2 = 64,96.$$

მაგრამ შემდეგი წლის მოგების დაგეგმვისას მასზე სხვა ზემოქმედი ფაქტორების გათვალისწინებით აღმოჩნდა, რომ ფასების ნაზარდმა სულ 3%-ი შეადგინა საბაზისო სიდიდესთან მიმართებაში.

ამოხსნა:

1. საჭიროა განისაზღვროს, როგორი უნდა იყოს რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის გადიდება, რომ მოგების ნაზარდის 64,96%-ი იქნეს შენარჩუნებული.

$$cv_{n'} = \frac{cv_{mg.} - \frac{2cv_{fs.}}{100}}{\frac{2cv_{fs.}}{100} + 1} \times 100; \quad \text{სადაც } cv_{mg.} = \frac{\Delta mg}{mg} \times 100;$$

$$\frac{64,96 - 12,3}{\frac{12 \times 3}{100} + 8} = 3,46. \quad \text{აქედან ცვნი.} = 3,46\%.$$

2. განვსაზღვროთ, როგორი უნდა იყოს ფასების ნაზარდი, რომ მოგების საჭირო გადიდება იქნეს უზრუნველყოფილი რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის ცვლილების გარეშე.

$$\text{იგი ტოლი იქნება: } \frac{64,96}{12} = 5,4\%.$$

3. გავიანგარიშოთ, რამდენი პროცენტით შეიძლება რეალიზაციის ნატურალური მოცულობის შემცირება ფასების 10%-ით ზრდისას.

$$cv_{n'} = \frac{64,96 - 12 \times 10}{\frac{12 \times 10}{100} + 8} = -5,98\%.$$

4. განვსაზღვროთ, რამდენი პროცენტით შეიძლება შემცირდეს ფასები, თუ გაყიდვების ნატურალური მოცულობის 13%-ით გადიდება არის საჭირო.

$$cv_f = \frac{cv_{mg.} - I_3 cv_{n.}}{I_2 \left(1 + \frac{cv_{n.}}{100} \right)} = \frac{64,96 - 8 \times 13}{8 \times 1,13} = 4,3\%.$$

განხილული ოთხი ვარიანტიდან მოგების საჭირო ნაზარდის მისაღწევად მოცემული საწარმოსათვის ყველაზე უფრო რეალურის განსაზღვრა, მისი პროდუქციისა და მისი გასაღებითი პერსპექტივების გათვალისწინებით არის შესაძლებელი.

მაგალითი 49:

საწარმოს მოგების საერთო თანხა – 500 ათ. ლარის ტოლია. მოგებაზე საგადასახადო განაკვეთი – 30%-ია. სუფთა მოგებიდან სავალდებულო მტკიცე ხარჯების და გადახდების თანხა – 200 ათ. ლარის ტოლია.

ამოხსნა:

1. გავიანგარიშოთ ფინანსური ლევერიჯი:

$$ლფნ. = \frac{500 \times 0,7}{500 \times 0,7 - 200} = 2,3 - \text{ჯერ.}$$

2. მოდიებული იქნეს ფინანსური ლევერიჯის შემცირების ხერხები.

ა) მოგების საერთო თანხის 700 ათ. ლარამდე გადიდება. მაშინ,

$$ლფნ. = \frac{700 \times 0,7}{700 \times 0,7 - 200} = 1,7 - \text{ჯერ.}$$

ბ) სუფთა მოგებიდან სავალდებულო ხარჯების 100 ათ. ლარამდე შემცირება.

$$\text{ლფნ.} = \frac{700 \times 0,7}{700 \times 0,7 - 100} = 1,26 - \text{ჯერ.}$$

მაგალითი 50:

საწარმოს 300 ათ. ლარის ოდენობის ზარალი გააჩნია. სავალდებულო ხარჯებისა და გადახდების თანხა, რომელიც სუფთა მოგების ხარჯზე უნდა განხორციელდეს, 150 ათ. ლარის ტოლია.

