

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის
სახელმწიფო უნივერსიტეტი

ლ ი ლ ი ბ ვ ე ნ ე ტ ა ძ ე

კ ო რ პ ო რ ა ტ ი უ ლ ი ფ ი ნ ა ნ ს ე ბ ი
საღმეცნიერო კურსი ბაკალავრიატისათვის

ნაწილი პირველი

თ ბ ი ლ ი ს ი
2010

UDK (შაპ)

ლილი გვენეტაძე: კორპორაციული ფინანსები (სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი პირველი). საგამომცემლო სახლი „ინოვაცია“, თბ., 2010 წ. გვ. 208.

რ ე ღ ა ქ ტ ო რ ი

ბიჭო ბამსახშრდია – ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი, საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტის სრული პროფესორი

რ ე ც ე ნ ზ ე ნ ტ ე ბ ი:

თამარ ბამსახშრდია – ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი, გრიგოლ რობაქიძის სახელობის უნივერსიტეტის სრული პროფესორი

ციალა ბენაშვილი – ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი, ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ასოცირებული პროფესორი

კორპორაციული ფინანსები – სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის – ნაწილი პირველი მომზადდა ივ. ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ფინანსებისა და საბანკო საქმის კათედრაზე, ეკონომიკის აკადემიური დოქტორის, ასოცირებული პროფესორის ლილი გვენეტაძის მიერ. წიგნი ძირითადად მეთოდური და მეთოდოლოგიური ხასიათისაა, რაც წარმოდგენილი მასალის ათვისებას აიოლებს. ფინანსები, სალექციო კურსში, აქციონერების სიმდიდრის მაქსიმიზაციის თვალსაზრისით განიხილება. ის კლასიკურ სტილშია დაწერილი, შედგება ცხრა თავისაგან. ცალკეული თავის სტრუქტურა ლოგიკურად არის აგებული. ყოველი თავი იწყება მოკლე ანოტაციით და სრულდება რეზიუმით. განკუთვნილია სტუდენტებისათვის და იმავდროულად გამოადგება მენჯერებს, პროფესორ-მასწავლებლებს და იმათაც ვისაც საკუთარი საქმის წამოწყება სურთ.

რეკომენდებულია გამოსაცემად ივ. ჯავახიშვილი სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტის „ფინანსები და საბანკო საქმის“ კათედრის მიერ. ოქმი № 7, 15 ივნისი 2010 წელი.

ISBN

შ ი ნ ა ა რ ს ი.....	3
წ ი ნ ა ს ი ტ ყ ვ ა ო ბ ა.....	7
თავი პირველი – კორპორაციის ფინანსები და საქმიანი გარემო.....	9
1.1. თანამედროვე ფინანსები.....	9
1.2. კორპორაციის ფინანსები	10
1.3. ფინანსური მენეჯერის მოვალეობები	11
1.4. ფინანსური ღირებულების შექმნა.....	13
1.5. ფირმის მიზანი	13
ა) ფირმის სიდიდის მაქსიმიზაცია	14
ბ) საბუღალტრო მოგების მაქსიმიზაცია	14
გ) აქციების ღირებულების მაქსიმიზაცია.....	16
1.6. ფირმის ფინანსური სახსრების ძირითადი წყაროები	17
1.7. სამეწარმეო საქმიანობის ორგანიზაციულ სამართლებრივი ფორმები.....	17
ა) ინდივიდუალური პირის საწარმო.....	17
ბ) ამხანაგობა (პარტნიორობა).....	18
გ) შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება (შპს).....	19
დ) სააქციო საზოგადოება / კორპორაცია	20
რ ე ზ ი უ მ ე	23
საკონტროლო კითხვები.....	24
ტესტები თვითშეფასებისათვის	24
ლ ი ტ ე რ ა ტ უ რ ა	26
თავი მეორე – ბიზნესის საგადასახდო გარემო და საგადასახდო ბაზის რეგულირება	27
2.1. ბიზნეს გარემო და საგადასახდო დაგეგმვა	27
2.2. ბიზნესი და გადასახდის აცილების გზები.....	29
2.3. ფირმის საგადასახდო დაგეგმვის ორგანიზაციული ფორმები	29
2.4. ფირმის საგადასახდო ბაზის შემცირება.....	30
2.5. აქტივის ცვეთის დარიცხვის მეთოდები	31
ა) აქტივის ცვეთის დარიცხვის წრფივი მეთოდი.....	31
ბ) დაჩქარებული (შემცირებადი ნაშთის) მეთოდი.....	33
გ) ცვეთის დარიცხვის რიცხვთა ჯამის მეთოდი.....	36
დ) წარმოების ერთეულთა ჯამის მეთოდი	36
2. 6. საფინანსო მოგების დაყვანა საგადასახდო მოგებაზე.....	38
რ ე ზ ი უ მ ე	39
საკონტროლო კითხვები.....	40
ძირითადი ამოცანები თვითშეფასებისათვის	40
ტესტები თვითშეფასებისათვის.....	40
ლ ი ტ ე რ ა ტ უ რ ა	42

თავი მესამე – ფულის ღირებულება დროში და კაპიტალის მოზიდვის

ალტერნატიული ხარჯები:	43
3.1. ფულის ღირებულება დროში	43
3.2. საპროცენტო შემოსავლი და ნაზარდი კაპიტალი	44
3.3. მარტივი და რთული პროცენტი	45
3.4. მომავალი ღირებულება და კომპონდირება	47
3.5. მომავალი ღირებულება და პროცენტების დარიცხვის პერიოდულობა	47
3.6. ეფექტური (ფაქტიური) საპროცენტო განაკვეთი	48
3.7. დღევანდელი ღირებულება და დისკონტირება	49
3.8. რთული პროცენტის უწყვეტი დარიცხვა	50
3.9. მომავალი და დღევანდელი ღირებულების ცხრილების მნიშვნელობა	51
3.10. მიმდინარე ღირებულება, შემოსავლიანობა და ალტერნატიული დანახარჯები	53
3.10. ა) მიმდინარე ღირებულება და ინვესტიციების შემოსავლიანობა	56
რ ე ზ ი უ მ ე	57
კითხვები განმეორებისათვის:	58
ამოცანები თვითშეფასებისათვის	58
ტესტები თვითშეფასებისათვის	59
ლ ი ტ ე რ ა ტ უ რ ა	60
თავი მეოთხე – დროში ფულის ღირებულების გაანგარიშების მეთოდები (სერიული გადასახდელები)	61
4.1. უვადო რენტა (Perpetuity)	61
4.2. მზარდი უვადო რენტის მიმდინარე ღირებულება	63
4.3. ანუიტეტი (Annuity)	63
4.3. ა) ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება	64
4.3. ბ) ანუიტეტის მომავალი ღირებულება	68
4.4. ა) პერიოდული გადასახდელების განსაზღვრა	69
4.4. ბ) სესხის ამორტიზაცია	69
4.5. დაჩქარებული ანუიტეტის ღირებულების განსაზღვრა	71
4.6. ფულის ნაკადის რეალური მიმდინარე ღირებულება	72
რ ე ზ ი უ მ ე	75
კითხვები განმეორებისათვის:	76
ამოცანები თვითშეფასებისათვის	76
ტესტები თვითშეფასებისათვის	76
ლ ი ტ ე რ ა ტ უ რ ა	78
თავი მესამე – ობლიგაციის ტიპები და მათი შეფასება	79
5.1. ობლიგაცია – გრძელვადიანი სავალო ინსტრუმენტი, ვინ უშვებს მას?	79
5.2. ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება, საკუპონე გადასახდელი, საკუპონე განაკვეთი	80
5.3. ობლიგაციების დაფარვის ვადა	82
5.4. დაფარვის ფონდი	83
5.5. ობლიგაციების სხვა თვისებები	84
5.6. კორპორაციების ობლიგაციები	84

5.7. ობლიგაციების შეფასება	86
5.7 ა) წმინდა დისკონტური ობლიგაცია.....	86
5.7. ბ) კუპონური ობლიგაციები.....	87
5.8. ობლიგაციის ღირებულების ცვლილება დროში	89
5.9. საობლიგაციო რისკი, ობლიგაციის ვადები და სესხის ღირებულება	91
რ ე ზ ი უ მ ე	92
კითხვები განმეორებისათვის	93
ამოცანები თვითშეფასებისათვის	93
ტესტები თვითშეფასებისათვის	94
ლ ი ტ ე რ ა ტ უ რ ა	95
 თავი მეექვსე – აქციის ტიპები და მათი შეფასება	96
6.1. პრივილიგირებული აქციები.....	96
6.2. პრივილიგირებული აქციებით დაფინანსების უპირატესობა და ნაკლოვანებები	97
6.3. პრივილიგირებული აქციების ღირებულების განსაზღვრა	98
6.4. ჩვეულებრივი აქციები	99
6.5. ჩვეულებრივი აქციების ფლობის სარგებელი და ხარჯები.....	99
6.6. როგორ შევაფასოთ ჩვეულებრივი აქციების ღირებულება	102
6.7. დივიდენდების გრძელვადიანი ზრდის ტემპის მეთოდების გამოყენებით აქციების შეფასება	106
6.8. მუდმივად მზარდი ფორმულასთან დაკავშირებით რამდენიმე გაფრთხილება.....	110
6.8. რა კავშირი არსებობს ერთ აქციაზე აქციის ფასსა და მოგებას შორის?.....	113
6.9. პირობითი კომპანიისთვის PVGO -ს გამოთვლა	115
6.10. რას ნიშნავს კოეფიციენტი ფასი/მოგება?.....	117
რ ე ზ ი უ მ ე	119
საკონტროლო კითხვები	121
ამოცანები თვითშეფასებისათვის	121
ტესტები თვითშეფასებისათვის	122
ლ ი ტ ე რ ა ტ უ რ ა	123
 თავი მეშვიდე – დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდით ბიზნესის ღირებულების შეფასება	124
7.1. კონტრაქტორული საწარმოს ღირებულების შეფასება.....	124
7.2. შეფასების პორიზონტი	126
7.3. გახანგრძლივებული ღირებულების შეფასება.....	127
7.4. გახანგრძლივებული ღირებულების შეფასება ფ/მ კოეფიციენტის საფუძველზე.....	129
7.5. გახანგრძლივებული ღირებულება – საბაზრო/საბაღანსო ღირებულების კოეფიციენტის საფუძველზე.....	129
7.6. რეალობაზე შემდგომი შემოწმება	130
7.7. რა ღირს ერთ აქციაზე გაანგარიშებით კონტრაქტორული საწარმო?	132
რ ე ზ ი უ მ ე	135
საკონტროლო კითხვები	136
ამოცანები თვითშეფასებისათვის	136

ტესტები თვითშეფასებისათვის.....	137
ლიტერატურა.....	139
თავი მერვე – საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღება და კაპაბანდების ბიუჯეტირება.....	140
8.1. ინვესტიცია და საინვესტიციო გადაწყვეტილება.....	140
8.2. ღირებულების შექმნის გასავალ – შემოსავლის პრინციპი.....	142
8.3. წმინდა მიმდინარე ღირებულების მეთოდი.....	143
8.4. შემოსავლიანობის შიდა ნორმა.....	145
8.4.1. ურთიერთ გამომრიცხავი პროექტები.....	148
8.5. უკუგების პერიოდი.....	149
8.6. მომგებიანობის ინდექსი.....	152
8.7. ფულადი ნაკადების კლასიფიკაცია.....	153
8.7.1. საინვესტიციო ხარჯები.....	154
8.7.2. ნახარდი ფულის ნაკადი.....	156
რეზიუმე.....	159
საკონტროლო კითხვები.....	161
ტესტები თვითშეფასებისათვის.....	162
ლიტერატურა.....	164
თავი მესამე – კორპორაციის საქმიანობის ფინანსური ანალიზის მეთოდოლოგიური საფუძვლები.....	165
9.1. ფინანსური ანგარიშგების დანიშნულება და ფორმის საქმიანობის ძირითადი ტიპები.....	165
9.1.1. ბუღალტრული ბალანსი.....	167
9.1.2. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება.....	172
9.2.3. ფინანსური აღრიცხვის ხელოვნება და ფულადი სახსრების მართვა.....	177
9.3. ფულადი სახსრების მართვა.....	179
9.3.1. ფულადი საშუალებების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება.....	181
9.4. ფინანსური ანალიზის მეთოდები.....	186
9.4.1. ფინანსური ანალიზის პროცენტული მეთოდი.....	187
9.4.1. ფინანსური ანალიზის ფარდობითი მეთოდი.....	189
9.4.2. ა) ლიკვიდურობის კოეფიციენტი.....	189
9.4.2. ბ) მომგებიანობის კოეფიციენტი –.....	191
9.4.2. გ) ფინანსური ბერკეტები (ნახესხები საშუალებების გამოყენების კოეფიციენტები).....	192
9.4.2. დ) ბრუნვაულობის კოეფიციენტი.....	194
9.4.3. ფარდობითი ანალიზის ნაკლოვანებები.....	197
რეზიუმე.....	199
საკონტროლო კითხვები.....	201
ამოცანები თვითშეფასებისათვის.....	202
ტესტები თვითშეფასებისათვის.....	202
ლიტერატურა.....	204
Резюме.....	205
Summary.....	206

წ ი ნ ა ს ი ტ ყ ვ ა ო ბ ა

„კორპორაციული ფინანსები“, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, პირველი ნაწილი ძირითადი სპეციალობის სავალდებულო დისციპლინას წარმოადგენს და ავტორის მიერ ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტში და ილიას სახელმწიფო უნივერსიტეტში იკითხება. შესაბამისად წიგნს სააუდიტორო აპრობაცია გავლილი აქვს.

წიგნი დაიწერა სტუდენტებისათვის, რომლებიც ფინანსურ მენეჯმენტს სწავლობენ. მასში კორპორაციული ფინანსების თეორიული და პრაქტიკული საკითხები ურთიერთკავშირში განიხილება. ამასთან მნიშვნელოვანი ფინანსური კოეფიციენტები აღსაქმელად მარტივად და გარკვეულად არის წარმოდგენილი. ყოველ თავში საკითხები თანმიმდევრულად და სისტემურად არის გაშუქებული, მნიშვნელოვანი დებულებები კი გაშუქებული შრიფტით არის გამოყოფილი.

სალექციო კურსით წარმოდგენილი მასალა ერთმანეთთან ლოგიკურად ურთიერთდაკავშირებული თავებისაგან შედგება. ყოველი თავი იწყება მოკლე ანოტაციით და სრულდება რეზიუმით. ყოველი თავის ბოლოს მოცემულია საკონტროლო კითხვები, ამოცანები და ტესტები თვითშეფასებისათვის. მათზე პასუხის გაცემის გასაღები შესაბამის თავში უნდა მოეძებნოთ.

წიგნი ცხრა თავისაგან შედგება და ფინანსური მენეჯმენტის დაუფლების საფუძველს წარმოადგენს. ყოველი თავი, მომდევნო თავის ათვისების აუცილებელ პირობას წარმოადგენს. ფინანსები პირველი თავში, „კორპორაციული ფინანსები და საქმიანი გარემო“, და შემდეგ უკვე ყველა მომდევნო თავებში აქციონერების სიმდიდრის მაქსიმიზაციის თვალსაზრისით არის განხილული.

გადასახადები, ბიზნეს გადაწყვეტილებების უმეტესობაზე ახდენს მნიშვნელოვან გავლენას. შესაბამისად მეორე თავის „ბიზნესის საგადასახადო გარემო და საგადასახდო ბაზის რეულირების“ შესწავლა, მომდევნო თავებში, სპეციალური ფინანსური გადაწყვეტილებების განვიხილაში დაგეხმარებათ. სალექციო კურსის მესამე და მეოთხე თავში ფულის ღირებულება დროში მეთოდურად არის განხილული. რაც თავის მხრივ მრავალი ფინანსური გადაწყვეტილების მამოძრავებელ ძალას წარმოადგენს.

შემდეგ თავებში ობლიგაციების, აქციების, მთლიანად ბიზნესის (საწარმოს) და საინვესტიციო პროექტების ღირებულების შეფასების მეთოდი და მეთოდოლოგია დროში ფულის ღირებულების პრინციპს ითვალისწინებს. კურსის ბოლო მეცხრე

თავში ფინანსური ანგარიშგების ფინანსური ანალიზის მეთოდოლოგიური საფუძვლები შეისწავლება, რაც კომპანიის მიმდინარე მდგომარეობის შეფასებისთვის არის აუცილებელი.

წიგნის მეორე ნაწილი მომზადების პროცესშია და სააუდიტორო აპრობაციის გავლის შემდეგ გამოიცემა. წიგნი განკუთვნილია სტუდენტებისათვის. იმავდროულად იგი გამოადგება მენეჯერებს, პროფესორ-მასწავლებლებს და იმათაც ვისაც საკუთარი საქმის წამოწყება სურთ.

ნაშრომი ნაკლოვანებებისაგან არ არის დაზღვეული. ამიტომ ავტორი მადლიერების გრძნობით მიიღებს ყველა ობიექტურ შენიშვნებს და რჩევებს. (მოგვწერეთ: lilygvenetadze@mail.ru).

თავი პირველი

კორპორაციის ფინანსები და საქმიანი ბარემო

პირველ თავში განიხილება: კორპორაციის ფინანსები მისი კავშირი საფინანსო ბაზართან, რეალური და ფინანსური აქტივი; რეალური და ფინანსური ბაზრები; ფინანსების, როგორც დისციპლინის შემადგენელი ნაწილები: ფინანსური მენეჯმენტი, ფინანსური ბაზრები და ინვესტიციები; ფინანსური ღირებულების შექმნა და მისი მთავარი დეტერმინანტები: დრო, რისკი და ფულის ნაკადი. ფინანსური მენეჯერის როლი და მოვალეობები; ფირმის დაფინანსების ძირითადი წყაროები. მსოფლიოში გავრცელებული სამეწარმეო საქმიანობის ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმები: ინდუსტრიული, ამხანაგობა (პარტნიორობა), შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება და სააქციო საზოგადოება (კორპორაცია), მათი დადებითი მხარეები და ნაკლოვანებები.

1.1. თანამედროვე ფინანსები

თანამედროვე ფინანსები, სხვა დისციპლინებისაგან მაგალითად მათემატიკა, ქიმია და ა.შ. განსხვავებით, ახალ დისციპლინას მიეკუთვნება. ფინანსები, როგორც ცალკე დისციპლინა (მეცნიერების დამოუკიდებელი დარგი) ეკონომიკას გასული საუკუნის 50-იან წლებში გამოეყო და ის უპირატესად ფინანსური ბაზრის საქმიანობას უკავშირდება. ბაზარი ძირითადად ორი სახისა; ეს არის ფინანსური ბაზარი და რეალური საქონლის ბაზარი.

აქტივი ქონებას ნიშნავს, რომელსაც შეიძლება ქონდეს როგორც რეალური სახე (მაგალითად შენობები, ოქრო ან მარცვლეული), ისე ფინანსური სახე (მაგალითად აქციები, ობლიგაციები და სხვა სახის ფასიანი ქაღალდები). შესაბამისად არსებობს რეალური აქტივი და ფინანსური აქტივი (ფიქტიური აქტივი) და რეალური ბაზარი და ფინანსური ბაზარი.

ფინანსური აქტივი არის საქონელი, რომელიც მომავალში ნაღდი ფულის მიღების სახით ეკონომიკურ სარგებელს გვპირდება. ასეთია მაგალითად: აქციები, ობლიგაციები და ა.შ. ფინანსური ბაზარი არის ბაზარი სადაც მიმდინარეობს ფინანსურ აქტივებთან დაკავშირებული ოპერაციები, კომერციული გარიგება. მაგალითად აქცია წარმოადგენს ფინანსურ აქტივს, რომელიც ერთის მხრივ უზრუნველყოფს საწარმოს წილობრივ მფლობელობას, ხოლო მეორეს მხრივ მის მფლობელს აძლევს უფლებას, ემიტენტ საწარმოსაგან პერიოდულად დივიდენდის სახით, მიიღოს შემოსავალი. ფინანსური ბაზრის ერთ-ერთი მაგალითია საფონდო ბაზარი, სადაც ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული ოპერაციები ხორციელდება.

ფინანსური ბაზრები ორი სახისაა კერძოდ: ფულისა და კაპიტალის ბაზარი.

ფულის ბაზარი მოიცავს (ერთ წლამდე ვადით) მოკლევადიან სამთავრობო და კორპორაციულ დებიტორული ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვას. რაც შეეხება კაპიტალის ბაზარს აქ გრძელვადიანი (ერთ წელზე მეტი ვადით) სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციები მიმდინარეობს.

ფინანსური ბაზარი შეიძლება განვიხილოთ, როგორც ფულადი დანაზოგებისა და (რეალურ აქტივებში) ინვესტიციების სხვადასხვა არხებით დაკავშირების რთული პროცესი. ეკონომიკაში დანაზოგებისა და ინვესტიციების კოორდინირება ფინანსური ბაზრის საშუალებით ხდება. ფულადი საშუალებების ნაკადის გადა-ნაცვლება დანაზოგების სექტორიდან ინვესტიციების სექტორისაკენ ფინანსური ინსტიტუტების მეშვეობით ხდება. ფინანსური საშუალებების დინებას აძლიერებენ ისეთი ფინანსური ინსტიტუტები, როგორიცაა ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრები, ფინანსური შუამავლები და ფინანსური ბროკერები. ფინანსურ ბროკერებს წარმოადგენენ საინვესტიციო ბანკები და იპოთეკური ბანკები. ფინანსურ შუამავლებს მიეკუთვნება: კომერციული ბანკები, დანაზოგების ინსტიტუტები, სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო ფონდები, ფინანსური კომპანიები და ზიარი ფონდები.

ფულისა და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი არის როგორც პირველადი ისე მეორედი. პირველადი ბაზარი ახლად გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების ბაზარია, ხოლო მეორად ბაზარზე ხდება არსებული ფასიანი ქაღალდების ყიდვა და გადაყიდვა. უნდა აღინიშნოს ის, რომ ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარსა და საინვესტიციო სექტორს შორის პირდაპირი კავშირი არ არსებობს, რამდენადაც ფასიანი ქაღალდები, რომელიც მეორად ბაზარზე იყიდება პირველად ემიტენტს ახალ ფინანსურ საშუალებას არ აწვდის.

ფინანსები მჭიდროდაა დაკავშირებული სხვა დისციპლინებთან. ამასთან განსაკუთრებით უნდა აღინიშნოს „ბუღალტრული აღრიცხვა“ და „ეკონომიკა“. ეკონომიკა შეისწავლის შეზღუდული რესურსების განაწილების საერთო პრობლემებს, ფინანსები კი მხოლოდ ფინანსური რესურსების განაწილებასთანაა დაკავშირებული. სწორედ ამიტომ არის ის ეკონომიკური დისციპლინის განსაკუთრებული სახე. რაც შეეხება ბუღალტრულ აღრიცხვას, ფინანსურ მენეჯერს გადაწყვეტილების მისაღებად საწარმოს აღრიცხვის მონაცემები ესაჭიროება. შესაბამისად მან უნდა შეძლოს ისარგებლოს საწარმოს ბუღალტრული აღრიცხვის ანგარიშგებებით.

12. კორპორაციის ფინანსები

კორპორაციის ფინანსები ექსპერტთა თვალსაზრისით, არის დისციპლინა, რომელიც სამი ნაწილისაგან შედგება, კერძოდ: „ფინანსური მენეჯმენტი“, „საფინანსო ბაზარი“ და „ინვესტიციები“.¹

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М. 2001., Глава 1. с.11.

ფინანსური მენეჯმენტი ფინანსების მართვას გულისხმობს. მართვის პროცესული მიდგომის კონცეფციის მიხედვით ფინანსების მართვა, შეიძლება განვიხილოთ როგორც პროცესი, რომელიც შედგება ოთხი ისეთი ურთიერთდაკავშირებული და ურთიერთდამოკიდებული ფუნქციებისაგან როგორცაა: ფინანსების **დაგეგმვა, ორგანიზაცია, მოტივაცია (საფინანსო გეგმის შესრულების სტიმულირება), და საფინანსო კონტროლი**. თავის მხრივ ფინანსების მართვა ხორციელდება საფინანსო პოლიტიკის შემუშავებით და ცხოვრებაში მისი პრაქტიკული რეალიზაციით.

ტიპიურ კორპორაციებში ფინანსური მენეჯერი ფინანსურ ბაზარზე იძენს ფულად საშუალებას და ახდენს მის ინვესტირებას. ასე მაგალითად სამშენებლო კომპანიის ფინანსურ მენეჯერს შეუძლია ბუღლოზერის შესაძენად ფული ისესხოს. თავის მხრივ ფულის სესხება საფინანსო ბაზარზე გარიგების ერთ-ერთ სახეს წარმოადგენს, ხოლო ბუღლოზერის შეძენა საინვესტიციო საქმიანობაა. ფინანსურ ორგანიზაციების (კომერციული ბანკების) ფინანსური მენეჯერი, საფინანსო ბაზარზე, იძენს საშუალებებს იმ მიზნით, რომ განახორციელოს ფინანსურ აქტივებში დაბანდება. შესაბამისად კომერციული ბანკის ფინანსური მენეჯერი დეპოზიტის მიღებასთან დაკავშირებით იღებს გადაწყვეტილებას, ხოლო შემდეგ ხდება ამ მოზიდული სახსრების გასესხება. ასევე კლიენტი, რომელსაც ბინის ყიდვა სურს, მიდის ბანკში სესხის მისაღებად. აქაც საქმე გვაქვს საფინანსო ბაზართან, ხოლო ბინის ყიდვა კლიენტისთვის საინვესტიციო საქმიანობაა.

ამგვარად ფინანსების შემადგენელი ნაწილები ერთმანეთს ავსებენ და შემოსავლების განაწილება-გადანაწილების პროცესში აქტიურად მონაწილეობენ. ფინანსური მენეჯერი ერთდროულად თანამშრომლობს, როგორც ბანკებთან ისე მას შეუძლია თავისი კომპანიის ფასიანი ქაღალდები გაიტანოს საფონდო ბაზარზე. ამასთან ის უნდა ცდილობდეს მისი ფასიანი ქაღალდები ინვესტორისათვის მიმზიდველი გახადოს. ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე ფინანსების, როგორც დისციპლინის ერთ-ერთი ნაწილის შესწავლა მოითხოვს მისი დანარჩენი ნაწილების შესწავლასაც.

1.3. ფინანსური მენეჯერის მოვალეობები

ფინანსური მენეჯერი ფირმასა და ფინანსურ ბაზარს (ან კაპიტალის ბაზარს) შორის შუამავალს წარმოადგენს, სადაც ინვესტორები ფირმის მიერ გამოშვებულ ფინანსურ აქტივებს იძენენ. ხშირ შემთხვევაში ფინანსურ ბაზარს და კაპიტალის ბაზარს როგორც სინონიმებს ისე იყენებენ. ამასთან კაპიტალის ბაზარი გრძელვადიანი დაფინანსების წყაროს წარმოადგენს, ხოლო ფულის ბაზრის მეშვეობით მოკლევადიანი დაფინანსება ხდება (მოკლევადიანი იგულისხმება წელიწადზე ნაკლები პერიოდი). ჩვენს მიერ დაფინანსების ნებისმიერი წყაროსთან მიმართებაში ფინანსური ბაზარი იქნება გამოყენებული.

ფინანსები ზოგადად ფულადი ურთიერთობაა, რომელიც ფულადი ნაკადების მართვას გულისხმობს. კორპორაციის საოპერაციო, საინვესტიციო და საფინანსო საქმიანობა წარმოქმნის ფულად ნაკადს. ასე მაგალითად, ფულადი ნაკადი მაშინ წარმოიქმნება, როდესაც ფირმა ფასიან ქაღალდებს ფულადი სახსრების მოზიდვის მიზნით უშვებს. ფირმა ფულს მისი საქმიანობაში გამოსაყენებელი რეალური აქტივის შესაძენად იყენებს. იმ შემთხვევაში თუ კი ფირმის საქმიანობა წარმატებული იქნება, რეალური აქტივი წარმოშობის დიდ ფულის ნაკადს, რომლითაც ხდება საწყისი საინვესტიციო ხარჯების დაფარვა. და ბოლოს ფულადი საშუალებები ან რეინვესტირდება ან უბრუნდება იმ ინვესტორებს, რომლებმაც შეიძინეს ფირმის პირველადი ემისიის ფასიანი ქაღალდები.

ფინანსური მენეჯერის მთავარ ამოცანას წარმოადგენს ფირმის საქმიანობის ფინანსური მხარე, მისი ფინანსური რესურსების მართვა. ჩვეულებრივ ფირმებში ფინანსურ ქვეგანყოფილებას ხელმძღვანელობს მთავარი ფინანსური მენეჯერი რომელიც შეიძლება იყოს ვიცე პრეზიდენტი ფინანსების დარგში. რა მოვალეობები ეკისრება ფინანსურ მენეჯერს და როდის შეიძლება ჩაითვალოს ფინანსური მენეჯერის საქმიანობა წარმატებულად?

ნებისმიერი სახის ბიზნესის დაწყება მოითხოვს საინვესტიციო გადაწყვეტილებების განსაზღვრას. კერძოდ ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა განსაზღვროს სად და რა თანხა უნდა იქნეს დაბანდებული ბიზნესის ასამუშავებლად. მას შემდეგ როდესაც მოხდება ინვესტიციების იდენტიფიცირება დღის წესრიგში დგება საინვესტიციო გადაწყვეტილებისათვის დაფიანსების წყაროს გამოძებნა. ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა განიხილოს და შეაფასოს ყველა შესაძლო ალტერნატივა და გააკეთოს ოპტიმალური არჩევანი.

არსებული და მოძიებული სახსრებით, ბიზნესის დაწყების შემდეგ, ხდება შემოსავლის მიღება, ფულადი ნაკადების გამომუშავება. ამჯერად დღის წესრიგში დგება ახალი საკითხი – კერძოდ როგორ მოხდეს ამოღებული ფულის გადანაწილება. კერძოდ, დაიფაროს სესხი და მფლობელებზე განაწილდეს მოგება თუ მოხდეს მოგების რეინვესტირება. ნებისმიერ შემთხვევაში ფირმამ უწინარეს ყოვლისა უნდა დააკმაყოფილოს მის წინაშე მდგომი ვალდებულებები და შემდეგ მიიღოს ისეთი გადაწყვეტილება, რომელიც ფირმის მთავარი მიზნის მიღწევას უზრუნველყოფს.

საერთოდ როგორც წესი ფინანსური მენეჯერის ძირითად მოვალეობებს მიეკუთვნება:

- საინვესტიციო გეგმის შემუშავება, კაპიტალური დანახარჯების ბიუჯეტის ოპტიმალური ვარიანტის შედგენა;
- ფირმის ფინანსური სტრუქტურისა და ფულადი საშუალებებზე მოთხოვნის განსაზღვრა;

- დაფინანსების ალტერნატიული წყაროების გამოვლენა და შეაფასება;
- შერჩეული წყაროს მიხედვით, ფინანსური რესურსების პრაქტიკული მიღება;
- მიღებული ფულადი საშუალებების გამოყენებაზე კონტროლის განახორციელება.

ამგვარად ფინანსურ მენეჯერს ევალება შეიმუშაოს საინვესტიციო წინადადებები, გამოძებნოს დაფინანსების წყაროები, შეაფასოს თითოეული მათგანი და მხოლოდ ამის შემდეგ დაიწყოს დაფინანსება.

14. ფინანსური ღირებულების შექმნა

ფართო გაგებით ფინანსური ღირებულება რამდენიმე ცვლადის მონაწილეობით იქმნება, რომელთა შორის უმნიშვნელოვანესია: **ფულადი საშუალებების ნაკადი, დრო და რისკი**. იმ შემთხვევაში თუ კი ყველა სხვა ცვლადები უცვლელია მაშინ, რაც უფრო ხშირია ფინანსური გადაწყვეტილების შედეგად წარმოქმნილი ფულადი საშუალებების ნაკადი, მით უფრო მეტ ღირებულებას ქმნის ეს გადაწყვეტილება. ანალოგიურად – ფინანსური ღირებულების სიდიდე დამოკიდებულია, როგორც ფულადი საშუალებების შემოდინებისა და გადინების ვადებზე (დროზე), ისე იმ რისკზე, რომელიც ფინანსური ღირებულების მიღებასთან არის დაკავშირებული.

პრაქტიკაში, მიიჩნეულია, რომ ღირებულების შექმნის განმსაზღვრელი ძირითადი ცვლადები, ურთიერთდაკავშირებულია. აღნიშნულის გამო ისინი ღირებულების შექმნისას, ერთობლიობაში უნდა იქნეს განიხილული. აქვე უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ რომელიმე მათგანისათვის უპირატესობის მინიჭებით შესაძლებელია პოტენციურად დიდი ზიანის მიღება. მაგალითად არ შეიძლება ვიფიქროთ, რომ ფინანსური გადაწყვეტილება, მაგალითად დაბანდება, უკეთესი იქნება იმ შემთხვევაში თუ კი მოსალოდნელია ფულადი საშუალებების დიდი ნაკადი. ასეთი მტკიცებულება უსაფუძვლო იქნება ამ დაბანდებასთან დაკავშირებული დროისა და რისკის ფაქტორების გათვალისწინების გარეშე.

15. ფირმის მიზანი

ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე **ფირმის მთავარი მიზანი საკუთარი ღირებულების მაქსიმიზაციაა**.¹ როგორც წესი, აღნიშნულის მისაღწევად შემოსავალი ხარჯებზე მეტი უნდა იყოს. ამასთან ნებისმიერი სტრატეგია, რომელიც მიზნად ისახავს ფირმის ღირებულების შექმნას, უნდა ითვალისწინებდეს სამ ძირითად ცვლადს, კერძოდ **ფულადი საშუალებების ნაკადს, დროსა და რისკს**. ამგვარად ფირმის ამოცანების მიზანშეწონილობის განხილვის პროცესში ეს სამი ძირითადი ცვლადი მხედველობაში უნდა იქნეს მიღებული.

იმისათვის, რომ უფრო ნათლად დავინახოთ ის, რომ საკუთარი ღირებულების მაქსიმიზაცია მართლაც ფირმის მთავარ მიზანია, განვიხილოთ კორპორაციის

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., Глава 1. с. 12

შესაძლო სხვა სამი მიზნებიც. კერძოდ, ფირმის მიზანი შესაძლოა იყოს ან **ფირმის სიდიდის (მასშტაბების) მაქსიმიზაცია ან საბაღანსო მოგების მაქსიმიზაცია ან კიდევ აქციების ღირებულების მაქსიმიზაცია.**

აქვე უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ ფირმებს შეიძლება სხვა მიზნებიც გააჩნდეს, როგორცაა მაგალითად: სოციალური ან საქველმოქმედო და სხვა. ასეთი მიზნები რა თქმა უნდა მნიშვნელოვანია მაგრამ ისინი ფირმის მთავარ მიზნებად, მთავარ ორიენტირად, არ შეიძლება ჩაითვალოს.

ა) ფირმის სიდიდის მაქსიმიზაცია

აღსანიშნავი ის, რომ ზოგიერთი ფირმა არ შეიძლება ეფექტურად მოქმედებდეს თუ კი ის მცირეა. მაგალითად ფირმას თუ კი ის მცირე ზომისაა არ შეუძლია ნედლეული შეიძინოს მინიმალურ ფასებში. ასევე საგნებით ლოგიკურია ისიც, რომ თუ კი ფირმა ძალზე დიდია იქ შესაძლოა შეიქმნას ეფექტური მართვისთვის პრობლემები. რაც დაკავშირებულია იმასთან რომ მენეჯერები ასეთ შემთხვევაში დროულად ვერ მიიღებენ გადაწყვეტილების მისაღებად საჭირო ინფორმაციას. ასევე ფირმა, რომელიც ძალზე სწრაფად იზრდება შეიძლება ამ ზრდის მსხვერპლი გახდეს, რამდენადაც ითვლება, რომ სწრაფი ზრდა მაღალი რისკით ხასიათდება. ფირმის სიდიდის მაქსიმიზაცია, როგორც მიზანი, შინაგანადაა დაკავშირებული ფირმის ფულადი საშუალებების ნაკადის მაქსიმიზაციასთან და ღირებულების შექმნის შემადგენელ ნაწილს წარმოადგენს. ამასთან აქვე უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ ხსენებული მიზანი არ ითვალისწინებს არც რისკს და არც დროის ფაქტორს. აღნიშნულიდან გამომდინარე ფირმის სიდიდის მაქსიმიზაცია არ შეიძლება ფირმის მთავარ მიზნად იქნეს მიჩნეული.

ბ) საბუღალტრო მოგების მაქსიმიზაცია

ბუღალტრული მოგება, საბუღალტრო აღრიცხვის წესების თანახმად, ფირმის „მოგება-ზარალის“ ანგარიშგებაში აისახება და ის ყოველთვის არ შეიძლება მივიჩნიოთ ფირმის საქმიანობის და მისი ღირებულების შექმნის მთავარ ეკონომიკურ მაჩვენებელად. ასე მაგალითად მართალია ბუღალტრული მოგება არის ფირმის ღირებულების შექმნის ერთ-ერთი მთავარი წყარო, მაგრამ ეს იგივე არ არის რაც ფულადი საშუალებების ნაკადი. ხშირ შემთხვევაში, როდესაც ფირმა ბუღალტრულ ზარალს უჩვენებს, მას მაღალი ამორტიზაციის გამო შეიძლება გააჩნდეს დადებითი ფულადი საშუალებების ნაკადი, რამდენადაც ამორტიზაცია მოგებას ამცირებს იმ შემთხვევაშიც კი თუ ფულადი საშუალებების პირდაპირი ხარჯები არ არსებობს.

ბუღალტრული მოგებისაგან განსხვავებით (ფირმის მოგების განსაზღვრა გარკვეული წესების დაცვას ექვემდებარება) **ფულადი საშუალებების ნაკადი ეს არის ფაქტიურად მიღებული და გადახდილი ფულადი საშუალებები.** ფინანსური მენეჯერი უპირატესად დაინტერესებულია ფულადი საშუალებების ნაკადით და

არა მოგებით, რამდენადაც ფულადი საშუალებები მას სჭირდება იმისათვის, რომ გადაიხადოს დივიდენდები, გაისტუმროს: სესხის პროცენტი, ნედლეულის მიმწოდებლები, მომსახურეთა ხელფასი და ა.შ.

ბუღალტრული მოგება, საანგარიშგებო პერიოდში, ფირმის საქმიანობის განმაზოგადოებელ ფინანსურ შედეგს წარმოადგენს, და მისი გონოვრული ოდენობით მიღება ფირმის არსებობისა და ფუნქციონირებისათვის აუცილებელია. ამასთან მოგება ან ზარალის ანგარიშგების შედგენა, ჩვეულებრივ, კვარტალისა და საანგარიშგებო წლის ბოლოს ხდება. მოგება, განსახილველ პერიოდში, წარმოიქმნება შემოსავლებისა და ხარჯების შეპირისპირებით. ფულადი საშუალებების ნაკადი კი გვიჩვენებს ფირმების საქმიანობის პროცესში ფულადი საშუალებების მოზიდვასა და გამოყენებას. ამგვარად ბუღალტრული მოგების მაქსიმიზაცია არ შეიძლება ფირმის მთავარი მიზანად იქნეს მიჩნეული, რამდენადაც ბუღალტრული მოგების განმსაზღვრელ ერთ-ერთ მთავარ ცვლადს ფულადი საშუალებების ნაკადი არ წარმოადგენს.

ბუღალტრული მოგების მაქსიმიზაცია არ ითვალისწინებს ღირებულების შექმნის დროით ფაქტორსაც. ასე მაგალითად ფირმამ გარკვეული ოპერაციების გატარებით, დროის მოკლე პერიოდში, შეიძლება მაქსიმალური ბუღალტრული მოგება მიიღოს, ხოლო პერსპექტივაში ამავე მიზეზით დიდი ზარალი ნახოს. ასე მაგალითად მიმდინარე წელს ფირმას თავის აქტივების რეალიზაციით შეუძლია მნიშვნელოვნად გაზარდოს წმინდა მოგება, ამასთან აღნიშნულის შედეგად მომავალ წელს მას უკვე აღარ ექნება რესურსები დამატებითი შემოსავლების გამოსამუშავებლად. ფარმაცეპტიული ფირმები ჩვეულებრივ მნიშვნელოვან სახსრებს ხარჯავენ ახალი წამლის მიღებაზე, ამით შესაძლებელია, წლის ბოლოს სამეცნიერო კვლევითი ხარჯები შემცირდეს, ხოლო ბუღალტრული მოგება იოლად გაიზარდოს. რაც ძირითადად განპირობებული იქნება იმით, რომ ასეთი ხარჯები ჩვეულებრივ ზრდის გაყიდვის მოცულობას მომავალში და არა მიმდინარე დროში. შესაბამისად აღნიშნული ფირმები იგებენ დღეს, რომ დაკარგონ მომავალში. მსგავსი შემთხვევები მენეჯერმა აუცილებლად უნდა გაითვალისწინოს.

ბუღალტრული მოგების მაქსიმიზაცია ასევე არ ითვალისწინებს რისკის ფაქტორსაც. მენეჯერს თითქმის ყოველთვის სხვადასხვა განსხვავებული რისკის მქონე პროექტებთან აქვს შეხება. უმეტეს შემთხვევაში პროექტი, რომლის რეალიზების შედეგად მოსალოდნელია მაქსიმალური მოგების მიღება, მაღალი რისკს ატარებს. რამდენადაც მაღალი მოგება მაღალ რისკთანაა დაკავშირებული. შესაბამისად თუ კი გვსურს მაქსიმალური მოგებით მხარი დაუჭიროთ პროექტს, ამით ყველაზე მაღალი რისკის მქონე პროექტს დაუჭერთ მხარს. ასევე ცნობილია, რომ მაღალი რისკი ფირმის ღირებულებას ამცირებს. აღნიშნულის გამო ბუღალტრული მოგების მაქსიმიზაციის სტრატეგიის მნიშვნელოვან ნაკლს სწორედ რისკის ფაქტორი წარმოადგენს.

ბ) აქციების ღირებულების მაქსიმიზაცია

მესამე შესაძლო მიზანი ფირმისა შეიძლება იყოს აქციების ღირებულების მაქსიმიზაცია, რომელიც ითვალისწინებს ღირებულების შექმნასთან დაკავშირებულ ყველა ძირითად ცვლადებს. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ კორპორაცია უნდა იმართებოდეს ისე, რომ ის ითვალისწინებდეს სააქციო კაპიტალის მაქსიმიზაციას, რაც ასევე ნიშნავს სააქციო საკუთრების ღირებულების მაქსიმიზაციას.

როგორც პრაქტიკა გვიჩვენებს ინვესტორები მთავარ ყურადღებას აქცევენ ფირმის მიერ შექმნილ ფულად საშუალებას. თუ კი ისინი ფიქრობენ, რომ ფირმას თავისი საქმიანობით შეუძლია მომავალში შექმნას ფულადი საშუალების ნაკადი, მაშინ ეს გაზრდის მოთხოვნას ფირმის აქციებზე და შესაბამისად აქციების ღირებულებაც იზრდება. გარდა ამისა თუ კი ფულადი საშუალებების მიღება შესაძლებელია დროის მოკლე პერიოდში ესეც ასევე ზრდის აქციის ღირებულებას, რამდენადაც ფულის ღირებულება დროში იცვლება და დღეს ფული უფრო ძვირია ვიდრე ხვალ.

აქციები ლიკვიდური ფინანსური აქტივია, რომელიც შეიძლება დროის მოკლე პერიოდში ფულზე გაიყვალოს. ამგვარად აქციების ღირებულების მაქსიმიზაცია, როგორც მიზანი ითვალისწინებს ღირებულების შექმნის დროით ფაქტორს. ბოლოს იმ შემთხვევაში თუ კი ინვესტორები ფიქრობენ, რომ ფირმის პოლიტიკა ზედმეტად სარისკოა და მათ შესაძლო მოლოდინს არ შეესაბამება, მაშინ იწყებენ აქციების გაყიდვას, რაც აქციის ღირებულების შემცირებას გამოიწვევს. მაშასადამე აქ რისკის ფაქტორიც გაითვალისწინება.

აღნიშნულია გამომდინარე ფირმის სააქციო საკუთრებისა და შესაბამისად აქციების ღირებულების მაქსიმიზაცია წარმოადგენს ფირმის მთავარ მიზანს, რამდენადაც ის ითვალისწინებს ფინანსური ღირებულების შექმნის ყველა ფაქტორს: ფულადი საშუალებების ნაკადს, დროსა და რისკს.