ამოხსნა:

1. გავიანგარიშოთ ფინანსური ლევრიჯი:

$$\text{ლფნ.} = \frac{-300}{-300 - 150} = 0,67 - \text{ჯერ.}$$

2. გავიანგარიშოთ ზარალის ცველილება, რომელიც სუფთა მოგების ხარჯზე სავალდებულო გადახდებს მოიცავს, ზარალის საერთო თანხის 600 ათ. ლარამდე გადიდებისას.

$$\frac{600 - 300}{300} \times 100 = 100\% \quad (\text{ზარალის გადიდების პროცენტი}).$$

$100 \times 0,67 = 67\%$ (ზარალის გადიდების პროცენტი, რომელიც სუფთა მოგებიდან სავალდებულო გადახდებს მოიცავს).

შემოწმებითი

გაანგარიშება:

$$\frac{-600 - 150 + 300 + 150}{-300 - 150} \times 100 = 66,7\%.$$

აღნიშნული ნიშნავს, რომ საძიებო სიდიდე 66,7%-ით გაიზრდება (შემოწმებითი შედეგის განსხვავება ლევერიჯის მეთოდით გაანგარიშებულ შედეგთან 0,3%-ის ტოლია, რომელიც გამოწვეულია ლევერიჯის დონის მძიმის შემდეგ მეორე დონემდე დამრგვალების ხარჯზეა მიღებული).

3. შემდეგ პერიოდში მოსალოდნელია, რომ საწარმოს 5000 ათ. ლარის ტოლი იქნება. განესაზღვროთ სუფთა მოგების დინამიკა მისგან სავალდებულო გადასახადების გამოკლებით (ეს უკანასკნელი მითითებულ თანხაშია შენარჩუნებული).

სუფთა მოგების ნაზარდის ტემპი ტოლი იქნება:

$$\frac{300 + 500}{300} = 266,67\%.$$

ფინანსური ლევერიჯის გამოყენებით, გავიანგარიშოთ სუფთა მოგების ცვლილების ტემპი სავალდებულო გადახდების გათვალისწინებით:

$$266,67 \times 0,67 = 178,7\%.$$

$$\text{შემოწმებითი გაანგარიშება: } \frac{500 - 150 + 450}{450} \times 100 = 177,8\%.$$

(განსხვავება – დამრგვალების ხარჯზეა გამოწვეული).

მოკლე ბიოგრაფიული მონაცემები:

ცაგა გიორგი თომას-ძე - საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის ბიზნეს-ინჟინერინგის ფაკულტეტის სრული პროფესორი, ტექნიკის აკადემიური დოქტორი და ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი, საქართველოს ეკონომიკურ მეცნიერებათა და აფხაზეთის მეცნიერებათა აკადემიების ნამდვილი წევრი. ომისა და სამხედრო ძალების ვეტერანი. ღირსების ორდენის კავალერი.

დაიბადა საქართველოში, ქ. სოხუმში. დაოჯახებული, ჰყავს ორი შვილი და ექვსი შვილიშვილი. 1952 წელს სწავლა დაიწყო სოხუმის მე-17-ე საშუალო სკოლაში, 1959 – 1964 წლებში სწავლობდა სოხუმის ინდუსტრიულ ტექნიკუმში სპეციალობით - სამრეწველო და სამოქალაქო მშენებლობა, 1964 – 1974 წლებში სწავლა გააგრძელა საკავშირო პოლიტექნიკურ ინსტიტუტში (მოსკოვი) სპეციალობით - სამრეწველო და სამოქალაქო მშენებლობა. 1979 – 1982 წლებში ჩაირიცხა საკავშირო პოლიტექნიკური ინსტიტუტის (მოსკოვი) ასპირანტურაში და 1985 წელს თბილისში საქართველოს პოლიტექნიკურ ინსტიტუტში დაიცვა საკანდიდატო დისერტაცია თემაზე: „ბეტონის მუშაობა გაჭიმვისას მასალების თავისებურებების გათვალისწინებით“ ტექნიკურ მეცნიერებათა კანდიდატის სამეცნიერო ხარისხის მინიჭებით (სპეციალობა 05.23.05 – „სამშენებლო მასალები და კონსტრუქციები“).