აღსანიშნავია ისიც, რომ ფირმის მთავარი მიზნის – საკუთარი ღირებულების მაქსიმიზაციის – მისაღწევად საჭიროა:

- ფირმის საფინანსო-ეკონომიკური მდგომარეობის სისტემური ანალიზი;
- წარმოებისა და რეალიზაციის მოცულობის ზრდის შედეგად ფირმის შემოსავლების (მოგების) გონივრულ ოდენობით ზრდა;
- ხარჯების მართვით ფირმის ხარჯების მინიმიზაცია;
- სააღრიცხვო პოლიტიკის შემუშავება, სრულყოფა და ცვლილება;
- საკრედიტო პოლიტიკის განსაზღვრა;
- საბრუნავი საშუალებების, მათ შორის კრედიტორული და დებიტორული დავალიანებების, მართვა.
- საწარმოს სადივიდენდო პოლიტიკის განსაზღვრა
- კონკურენციის პირობებში ფირმის გადარჩენა.

1.6. ფირმის ფინანსური სახსრების ძირითადი წყაროები

ფირმებს, მიუხედავად მათი ორგანიზაციულ-სამართლებრივი ფორმისა, თავიანთი მიზნებისა და ამოცანების შესასრულებლად ესაჭიროებათ ფინანსური სახსრები. ბიზნესის დაწყება და მისი წარმატებული ფუნქციონირება საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებასთან არის დაკავშირებული, რაც თვის მხრივ დაფინანსებას, ფინანსური სახსრების წყაროს გამოძებნას მოითხოვს. განვიხილოთ ყველა ის საშუალება, საიდანაც ფირმებში შეიძლება მოხდეს ფინანსური სახსრების შემოსვლა.

არსებობს ფინანსური სახსრების საკუთარი და მოზიდული წყარო. ფინანსური სახსრების საკუთარ წყაროს მიეკუთვნება:

- დამფუძნებელთა კაპიტალი, რომელიც წარმოადგენს ფირმის შექმნის დროს ან მის შემდეგ, დამფუძნებელთა მიერ ფირმაში ჩადებულ პირად სახსრებს.
- გაუნაწილებელი მოგება წარმოადგენს კორპორაციის ფინანსური სახსრების ერთ-ერთ ძირითად და მუდმივ საკუთარ წყაროს;
- მოგების დაგროვების მიზნით ფირმამ შეიძლება შექმნას და მიზნობრივად გამოიყენოს სარეზერვო ფონდი.

პოგნოზულ შემოსავლებსა და პროგნოზულ ხარჯებს შორის სხვაობის დაფარვას დაფინანსება ეწოდება. როდესაც ფინანსური მენეჯერის მიერ შემუშავებული საინვესტიციო წინადადებისათვის საკუთარი ფინანსური სახსრები არ არის საკმარისი, კორპორაცია იწყებს აქციების, ობლიგაციებისა და თამასუქების გამოშვებას, რაც დაფინანსების ერთ-ერთი ყველაზე გავრცელებული მეთოდია და ფირმის დაფინანსების მოზიდულ წყაროს მიეკუთვნება. კორპორაცია უშვებს ახალ ფასიან ქაღალდებს ან ყიდის უკვე არსებულა ფასიან ქაღალდებს სარეზერვო ფონდიდან. თამასუქების გაყიდვით ფირმა იღებს ფულად სახსრებს. ფირმის მიერ ფინანსური სახსრების მოძიების, მისი დაფინანსების, ერთ-ერთ მნიშვნელოვან წყაროს წარმოადგენს ასევე კრედიტი.

ინვესტიცია არის სახელმწიფოს, სხვა იურიდიული ან ფიზიკური პირის მიერ ფირმაში ამა თუ იმ მიზნით ჩადებული ფულადი სახსრები.

1.7. სამეწარმეო საქმიანობის ორგანიზაციულ სამართლებრივი ფორმები

მსოფლიოში სამეწარმეო საქმიანობის ყველაზე უფრო გავრცელებული ფორმებია: ინდივიდუალური პირის საწარმო, ამხანაგობა (პარტნიორობა) და საზოგადოება შპს ან სააქციო/ (კორპორაცია) .

ა) ინდივიდუალური პირის საწარმო

გავრცელებული სამართლებრივი ფორმებიდან ინდივიდუალური პირის საწარმო, რეგისტრაციის თვალსაზრისით, სამეწარმეო საქმიანობის ყველაზე მარტივ

ფორმას წარმოადგენს. ინდივიდუალური მეწარმე საწარმოს მფლობელიცაა და ხელმძღვანელიც.

ინდივიდუალურ მეწარმეს არ ჰქონდა წესდება და უმეტეს სფეროში აუცილებელია მცირე რაოდენობის მარეგულირებელი პირობის დაკმაყოფილება. შესაბამისად სამეწარმეო საქმიანობის ამ ფორმით დაფუძნება ნაკლებად არის ბიუროკრატიულ პროცესებთან დაკავშირებული, ვიდრე სამეწარმეო საქმიანობის სხვა ფორმები. ინდივიდუალურ მეწარმეს შეუძლია მიმართოს ბანკს და გამოიტანოს კრედიტი. იგი პასუხისმგებელია ყველა გაწეულ დანახარჯზე და ასევე ექსკლუზიურად ღებულობს ყველა მოგებას. ინდივიდუალური მეწარმე იხდის მხოლოდ საკუთარ საშემოსავლო გადასახდს. მეწარმეობით მიღებული ყველა შემოსავალი იბეგრება, მხოლოდ როგორც პირადი შემოსავალი.

ინდივიდუალური პირის საწარმოს არსებობის ხანგრძლიობა ორ ფაქტორზეა დამოკიდებული. კერძოდ: ბიზნესის წარმატებაზე და თავად მეწარმის სიცოცხლეზე. თუ ინდივიდუალური მეწარმე გარდაიცვალა საწარმო წყვეტს არსებობას.

ინდივიდუალური პირის საწარმოს, როგორც სამართლებრივ ფორმას აქვს ნაკლი - რაც გამოიხატება იმაში, რომ ის სოლიდარულად პასუხისმგებელია. აღნიშნული ნიშნავს იმას, რომ თუ კი ინდმეწარმე გაკოტრდა ის მთლიანად თავისი ქონებით აგებს პასუხს ბიზნესის მიერ აღებულ ვალდებულებებზე. ამგვარად თუ კი სამეწარმეო საქმიანობის გარკვეულ ეტაპზე ინდმეწარმემ სავალი ვალდებულებები ვერ შეასრულა არ არის გამორიცხული რომ არა მხოლოდ საწარმო, არამედ საკუთარი ქონებაც – პირადი სიმდიდრე, გააყიდონ.

ინდივიდუალური პირის საწარმოს კიდევ ერთ ნაკლს წარმოადგენს ის, რომ მას გააჩნია დაფინანსების შეზღუდული შესაძლებლობა. კერძოდ კრედიტის აღების გარდა მას არ გააჩნია დიდი არჩევანი ისარგებლოს მოზიდული საშუალებებით. მაგალითად ის ვერ გამოუშვებს აქციებს, ან ობლიგაციებს და ძირითადად საკუთარი ქონების იმედზეა. ასე, რომ თუ კი ინდმეწარმემ მოისურვა საკუთარი ბიზნესის გაფართოება მას შეიძლება შეექმნას პრობლემები დამატებითი ფინანსური სახსრების მოზიდვის თვალსაზრისით.

ბ) ამხანაგობა (პარტნიორობა)

ამხანაგობა (პარტნიორობა) ეს არის ორგანიზაცია რომლის შემადგენლობაში შედის ერთი საქმიანობით დაკავებული ორი ან მეტი ადამიანი. თუმცა სამეწარმეო საქმიანობის ეს ფორმა ძირითადად მცირე ბიზნესისთვისაა დამახასიათებელი, არსებობს ამ სამეწარმეო საქმიანობის ამ ფორმის უფრო მსხვილი ორგანიზაციებიც სადაც 100 და მეტი ადამიანია გაერთიანებული.

ამხანაგობაში ყოველი პარტნიორი წარმოადგენს ან მთავარ (გენერალურ) პარტნიორს ან პარტნიორს შეზღუდული პასუხისმგებლობით. ამხანაგობაში სულ ცოტა ერთი პარტნიორი მაინც უნდა იყოს შეზღუდული პასუხისმგებლობის. განსხვავებით გენერალური პარტნიორისაგან, რომელიც სოლიდარულად პასუხისმგებელია ფირმის საქმიანობაზე, შეზღუდული პასუხისმგებლობის პარტნიორი შეზღუდული პასუხისმგებლობით სარგებლობს და ჩვეულებრივ ის არ მონაწილეობს ფირმის მართველობით საქმიანობაში.

ნებისმიერ ამხანაგობაში აუცილებლად უნდა იყოს თუნდაც ერთი მთავარი (გენერალური) პარტნიორი, რომელიც ამხანაგობის საქმიანობაზე სოლიდარულად იქნება პასუხისმგებელი.

ამხანაგობას გააჩნია როგორც უპირატესობა ისე ნაკლოვანებები.

კერძოდ უპირატესობად მიიჩნევა შემდეგი:

- ამხანაგობაში შეიძლება გაერთიანდეს ერთი საქმიანობით დაკავებული რამდენიმე ადამიანის ტალანტი და საშუალება;
- პარტნიორები ხშირად თავიანთი ცოდნითა და სიახლეებით ავსებენ ერთმანეთს, რაც საშუალებას იძლევა უკეთესი შედეგი მიიღონ ვიდრე ამას მარტო შეძლებდნენ;
- პარტნიორების გაერთიანება უკეთეს შედეგს იძლევა ვიდრე ეს დაქირავებული შრომით მიიღება;
- ბანკები და სხვა კრედიტორები დაკრედიტების შემთხვევაში უპირატესობას ინდემწარმესთან შედარებით ამხანაგობას ანიჭებენ;
- ამხანაგობას შეუძლია გაფართოვდეს თუ კი პარტნიორის სტატუსს მიანიჭებს სხვა პირს, ჩვეულებრივ იმ მუშაკს, რომელიც მისთვის მნიშვნელოვანია. **ამგვარად ამხანაგობას გააჩნია ზრდისა და მუშაკთა მოტივაციის მეტი შესაძლებლობა.**
- ამხანაგობას გააჩნია ნაკლოვანებებიც, რაც შემდეგში მდგომარეობს:
- იმ შემთხვევაში თუ კი ერთ-ერთი პარტნიორი გარდაიცვალა ამხანაგობის ლიკვიდაცია ხდება. ეს განსაკუთრებით მტკივნეულია მაშინ როდესაც ამხანაგობა შედგება ორი ადამიანისაგან;
- ხშირად ძნელია ამხანაგობიდან საშუალების გამოტანა;
- საქმეში ჩადებული წილთან დაკავშირებით ხშირად პარტნიორებს შორის წარმოიშობა უთანხმოება.

ბ) შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება (შპს)

შპს, ამხანაგობის მსგავსი სამეწარმეო საქმიანობის სამართლებრივი ფორმაა. მისი დაფუძნება ასევე არ არის დაკავშირებული სირთულეებთან და ძირითად უპირატესობას საქმიანობის სწრაფი დაწყების შესაძლებლობა წარმოადგენს. ამხანაგობებისაგან განსხვავებით შპს-ს წევრები კრედიტორების წინაშე შეზღუ-

დული პასუხიმგებლობით სარგებლობენ. როგორც წესი ეს პასუხისმგებლობა შპს-ს წევრთა წილობრივი მონაწილეობით შემოიფარგლება.

ამხანაგობისაგან განსხვავებით შპს-ს წევრებს შეუძლიათ თავიანთი წილი გაასხვისონ. ბიზნესის სტრატეგიასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილების მიღებისას მხედველობაში მიიღება პარტნიორთა წილობრივი მონაწილეობა.

შპს-ს ძირითადი ნაკლია ფინანსური კაპიტალის მოზიდვის შეზღუდულობა. შპს-ს არ შეუძლია გამოუშვას აქციები და ობლიგაციები. მისი სახსრები ძირითადად შემოიფარგლება პარტნიორთა შენატანებით. აღნიშნულის გამო შპს-სათვის ძნელია ჩამოყალიბდეს დიდ ბიზნესად.

„მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის 44-ე მუხლის მიხედვით **შეზღუდული პასუხიმგებლობის საზოგადოება არის საზოგადოება, რომლის პასუხიმგებლობა მისი კრედიტორის წინაშე შემოიფარგლება მთელი თავისი ქონებით.**

დ) სააქციო საზოგადოება / კორპორაცია

თავიდან, მსოფლიოში დღეს ცნობილი, დიდი ფირმების ორგანიზაციულ სამართლებრივ ფორმას ძირითადად პარტნიორობა წარმოადგენდა. თუმცა დროთა განმავლობაში, დადგა რა დამატებითი სახსრების მოზიდვის აუცილებლობა, პარტნიორები კორპორაციებად გადაიქცნენ.

დიდი ბიზნესის ყველაზე გავრცელებულ ფორმას სააქციო საზოგადოება, კორპორაცია, წარმოადგენს. მეწარმეთა შესახებ საქართველოს კანონის 51.1 მუხლის მიხედვით **სააქციო საზოგადოება არის საზოგადოება, რომლის საწესდებო კაპიტალი დაყოფილია ერთი და იმავე ნომინალური ღირებულების მქონე აქციებად.**

სამეწარმეო საქმიანობის ამ ფორმას გააჩნია შემდეგი ძირითადი დამახასიათებელი ნიშნები:

- კორპორაციები, სამართლებრივად თავისი მფლობელებისაგან დამოუკიდებელ ერთეულს წარმოადგენს. შესაბამისად კორპორაცია და მფლობელები ცალკე იხდიან გადასახადს. რაც პირველ შემთხვევაში წარმოადგენს მოგების გადასახადს, ხოლო მეორე შემთხვევაში საშემოსავლო გადასახადს.
- კორპორაციას, აღებული სესხის მიმართ, შეზღუდული პასუხისმგებლობა გააჩნია. შესაბამისად აქციონერები, მხოლოდ თავიანთი წილის ოდენობით აგებენ პასუხს კორპორაციის ვალეებზე.
- კორპორაციის მფლობელები და კორპორაციის მენეჯერები, როგორც წესი, სხვადსხვა პირებია. მენეჯერები მართავენ კორპორაციას, ხოლო მფლობელები დივიდენდს იღებენ.
- კორპორაციას უფლება აქვს თავად გადაწყვიტოს როგორ განკარგოს საკუთარი მოგება. კერძოდ გაანაწილოს თავის აქციონერებზე დივიდენდის

სახით თუ მოახდინოს მისი რეინვესტიცია, მომავალში უფრო დიდი მოგების მიღების მიზნით.

კორპორაციას რეალურად აქციონერები აკონტროლებენ. ფირმას მართვას დირექტორთა საბჭო, რომელსაც აქციონერთა კრებაზე ირჩევენ. დირექტორთა საბჭოში შედის „შინაგანი“ დირექტორი, რომელიც როგორც წესი კომპანიის მოსამსახურეა და მთავარი მართველის ფუნქციას ასრულებს, ჩვეულებრივ ის არის კომპანიის პრეზიდენტი.

დირექტორთა საბჭოს ასევე ყავს „საგარეო“ დირექტორი და ის თავისი მომსახურებისათვის იღებს საზღაურს. ჩვეულებრივ ამ თანამდებობებზე ინიშნებიან საზოგადოებაში ცნობილი პირები.

დირექტორთა საბჭო ირჩევს ფირმის ხელმძღვანელთა შემადგენლობას, მათ შორის პრეზიდენტს, რომლებიც ფირმის საერთო საქმიანობაზე არიან პასუხისმგებელი. რამდენადაც ხშირად უკმაყოფილო აქციონერები ფირმის საქმიანობასთან დაკავშირებით სასამართლოს მიმართავენ, ისინი შესაბამისად დაზღუდული უნდა იყვნენ.

კორპორაცია, როგორ სამეწარმეო საქმიანობის ერთ-ერთი ფორმა სარგებლობს რიგი უპირატესობებით, რომელთა შორისაც განსაკუთრებით აღსანიშნავია მისი მფლობელთა შეზღუდული პასუხისმგებლობა. აქციონერებმა, კომპანიის გაკოტრების შემთხვევაში შესაძლოა, რაც დააბანდეს ყველაფერი დაკარგონ, მაგრამ არა იმაზე მეტი, რაც ძალზე მნიშვნელოვანია.

მეორე უპირატესობა მდგომარეობს იმაში, რომ კორპორაციას როგორც იურიდიულ პირს შეუძლია განუსაზღვრელი დროით არსებობა. კერძოდ მან შეიძლება იარსებოს ინვესტორების მრავალი თაობის განმავლობაში და მისი არსებობა არ არის დამოკიდებული მისი პარტნიორების გარდაცვალებასთან.

ერთ-ერთი უპირატესობას წარმოადგენს ასევე ის, რომ აქ დაბანდება მარტივია. მსხვილი ფირმების აქციები შეიძლება მიმოქცევაში იყოს საფონდო ბაზარზე. ნებისმიერ აქციონერს შეუძლია გაყიდოს თავისი აქციები და ნებისმიერ ინვესტორს შეუძლია შეისყიდოს ისინი და გახდეს აქციონერი. იმდენად რამდენადაც მფლობელობის გადაცემა მარტივია კორპორაციები შედარებით მარტივად იზიდავენ კაპიტალს.

ინვესტორებს შეუძლიათ მშვიდად შეიძინონ აქციები, რამდენადაც მათი გაყიდვა ყოველთვისაა შესაძლებელი. იმ შემთხვევაში როდესაც ექნებათ სურვილი აქციების გაყიდვისა შეუძლიათ მივიდნენ საფონდო ბირჟაზე და გაყიდონ ისინი. იმის გამო, რომ კორპორაციის ფლობა აქციების მეშვეობით ხდება სააქციო საზოგადოებას,

აქციების საშუალებით, შეუძლია შედარებით იოლად გაფართოვდეს.

კორპორაციას, როგორც სამეწარმეო საქმიანობის სამართლებრივ ფორმას ასევე გააჩნია ნაკლოვანებებიც. კერძოდ:

- კორპორაცია, რომელთა აქციები ფართოდ არის საფონდო ბირჟაზე მიმოქცევაში, ვალდებულია წლის ბოლოს გამოაქვეყნოს მისი წლიური ანგარიში, რომელიც შესაძლოა იყოს საკმაოდ დიდი. აღნიშნული კი ართულებს მის კონფიდენციალობას. მაშინ როდესაც მრავალი ფირმისათვის საინვესტიციო საქმიანობისა და საინვესტიციო გეგმის კონფიდენციალობას შეიძლება დიდი მნიშვნელობა ჰქონდეს, განსაკუთრებით იმათთვის ვინც ახალ პროდუქტების შემუშავებაზე მუშაობენ.
- კორპორაციებში, ინივიდუალურ საწარმოსა და ამხანაგობისგან განსხვავებით, რომლებიც სკუთარ მენეჯმენტს თვითონვე ფლობენ, მუშაკთა მოტივირება გაძნელებულია.
- ორგანიზაციის ამ ფორმის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ნაკლოვანებად ასევე მიაჩნიათ კორპორაციებისათვის გამოყენებული დაბეგვრის სისტემა. მსოფლიოს უმეტეს ქვეყნებში კორპორაციის ინვესტორები ორმაგ დაბეგვრას ექვემდებარებიან. აქ საუბარია იმაზე, რომ სახელმწიფო ბეგრავს როგორც კორპორაციის შემოსავალს ისე, დივიდენდებს, რომელსაც უხდის ფირმა თავის აქციონერებს – ფიზიკურ პირებს. ინდსაწამოსა და ამხანაგობისაგან განსხვავებით ეს შეიძლება ჩაითვალოს მნიშვნელოვან ნაკლად, რამდენადაც სამეწარმეო ფორმის აღნიშნული ფირმები იბეგრებიან მხოლოდ საშემოსავლო გადასახადით.

თანამედროვე ფინანსები ეკონომიკას გასული საუკუნის 50-იან წლებში გამოეყო და ის უპირატესად ფინანსური ბაზრის საქმიანობას უკავშირდება. ექსპერტთა თვალსაზრისით კორპორაციის ფინანსები, არის დისციპლინა, რომელიც სამი ნაწილისაგან შედგება, კერძოდ: „ფინანსური მენეჯმენტი“, „საფინანსო ბაზარი“ და „ინვესტიციები“. ფინანსების შემადგენელი ნაწილები ერთმანეთს ავსებენ და შემოსავლების განაწილება-გადანაწილების პროცესში აქტიურად მონაწილეობენ.

ფინანსური მენეჯერი ფირმასა და ფინანსურ ბაზარს (ან კაპიტალის ბაზარს) შორის შუამავალს წარმოადგენს. ფინანსური მენეჯერის მთავარ ამოცანაა ფირმის საქმიანობის ფინანსური მხარე, მისი ფინანსური რესურსების მართვა.

ნებისმიერი სახის ბიზნესის დაწემა მოითხოვს საინვესტიციო გადაწყვეტილებების განსაზღვრას. კერძოდ ფინანსურმა მენეჯერმა: უნდა განსაზღვროს ბიზნესის ასამუშავებლად სად და რა თანხა უნდა იქნეს დაბანდებული; გამოძებნოს საინვესტიციო გადაწყვეტილებისათვის დაფინანსების წყარო: განიხილოს და შეაფასოს ყველა შესაძლო ალტერნატივა და გააკეთოს ოპტიმალური არჩევანი.

არსებული და მოძიებული სახსრებით, ბიზნესის დაწყების შემდეგ, ხდება შემოსავლის მიღება, ფულადი ნაკადების გამომუშავება. ფირმამ უწინარეს ყოვლისა უნდა დააკმაყოფილოს მის წინაშე მდგომი ვალდებულებები და შემდეგ მიიღოს ისეთი გადაწყვეტილება, რომელიც ფირმის მთავარი მიზნის მიღწევას უზრუნველყოფს. ფირმის მთავარი მიზანი საკუთარი ღირებულების მაქსიმიზაციაა. რაც თავის მხრივ აქციების ღირებულების მაქსიმიზაციაში აისახება. ფირმის ფინანსური ღირებულება რამდენიმე ცვლადის მონაწილეობით იქმნება, რომელთა შორის უმნიშვნელოვანესია: **ფულადი საშუალებების ნაკადი, დრო და რისკი.**

ბიზნესის დაწყება და მისი წარმატებული ფუნქციონირება საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღებასთან არის დაკავშირებული, რაც თავის მხრივ დაფინანსებას, ფინანსური სახსრების წყაროს გამოძებნას მოითხოვს. არსებობს ფინანსური სახსრების საკუთარი და მოზიდული წყარო. როდესაც ფინანსური მენეჯერის მიერ შემუშავებული საინვესტიციო წინადადებისათვის საკუთარი ფინანსური სახსრები არ არის საკმარისი, კორპორაცია იწყებს აქციების, ობლიგაციებისა და თამასუქების გამოშვებას, რაც დაფინანსების ერთ-ერთი ყველაზე გავრცელებული მეთოდია და ფირმის დაფინანსების მოზიდულ წყაროს მიეკუთვნება.

საკონტროლო კითხვები

1. როდის გამოეყო ფინანსები ეკონომიკას როგორც დამოუკიდებელი მეცნიერება და რასთანაა ის უპირატესად დაკავშირებული?
2. დაახასიათეთ ფინანსური აქტივი და ფინანსური ბაზარი.
3. ჩამოთვალეთ ფინანსების, როგორც დისციპლინის შემადგენელი ნაწილები.
4. რომელი ძირითადი ცვლადების მონაწილეობით იქმნება ფინანსური ღირებულება?
5. დაახსენეთ კორპორაციის შესაძლო მიზნები და დაასაბუთეთ რომელი მიზანი შეიძლება იყოს ფირმის მთავარი მიზანი?
6. ახსენით არის თუ არა კორპორაციის მთავარი მიზანი ფირმის სიდიდის მაქსიმიზაცია?
7. ახსენით არის თუ არა კორპორაციის მთავარი მიზანი ფირმის საბალანსო მოგების მაქსიმიზაცია?
8. ახსენით არის თუ არა კორპორაციის მთავარი მიზანი კორპორაციის აქციის ღირებულების მაქსიმიზაცია?
9. ჩამოთვალეთ რა არის საჭირო ფირმის მთავარი მიზნის მისაღწევად
10. ფინანსური მენეჯერის ამოცანები და მოვალეობები
11. ფირმის ფინანსური სახსრების ძირითადი წყაროები
12. ჩამოთვალეთ მსოფლიოში გავრცელებული, სამეწარმეო საქმიანობის, ორგანიზაციულ სამართლებრივი ფორმები.
13. რაში მდგომარეობს ინდსაწარმოს დადებითი მხარეები და ნაკლოვანებები?
14. დაახასიათეთ ამხანაგობა (პარტნიორობა), მისი დადებითი მხარეები და ნაკლოვანებები;
15. დაახასიათეთ შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება, მისი ძირითადი თავისებურებები, მისი დადებითი მხარეები და ნაკლოვანებები.
16. სააქციო საზოგადოება / კორპორაცია – მისი ძირითადი მახასიათებელი ნიშნები.
17. კორპორაციის, როგორც სამეწარმეო საქმიანობის ერთ-ერთი ფორმის უპირატესობები და ნაკლოვანებები.

ტესტები თვითშეფასებისათვის

1. აქტივი ქონებას ნიშნავს რომელსაც შეიძლება ქონდეს:
 - ა. მხოლოდ რეალური სახე;
 - ბ. მხოლოდ ფინანსური სახე;
 - გ. როგორც რეალური ისე ფინანსური სახე.
2. ფინანსურ აქტივს წარმოადგენს:
 - ა. შენობა- ნაგებობები;
 - ბ. მანქანა მოწყობილობები;
 - გ. ფასიანი ქაღალდები.

3. ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარსა და საინვესტიციო სექტორს შორის:
 - ა. პირდაპირი კავშირი არსებობს;
 - ბ. პირდაპირი კავშირი არ არსებობს;
 - გ. კავშირი არ არსებობს.
4. როდესაც ფირმის პოლიტიკა ზედმეტად სარისკოა:
 - ა. აქციის ღირებულებმა მცირდება;
 - ბ. აქციის ღირებულება იზრდება;
 - გ. ეს აქციის ღირებულებაზე გავლენას არ ახდენს
- 5 . ფირმის ფინანსური სახსრების საკუთარ წყაროს მიეკუთვნება:
 - ა. აქციები;
 - ბ. გაუნაწილებელი მოგება;
 - გ. ობლიგაციები.
6. ფინანსური ბაზარი არის:
 - ა. მხოლოდ კაპიტალის ბაზარი
 - ბ. მხოლოდ ფულის ბაზარი
 - გ. როგორც ფულისა ისე კაპიტალის ბაზარი.
7. ფირმის მთავარი მიზანია:
 - ა. მოგების მაქსიმიზაცია;
 - ბ. საკუთარი ღირებულების მაქსიმიზაცია;
 - გ. ფირმის სიდიდის (მასშტაბების) მაქსიმიზაცია
8. ინდივიდუალური მეწარმე იხდის:
 - ა. მოგებისა და ქონების გადასახადს;
 - ბ. მხოლოდ საკუთარ საშემოსავლო გადასახადს;
 - გ. მხოლოდ მოგების გადასახადს.
9. ამხანაგობაში ყოველი პარტნიორი წარმოადგენს:
 - ა. პარტნიორს შეზღუდული პასუხისმგებლობით;
 - ბ. მთავარ (გენერალურ) პარტნიორს;
 - გ. მთავარ (გენერალურ) პარტნიორს ან პარტნიორს შეზღუდული პასუხისმგებლობით.
10. კორპორაციის მფლობელები და კორპორაციის მენეჯერები:
 - ა. როგორც წესი მართავენ კორპორაციას და იღებენ დივიდენდებს.
 - ბ. როგორც წესი ერთი და იგივე პირებია;
 - გ. როგორც წესი სხვადასხვა პირებია.

ლიტერატურა

პირითადი:

ლილი გვენეტაძე, კორპორაციული ფინანსები, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი I, თბილისი 2010.

სავალდებულო ლიტერატურა:

1. ჯეიმს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაჰოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორე მცდე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008. თავი., 1.
- 2.
3. Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес., Финансовый менеджмент., Перевод 2-го английского издания., Москва, „Финпресс“. 2001., Глава 1
4. Ван Хорн Д.К. Основы Финансового менеджмента., М., 2007., Глава 1
5. Ричард Брейли., Стюарт Майерс., Принципы корпоративных финансов., Второе издание., 2008.
6. Литовских А.М. Финансовый менеджмент: Конспект лекций. Таганрог. Изд. ТРТУ. 1999.

დამატებითი ლიტერატურა:

1. ზაირა ღუდუშაური, ფინანსური მენეჯმენტი, თბილისი, 2007.
2. ლილი გვენეტაძე, ფინანსების ზოგადი თეორია, თბილისი, 2007.
3. Зви Боди. Роберт К. Мертон Финансы. Изд. Дом Вильямс Москва Санкт_Петербург Киев 2005.
4. საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა <http://www.nplg.gov.ge/ge/index.html>
5. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო. სტატისტიკის დეპარტამენტი <http://www.statistics.ge/>
6. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (www.pbo.ge)
7. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო www.mof.ge
8. კორპორაციული ანგარიშები ინტერნეტ გამოცემა <http://www.gaap.ru/biblio/>

თავი მეორე

ბიზნესის საგადასახადო გარემო და საგადასახადო ბაზის რეგულირება

მეორე თავში გავეცნობით: რა გავლენას ახდენს ბიზნეს გარემოს ფორმირებაზე გადასახადები; რა განაპირობებს საგადასახადო დაგეგმვის აუცილებლობას; ვირ-მებს რა საგადასახადო დეგემვის შესძლებლობები გააჩნიათ; გადასახადის აცი-ლების რამდენი გზა არსებობს და რომელია ფირმის საგადასახადო დაგეგმვის ორგანიზაციული ფორმები; რას წარმოადგენს ფირმის საგადასახადო ბაზა და როგორ შეიძლება მისი შემცირება; რა გავლენას ახდენს ამორტიზაცია (ცვეთა) ფირმის საგადასახადო ბაზის შემცირებაზე; ცვეთის დარიცხვის რამდენი მეთოდი არსებობს და როგორ დავიყვანოთ საფინანსო მოგება საგადასახადო მოგებაზე.

2.1. ბიზნეს გარემო და საგადასახადო დაბეგმვა

გადასახადები ბიზნეს გადაწყვეტილებების უმეტესობაზე ახდენს მნიშვნელოვან გავლენას. გადასახადები, როგორც ეკონომიკური ისე სამართლებრივი და ისტო-რიული კატეგორია. შესაბამისად ნებისმიერი ქვეყნის ბიზნეს გარემოს, მნიშვნე-ლოვნად, ამ ქვეყნაში შემუშავებული საგადასახადო სამართლებრივი ნორმები განსაზღვრავს. აღსანიშნავია ისიც, რომ კარგი ბიზნეს გადაწყვეტილება შეიძლება აღმოჩნდეს ან გახდეს სრულიად უვარგისი კონკრეტულ საგადასახადო გარემოში (და ზოგჯერ პირიქით). ამ თავის შესწავლა, მომდევნო თავში, სპეციალური ფინანსური გადაწყვეტილებების განვიხილაში დაგვეხმარება.

ფირმებისათვის საგადასახადო დაგეგმვის ერთ-ერთ მთავარ მიზანს **გადასახადების გადახდის მინიმიზაცია** წარმოადგენს, რომლის მიღწევა სხვადასხვა გზითაა შესაძლებელი. გადასახადის გადახდის სიდიდე სწორედ აღნიშნული გზების შერჩევაზე დამოკიდებული.

იმის გათვალისწინებით, რომ გადასახადები ფირმების ხარჯების ერთ-ერთ მუხლს მიეკუთვნება, გადასახადების დაგეგმვა საწარმოს ხარჯების ოპტიმიზაციის საერთო სტრატეგიის შემადგენელ ელემენტს წარმოადგენს. გადასახადების დადგენა (დარიცხვა), როგორც წესი ფუნქციურად და უშუალოდ არ არის დაკავშირებული წარმოებასთან. ამასთან გადასახადები ყველა შემთხვევაში მეწარმის შემოსავალს აკლდება, რომელიც ყველა გზით ცდილობს თავი აარიდოს მის გადახდას. როგორც ცნობილია გადასახადის ერთ-ერთ ძირითად დამახასიათებელ ნიშანს წარ-მოადგენს სწორედ ის, რომ ის იძულებით ხასიათს ატარებს. ამასთან გადასახადი აუცილებელი, უსასყიდლო და არაექვივალენტური ხასიათის მატარებელი ეკონო-მიკური კატეგორიაა.

ბუნებრივია საგადასახადო დაგეგმვას – საგადასახადო კანონმდებლობაც ითვალისწინებს. რაც გამოიხატება იმაში, რომ საგადასახადო კოდექსით, შესაძლო სიტუაციების გათვალისწინებით, სხვადასხვა საგადასახადო რეჟიმი დაშვებულია. საქართველოს საგადასახადო კოდექსი, გადამხდელებს, საგადასახადო ბაზის განსაზღვრის სხვადასხვა ვარიანტს და სხვადასხვა სახის საგადასახადო შეღავათებს თავაზობს იმ მიზნით, რომ გადამხდელმა სახელმწიფო ხელისუფლების მიერ არჩეული მიმართულებით და მის მიერ შემუშავებული მეთოდით იმოქმედოს.

გადასახადები, როგორც ცნობილია არა მხოლოდ ფისკალურ არამედ ეკონომიკის მარეგულირებელ ფუნქციასაც ასრულებს. რაც ნიშნავს იმას, რომ ხელისუფლება ცდილობს გადამხდელი, შეღავათების შემოღებით, ეკონომიკის განსაზღვრულ სექტორში მოიზიდოს. შესაბამისად მეწარმეს შეუძლია სახელმწიფოს მიერ შეთავაზებული პირობები, საგადასახადო ბაზის შემცირების მიზნით, ეფექტურად გამოიყენოს.

აღსანიშნავია ის, რომ წვრილ, საშუალო და მსხვილ ფირმებს საგადასახადო დაგეგმვის სხვადასხვა შესაძლებლობები გააჩნიათ. მაგალითად, მსხვილ კორპორაციებში, საფინანსო-სამრეწველო ჯგუფებში და კონცერნებში დაბეგვრის პრობლემებზე ჩვეულებრივ სპეციალური ჯგუფები მუშაობენ.

საგადასახადო დაგეგმვის აუცილებლობას უმეტესად საგადასახადო ტვირთის სიმძიმე განსაზღვრავს. სხვადასხვა ქვეყნებში საგადასახადო ტვირთი განსხვავებულია. საგადასახადო ტვირთი შემოსავლებში გადასახადის ხვედრითი წილით განისაზღვრება. კერძოდ, თუ კი საგადასახადო ტვირთი მთლიანი შიდა პროდუქტის (მშპ) ან ცალკეული საწარმოს წმინდა შემოსავალის 10-15 პროცენტს არ აღემატება, მაშინ საგადასახადო დაგეგმვის აუცილებლობა მინიმალურია. ასეთ სიტუაციაში საგადასახადო ვალდებულებებს შეიძლება აკონტროლებდეს: მთავარი ბუღალტრი, ერთ-ერთი მისი მოადგილე ან კონსულტანტი.

როდესაც საგადასახადო ტვირთი მშპ-ს 20-35 პროცენტს აღემატება, მცირე ან საშუალო ფირმებში სასურველია მისი საგადასახადო ვალდებულებებით სპეციალური მუშაკი იყოს დაკავებული. ხოლო მსხვილ საწარმოებში კი სპეციალური მუშაკთა ჯგუფი უნდა მუშაობდეს. აღნიშნულ საქმიანობას, როგორც წესი ფინანსური დირექტორი ან საწარმოს მთავარი ბუღალტერი კურირებს.

გადასახადები წარმოადგენს რა ფინანსური კონტროლის მუდმივ ობიექტს, ფირმებმა მნიშვნელოვანი ყურადღება უნდა დაუთმონ საგადასახადო დაგეგმვის როგორც მოკლე, ისე გრძელვადიან პროგნოზირებას. რაც შეეხება ახალი პროექტებისა და ახალი ინვესტიციების რეალიზებას, აღნიშნულთან დაკავშირებული გადასახადების დაგეგმვის მიზნით, გამოცდილი კონსულტანტი უნდა იქნეს მოწვეული.

ქვეყნებში სადაც გადასახადები მშპ-ის 40-50 პროცენტს აღემატება, საგადასახადო დაგეგმვა ყველა საწარმოს საფინანსო საქმიანობის უმნიშვნელოვანესი ელემენტი ხდება. გადასახადების გადახდაზე ზედამხედველობას, როგორც წესი ფირმის ხელმძღვანელობა ახორციელებს. აღსანიშნავია ისიც, რომ საწარმოს სრუქტურული ცვლილების, ახალი ტექნოლოგიებისა და ახალი ინვესტიციების პრაქტიკული რეალიზების, დროს აუცილებელი ხდება დაბეგვრის ელემენტების გათვალისწინება. ასეთ პირობებში მსხვილ ფირმებში უნდა არსებობდეს სპეციალური ჯგუფები, ან საგადასახადო დაგეგმვის სპეციალური განყოფილებები. რისკის შემცირების, მისი მინიმუმამდე დაყვანის მიზნით ყოველი სერიოზული პროექტის ამოქმედება, მხოლოდ საგადასახადო კონსულტანტის მიერ ჩატარებული ექსპერტიზის შემდეგ უნდა განხორციელდეს.

2.2. ბიზნესი და გადასახადის აცილების გზები

ბიზნესს პრაქტიკა გადასახადის აცილების ორ ძირითად გზას იცნობს.¹

1. გადასახადების გადახდის შემცირებისათვის ყველა ლეგალური შესაძლებლობის გამოყენებას და ბიზნესს საქმიანობის ისეთ წარმართვას, რომ საგადასახადო ვალდებულება მინიმალური იყოს.
2. ბიზნესს საქმიანობისა და შემოსავლების დამალვის მიზნით მცდარი საგადასახადო ანგარიშგების მომზადებასა და წარდგენას.

პირველი გზა ლეგალურია, რაც ხშირად საგადასახადო ხელისუფლების უკმაყოფილებას იწვევს, მაგრამ ამ გზას კანონი იცავს.

მეორე გზა, საგადასახადო კანონმდებლობის დარღვევაა და დიდ რისკთანაა დაკავშირებული.

უნდა აღინიშნოს ის, რომ ნებისმიერი კანონისა და მათ შორის საგადასახადო კანონმდებლობის არსებობა არ ნიშნავს იმას, რომ კანონი უექველად შესრულდება. მეწარმემ კანონი შეიძლება დაარღვიოს, რისთვისაც პასუხს აგებს. ამასთან ნორმალურ პირობებში მნიშვნელოვანი და აუცილებელია ის, რომ ყველა პირის დანაკარგი, რომლებმაც იზარალებს ამგვარი დარღვევებით, დაამრღვევის მიერ მთლიანად იყოს კომპენსირებული. შესაბამისად თუ კი მეწარმისათვის კანონის დარღვევის თავიდან აცილება შეუძლებელია, ის მზად უნდა იყოს დარღვევით გამოწვეული სავარაუდო ხარჯები (საურავი, ჯარიმა და კანონით განსაზღვრული სხვა სანქციები) გაიღოს.

2.3. ფირმის საგადასახადო დაგეგმვის ორგანიზაციული ფორმები

ჩვეულებრივ საგადასახადო დაგეგმვის ორგანიზაცია სამი ფორმითაა შესაძლებელი. კერძოდ:

- საწარმოს ბუღალტერი ან საფინანსო განყოფილება სპეციალურ მუშაკებს გამოყოფს საგადასახადო ვალდებულებებზე მონიტორინგის განახორციელების მიზნით;

¹ Н. Е. Заяц., Таория налогов., Минск, 2002. с.109

- საგადასახადო დაგეგმვის და საგადასახადო ვალდებულებების მიმართ, მიმდინარე საფინანსო კონტროლი, საწარმოს სპეციალური განყოფილების ან ჯგუფების მიერ ხორციელდება;
- კონსულტანტების მოწვევით, რომლებიც განახორციელებენ: საწარმოს ახალი პროექტებისა და ინვესტიციების საგადასახადო ექსპერტიზას; ფირმის მიმდინარე საგადასახადო ვალდებულებების კონტროლს; საგადასახადო ანგარიშგების შედგენასა და მისი საგადასახადო ორგანოებისათვის წარდგენას.

ამგვარად საგადასახადო დაგეგმვა ფირმის ფინანსების მართვის პროცესში განსაკუთრებულ როლს ასრულებს. ამასთან საჭიროა გვახსოვდეს, რომ საგადასახადო კანონმდებლობა მუდმივ ცვლილებას განიცდის, შესაბამისად უნდა შეიცვალოს საგადასახადო დაგეგმვის მეთოდი.

2.4. ფირმის საგადასახადო ბაზის შემცირება

აღსანიშნავია ის, რომ სამეწარმეო საქმიანობის ყველა შემოსავალი არ იბეგრება. ამ მხრივ უდიდეს ყურადღებას იმსახურებს საგადასახადო ბაზის შემცირება, რომლის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფაქტორს ამორტიზაცია (ცვეთა) წარმოადგენს. ძირითადი საშუალებების მომსახურების ვადისა და აქტივის ცვეთის სისტემური განაწილების ძირითადი პრინციპები განსაზღვრულია ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტებით (ბასს). კომპანიის ფინანსური ანგარიშგებისთვის და საგადასახადო დეკლარირებისთვის ამორტიზაცია განიხილება როგორც კომპანიის ხარჯები. ამორტიზაცია ამცირებს საგადასახადო შემოსავალს. შესაბამისად რაც უფრო მეტია ამორტიზაციის გამოქვითვა მით ნაკლები გადასახადის გადახდა უწევს კომპანიას. **ყოველი პერიოდის აქტივის ცვეთის თანხა აისახება ხარჯის სახით და გამოიქვითება ფირმის ერთობლივი შემოსავლიდან.**

ცვეთა (ამორტიზაცია) – არის აქტივის მომსახურების ვადის განმავლობაში, წარმოებულ პროდუქციაზე, აქტივის ცვეთის თანხის სისტემური გადატანა.

აქტივის ცვეთის თანხა არის აქტივის საწყის ღირებულებას, ან ფინანსურ ანგარიშგების მიხედვით აქტივის ღირებულების შესაფასებლად გამოყენებულ სხვა თანხას, გამოკლებული სალიკვიდაციო ღირებულება.

განვიხილოთ მაგალითი. დაუშვათ, რომ ფირმამ განსაზღვრული საქმიანობისთვის შეიძინა მოწყობილობა, რომელშიც გადაიხადა \$100 000 იმ იმედით, რომ მისი გამოყენებით უახლესი ათი წლის განმავლობაში მიიღებს შემოსავალს (ნებისმიერი სახის აქტივის მომსახურების ვადა გააჩნია). ამ ათი წლის განმავლობაში ხდება რა აღნიშნული მოწყობილობის გამოყენება, ის ცვეთას განიცდის. შესაბამისად ამ მოწყობილობის ღირებულება კლებულობს. ხოლო ათი წლის შემდეგ თუ კი ფირმა

მიიჩნევს, რომ მოწყობილობას ვერ გამოიყენებს და ამიტომ უმჯობესი იქნება ის გაიყიდოს \$10 000, ეს მის სალიკვიდაციო ღირებულება იქნება. ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში ცვეთის თანხა \$ 90 000 შეადგენს, რომელიც ათი წლის განმავლობაში, ყოველწლიურად, პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებულ ერთობლივ შემოსავალს, როგორც ხარჯი ისე აკლდება.

ამორტიზაცია (ცვეთა), წარმოადგენს რა საგადასახდო მოგების შემცირების ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფაქტორს, ერთობლივი შემოსავლების შექმნის პროცესში, პროდუქციის ღირებულების შემცირებას ასახავს.

სალიკვიდაციო ღირებულება – არის წმინდა თანხა, რომელიც რჩება საწარმოს აქტივის მომსახურების ვადის ამოწურვისას, გაყიდვასთან დაკავშირებული მოსალოდნელი დანახარჯების გამოკლების შემდეგ. პრაქტიკაში აქტივის სალიკვიდაციო ღირებულება ხშირად უმნიშვნელოა და ამდენად ცვეთის თანხის გაანგარიშებაში მას არსებითი მნიშვნელობა არა აქვს. ამასთან იმ შემთხვევაში, როდესაც იყენებენ ცვეთის დარიცხვის ძირითად მეთოდს და მოსალოდნელია, რომ აქტივს აქვს მნიშვნელოვანი სალიკვიდაციო ღირებულება, მისი გამოთვლა ხდება აქტივის შეძენისთანავე და ფასების ცვლილებასთან ერთად ის არ იზრდება.