1997 – 2000 წლებში სწავლობდა (მეორე უმაღლესი განათლება) ივ. ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის სოხუმის ფილიალში (თბილისი) სპეციალობით - წარმოების ეკონომიკა და მართვა. 1998 – 2003 წლებში ჩაირიცხა თბილისში ვ. მელქაძის სახელობის სოციალურ-ეკონომიკური და რეგიონული პრობლემების სამეცნიერო-კვლევით ინსტიტუტის დოქტორანტურაში და 2004 წელს დაიცვა დისერტაცია თემაზე: „საბანკო მენეჯმენტის განვითარების პრობლემები საქართველოში“ ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორის სამეცნიერო ხარისხის მინიჭებით (სპეციალობა 08.00.05 - ფინანსები, ფულის მიმოქცევა და კრედიტი).

მუშაობდა 1961 – 1975 წლებში აფხაზეთის ავტონომიური რესპუბლიკის კომუნალური მეურნეობის სამინისტროს სამშენებლო სამმართველოში ჯერ მუშად, შემდეგ კი საპროექტო ბიუროში ინჟინერ-დამპროექტებლად. 1975 – 1979 წლებში მუშაობდა საქართველოს პარტიის ცენტრალური კომიტეტის აფხაზეთის ავტონომიური რესპუბლიკის პარტიის საოლქო კომიტეტში სამშენებლო და სამრეწველო განყოფილების ინსტრუქტორად. 1979 – 2006 წლებში მუშაობდა მმართველად საქართველოს „მშენბანკია“ აფხაზეთის ავტონომიური რესპუბლიკის „მშენბანკის“ რესპუბლიკურ სამმართველოში, რომელიც 1987 წელს გარდაიქმნა მრეწვემშენბანკად, 1992 წელს - ინდუსტრიაბანკად, 1996 წელს - გაერთიანებულ ქართულ ბანკად და 2005 წელს „ვი-თი-ბი“ ჯორჯია ბანკად.

ძირითად საქმიანობასთან ერთად, პარალელურად, პედაგოგიურ საქმიანობას ეწევა: 1975 – 1985 წლებში სოხუმის ინდუსტრიულ ტექნიკუმში - მასწავლებლად. 1985 – 1990 წლებში საქარელოს პოლიტექნიკური ინსტიტუტის სოხუმის ფილიალის სამშენებლო ფაკულტეტზე - მასწავლებლად. 1990 – 1996 წლებში სოხუმის სახელმწიფო და ივ. ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტების ეკონომიკურ ფაკულტეტებზე - მასწავლებლად, 1996 – 2004

წლებში - დოცენტად, 2004 – 2006 წლებში - პროფესორად. 2006 წლიდან დღემდე პედაგოგიურ საქმიანობას აგრძელებს საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის ბიზნეს-ინჟინერინგის ფაკულტეტის საფინანსო და საბანკო ტექნოლოგიების დეპარტამენტში - ასოცირებულ პროფესორად 2009 წლამდე, სრულ პროფესორად არჩეულია 2017 წლამდე.