საგასახადო კანონმდებლობა ითვალისწინებს იმას, რომ აქტივის ღირებულება დროთა განმავლობაში კლებულობს. იმისათვის, რომ ასეთი შემცირება წლის განმავლობაში იქნეს ასახული, არსებობს აღრიცხვის განსაზღვრული წესი. მისი გამოყენება საშუალებას იძლევა ფირმის ერთობლივ შემოსავლს, დარიცხული ცვეთა, როგორც ხარჯი გამოაკლდეს. რაც გადასახდელი გადასახადის (საგადასახადო ხარჯის) მთლიანი რაოდენობის შემცირებას განაპირობებს. ამორტიზაციის დარიცხვის სხვადასხვა ალტერნატიული მეთოდები არსებობს, მათ შორის აღსანიშნავია წრფივი და დაჩქარებული ამორტიზაციის სხვადასხვა მეთოდები. ამორტიზაციის მეთოდი შეიძლება განსხვავებული იყოს საგადასახადო და შიდა ფინანსური ანგარიშგებისათვის. განვიხილოთ აქტივის ცვეთის დარიცხვის მეთოდები.

2.5. აქტივის ცვეთის დარიცხვის მეთოდები

საერთაშორისო პრაქტიკა, აქტივის მომსახურების პერიოდში, აქტივების ცვეთის დარიცხვის სხვადასხვა მეთოდს იყენებს. ესენია: **წრფივი; დაჩქარებული (შემცირებადი ნაშთის), რიცხვთა ჯამის და წარმოების ერთეულთა ჯამის (მწარმოებლურობის პროპორციული ცვეთის) მეთოდი.** განვიხილოთ თითოეული მათგანი.

ა) აქტივის ცვეთის დარიცხვის წრფივი მეთოდი

წრფივი მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში, ერთი და იგივე ცვეთის თანხის დარიცხვა ხდება აქტივის მთელი მომსახურების ვადის მანძილზე.

ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტების (ბასს) მიხედვით აქტივის მომსახურების ვადა განისაზღვრება:

ა) პერიოდით, რომლის განმავლობაშიც მოსალოდნელია, საწარმოს მიერ აქტივის გამოყენება; ან

ბ) პროდუქციის ან მსგავსი ნაწარმის რაოდენობით, რომლის მიღებაც მოსალოდნელია საწარმოს მიერ მოცემული აქტივის გამოყენებით.

აქტივის წლიური ცვეთა აისახება, როგორც ხარჯი და იგი ფირმის ერთობლივი შემოსავლიდან გამოიქვითება.

ამორტიზაციის დარიცხვის წრფივი მეთოდის საფუძველს აქტივის ამორტიზაციის ღირებულება (აქტივის ცვეთის თანხა) წარმოადგენს, რომელიც განისაზღვრება აქტივის საწყის ღირებულებას გამოკლებული აქტივის მოსალოდნელი სალიკვიდაციო ღირებულება. ამგვარად დარიცხული ცვეთა, არის აქტივის საამორტიზაციო ღირებულება, რომელიც ცვეთის დარიცხვის პერიოდში წლების რაოდენობაზე იყოფა. ასე მაგალითად დაუშვათ ფირმამ შეიძინა აქტივი, რომლის საწყისი ღირებულება 10 000 000 ლარს უდრის, ხოლო მისი სალიკვიდაციო ღირებულება 10 წლის შემდეგ 1 000 000 ლარი გახდება. რაც იმას ნიშნავს, რომ შეძენილი აქტივის საამორტიზაციო ღირებულება 9 000 000 ლარის ტოლი იქნება. თუ კი ამორტიზაციის დარიცხვა წრფივი მეთოდით მოხდება, ცვეთის ყოველწლიური დარიცხვა $9\,000\,000 / 10 = 900\,000$ ლარს უნდა შეადგენდეს.

ამგვარად თუ კი ვიცით აქტივის საწყისი ღირებულება, სალიკვიდაციო ღირებულება და აქტივის მომსახურების ვადა, მაშინ ამორტიზაციის (აქტივების ცვეთის) დარიცხვის წრფივი მეთოდის მიხედვით, აქტივის წლიური ცვეთის ნორმა განისაზღვრება შემდეგი ფორმულით:

$$\text{წლიური ცვეთა} = \frac{\text{საწყის ღირებულებას} - \text{სალიკვიდაციო ღირებულება}}{\text{მომსახურების ვადა}} \quad (1)$$

როგორც აღვნიშნეთ,

ცვეთის თანხა = საწყის ღირებულებას – სალიკვიდაციო ღირებულება
შესაბამისად პირველ ფორმულა მიიღებს შემდეგ სახეს:

$$\text{წლიური ცვეთა} = \frac{\text{ცვეთის თანხა}}{\text{მომსახურების ვადა}}$$

ჩვენი მაგალითისათვის (1) განტოლების გამოყენებით მივიღებთ ყოველწლიურად ცვეთის დასარიცხ თანხას, რასაც ცვეთის წლიურ ნორმას უწოდებენ:

$$\text{წლიური ცვეთა} = \frac{10\,000\,000 - 1\,000\,000}{10} = 900\,000$$

ჩვენი მაგალითის მიხედვით, აქტივის ცვეთის დარიცხვის წრფივი მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში, წლიური ცვეთის თანხამ შეადგინა 900 000 ლარი.

ბ) დაჩქარებული (შემცირებადი ნაშთის) მეთოდი

ნებიმიერი სახის მოწყობილობისათვის ხარჯების აღდგენა შესაძლებელია ასევე დაჩქარებული (შემცირებადი ნაშთის) მეთოდით. კომპანიების უმეტესობა საგადასახადო მიზნებისათვის დაჩქარებული ამორტიზაციის მეთოდს იყენებს. აღნიშნული მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში, აქტივის მომსახურების პერიოდის მიხედვით, კლებადი ცვეთის თანხები დაირიცხება. ამასთან სალიკვიდაციო ღირებულების გათვალისწინება ყოველთვის არ ხდება.

1986 წლის საგადასახადო რეფორმით კომპანიებს უფლება ეძლევათ, საგადასახადო მიზნებისათვის, დაჩქარებული ამორტიზაციის მეთოდი გამოიყენონ. ეს ცნობილია როგორც მოდიფიცირებული დაჩქარებული ამორტიზაციის სისტემა.¹ აღნიშნული სისტემა მუდმივ (ფიქსირებულ) აქტივს ყოფს კლასებად, რაც საშუალებას გვაძლევს განვსაზღვროთ აქტივის მომსახურების დრო. ამგვარად აქტივები დაყოფილია კლასებად კერძოდ: არის ამორტიზაციის 3, 5, 7 და 10 წლიანი აქტივების კლასები. აღნიშნულთან დაკავშირებით, უფრო დაწვრილებით, ინფორმაცია შეიძლება მიღოთ – შიდა შემოსავლების კოდექსის გაცნობით.

დაჩქარებული მეთოდით ცვეთის თანხის გაანგარიშებისათვის, აუცილებელია ვიცოდეთ აქტივის საბალანსო ღირებულება, მომსახურების ვადა და ცვეთის დარიცხვის ყოველწლიური პროცენტი. ჩვეულებრივ თვლიან, რომ აქტივის შეძენა ხდება 0 პერიოდისათვის, ხოლო ცვეთის საწყისი დარიცხვა 1 პერიოდისათვის. აღსანიშნავია ისიც, რომ დაჩქარებული ცვეთის მეთოდი გარკვეული დროის შემდეგ გადადის ცვეთის დარიცხვის წრფივი მეთოდზე. მომსახურების ვადა, როგორც ეს უკვე აღვნიშნეთ აქტივის ამორტიზაციის კლასით განისაზღვრება. ამორტიზაციის დაჩქარებული (შემცირებადი) მეთოდის შემთხვევაში წლიური ცვეთის განსაზღვრა ხდება აქტივების ნარჩენი ღირებულებისა და ფიქსირებული პროცენტის (კოეფიციენტის) მიხედვით. კოეფიციენტი შემდეგნაირად გამოითვლება: ერთი უნდა გავყოთ ამორტიზაციის ვადაზე (წლების რაოდენობაზე) და მიღებული კოეფიციენტი გავამრავლოთ ორზე. დაჩქარებული ცვეთის დარიცხვის განსაზღვრის ძირითადი ფორმულას აქვს შემდეგი სახე:

$$m(1/n)NBV$$

სადაც: m - ბალანსის ორმაგი შემცირების მეთოდის ცვლადია (ორმაგი მეთოდის

¹ ჯეიმს ს. ვან პორნი, ჯონ მ. ვაპოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეთორმეტე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008. გვ. 22

შემთხვევაში $m=2$; n - არის აქტივის ამორტიზაციის დარიცხვის პერიოდი; NBV-წლის დასაწყისში აქტივის წმინდა საბალანსო ღირებულება. აღსანიშნავია ისიც, რომ ცვეთის დარიცხვის დაჩქარებული მეთოდის შემთხვევაში გამოიყენება ნახევარწლიანი მიდგომა. ეს ეხება **შექმნისა და აქტივის გაყიდვის** პერიოდს. რაც ნიშნავს იმას, რომ იმ წელს როდესაც აქტივი იქნა შეძენილი (და ბოლოს როდესაც აქტივი უნდა გაიყიდოს), მიუხედავად ყიდვის თარიღისა, გამოიყენება ნახევარწლიანი შეთანხმება. ბალანსის ორმაგი შემცირების მეთოდის (DDB) გამოყენების შემთხვევაში, ხუთწლიანი სიცოცხლის მქონე \$ 10 000 აქტივის ამორტიზაცია პირველ წელს იქნება:

$$2(1/5) \times \$10000 = 0,4 \times \$10\,000 = \$4\,000$$

იმის გათვალისწინებით რომ აღნიშნული მეთოდით ნახევარწლიანი მიდგომის გამოყენების პრინციპი მიხედვით \$4 000 ორზე უნდა გავყოთ შესაბამისად აქტივის ამორტიზაცია პირველ წელს \$ 2000 იქნება.

ჩვენს შემთხვევაში $2(1/5)$ კოეფიციენტი ფიქსირებულ 40%-ს ნიშნავს, რომელიც ყოველ წელს ნარჩენი ღირებულების შესამცირებლად გამოიყენება. მეორე წელს ამორტიზაციის გამოანგარიშება ნარჩენი ღირებულებიდან $\$10\,000 - \$2\,000 = \$8\,000$ -დან მოხდება. შესაბამისად ამორტიზაცია მეორე წელს იქნება:

$$2(1/5) \$8\,000 = \$3\,200$$

\$3 200 თავის მხრივ 10 000-ის 32%-ს შეადგენს. მესამე წელს ნარჩენი ღირებულება იქნება:

$$\$8000 - \$3\,200 = \$4\,800$$

ამორტიზაცია მესამე წელს იქნება:

$$2(1/5) \$4\,800 = \$1\,920 \text{ და. ა. შ.}$$

ცხრილში 1-ში სხვადასხვა სახის მოწყობილობის მიხედვით, ბალანსის შემცირების ორმაგი მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში, ამორტიზაციის ნორმა არის მოცემული. ჩვენ მათ განვიხილავთ იმისათვის რომ ვაჩვენოთ როგორ ხდება ამორტიზაციის დაჩქარება. აქვეა ნაჩვენები ამორტიზაციის დაჩქარებული მეთოდის გამოყენებით როდის ხდება ამორტიზაციის დარიცხვის წრფივ მეთოდზე გადასვლა.

პრაქტიკული მაგალითი სხვადასხვა სახის მოწყობილობისათვის, დაჩქარებული ამორტიზაციის მეთოდის გამოყენების მიზნით, ამორტიზაციის ნორმის პროცენტულ განაწილებას გვიჩვენებს.

**ცვეთის დარიცხვის დაჩქარებული მეთოდისათვის ხარჯების აღდგენის
ამორტიზაციის ნორმა %-ში**

ცხრილი 1

წლები	ამორტიზაციის ნორმა %-ში		
	3 წელი	5 წელი	7 წელი
1	33,33	20,00	14,29
2	44,45	32,00	24,49
3	14,81	19,20	17,49
4	7,41	11,52	12,49
5		11,52	8,93
6		5,76	8,93
7			8,93
8			4,46

ამორტიზაციის დარიცხვის დაჩქარებული მეთოდის კონკრეტული მაგალითი ცხრილი 2-შია განხილული. დაუშვათ, რომ ფირმამ 17 000 ლარად შეიძინა სატვირთო ავტომობილი. თუ კი აქტივს გააჩნია 5 წლის მომსახურების ვადა, მაშინ რა იქნება ცვეთის ყოველწლიური დარიცხვა?

ცხრილი 2-ი გვიჩვენებს, რომ ამორტიზაციის დაჩქარებული მეთოდის გამოყენებით აქტივის წლიური ცვეთის ნორმა ყოველწლიურად კლებულობს, ხოლო დაგროვილი ამორტიზაცია (ცვეთის ნაზრდი ჯამი) იზრდება.

გაანგარიშება ხდება შემდეგნაირად

ცხრილი 2

წლები	შიძსირებული პროცენტი	წლიური ცვეთის ნორმა %-ში	წლიური ცვეთის ნორმა ლარებში	ნარჩენი ღირებულება (წლის ბოლოს) \$-ში
0		—	—	17 000
1	20.00	20,00	3 400	13 600
2	40.00	32,00	5 440,00	8 160
3	40.00	19,20	3 264,00	4 896
4	4896/2,5	11,52	1 958,40	2937,6
5	4896.5/2,5	11,52	1 958,40	979,20
6	1958,40 /2	5,76	979,20	0

ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში ბალანსის დაჩქარებული ამორტიზაციის ფორმულის მიხედვით ამორტიზაციის ნორმა უნდა იყოს $2(1/5) = 40\%$. ეს არის ყოველწლიური ამორტიზაციის ფიქსირებული პროცენტი. თუმცა პირველი წლის ამორტიზაცია შეადგენს 20 %-ს. მეოთხე წელს ხელსაყრელია წრფივ მეთოდზე გადასვლა.

იმისათვის რომ მივიღოთ წრფივი ამორტიზაცია მეოთხე წლის დასაწყისში წმინდა საბალანსო ნარჩენი ღირებულება მესამე წლის დასასრულს იყოფა დარჩენილი წლების რაოდენობაზე. მესამე წლის დასასრულს დარჩენილი წლების რაოდენობა შეადგენს 2,5 წელს. მეექვსე წლის ბოლოს დარჩენილი ბალანსი იქნება 979,20 ლარი.

ბ) ცვეთის ღარიცხვის რიცხვთა ჯამის მეთოდი

პრაქტიკაში ასევე ფართოდ გამოიყენება ცვეთის დარიცხვის რიცხვთა ჯამის მეთოდი. რიცხვთა ჯამის მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში, უწინარეს ყოვლისა, საჭიროა განისაზღვროს ძირითადი საშუალების მომსახურების პერიოდისათვის ყოველი წლის მიხედვით რიცხვთა ჯამი. ასე მაგალითად თუ კი აქტივის მომსახურების ვადა ხუთი წელია, მაშინ რიცხვთა ჯამი იქნება $1+2+3+4+5=15$. ხოლო რიცხვთა ჯამის მეთოდით წლიური ცვეთის თანხის გაანგარიშება ხდება ფორმულით:

$$\text{წლიური ცვეთა} = \frac{\text{დარჩენილი წლების რაოდენობა}}{\text{რიცხვთა ჯამი}} \times \text{ცვეთის თანხაზე} \quad (2)$$

განვიხილოთ რიცხვთა ჯამის მეთოდით, ჩვენს მიერ განხილული კონკრეტული მაგალითის მიხედვით, სატვირთო ავტომობილის წლიური ცვეთის ნორმა (დაუშვათ, რომ მისი სალიკვიდაციო ღირებულება 2 000 ლარია). ცხრილი 3-დან ჩანს, რომ ცვეთის თანხა ავტომობილის ექსპლოატაციის პირველ წელს არის ყველაზე მეტი, მომდევნო წლებში იგი თანდათან მცირდება.

ცხრილი 3

ცვეთის დარიცხვა რიცხვთა ჯამის მეთოდით

მომსახურების ვადა	საწყისი ღირებულება	ცვეთის წლიური ნორმა ლარებში	ცვეთის ნაზრდი ჯამით	ნარჩენი ღირებულება
შეძენის თარიღი	17 000			17 000
I წელი	17 000	$5 / 15 \times 15\,000 = 5\,000$	5 000	12 000
II წელი	17 000	$4 / 15 \times 15\,000 = 4\,000$	9 000	8 000
III წელი	17 000	$3 / 15 \times 15\,000 = 3\,000$	12 000	5 000
IV წელი	17 000	$2 / 15 \times 15\,000 = 2\,000$	14 000	3 000
V წელი	17 000	$1 / 15 \times 15\,000 = 1\,000$	15 000	2 000

დ) წარმოების ერთეულთა ჯამის მეთოდი

წარმოების ერთეულთა ჯამის მეთოდის გამოიყენება ნიშნავს ცვეთის დარიცხვას აქტივების მოსალოდნელი გამოყენების ან წარმოებული პროდუქციის მიხედვით. წარმოების ერთეულთა ჯამის (მწარმოებლურობის პროპორციული ცვეთის) მეთოდი გულისხმობს, რომ ძირითადი საშუალება პროდუქციის წარმოების პროცესში თანაბარზომიერად ცვდება. აღნიშნული მეთოდი გვიჩვენებს რეალური აქტივის ექსპლოატაციის შედეგის გაგლენას ცვეთაზე, რომელიც შეიძლება შემდეგი ფორმულით გავიანგარიშოთ.

$$\text{ცვეთის ნორმა პროდუქციაზე} = \frac{\text{დარჩენილი თანხა} \times \text{მთ. პროდუქციაში წლიური პროდუქციის ხვ. წ.}}{100}$$

ამგვარად აქტივის ცვეთის თანხა უნდა გავამრავლოთ პროდუქციის წარმოების მთლიან სავარაუდო მოცულობაში წლიური პროდუქციის ხვედრით წილზე (აქტივის მომსახურების პერიოდში ვიღებთ სავარაუდო მთლიან პროდუქციას) და გავყოფთ 100-ზე, მივიღებთ აქტივის ცვეთის ნორმას პროდუქციაზე. განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ, რომ ფირმამ შეიძინა სატვირთო ავტომობილი, რომლის საწყისი ღირებულებამ 17 000 ლარი, ხოლო სალიკვიდაციო ღირებულება 2 000 ლარი შეადგინა. სატვირთო ავტომობილი ხუთი წლის განმავლობაში გადახიდავს 130 000 ლარის პროდუქციას, აქედან პირველ წელს 28 000 ლარის, მეორე წელს 30 000-ის, მესამე წელს 25 000-ის, მეოთხე წელს 27 000-ის, ხოლო მეხუთე წელს 20 000 ლარის პროდუქციას. მე-4 ცხრილში მოცემულია ჩვენი მაგალითის პირობებში, წლების მიხედვით, სატვირთო ავტომობილის გამოყენების პერიოდში, პროდუქციაზე წარმოების ერთეულთა ჯამის მეთოდის გამოყენებით, ცვეთის დარიცხვის გრაფიკი, ცვეთა ნაზრდი ჯამით და ნარჩენი ღირებულება.

ამგვარად მსოფლიო სააღრიცხვო პრაქტიკაში, არსებობს ცვეთის დარიცხვის განსვავებული მეთოდები, რომელიც საჭიროა მიზნობრივად იქნეს გამოყენებული. ცვეთის დარიცხვის მეთოდის შერჩევა უნდა მოხდეს მოსალოდნელი ეკონომიკური სარგებლის შესაბამისად. მისი შეცვლა დამოკიდებულია იმ მოსალოდნელ ეკონომიკური სარგებლზე, რომელიც აქტივის გამოყენებით მიღება ამასთან ფირმის ხელმძღვანელობამ უნდა გაითვალისწინოს ის, რომ საგადასახადო ბაზის რეგულირების, კერძოდ მოგების გადასახადის გადახდის შემცირების ერთ-ერთ ლეგალურ გზას, მოსალოდნელი ეკონომიკური სარგებლის გათვალისწინებით, ფირმის მიერ ცვეთის დარიცხვის მეთოდის ეფექტური შერჩევა და გამოყენება წარმოადგენს.

მწარმოებლურობის პროპორციული ცვეთის დარიცხვის მეთოდით (ლარებში)

ცხრილი 4

წლები	საწყისი ღირებულება	პროდუქციის რაოდენობა		ცვეთის წლიური ნორმა ლარში	ცვეთა ნაზარდი ჯამით	ნარჩენი ღირებულება
		ლარი	ხვ. წ. %-ში			
1	2	3	4	5 $ს35=(ს32*ს34)/100$	6	7
	17 000					17 000
I წელი	15 000	28 000	22,0	3 300	3 300	13 700
II წელი	15 000	30 000	23,0	3 450	6 750	10 250
III წელი	15 000	25 000	19,0	2 850	9 600	7 400
IV წელი	15 000	27 000	21,0	3 150	12 750	4 250
V წელი	15 000	20 000	15,0	2 250	15 000	2 000
		130 000	100			

2. 6. საფინანსო მოგების ღაყვანა საგადასახდო მოგებაზე

ფირმები საანგარიშგებო პერიოდში საფინანსო პოლიტიკას წარმართავენ ბასს-ის (ბასს-ი ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტები) მოთხოვნების შესაბამისად.¹ უმეტეს შემთხვევაში ქვეყანაში არსებული საგადასახდო კანონმდებლობა არ ემთხვევა ბასს-ის მოთხოვნებს. აღნიშნულიდან გამომდინარე განსხვავება ვლინდება საგადასახდო კანონმდებლობისა და ბასსის მოთხოვნების გათვალისწინებით გაანგარიშებული შემოსავლების, ხარჯებისა და დასაბეგრი მოგების სიდიდეებში. ამგვარად განასხვავებენ საფინანსო (სააღრიცხვო) და საგადასახდო მოგებას და შესაბამისად განსხვავებულია საფინანსო (სააღრიცხვო) და საგადასახდო მოგების სიდიდეც, რაც მოგების განსხვავებულ გადასახადს წარმოქმნის. **საფინანსო მოგება (ან ზარალი)** არის ბასსის მოთხოვნების მიხედვით განსაზღვრული საანგარიშგებო პერიოდის მოგების (ან ზარალის) თანხა საგადასახდო ხარჯის გამოქვითვამდე.

საგადასახდო მოგება (ან საგადასახდო ზარალი) არის საგადასახდო კოდექსის წესებით განსაზღვრული საანგარიშგებო პერიოდის მოგება (ზარალი), რომლის მიხედვითაც ხდება გადასახადის გადახდა (დაბრუნება).

საგადასახდო ხარჯი არის ყველა ხარჯი, რომელიც გაწეულია საგადასახდო შემოსავლის მისაღებად, გარდა იმ ხარჯებისა, რომლებიც ექვემდებარებიან კაპიტალიზებას ან/და არ ექვემდებარებიან გამოქვითვას საგადასახდო კოდექსის მიხედვით.

საფინანსო და საგადასახდო მოგების განსხვავებული სიდიდეები წარმოქმნის მოგების განსხვავებულ გადასახადს.

ერთ-ერთი მიზეზი საფინანსო და საგადასახდო მოგებას შორის არსებული სხვაობის არის ის, რომ ფირმის მიერ ამორტიზაციის ხარჯის აღიარება ხდება იმ მეთოდით, რომელსაც ფირმა აირჩევს. ხოლო საგადასახდო მეთოდით ამორტიზაციის ხარჯების აღიარება ხდება საგადასახდო კოდექსით.

საფინანსო მოგებასა და საგადასახდო მოგებას შორის წარმოქმნილი (დასაბეგრი და გამოსაქვითი) სხვაობა წარმოადგენს ვალდებულებას ან აქტივს. როდესაც საგადასახდო მოგება აღემატება საფინანსო მოგებას წარმოიქმნება დროებითი სხვაობა, რომლის აღიარება მომავალში მოხდება. ასეთი სხვაობა წარმოადგენს აქტივს და მას ეწოდება **გადავადებული საგადასახდო აქტივი**. როდესაც საფინანსო მოგება აღემატება საგადასახდო მოგებას, ასეთი სხვაობა წარმოადგენს ვალდებულებას და მას ეწოდება **გადავადებული საფინანსო ვალდებულება**.

¹ ა. ხორავა, ნ. კვატაშიძე, ნ. სრესელი, ზ. გოგრიჭიანი, ბუღალტრული აღრიცხვა, თბ.2004, გვ.498

ნებისმიერი ქვეყნის ბიზნეს გარემოზე მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს ამ ქვეყნის საგადასახადო სამარლებრივი ნორმები. რაც თავის მხრივ საგადასახდო დაგეგმვის აუცილებლობას განაპირობებს. საგადასახდო დაგეგმვას საგადასახდო კანონმდებლობაც ითვალისწინებს. რაც იმაში გამოიხატება, რომ საგადასახდო კანონმდებლობით დაბეგვრის სხვადასხვა რეჟიმის დაშვებაა შესაძლებელი.

ფირმებისათვის საგადასახდო დაგეგმვის ერთ-ერთ მთავარ მიზანს **გადასახადების გადახდის მინიმიზაცია** წარმოადგენს, რომლის მიღწევა სხვადასხვა გზითაა შესაძლებელი. გადასახადის გადახდის სიდიდე სწორედ აღნიშნული გზების შერჩევაზეა დამოკიდებულია. საგადასახდო დაგეგმვის აუცილებლობას უმეტესად საგადასახდო ტვირთის სიმძიმე განსაზღვრავს. საგადასახდო ტვირთი შემოსავლებში გადასახადის ხვედრითი წილით განისაზღვრება. აღსანიშნავია ისიც, რომ წვირდ, საშუალო და მსხვილ ფირმებს საგადასახდო დაგეგმვის სხვაგვარაა შესაძლებლობები გააჩნიათ.

სამეწარმეო საქმიანობის ყველა შემოსავალი არ იბეგრება. ამ მხრივ უდიდეს ყურადღებას იმსახურებს საგადასახდო ბაზის შემცირება, რომლის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ფაქტორს ამორტიზაცია (ცვეთა) წარმოადგენს. საერთაშორისო პრაქტიკა, აქტივის მომსახურების პერიოდში, აქტივების ცვეთის დარიცხვის სხვადასხვა მეთოდს იყენებს. ესენია: **წრფივი; დაჩქარებული (შემცირებადი ნაშთის), რიცხვითა ჯამის და წარმოების ერთეულთა ჯამის (მწარმოებლურობის პროპორციული ცვეთის) მეთოდი.**

ამორტიზაციის დარიცხვის **წრფივი მეთოდის** საფუძველს აქტივის **ამორტიზაციის ღირებულება (აქტივის ცვეთის თანხა)** წარმოადგენს, რომელიც ცვეთის პერიოდში თანაბრად ნაწილდება. კომპანიების უმეტესობა საგადასახდო მიზნებისათვის **დაჩქარებული ამორტიზაციის** მეთოდს იყენებს. აღნიშნული მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში, აქტივის მომსახურების პერიოდის მიხედვით, კლებადი ცვეთის თანხა დაირიცხება.

ამგვარად მსოფლიო სააღრიცხვო პრაქტიკაში, არსებობს ცვეთის დარიცხვის განსვავებული მეთოდები, რომელიც საჭიროა მიზნობრივად იქნეს გამოყენებული. ცვეთის დარიცხვის მეთოდის შერჩევა უნდა მოხდეს მოსალოდნელი ეკონომიკური სარგებლის შესაბამისად. მისი შეცვლა დამოკიდებულია იმ მოსალოდნელ ეკონომიკური სარგებლზე, რომელიც აქტივის გამოყენებით მიღება.

საკონტროლო კითხვები

1. რა წარმოადგენს ფირმის საგადასახადო დაგეგმვის მიზანს?
2. დაბეგვრის პრაქტიკა გადასახადის აცილების რამდენ ძირითად გზას იცნობს? დაახასიათეთ თითოეული მათგანი.
3. საგადასახადო დაგეგმვა რამდენი ფორმითაა შესაძლებელი? ჩამოთვალეთ და დაახასიათეთ თითოეული მათგანი.
4. რა არის აქტივის ცვეთა და როგორ ხდება ფირმის საგადასახადო ბაზის შემცირება?
5. ჩამოთვალეთ აქტივის ცვეთის დარიცხვის მეთოდები.
6. დაახასიათეთ აქტივების ცვეთის დარიცხვის წრფივი მეთოდი;
7. დაახასიათეთ დაჩქარებული (შემცირებადი ნაშთის) ცვეთის მეთოდი
8. დაახასიათეთ აქტივების ცვეთის დარიცხვის რიცხვითა ჯამის მეთოდი
9. დაახასიათეთ აქტივების ცვეთის დარიცხვა მწარმოებლურობის ცვეთის მეთოდით
10. როგორ ხდება საფინანსო მოგების დაყვანა საგადასახადო მოგებაზე?

ძირითადი ამოცანები თვითშეფასებისათვის

1. ფირმამ შეიძინა აქტივი, რომლის საბალანსო ღირებულება 7 მლნ ლარს უდრის, ხოლო მისი სალიკვიდაციო ღირებულება 7 წლის შემდეგ 700 000 ლარი გახდება. განსაზღვრეთ: ა. აქტივის ცვეთის თანხა ბ. წლიური ცვეთის ნორმა თუ კი გამოიყენება ამორტიზაციის დარიცხვის წრფივი მეთოდი.
3. ფირმამ შეიძინა აქტივი, რომლის საბალანსო ღირებულება 7 მლნ ლარს უდრის. აქტივის მომსახურების ვადა 10 წელია. ამორტიზაციის დაჩქარებული მეთოდის გამოყენებით განსაზღვრეთ: ცვეთი დარიცხვის ფიქსირებული პროცენტი; წლიური ცვეთის ნორმა და აქტივის წლიური ცვეთის თანხა.
4. ფირმამ შეიძინა აქტივი, რომლის საბალანსო ღირებულება 7 მლნ ლარს უდრის. აქტივის მომსახურების ვადა 7 წელია. განსაზღვრეთ აქტივის წლიური ცვეთის თანხა ცვეთის დარიცხვის რიცხვითა ჯამის მეთოდის გამოყენებით.

ტესტები თვითშეფასებისათვის

1. ფირმებისათვის საგადასახადო დაგეგმვის ერთ-ერთ მთავარ მიზანს წარმოადგენს:
 - ა. გადასახადების გადახდის მინიმიზაცია;
 - ბ. გადასახადების გადახდის ოპტიმიზაცია;
 - გ. გადასახადების გადახდის მაქსიმიზაცია.
2. გადასახადების დადგენა (დარიცხვა), როგორც წესი ფუნქციურად და უშუალოდ:
 - ა. წარმოებასთან არ არის დაკავშირებული;
 - ბ. წარმოებასთან დაკავშირებულია;
 - გ. ახდენს გავლენას პროდუქციის რეალიზაციაზე.

3. დაჩქარებული ცვეთის მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში:

- ა. სალიკვიდაციო ღირებულება გაითვალისწინება აქტივის მომსახურების პირველი ორ წელს;
- ბ. სალიკვიდაციო ღირებულების გათვალისწინება ყოველთვის ხდება
- გ. სალიკვიდაციო ღირებულების გათვალისწინება ყოველთვის არხდება

4. ბასს-ის თანახმად დაჩქარებული ცვეთის მეთოდი გარკვეული დროის შემდეგ:

- ა. გადადის ცვეთის დარიცხვის რიცხვითა ჯამის მეთოდზე.
- ბ. გადადის ცვეთის დარიცხვის წრფივი მეთოდზე.
- გ. გადადის ცვეთის დარიცხვის წარმოების ერთეულთა ჯამის მეთოდზე.

5. დაჩქარებული ცვეთის დარიცხვის შემთხვევაში ხუთწლიანი სიცოცხლის მქონე \$10 000 აქტივის ამორტიზაცია პირველ წელს იქნება:

- ა. \$ 4 000
- ბ. \$ 2 000
- გ. \$ 2 500

6. ცვეთის დარიცხვის დაჩქარებული მეთოდის შემთხვევაში გამოიყენება:

- ა. ორწლიანი მიდგომა;
- ბ. ერთწლიანი მიდგომა;
- გ. ნახევარწლიანი მიდგომა.

7. წლიური ცვეთის თანხის რიცხვითა ჯამის მეთოდით გაანგარიშების დროს:

- ა. დარჩენილი წლების რაოდენობა იყოფა ცვეთის თანხაზე და მრავლდება რიცხვითა ჯამზე;
- ბ. დარჩენილი წლების რაოდენობა იყოფა რიცხვითა ჯამზე და მრავლდება ცვეთის თანხაზე;
- გ. რიცხვითა ჯამი იყოფა დარჩენილი წლების რაოდენობაზე და მრავლდება ცვეთის თანხაზე;

8. წარმოების ერთეულთა ჯამის მეთოდის გამოყენება ნიშნავს:

- ა. ცვეთის დარიცხვას მსგავსი გამოყენებული აქტივების მიხედვით;
- ბ. ცვეთის დარიცხვას მსგავსი აქტივების მიერ წარმოებული პროდუქციის მიხედვით.
- გ. ცვეთის დარიცხვას აქტივების მოსალოდნელი გამოყენების ან წარმოებული პროდუქციის მიხედვით.

9. როდესაც საგადასახადო მოგება აღემატება საფინანსო მოგებას წარმოიქმნება დროებითი სხვაობა, რომლის აღიარება მომავალში მოხდება. ასეთი სხვაობა წარმოადგენს:

- ა. გადავადებული მოკლევადიან ვალდებულებას.
- ბ. გადავადებული საფინანსო ვალდებულებას.
- გ. გადავადებული საგადასახადო აქტივის;

ლიტერატურა

პირითადი:

ლილი გვენეტაძე, კორპორაციული ფინანსები, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი I, თბილისი 2010.

სავალდებულო ლიტერატურა:

1. ჯემს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაშოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორე მუცე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008. თავი 2.
2. ა. ხორავა, ნ. კვატაშიძე, ნ. სრესელი, ზ. გოგრიჭიანი, ბუღალტრული აღრიცხვა, ნაწილი II : თავის 1., თავი 11.
3. Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008., Глава 29
4. Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., Глава 1.
5. Н. Е. Заяц., Таория налогов., Минск, 2002.

დამატებითი ლიტერატურა:

1. Зви Боди. Роберт К. Мертон Финансы. Изд. Дом Вильямс Москва Санкт_Петербург Киев 2005
2. ზაირა ღუდუშაური, ფინანსური მენეჯმენტი, თბილისი, 2007.
3. ლილი გვენეტაძე, ფინანსების ზოგადი თეორია., თბილისი, 2007.
4. საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა <http://www.nplg.gov.ge/ge/index.htm>
5. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო. სტატისტიკის დეპარტამენტი <http://www.statistics.ge/>
6. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (www.pbo.ge)
7. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო www.mof.ge
8. კორპორაციული აინანთები ინტერნეტ გამოცემა <http://www.gaap.ru/biblio/>

თავი მესამე

ფულის ღირებულება დროში და კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიული ხარჯები:

მესამე თავი შესწავლის შემდეგ თქვენ შეძლებთ ახსნათ: რაში მდგომარეობს დროში ფულის ღირებულების პრინციპის არსი ერთჯერადი გადასახდელების შემთხვევაში; როგორ იცვლება ფულის ღირებულება დროში; რას წარმოადგენს პროცენტის დარიცხვის მარტივი და რთული მეთოდი და როგორ მიიღება საპროცენტო შემოსავლი, ნაზარდი კაპიტალი, (ინვესტორის შემოსულობა); რა დამოკიდებულება არსებობს ნაზარდ კაპიტალსა და გადასახდელის მომავალ ღირებულებას შორის; რას ნიშნავს მომავალი ღირებულება და კომპონდირება, ახლანდელი ღირებულება და დისკონტირება; რა განსხვავებაა კაპიტალის ზრდის კოეფიციენტსა და დისკონტირების კოეფიციენტს შორის; რა გავლენას ახდენს პროცენტის დარიცხვის პერიოდულობა გადასახდელის მომავალ ღირებულებაზე; რას წარმოადგენს ეფექტური საპროცენტო განაკვეთი და როგორ შეიძლება მისი განსაზღვრა; რა გავლენას ახდენს უწყვეტი დარიცხვა გადასახდელის მომავალ და მიმდინარე ღირებულებაზე; რა დამოკიდებულება არსებობს სანვეტიციო პროექტის მიმდინარე ღირებულებას, შემოსავლიანობასა და ალტერნატიულ დანახარჯებს შორის.

3.1. ფულის ღირებულება დროში

ფული საფინანსო ურთიერთობის მატერიალური საფუძველია და მისი ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფუნქცია დაგროვებაა. ამასთან უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ ფული არ შეიძლება მიგაკუთნოთ დაგროვების საუკეთესო საშუალებას, რადგანაც ფულის ღირებულება დროში იცვლება. გავიხსენოთ ისიც, რომ ფირმები ეფექტური საინვესტიციო გადაწყვეტილების შედეგად, ფინანსური ღირებულებას რამდენიმე ცვლადის მონაწილეობით ქმნიან. მათ შორის უმნიშვნელოვანესია: **ფულადი საშუალებების ნაკადი, დრო და რისკი.**

ფინანსური მენეჯერის ერთ-ერთ მნიშვნელოვანი ფუნქცია სინვესტიციო წინადადებების შეფასებაა, რაც დროში ფულის ღირებულების გათვალისწინებას მოითხოვს. შესაბამისად დროში ფულის ღირებულების განსაზღვრა საფინანსო ურთიერთობის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს პრინციპს და მრავალი ფინანსური გადაწყვეტილების მამოძრავებელ ძალას წარმოადგენს. ამ პრინციპის არსი მდგომარეობს იმაში, რომ დღეს მიღებული ფულადი ერთეულით (პირობითად ერთი დოლარით) მეტი რაოდენობის საქონლის ან მომსახურების შეძენა შეიძლება, ვიდრე მომავალში მიღებული ამ ერთი დოლარით იქნება შესაძლებელი.

ინვესტორმა, დროის ფაქტორის გათვალისწინებით, უნდა იცოდეს რა იქნება მისი რეალურ შემოსავალი. ინვესტორს შეუძლია მიიღოს შემოსავალი, როგორც ერთბაშად (ერთჯერადად) ისე მრავალჯერადად, ფულადი თანხის ნაკადის სახით. ჯერ განვიხილოთ რა გავლენას ახდენს დროში ფულის ღირებულების პრინციპი ერთჯერად გადასახდელზე.

მაინც როგორ იცვლება ფულის ღირებულება დროში? იმისათვის, რომ პასუხი გავცეთ ამ კითხვას, უწინარეს ყოვლისა უნდა ვიცოდეთ როგორ მიიღება **საპროცენტო შემოსავალი, ნაზარდი კაპიტალი, (ინვესტორის შემოსულობა) და რას წარმოადგენს მარტივი და რთული პროცენტი.** განვიხილოთ თითოეული მათგანი.

3.2 საპროცენტო შემოსავალი და ნაზარდი კაპიტალი

ფულადი კაპიტალის (დანაზოგის) მფლობელი შემოსავლის მიღების მიზნით ახდენს ინვესტიციას (დაბანდებას). ფულადი კაპიტალის (დანაზოგის) ინვესტირების სხვადასხვა შესაძლებლობები არსებობს. მათ შორის **სესხის გაცემა** ფულადი კაპიტალის ინვესტირების ერთ-ერთ ეფექტურ გზას წარმოადგენს.

ნებისმიერი ტიპის ინვესტიციის მიზანი – მოგების მიღებაა და იგი ბიზნესის ნაირსახეობაა. ერთი ტიპის ინვესტიცია სხვებთან მიმართებაში კაპიტალის დაბანდების ალტერნატიულ შესაძლებლობას წარმოადგენს. უფრო მაღალი მოგების მომტანი ინვესტიცია უფრო აქტიურია და, რომ შეიძლებოდეს მისი ზუსტი და წინასწარი შეფასება, მეწარმეობა რთული და სარისკო საქმე არ იქნებოდა. შესაბამისად ნებისმიერი სახის დაბანდება გარკვეულ ალბათობას მოიცავს, მაღალი მოგება მართალია მიმზიდველია, მაგრამ ის თითქმის ყოველთვის დიდ რისკთანაა დაკავშირებული.

ფულადი კაპიტალის ინვესტირების ეფექტურობის ერთ-ერთი განმსაზღვრელი მაჩვენებელია **საპროცენტო განაკვეთი**. იგი განსაზღვრავს მისაღები საპროცენტო შემოსავლის i -ს (*interest*) სიდიდეს, ე.ი. იმას თუ რა თანხით გაიზრდება საწყისი ფულადი კაპიტალი. საპროცენტო განაკვეთი განისაზღვრება ფორმულით:

$$r = \frac{i}{P \times n} \quad (1)$$

სადაც: i - მისაღები საპროცენტო შემოსავლის (პროცენტის) სიდიდეა; r - ათწილადებში გამოხატული ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი; P – საწყისი ფულადი კაპიტალი; n - ინვესტიციის ვადა. i - სიდიდეს საპროცენტო ფულს, საპროცენტო შემოსავალს, ან უბრალოდ პროცენტს უწოდებენ. 1 ფორმულის მიხედვით შეიძლება საპროცენტო შემოსავლის გაანგარიშება:

$$i = P \times r \times n \quad (2)$$

ამგვარად, სესხის გაცემით მოსალოდნელი შემოსავლის ოდენობა სამ ფაქტორზეა

(პარამეტრზე) დამოკიდებული. კერძოდ: **საწყისი ფულადი კაპიტალის სიდიდეზე, საპროცენტო განაკვეთზე და დაბანდების ვადაზე.**

საპროცენტო შემოსავალი და საწყისი ინვესტირებული ფულადი კაპიტალი ერთად ქმნის ნაზარდ კაპიტალს (S), რომელსაც ასევე საწყისი კაპიტალის მომავალ ღირებულებას უწოდებენ და ის ინვესტორის შემოსულობას, ხოლო მსესხებლისათვის (ემიტენტისათვის) გადასახდელს წარმოადგენს. ხოლო P საწყის კაპიტალს, მომავალი ფულადი შემოსულობის ახლანდელ ღირებულებას უწოდებენ. ნაზარდი კაპიტალი შეიძლება განისაზღვროს ფორმულით.

$$S = P + i \quad (3)$$

აქვე უნდა აღინიშნოს ის, რომ რაც ინვესტორისათვის შემოსავალია, ის გადამხდელისათვის (მსესხებლისათვის ან ემიტენტისათვის) არის ხარჯი. ამასთან ყველა შემოსავალი შემოსულობაა, ხოლო ყველა შემოსულობა შემოსავალს არ წარმოადგენს. ასე მაგალითად საპროცენტო შემოსავალი ინვესტორის შემოსავალია, ხოლო გასესხებული საწყისი ფულადი კაპიტალი არ შეიძლება იყოს ინვესტორის შემოსავალი, რადგანაც ის ვალდებულებების დაფარვასთანაა დაკავშირებული. ისევე როგორც ყველა ხარჯი გადასახდელია, ხოლო ყველა გადასახდელი არ შეიძლება ხარჯი იყოს. კერძოდ პროცენტი მსესხებლის (ემიტენტის) ხარჯია, ხოლო ნასესხები ფულადი თანხა მისი გადასახდელია და არა ხარჯი. რამდენადაც კრედიტი ვალდებულებების დაფარვიდან გამომდინარეობს. ნასესხები თანხა გარკვეული ვადის შემდეგ მის მფლობელს (ინვესტორს) უბრუნდება.

3.3. მარტივი და რთული პროცენტი

პრაქტიკაში ინვესტიციების მოზიდვის მიზნობრიობიდან გამომდინარე, შეიძლება გამოიყენებულ იქნეს, **პროცენტის დარიცხვის როგორც მარტივი, ისე რთული მეთოდი.** შესაბამისად ინვესტორის შემოსულობა (საწყისი სასესხო კაპიტალის მომავალი ღირებულება), განსხვავებული იქნება.