გამოქვეყნებული აქვს ნაშრომები: „ფინანსები, ფულის მიმოქცევა, ფინანსური ინჟინერია, კრედიტი“ (დამხმარე სახელმძღვანელო (1999 წ.); „საბანკო მენეჯმენტი: ანალიზი, პრობლემები, სრულყოფის გზები“, მონოგრაფია, ტომი I. (2002 წ.); „ფინანსური მენეჯმენტი: ფინანსური საქმიანობის ანალიზის რაოდენობრივი მეთოდების პრაქტიკუმი“, მონოგრაფია, ტომი II. (2002 წ.); „საბანკო საქმე: ლექციების კურსი“ (2005 წ.); „ფინანსური მენეჯმენტი: ფინანსების თეორიული საფუძვლები, საწარმოს ფინანსების მართვა, ფინანსური დაგეგმვა-ანგარიშგება-ანალიზი, კორპორაციული ფინანსები, ტესტები და ამოცანები“ (თანაავტორებთან) (2006 წ.); „რისკოლოგია: ფინანსური და საბანკო საკრედიტო რისკების მართვა“ (თანაავტორებთან) (2007 წ.); „მონეტარული პოლიტიკა და მსოფლიო სავალუტო სისტემა“ (თანაავტორებთან) (2009 წ.); „საბანკო ინფორმაციული სისტემები და ტექნოლოგიები“ (თანაავტორებთან). - თბილისი, საგამომცემლო სახლი „ტექნიკური უნივერსიტეტი“ (2009 წ.);

„ფინანსური მენეჯმენტი“. - თბილისი, საგამომცემლო სახლი „ტექნიკური უნივერსიტეტი“, (დაფინანსებულია USAID-ის „მცირე და საშუალო ბიზნესის მხარდაჭერის პროექტის“ ასოციაცია „სათემო კოლეჯები საერთაშორისო განვითარებისათვის ინქ-ის“ გრანტის პროგრამის ფარგლებში. - ISBN 978-9941-14-630-5) (2009 წ.); „ფინანსური მარკეტინგი“ (2009 წ.); „ფინანსური მენეჯმენტი: თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა. - ორგანიზაციებისა და დაწესებულებების ფინანსების მართვა“, ტომი I (თანაავტორთან) (2011 წ.); „ფინანსური მენეჯმენტი: თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა. - საწარმოს (კორპორაციის) ფინანსების მართვა“, ტომი II (თანაავტორთან) (2011წ.); „საბანკო ოპერაციები (სახელმძღვანელო)“ (თანაავტორთან). - თბილისი, გამომცემლობა შპს „წიგნის სახელოსნო“ (2012 წ.); „ფინანსური ინჟინერია: ლექციების კურსი“ (2013 წ.); „საჯარო ფინანსები (თეორია და მეთოდები)“, სახელმძღვანელო (თანაავტორთან) (2013 წ.); „საბანკო საქმე (თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა)“, (სახელმძღვანელო). (თანაავტორთან) (2014 წ.); „კომერციული ბანკის საქმიანობის ფინანსური ანალიზი (თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა)“, (თანაავტორთან) (2014 წ.); „საბანკო მენეჯმენტი (თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა)“, სახელმძღვანელო, (თანაავტორთან) (2015 წ.); „ფულის თეორიის ევოლუცია და ირვინგ ფიშერის - მიმოქცევაში ფულადი მასის გაანგარიშების ფორმულაში კორექტივის შეტანის შრსახე: ლექციის კონსპექტი“ (2016 წ.); „ფულის ფუნქციების განვითარების რეალობა: ლექციის კონსპექტი“ (2016 წ.); „ეკონომიკური ნორმატივების სრულყოფის საკითხისათვის : ო ქ რ ო ს კ ვ ე თ ა ს პროპონცია ბუნებაში, ფერწერაში, არქიტექტურაში, მშენებლობაში, ეკონომიკაში, ბიზნესში, ფინანსურ და საბანკო მენეჯმენტში“ (2016 წ.).

სიკინავა ალექსანდრე შალვას-ძე - ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი; საქართველოს საინჟინრო აკადემიის ნამდვილი წევრი 2010 წლიდან; ეკოლოგიურ მეცნიერებათა აკადემიის წევრ-კორესპონდენტი 1996 წლიდან;

პირადი ინფორმაცია:

2016 წელს მიღებული აქვს ლიტვის სეიმის მადლობა ლიტვა-საქართველოს ურთიერთობების განმტკიცებაში შეტანილი წვლილისათვის.