ასე მაგალითად დაუშვათ, რომ კლიენტს ბანკში შეაქვს დანახოვი 1000 \$, ბანკის წლიური საპროცენტო განაკვეთი 6 %-ს შეადგენს. თუ კი ბანკი იყენებს მარტივი პროცენტის დარიცხვის მეთოდს ერთი წლის შემდეგ კლიენტის ანგარიშზე იქნება:

$$S_1 = \$1\,000 + \$1\,000 \times 0,06 = \$1\,000 + \$60 = \$1\,060.$$

ორი წლის შემდეგ ანგარიშზე აღმოჩნდება:

$$\begin{aligned} S_2 &= \$1\,060 + \$1\,000 \times 0,06 = \$1\,000 + \$1\,000 \times 0,06 + \$1\,000 \times 0,06 = \\ &= \$1\,000(1 + 0,06 + 0,06) = \$1\,000(1 + 0,06 \times 2) = \$1\,120 \end{aligned}$$

აღნიშნული გამოთვლების მიხედვით, მარტივი პროცენტის დარიცხვის გათვალისწინებით, შეიძლება n წლის შემდეგ (S) ნაზარდი კაპიტალის ზოგადი ფორმულა გამოვიყვანოთ:

$$\begin{aligned} S_n &= P + i = P + P \times r \times n = P(1 + r \times n) \\ S_n &= P(1 + r \times n) \end{aligned} \quad (4)$$

მე-4 ფორმულაში $(1+r \times n)$ -ს ეწოდება მარტივი პროცენტის მიხედვით კაპიტალის ზრდის კოეფიციენტი. ჩვენი მაგალითისთვის თუ გამოვიყენებთ მე-4 ფორმულას მივიღებთ:

$$S_2 = \$ 1\,000 \times (1 + 0,06 \times 2) = \$ 1\,120$$

ამგვარად მარტივი პროცენტით დარიცხვა ნიშნავს იმას, რომ ყოველ მომდევნო პერიოდში ნაზარდ კაპიტალს ემატება (i) საპროცენტო შემოსავალი. თავის მხრივ (i) საპროცენტო შემოსავალი მიიღება საწყის ფულადი კაპიტალის გამრავლებით ათწილადებში გამოსახულ (r) საპროცენტო განაკვეთზე და (n) დროის პერიოდზე. პრაქტიკაში ხშირად გამოიყენება არა მხოლოდ მარტივი არამედ რთული პროცენტის დარიცხვის მეთოდი. რომლის დროსაც ყოველ მომდევნო პერიოდში საპროცენტო შემოსავალი ნაზარდ კაპიტალს ემატება. ამასთან რთული პროცენტის დარიცხვის შემთხვევაში საპროცენტო შემოსავალი წარმოადგენს ნაზარდი კაპიტალისა და (r) ათწილადებში გამოსახულ საპროცენტო განაკვეთის ნამრავლს.

ჩვენი მაგალითის მიხედვით, რთული პროცენტის დარიცხვის მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში, ერთი წლის შემდეგ შეანაბრეს ანგარიშზე ექნება:

$$S_1 = \$ 1\,000 + \$ 1\,000 \times 0,06 = \$ 1\,060$$

ორი წლის შემდეგ ნაზარდი კაპიტალი (S_2) იქნება:

$$\begin{aligned} S_2 &= \$ 1\,060 + \$ 1\,060 \times 0,06 = \$ 1\,060 \times (1 + 0,06) = \\ &= \$ 1\,000 \times (1 + 0,06) \cdot (1 + 0,06) = \$ 1\,000 (1 + 0,06)^2 = \$ 1\,123,60 \end{aligned}$$

ჩვენი მაგალითის მიხედვით შეიძლება გამოვიყვანოთ, რთული პროცენტის დარიცხვის მეთოდით, შეანაბრის ნაზარდი კაპიტალის ფორმულა:

$$S_n = P (1 + r)^n \quad (5)$$

მე-5 ფორმულაში $(1+r)^n$ წარმოადგენს რთული პროცენტის მიხედვით კაპიტალის ზრდის კოეფიციენტს. თუ კი შევადარებთ პროცენტის დარიცხვის მარტივ და რთულ მეთოდს დავინახავთ განსხვავებას. ჩვენს მიერ მოყვანილი მაგალითში, მარტივი პროცენტის დარიცხვის დროს ორი წლის შემდეგ შეანაბრის ანგარიშზე ნაზარდი კაპიტალი 1120,0 დოლარი იყო. მაშინ როდესაც რთული პროცენტით დარიცხვის შემთხვევაში ნაზარდი კაპიტალი 1123,60 დოლ გახდა. განსხვავებამ შეაგინა 3,60 დოლ. კერძოდ თუ კი წლიური განაკვეთი 6%-ია ორი წლის შემდეგ რთული პროცენტის მიხედვით შეანაბრეს დამატებით ერიცხება

$$\$ 60 \times 0,06 = \$ 3,6.$$

3.4. მომავალი ღირებულება და კომპონდირება

გადასახდელის (ფულის ნაკადის) მომავალი ღირებულება, რომელიც დღეს სრულდება, არის გადახდის ღირებულება იმ ვარაუდით, რომ ის მომავალში რაღაც დროის შემდეგ უნდა გადაიხადონ. უმეტეს შემთხვევაში დღევანდელი გადასახდელის მომავალი ღირებულების განსაზღვრა რთული პროცენტის დარიცხვის (**kompounding**) კომპაუნდინგის გათვალისწინებით ხდება. დღევანდელი გადასახდელის მომავალი ღირებულების დადგენას კომპონდირება ეწოდება.

მომავალი გადასახდელის – ახლანდელი ღირებულება არის გადასახდელის ღირებულება, რომელიც თითქოს დაუყოვნებლივ უნდა იქნეს გადახდილი. მომავალი გადასახდელის ახლანდელ ღირებულებაზე დაყვანას (discounting) დისკონტირება ეწოდება.

კაპიტალის ზრდის კოეფიციენტი $(1+r)^n$, საპროცენტო განაკვეთით (r) და დღევანდელი და მომავალ გადასახდელებს შორის დროის პერიოდით (n), მათემატიკურად აკავშირებს ფულადი თანხის დღევანდელ და მომავალ ღირებულებას. თუ კი დღევანდელ ღირებულებას (საწყის ფულად კაპიტალს) აღვნიშნავთ PV –თი, ხოლო მომავალ ღირებულებას (ნაზარდ ფულად კაპიტალს) FV -თი, მაშინ მე-5 ფორმულის მიხედვით ფულადი კაპიტალის მომავალ და დღევანდელ ღირებულებას შორის დამოკიდებულებას, რთული პროცენტის დარიცხვის მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში, ექნება შემდეგი სახე:

$$FV = PV (1 + r)^n \quad (6)$$

მე-6 ფორმულაში $(1+r)^n$ უწოდებენ მომავალი ღირებულების კაპიტალის ზრდის კოეფიციენტს. განვიხილოთ მაგალითი; დაუშვათ კლიენტმა ბანკში 5 წლით 150 დოლ. შეინახა მაშინ, როდესაც წლიური საპროცენტო განაკვეთი 12 %-ს შეადგენდა. რა იქნება შენახული თანხის მომავალი ღირებულება ხუთი წლის გასვლის შემდეგ? თუ კი მე-6 განტოლებას გამოვიყენებთ მივიღებთ:

$$FV = \$ 150 \times (1,12)^5 = \$ 264,35$$

ამგვარად 5 წლის შემდეგ კლიენტის შემოსულობა 264.35 დოლ. გახდება. უნდა აღინიშნოს, რომ დროში ფულის ღირებულების მე-6 განტოლება, ფართოდ გამოიყენება სხვადასხვა გაანგარიშებისათვის და ფინანსური ურთიერთობისათვის ის ფუნდამენტურ განტოლობას წარმოადგენს.

3.5. მომავალი ღირებულება და პროცენტების დარიცხვის პერიოდულობა

რაც უფრო ხშირია პროცენტის პროცენტზე დარიცხვა, მით უფრო სწრაფად იზრდება დღევანდელი ღირებულება.¹ ასე მაგალითად დაუშვათ, რომ ბანკში მეანაბრემ შეიტანა \$ 1 000 იმ პირობით, რომ წლიური საპროცენტო განაკვეთი 12% იქნება

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001. с.22.

და პროცენტის პროცენტზე დარიცხვა უნდა განხორციელდეს წელიწადის ყოველ ექვს თვეში. შესაბამისად წლის პირველ ნახევარში მეანაბრის ანგარიშზე იქნება:

$$1000 \times \left(1 + \frac{0,12}{2}\right) = \$1060$$

ხოლო როდესაც ნახარდ შემოსავალს მომდევნო ექვსი თვის შემდეგ კვლავ დაერიცხება პროცენტი მეანაბრის შემოსავალი წლის ბოლოს გახდება:

$$1060 \times \left(1 + \frac{0,12}{2}\right) = 1123,60\$$$

ზოგადად როდესაც (n) წლის განმავლობაში რთული პროცენტის დარიცხვა ხდება (m) პერიოდულობით, მაშინ ერთი წლის შემდეგ, (r) წლიური საპროცენტო განაკვეთის პირობებში, მომავალი ღირებულება შეიძლება განისაზღვროს ფორმულით:

$$FV = PV \left[1 + \frac{r}{m}\right]^m \quad (7)$$

3.6. ეფექტური (ფაქტიური) საპროცენტო განაკვეთი

რაც უფრო ხშირია პროცენტის პროცენტზე დარიცხვის პერიოდულობა მით უფრო სწრაფად იზრდება კაპიტალის დღევანდელი ღირებულება (საწყისი კაპიტალი).

ეფექტური (ფაქტიური) საპროცენტო განაკვეთი r_e არის წლის განმავლობაში დარიცხული საპროცენტო განაკვეთის ერთობლიობა, რომელიც წლიური საპროცენტო განაკვეთის ექვივალენტურია. ასეთი წლიური საპროცენტო განაკვეთი ცნობილია, როგორც ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი.

ეფექტური და ნომინალური განაკვეთი, ან გამოცხადებული საპროცენტო განაკვეთი ერთმანეთის ტოლია იმ პირობით, რომ ერთი და მეორეც წარმოშობს ერთი და იგივე მომავალ ღირებულებას. იმისათვის რომ განსაზღვროთ ეფექტური საპროცენტო განაკვეთი ჩვენ უნდა გადავწყვიტოთ შემდეგი განტოლება:

$$(1 + r_e) = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m \quad (8)$$

მე-8 განტოლება შეიძლება ავსხნათ შემდეგნაირად. მისი მარცხენა ნაწილი გვიჩვენებს ერთი წლის შემდეგ 1 დოლ-ის მომავალ ღირებულებას, რომელსაც ერიცხება ეფექტური (ფაქტიური) საპროცენტო განაკვეთი. ხოლო განტოლების მარჯვენა ნაწილი გვიჩვენებს ერთი დოლარის მომავალ ღირებულებას, რომელსაც (m) პერიოდისათვის ერიცხება რთული პროცენტი (r/m) განაკვეთით. რამდენადაც (m) პერიოდი ერთ წელს ქმნის. მე-8 განტოლებით შეიძლება აიხსნას ის მოთხოვნა, რომლის მიხედვითაც მომავალი ღირებულების ორივე მნიშვნელობა ერთმანეთის

ტოლია. ხოლო ეფექტური (ფაქტიური) საპროცენტო განაკვეთი r_e გაიანგარიშება:

$$r_e = \left(1 + \frac{r}{m}\right)^m - 1$$

ასე მაგალითად როდესაც ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი 12 %-ია, პროცენტის პროცენტზე ყოველთვიური დარიცხვის პირობებში, თვიური საპროცენტო განაკვეთი 1 %-ი იქნება. შესაბამისად ეფექტური საპროცენტო განაკვეთი r_g იქნება:

$$r_g = \left(1 + \frac{0,12}{12}\right)^{12} - 1 = 0,1268 \text{ ან } 12,68\%$$

ამგვარად ჩვენ დავაბანდეთ რა ერთი დოლარი, წლის ბოლოს მივიღეთ 1,1268 დოლ. შესაბამისად ერთი დოლარის დაბანდების შემთხვევაში, როდესაც ნომინალური საპროცენტო განაკვეთით 12 %-ია, ხოლო პროცენტის პროცენტზე დარიცხვა ხდება ყოველთვიურად, ეფექტური (ფაქტიური) საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს 12,68 %.

3.7. დღევანდელი ღირებულება და დისკონტირება

იმის გათვალისწინებით, რომ დღეს დაბანდებულ ფულად კაპიტალს გააჩნია მომავალი ღირებულება, მომავალ გადასახდელებსაც გააჩნიათ ასევე დღევანდელი ღირებულება. მე-6 განტოლების გარდაქმნით შეიძლება მივიღოთ მომავალი გადასახდელის დღევანდელი (დისკონტირებული) ღირებულების განტოლება:

$$PV = \frac{FV}{(1+r)^n} \quad (9)$$

განვიხილოთ მაგალითი, დაუშვათ, რომ თქვენ გყავთ მდიდარი ბიძა, რომელიც გპირდებათ, რომ ერთი წლის შემდეგ მოგცემთ 1 000 დოლ. მიმდინარე საპროცენტო განაკვეთი 10 პროცენტია. თქვენ შეგიძლიათ, დღევანდელი ღირებულების ფორმულის გამოყენებით, გამოთვალოთ 1 000 დოლ.-ის დღევანდელი ღირებულება:

$$PV = \frac{\$1000}{1+0,1} = \$909,09$$

ამგვარად თუ კი წლიური საპროცენტო განაკვეთი 10 %-ია, ერთი წლის შემდეგ მისაღები 1 000 დოლ.-ის დღევანდელი ღირებულება ტოლი იქნება 909, 09 დოლ.-ის. აქვე შეგვიძლია დავამტკიცოთ ისიც, რომ 909, 09 დოლ.-ის მომავალი ღირებულება 10%-იანი წლიური საპროცენტო განაკვეთის პირობებში ერთი წლის შემდეგ 1 000 დოლ. იქნება. საყურადღებოა ის, რომ დღევანდელი და მომავალი ღირებულება ერთი მედლის ორ მხარეს წარმოადგენს, რამდენადაც მომავალი ღირებულების ფორმულის მარტივი გარდაქმნით მიიღება დღევანდელი ღირებულების ფორმულა. განვიხილოთ მაგალითი:

დაუშვათ, რომ წლიური საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს 13 %-ს, ხოლო ოთხი წლის შემდეგ უნდა მიიღოთ 1630,47 დოლ. რა იქნება მისი დღევანდელი ღირებულება?

$$PV_4 = \frac{\$1630,47}{(1+0,13)^4} = \frac{\$1630}{1,6305} = \$1000$$

ამგვარად ჩვენ ვხედავთ, რომ თუ კი საპროცენტო განაკვეთი იქნება 13%, დღეს ჩვენ უნდა დავაბანდოთ 1 000 დოლ. იმისათვის რომ ოთხი წლის შემდეგ 1630,47 დოლ. მივიღოთ. ფულის დროითი ღირებულების განსაზღვრას უადრესად დიდი პრაქტიკული მნიშვნელობა აქვს ეკონომიკაში არსებული დანაზოგის მიზნობრივი და ეფექტიანი ინვესტირებისათვის.

3.8. რთული პროცენტის უწყვეტი ღარიცხვა

გასული საუკუნის 60-70-იან წლებამდე შემნახველ-გამსესხებელ კომპანიებში განთავსებულ დეპოზიტებზე, ტრადიციულად საპროცენტო განაკვეთს, როგორც რთული პროცენტის წლიური განაკვეთის ისე აცხადებდნენ.¹ ამ დროს მთავრობა წლიური საპროცენტო განაკვეთის ზედა ზღვარს ადგენდა. ამასთან პროცენტის ღარიცხვის ინტერვალის რეგულირება არ ხდებოდა. როდესაც საპროცენტო განაკვეთის ზღვარის შემცირება დაიწყო, შემნახველ-გამსესხებელი კომპანიები მასიურად ჯერ ნახევარწლიანი, ხოლო შემდეგ ყოველთვიური პროცენტის ღარიცხვაზე გადავიდნენ. რაც შესაბამისად წარმოადგენდა რთული პროცენტის წლიური განაკვეთის ექვივალენტს, პირველ შემთხვევაში $(1+r/2)^2 - 1$, და მეორე შემთხვევაში $(1+r/12)^{12} - 1$.

ბოლოს და ბოლოს ერთმა კომპანიამ განაცხადა, რომ გადავიდოდა პროცენტის უწყვეტად ღარიცხვაზე, რაც გულისხმობდა წლის განმავლობაში პროცენტის თანმიმდევრულ და უწყვეტ გადახდას. მე-7 ფორმულასთან მიმართებაში ეს ნიშნავს იმას, რომ m -ის მნიშვნელობა უსასრულობისაკენ მიისწრაფის. თუ კი m -ის მნიშვნელობა უსასრულობისაკენ მიისწრაფის მაშინ ერთი დოლარის მნიშვნელობა (მომავლი ღირებულება) $[1+(r/m)]^m$ მიახლოებით უდრის $(2,718)^r$. რიცხვი 2,718 წარმოადგენს e -ს, ნატურალური ლოგარითმის ფუძეს (გავიხსენოთ ელემენტარული მათემატიკა როდესაც n მიისწრაფის $\rightarrow \infty$ უსასრულობისაკენ $n=100\,000$, მაშინ:

$$\left(1 + \frac{1}{n}\right)^n = 2,718.$$

შესაბამისად თუ კი გვინდა ვიპოვოთ n წლის შემდეგ საწყისი დეპოზიტის მომავალი ღირებულების მნიშვნელობა, როდესაც r საპროცენტო განაკვეთით პროცენტი უწყვეტად დაერიცხება, შეიძლება გამოვიყენოთ ფორმულა:

$$FV_n = PV_0 (e)^{rn} \quad (10)$$

ასე მაგალითად თუ ბანკში შევიტანთ 100 დოლარს მისი მომავალი ღირებულება,

¹ **Брейли Р. Майерс С.** Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008., часть первая, Глава 18. с. 40

სამი წლის შემდეგ, 8% პროცენტის უწყვეტი დარიცხვის შემთხვევაში იქნება:

$$FV_3 = \$100 (e)^{(0,08 \times 3)} = \$100 (2,718)^{0,24} = \$127,12$$

თუ კი რთული პროცენტით მუდმივი დარიცხვით მომავალი ღირებულების მიღებულ შემდეგ შევადარებთ ყოველწლიური რთული პროცენტის დარიცხვით მომავალი ღირებულების შემდეგ განსხვავებას დავინახავთ:

$$FV_3 = \$100(1+0,08)^3 = \$125,97$$

ამგვარად, მოცემული ნომინალური საპროცენტო განაკვეთის პირობებში, რთული პროცენტის მუდმივი დარიცხვით, n პერიოდის ბოლოს, შესაძლო მომავალ ღირებულების მაქსიმალური სიდიდეს ვღებულობთ.

თუ კი აღნიშნული პრინციპით ვისარგებლებთ, საპროცენტო განაკვეთის მუდმივი დარიცხვის შემთხვევაში, ასევე შეგვიძლია n წლის შემდეგ მისაღები შემოსავლის მიმდინარე ღირებულების ფორმულა გამოვიყენოთ:

$$PV_n = \frac{FV}{e^m} \quad (10)$$

შესაბამისად ნომინალური საპროცენტო განაკვეთით, პროცენტის მუდმივი დარიცხვის შემთხვევაში, შესაძლო შემოსავლის ახლანდელი ღირებულების მინიმალური სიდიდეს მივიღებთ.

3.9. მომავალი და დღევანდელი ღირებულების ცხრილების მნიშვნელობა

დროში ფულის ღირებულების შეფასების დროს შეიძლება გამოყენებულ იქნეს ცხრილები, რომელშიც მოცემულია საპროცენტო განაკვეთებისა და პერიოდების გათვალისწინებით ერთი დოლარის, როგორც მომავალი ისე დღევანდელი ღირებულების საპროცენტო კოეფიციენტები. ეს ცხრილები სპეციალურ სახელმძღვანელოებში დანართის სახითაა მოცემული. იმისათვის, რომ ვნახოთ როგორ გამოიყენება ეს ცხრილები, მაგალითისათვის ავიღეთ ერთი დოლარის მომავალი ღირებულების ცხრილის ნაწილი (იხ. ცხრ. 1).

ერთი დოლარის მომავალი ღირებულება

ცხრილი 1

პერიოდის რიცხვი	საპროცენტო განაკვეთი			
	1 %	2 %	3 %	4 %
1	1,0100	1,0200	1,0300	1,0400
2	1,0201	1,0404	1,0609	1,0816
3	1,0303	1,0612	1,0927	1,1249
4	1,0406	1,0824	1,1255	1,1699
5	1,0510	1,1040	1,1593	1,2167

განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ, რომ სამი თვის შემდეგ გსურთ გაიგოთ 2 000 დოლარი მომავალი ღირებულება იმ პირობით, რომ ყოველთვიური საპროცენტო განაკვეთი $r = 2\%$ -ს. ცხრილი 1. წარმოდგენილია მატრიცის სახით, რომელშიც პერიოდებისა და პროცენტის გადაკვეთაზე მოცემულია ერთი დოლარის მომავალი ღირებულება. მაგალითის მიხედვით 1 დოლ-ის მომავალი ღირებულების საპროცენტო კოეფიციენტი 1,0612. ამასთან სამ თვის შემდეგ ჩვენ გვინტერესებს არა ერთი დოლარის, არამედ 2 000 დოლარის ღირებულება. ამიტომ უბრალოდ კოეფიციენტი უნდა გავამრავლოთ 2 000 დოლარზე. შესაბამისად ამ თანხის მომავალი ღირებულება იქნება:

$$FV = \$ 2\,000 \times 1,0612 = \$ 2122,40$$

გასათვალისწინებელია ისიც, რომ ცხრილში მოცემულია საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც არ არის სავალდებულო იყოს წლიური საპროცენტო განაკვეთი. ანალოგიურად იმისა, რომ პერიოდები არ გულისხმობს, მხოლოდ წლების რიცხოვნებას. ჩვენს მაგალითში მოცემული იყო ყოველთვიური საპროცენტო განაკვეთი, პერიოდად კი ერთი თვეა აღებული.

აუცილებელია გვახსოვდეს უმნიშვნელოვანესი წესი, რომლის მიხედვითაც დრო და საპროცენტო განაკვეთი აუცილებლად ერთი და იგივე დროის ერთეული პერიოდით უნდა იქნეს ასახული. ასე მაგალითად თუ კი პერიოდად აღებულია ერთი დღე მაშინ საპროცენტო განაკვეთიც უნდა ასახავდეს დღიურ საპროცენტო განაკვეთს და ა. შ.

როგორც მომავალი ისე დღევანდელი ღირებულების კოეფიციენტის განსაზღვრისათვის იყენებენ შემოკლებულ ფორმულას. ასე მაგალითად მომავალი ღირებულების საპროცენტო კოეფიციენტი გამოითვლება:

$$FV(r,n) = (1+r)^n \quad (11)$$

თუ კი მე-10 ფორმულაში ჩავსვათ $r = 2\%$ და $n = 3$ მნიშვნელობებს, მომავალი ღირებულების კოეფიციენტს ექნება შემდეგი სახე:

$$FV(r,n) = (1 + 0,02)^3 = 1.0612$$

ანალოგიურად გამოითვლება დღევანდელი ღირებულების საპროცენტო კოეფიციენტი:

$$PV(r,n) = \frac{1}{(1+r)^n} \quad (12)$$

მიუხედავად იმისა, რომ დროში ფულის ღირებულების შესაფასებლად ცხრილები საკმაოდ მოხერხებულია ის ყველა მოთხოვნას მაინც ვერ აკმაყოფილებს. რამდენადაც ცხრილი შეიცავს საპროცენტო განაკვეთებისა და პერიოდების

მხოლოდ მთელ მნიშვნელობებს. შესაბამისად ხსენებული ცხრილების გამოყენება შეუძლებელი იქნება მაშინ თუ კი მაგალითად საპროცენტო განაკვეთი 10,5 %-ს ხოლო პერიოდის რიცხოვნობა 5,5 %-ს შეადგენს. ასეთ შემთხვევაში აუცილებელია შესაბამისი ფორმულის გამოყენებით ჩატარდეს გამოთვლები.