განათლება:

1976 წ. – თბილისის ივ.ჯავახიშვილის სახელობის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკის ფაკულტეტი პოლიტიკური ეკონომიის სპეციალობით;

კვალიფიკაცია:

1983 წელს დაიცვა საკანდიდატო დისერტაცია და მიენიჭა ეკონომიკის მეცნიერებათა კანდიდატის ხარისხი;

1985 წელს არჩეულ იქნა დოცენტის თანამდებობაზე;

გამოქვეყნებული აქვს 70–ზე მეტი ნაშრომი.მათ შორის 10–ზე მეტი ნაშრომი, ინგლისურ და სხვა უცხოურ ენებზე;

2010 წელს გამოაქვეყნა ლექციების კურსი ინვესტიციებში; 2013 წელს გამოაქვეყნა სახელმძღვანელო უძრავი ქონების ეკონომიკაში; 2012 წელს გამოაქვეყნა ლექციების კურსი(ელვერსია)საერთაშორისო ინვესტიციები და ტრანსნაციონალური კორპორაციები; 2014–15 წლებში მონაწილეობა მიიღო და რედაქტორობა გაუწია ორ ლექციის კურსს დოქტორანტებისათვის: 1) ეკონომიკური კვლევის მეთოდები და 2) ინსტიტუციური ეკონომიკა.

ბოლო 10 წელიწადი მონაწილეობდა 40–ზე მეტ საერთაშორისო და ადგილობრივ კონფერენციებში, სემინარებსა და ტრენინგებში; 2013 წლიდან ორგანიზებას უწევს ყოველწლიურ საერთაშორისო ეკონომიკურ კონფერენციას: ეკონომიკური განვითარების მოდელები: გუშინ, დღეს, ხვალ.

სამუშაო გამოცდილება:

2009 – წლიდან სტუ–ს ბიზნეს–ინჟინერინგის ფაკულტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის მართვის დეპარტამენტის სრული პროფესორი;

2010 –წლიდან დღემდე სტუ–ს აკადემიური საბჭოს წევრი;

2013–წლიდან დღემდე საინჟინრო ეკონომიკის,მედია ტექნოლოგიებისა და სოციალურ მეცნიერებათა ფაკულტეტის საინჟინრო ეკონომიკის დეპარტამენტის უფროსი;

2013– წლიდან დღემდე“ ეკონომიკური განვითარებისა და მისი სამართლებრივი უზრუნველყოფის ცენტრის დირექტორი“.

2011 – წლიდან საერთაშორისო,რეგულირებად და რეგენზირებად ჟურნალ „ბიზნეს–ინჟინერინგის“ მთავარი რედაქტორი.ასევე მრავალი სხვა საერთაშორისო ჟურნალების რედაქციების წევრი.

2015 წლიდან ეკონომიკის სადოქტორო პროგრამის ხელმძღვანელი.

ხანთაძე გიორგი გურამის - ძე - საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის და შპს „თბილისის სასწავლო უნივერსიტეტის“ ასოცირებული პროფესორი, ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი.

1995 წლიდან 2008 წლის მათამდე მუშაობდა საქართველოს ეროვნული ბანკის სხვადასხვა დეპარტამენტებში. 2010 წელს იყო შპს „თბილისის სასწავლო უნივერსიტეტის“ ეკონომიკისა და სამართლის ფაკულტეტის დეკანი.

გამოცემული აქვს ხუთი სახელმძღვანელო - საბანკო ოპერაციები (2012 წ.), საბანკო საქმე (2014 წ.), საჯარო ფინანსები (2013 წ.), საბანკო მენეჯმენტი (2015 წ.), სადაზღვევო საქმის საფუძვლები (2015 წ.). რეფერირებად და რეცენზირებად ჟურნალებში და სხვა გამოცემებში გამოქვეყნებული აქვს 50-ზე მეტი ნაშრომი და სამეცნიერო-პუბლიცისტური სტატიები.