3.10. მიმდინარე ღირებულება, ჟამოსავლიანობა და ალტერნატიული დანახარჯები
კომპანიები სახსრებს აბანდებენ როგორც, რეალურ ისე ფინანსურ აქტივებში. ნებისმიერი საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიზანია მოიძიოს ისეთი აქტივები, რომელთა ღირებულება მათზე გადახდილ ფასს აღემატება.

აქტივების ღირებულების განსაზღვრა ზოგიერთ შემთხვევაში რთული არ არის. შეიძლება ითქვას, რომ უძრავი ქონების შეფასების პრობლემას ამარტივებს აქტივების ბაზრის არსებობა, რომელზეც ყიდიან და ყიდულობენ ყველა სახის ქონებას. ხშირად ასეთი შეფასებისთვის არ არის საჭირო ღირებულების არანაირი ფორმალური თეორია, უბრალოდ საკმარისია ყურადღება მივაქციოთ ბაზარზე მიმდინარე პროცესებს.

მიუხედავად აღნიშნულისა მნიშვნელოვანია ასევე ვიცოდეთ, თუ როგორ დგინდება აქტივების ფასი ინტენსიურად მოქმედ ბაზარზე. თუნდაც უკვე ჰქონდეს აქტივების შემფასებელს თავისი სიტყვა, თქვენ უნდა გესმოდეთ, თუ რატომ ღირს სასაწყობე ნაგებობა ვთქვათ, 250 000 ლარი, და არც მეტი და არც ნაკლები; გასათვალისწინებელია ისიც, რომ უმრავლეს კორპორაციულ აქტივთა ბაზრები ძალზე ვიწროა.

ნებისმიერი ფორმა, როგორც წესი ყოველთვის ცდილობს ქონდეს ის აქტივები, რომელიც მისთვის უფრო მეტ ფასეულობას წარმოადგენს, ვიდრე მას შეიძლება სხვისთვის ქონდეს. მაგალითად, თქვენს საწყობს გააჩნია მეტი ღირებულება, თუ შეგიძლიათ მისი უკეთ განკარგვა, ვიდრე ვინმე სხვა განკარგავს. ამ შემთხვევაში მსგავსი ნაგებობების საბაზრო ფასები, თქვენი მმართველობის ქვეშ საწყობის ნამდვილი ღირებულების შესახებ წარმოდგენას არ მოგვცემს. ამ დროს აუცილებელია ვიცოდეთ, ის თუ რა განსაზღვრავს აქტივების ფასეულობას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, **გვეჭირდება ღირებულების თეორია.**

ფინანსური თეორია მიუთითებებს, რომ განვახორციელოთ ინვესტიცია, თუ მას გააჩნია დადებითი წმინდა მიმდინარე (ახლანდელი) ღირებულება, ე. ი. თუ ახალი შენობის ღირებულება აღემატება მისი მშენებლობისთვის საჭირო ინვესტიციების ოდენობას. ამასთან შესაძლებელია საინვესტიციო წინადადებას გააჩნდეს წმინდა მიმდინარე ღირებულების დადებითი მნიშვნელობა იმ მარტივი მიზეზის გამო, რომ

ინვესტიციების შემოსავლიანობა აღმოჩნდა კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიული დანახარჯებზე მეტი.

მაინც რას ნიშნავს საინვესტიციო პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება, შემოსავლიანობა და კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიული დანახარჯები?

მიმდინარე ღირებულება. დაუშვათ ფირმას გააჩნდა საოფისე შენობა, რომელიც დაიწვა. მას 200 000 ლარის ღირებულების სადაზღვევო კომპანიის ჩეკი და 50000 ლარის ღირებულების ცარიელი მიწის ნაკვეთი დარჩა. ამის შემდეგ ფირმამ საოფისე შენობის აღდგენა გადაწყვიტა, მაგრამ უძრავი ქონების კონსულტანტი სასაწყობო შენობის აგებას ურჩევს. სავარაუდოდ საწყობის მშენებლობაზე 350 000 ლარი დაიხარჯება. გასათვალისწინებელია ასევე მიწის ღირებულებაც, რომელიც შეიძლება 50 000 ლარად გაიყიდოს. მეორე მხრივ, კონსულტანტს მაჩნია, რომ ერთი წლის შემდეგ ახლად აშენებული საწყობი შეიძლება 400 000 ლარად გაიყიდოს. ამრიგად, ფირმას შეუძლია ამჟამად დააბანდოს 350 000 ლარი იმ იმედით, რომ მომავალი წელს 400 000 ლარს მიღებს. ფირმამ უნდა მიიღოს ეს წინადადება, იმ შემთხვევაში თუ მოსალოდნელი შემოსავლის (400 000 ლარი) მიმდინარე ღირებულება (PV) ინვესტიციის ხარჯებზე (350 000 ლარს) მეტი იქნება. მაშასადამე, საჭიროა განისაზღვროს ერთი წლის შემდეგ მისაღები 400 000 ლარი ახლანდელი ღირებულება თუ აღემატება 350 000 ლარს.

აღსანიშნავია ისიც, რომ ფირმისათვის საწყობის მშენებლობა და შემდგომ მისი გაყიდვა – ერთი წლის შემდეგ 400 000 ლარი მიღების ერთ-ერთი ხერხია. მას ასევე შეუძლია ეს სახსრები, ერთი წლის დაფარვის ვადით, დააბანდოს ფასიან ქაღალდებში წლიური 7 % განაკვეთით. მაინც რა როდენობის თანხა უნდა დააბანდოს ფირმამ ხსენებულ ფასიან ქაღალდებში, რომ წლის ბოლოს 400 000 ლარი მიიღოს?

ამაში დააგვეხმარება ჩვენთვის ცნობილი მიმდინარე ღირებულების განტოლება:

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

სადაც PV მომავალი შემოსავლის ახლანდელი ღირებულებაა, $1/(1+r)$ დისკონტის კოეფიციენტი, r შემოსავლიანობის ნორმაა რომელსაც ინვესტორი გადასახდელის გადავადებისათვის ითხოვს. ხოლო (FV) შემოსავლების მომავალი ღირებულებაა, რომელიც ახლა C-თი აღვნიშნოთ. მაშინ:

$$PV = C \frac{1}{(1+r)}$$

$$PV = 400\ 000 \text{ ლარი} / 1,07 = 373\ 832 \text{ ლარი.}$$

ამგვარად ერთი წლის შემდეგ 400 000 ლარის მიმდინარე ღირებულება 7% განაკვეთის შემთხვევაში 373 832 ლარს შეადგენს.

ახლა დავუშვათ, რომ ფირმამ დაიწყო რა საწყობის აშენება, მაშინვე გადაწყვიტა გაეყიდოს პროექტი. რამდენად შეძლებს მის გაყიდვას? იმის გათვალისწინებით, რომ საკუთრების აღნიშნული ობიექტი ერთი წლის შემდეგ 400 000 ლარი ეღირება, აშუამად ნებისმიერი ინვესტორი ამ პროექტში 373 832 ლარს გადაიხდის. ეს ზუსტად იმდენივეა, რაც უზრუნველყოფს 400 000 ლარის შემოსავლის მიღებას, თუ კი ინვესტორი სასხსრებს ფასიან ქაღალდებში დააბანდებს. რა თქმა უნდა, ფირმას ყოველთვის შეუძლია საკუთარი უძრავი ქონება უფრო დაბალ ფასში გაეყიდოს, მაგრამ რატომ გაყიდის უფრო იაფად, ვიდრე ბაზარს შეუძლია შეთავაზოს. პროექტის მიმდინარე ღირებულება 373 832 ლარის ოდენობით, ეს მხოლოდ შესაძლო ფასია, რომელიც დღეს აკმაყოფილებს მყიდველსაც და გამყიდველსაც. ასეთ შემთხვევაში უძრავი ქონების მიმდინარე ღირებულება მის საბაზრო ფასს წარმოადგენს.

ამგვარად **შემოსავლიანობის იმ ნორმის** მიხედვით მოგახდინეთ მოსალოდნელი მომავალი შემოსავლის დისკონტირება, რომელსაც საშუალოდ ალტერნატიული ინვესტიციები კაპიტალის ბაზარზე იძლევიან. შემოსავლიანობის ამ ნორმას ხშირად უწოდებენ **დისკონტირების განაკვეთს, ზღვრულ** (მინიმალურად მისაღებ) **შემოსავლიანობას ან კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ დანახარჯებს** (ალტერნატიულ დანახარჯებს კაპიტალზე). ამგვარად r არის ალტერნატიულ დანახარჯები, რადგან ის წარმოადგენს შემოსავლიანობას, რომელზეც უარს ამბობს ინვესტორი, აბანდებს რა ფულს რომელიმე პროექტში და არა ფასიან ქაღალდებში. ჩვენს მაგალითში ალტერნატიული დანახარჯები შეადგენენ 7 %-ს.

წმინდა მიმდინარე ღირებულება – როგორც ვხედავთ ახლად აშენებული სასაწყობე შენობის მიმდინარე ღირებულებამ 373 832 ლარი შეადგინა. მაგრამ ეს არ ნიშნავს იმას, რომ ფირმა უკვე 373 832 ლარით გამდიდრდა. შენობის აშენებაზე უნდა დაიხარჯოს 350 000 ლარი. შესაბამისად პროექტის **წმინდა მიმდინარე ღირებულება (NPV)** შეადგენს 23 832 ლარს.

$$NPV = -I + \frac{C}{(1+r)} = -350\,000 + 373\,832 = 23\,832$$

როგორც ვხედავთ ფირმის სასაწყობე შენობის მიმდინარე ღირებულება მისი მშენებლობის ხარჯებს აღემატება, ე. ი. პროექტი იძლევა ღირებულების წმინდა ნამატს.

3.10. ა) მიმდინარე ღირებულება და ინვესტიციების შემოსავლიანობა

საწყობის მშენებლობასთან დაკავშირებით ჩვენ მივედით შემდეგ დასკვნამდე: იმის გათვალისწინებით, რომ საწყობის პროექტის მიმდინარე ღირებულება აღემატება მასთან დაკავშირებულ დანახარჯებს, ფირმამ მშენებლობას მხარი უნდა დაუჭიროს. აღნიშნული ნიშნავს იმას, რომ პროექტს გააჩნია დადებითი წმინდა მიმდინარე ღირებულება. პროექტის მიმდინარე ღირებულების დისკონტირება ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის მიხედვით განვახორციელეთ.

უნდა აღინიშნოს ის, რომ პრაქტიკაში პროექტის შეფასების სხვა მეთოდსაც იყენებენ. კერძოდ: უძრავ ქონებასთან დაკავშირებულ პროექტის განხორციელებას აზრი ექნება მაშინ, თუ კი მისი შემოსავლიანობა კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ დანახარჯებს აღემატება. საინვესტიციო გადაწყვეტილების შემოსავლიანობა მიიღება მოგების უბრალო შეფარდებით თავდაპირველ ხარჯებთან. ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში:

$$\text{შემოსავლიანობა} = \frac{\text{მოგება}}{\text{ინვესტიციები}} = \frac{400\,000 - 350\,000}{350\,000} = 0,143 \text{ ანუ } 14\%$$

კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიული დანახარჯები იმ შემოსავლიანობის ტოლია, რომელიც ხელიდანაა გაშვებული ფასიან ქაღალდებში ინვესტიციებზე უარის თქმის გამო. თუ სასაწყობე შენობის მშენებლობა დაკავშირებულია ისეთივე რისკთან, როგორიცაა ინვესტიციები საფონდო ბაზარზე, მაშინ ხელიდანაა გაშვებული მოგება 7 %-ის ოდენობით. რამდენადაც საოფისე შენობის შემოსავლიანობის 14 % ალტერნატიული დანახარჯების 7 %-ს აღემატება.

შესაბამისად არსებობს წესები, რომლითაც უნდა ვიხელმძღვანელოთ საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღების დროს.

1. წმინდა მიმდინარე ღირებულების წესი: განვახორციელოთ დადებითი წმინდა მიმდინარე ღირებულების მქონე ინვესტიციები.
2. შემოსავლიანობის წესი: განვახორციელოთ ის ინვესტიციები, რომელთა შემოსავლიანობა კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ ხარჯებს აღემატება.

გვახსოვდეს: საინვესტიციო პროექტის კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიული ხარჯები იმ მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ტოლია, რომელსაც ინვესტორები ითხოვენ იმ ჩვეულებრივი აქციებიდან ან სხვა ფასიანი ქაღალდებიდან, რომლებიც პროექტის შესაბამის რისკს ექვემდებარებიან. პროექტის მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრით, ე.ი. მოსალოდნელი ფულის ნაკადი ალტერნატიული ხარჯებით დისკონტირებით, თქვენ იღებთ იმ თანხას, რომელსაც ინვესტორები (მათ შორის საკუთარი კომპანიის აქციონერები) მზად არიან პროექტისათვის გადაიხადონ. ყოველთვის როდესაც პოულობთ და იღებთ პროექტს დადებითი წმინდა მიმდინარე ღირებულებით, თქვენი კომპანიის აქციონერების სიმდიდრე იზრდება.

საფინანსო ურთიერთობის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს პრინციპს დროში ფულის ღირებულების განსაზღვრა წარმოადგენს. მისი მთავარი აზრი მდგომარეობს იმაში, რომ დღეს მიღებული ერთი ლარი, მომავალში მიღებულ ერთ ლარზე მეტი ღირს, რამდენადაც ფულის დაბანდებით პროცენტის მიღება შეგვიძლია. საპროცენტო შემოსავლი დამოკიდებულია საწყისი ფულადი კაპიტალის სიდიდეზე, საპროცენტო განაკვეთზე და დაბანდების ვადაზე.

საპროცენტო შემოსავალი ინვესტორის შემოსავალია, ხოლო მსესხებლის ხარჯი. ყველა შემოსავალი შემოსულობაა და ყველა ხარჯი გადასახდელია, მაშინ როდესაც ყველა შემოსულობა არ არის შემოსავალი ისევე როგორც ყველა გადასახდელი ხარჯი არ არის.

პრაქტიკაში გამოიყენება პროცენტის დარიცხვის, როგორც მარტივი, ისე რთული მეთოდი. მარტივი პროცენტის დარიცხვის შემთხვევაში საპროცენტო შემოსავალი მიიღება საწყისი ფულადი კაპიტალის საპროცენტო განაკვეთზე გამრავლებით, ხოლო რთული პროცენტის დარიცხვის შემთხვევაში საპროცენტო შემოსავალი მიიღება პროცენტზე პროცენტის დარიცხვით. აღსანიშნავია ისიც, რომ რაც უფრო ხშირია პროცენტის პროცენტზე დარიცხვა მით უფრო მაღალია ეფექტური საპროცენტო განაკვეთი. პროცენტის უწყვეტი დარიცხვის შემთხვევაში კი მომავალი გადასახდელის მაქსიმალური და მიმდინარე გადასახდელის მინიმალური სიდიდე მიიღება.

ხშირ შემთხვევაში გადასახდელების (შემოსულობების) ღირებულება დროში რთული პროცენტის დარიცხვის პრინციპის გამოყენებით განისაზღვრება. დღევანდელი გადასახდელის მომავალი ღირებულების დადგენას **კომპონდირება**, ხოლო მომავალი გადასახდელის ახლანდელ ღირებულებაზე დაყვანას **დისკონტირება** ეწოდება.

გადასახდელის მომავალი ღირებულების ფორმულა $FV = PV (1 + r)^n$ ფართოდ გამოიყენება სხვადასხვა გაანგარიშებისათვის და ფინანსური ურთიერთობისათვის ის ფუნდამენტურ განტოლობას წარმოადგენს.

კომპანიები სახსრებს აბანდებენ როგორც, რეალურ ისე ფინანსურ აქტივებში. მათი შეფასების დროს გამოიყენება ღირებულების თეორია, რომელიც დროში ფულის ღირებულების პრინციპს იყენებს.

კითხვები განმეორებისათვის:

1. რაში მდგომარეობს დროში ფულის ღირებულების პრინციპის არსი?
2. როგორ მიიღება საპროცენტო შემოსავალი და ნაზარდი კაპიტალი და რა განსხვავება არსებობს მათ შორის?
3. ჩამოთვალეთ საპროცენტო შემოსავლის სიდიდის განმსაზღვრელი ფაქტორები.
4. რა წარმოადგენს ფულადი კაპიტალის ინვესტირების ეფექტურობის ერთ-ერთ მაჩვენებელს და როგორ განისაზღვრება ის?
5. პრაქტიკაში პროცენტის დარიცხვის რამდენი მეთოდი გამოიყენება?
6. ასხენით რას ნიშნავს რთული პროცენტის დარიცხვის მეთოდი?
7. რას ნიშნავს გადასახდელის მომავალი ღირებულება და კომპონდირება?
8. მათემატიკურად რა აკავშირებს ფულადი თანხის დღევანდელ და მომავალ ღირებულებას?
9. გამოიყვანეთ და ასხენით ფულის დროითი ღირებულების ფუნდამენტური ფორმულა.
10. რომელი ფორმულით შეიძლება განისაზღვროს მომავალი ღირებულება და პროცენტების დარიცხვის პერიოდულობა?
11. რას წარმოადგენს ეფექტური (ფაქტიური) საპროცენტო განაკვეთი?
12. როგორ შეიძლება მივიღოთ მომავალი გადასახდელის დღევანდელი (დისკონტირებული) ღირებულების განტოლება?
13. რა მნიშვნელობა აქვს მომავალი და დღევანდელი ღირებულების ცხრილებს?
14. როდის არ შეიძლება მომავალი და დღევანდელი ცხრილების გამოყენება?
15. განსაზღვრეთ რას ნიშნავს ინვესტიციების შემოსავლიანობა, დისკონტის კოეფიციენტი, დისკონტის განაკვეთი, შემოსავლიანობის ნორმა, და კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ ხარჯები?
16. როგორ განისაზღვრება საინვესტიციო პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება?
17. ასხენით რას ნიშნავს ინვესტიციების შემოსავლიანობა.
18. რაში მდგომარეობს წმინდა მიმდინარე ღირებულების წესი და შემოსავლიანობის წესი, როგორია ორივე წესის შედეგი?

ამოცანები თვითშეფასებისათვის

1. დაუშვათ, რომ საბანკო ინვესტიციების სფეროში გახდით ბიზნესის ადმინისტრირების მენეჯერი. შესაბამისად გსურთ შეიძინოთ BMW მარკის მანქანა, რომელიც 28 000 დოლარი ღირს. ასევე აუცილებელია იზრუნოთ თქვენს ჩაცმულობაზე და შესაბამისად გადაწყვიტეთ იყიდოთ ლურჯ ზოლებიანი პიჯაკი რომელიც ღირს 3 248 დოლარი. გასათვალისწინებელია ისიც, რომ თქვენი მუდმივი ხარჯები მიმდინარე წელს 34 000 დოლარი იქნება. ხელშეკრულებით თქვენი ხელფასი მიმდინარე წელს 42 000 დოლარს შეადგენს, ხოლო მომავალ წელს 46 000 დოლარი იქნება. რა თანხა დაგრჩებათ მომავალ წელს თუ კი თქვენი ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსებას შეეცდებით 14%-იანი ვალის აღებით და რა იქნება მისი მომავალი ღირებულება;

2. თუ კი საპროცენტო განაკვეთია 12 % რა იქნება ოთხ წელიწადში 235 დოლარის მომავალი ღირებულება;

3. 139 დოლარის მიმდინარე ღირებულება 125 დოლარის ტოლია. გაიანგარიშეთ რამდენი იქნება დისკონტირების კოეფიციენტი?

ტესტები თვითშეფასებისათვის

1. საწყისი კაპიტალის გამრავლებით ათწილადებში გამოსახულ (r) საპროცენტო განაკვეთზე და (n) დროის პერიოდზე მიიღება საპროცენტო შემოსავალი:

- ა. რთული პროცენტის შემთხვევაში;
- ბ. მარტივი პროცენტის შემთხვევაში;
- გ. საშუალო პროცენტის შემთხვევაში

2. $1/(1+r)^n$ წარმოადგენს:

- ა. დისკონტის კოეფიციენტს;
- ბ. კაპიტალის ზრდის კოეფიციენტს;
- გ. დისკონტის განაკვეთს

3. ნაზარდი კაპიტალი მიიღება:

- ა. საწყისი კაპიტალი გაყოფილი საპროცენტო შემოსავალზე;
- ბ. საწყისი კაპიტალს მიმატებული საპროცენტო შემოსავალი;
- გ. საპროცენტო შემოსავალი გაყოფილი საწყის კაპიტალზე.

4. მომავალი და დღევანდელი ღირებულების ცხრილებში დრო და საპროცენტო განაკვეთი აუცილებლად უნდა იყოს ასახული:

- ა. ერთი და იგივე დროის ერთეულში;
- ბ. სხვადასხვა დროის ერთეულში;
- გ. დროის ერთეულს მნიშვნელობა არა აქვს.

5. დისკონტირების განაკვეთს უწოდებენ:

- ა. კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ ხარჯებს;
- ბ. კაპიტალის ზრდის კოეფიციენტს;
- გ. ინვესტიციების შემოსავლიანობას.

6. ინვესტიციებში ფულის დაბანდება ხელსაყრელია

- ა. როდესაც წმინდა მიმდინარე ღირებულება უარყოფითია;
- ბ. როდესაც წმინდა მიმდინარე ღირებულება დადებითია;
- გ. არ აქვს მნიშვნელობა.

7. რთული პროცენტის დარიცხვის შემთხვევაში;

- ა. პროცენტი დაერიცხება ძირითად თანხასაც და პროცენტსაც;
- ბ. პროცენტი დაერიცხება მხოლოდ ძირითად თანხას;
- გ. პროცენტი ერიცხება მხოლოდ პროცენტს.

ლიტერატურა

პირითადი:

ლილი გვენეტაძე, კორპორაციული ფინანსები, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი I, თბილისი 2010.

სავალდებულო ლიტერატურა:

1. ჯეიმს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაპოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორე მეთე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008. ნაწილი I თავი 3.
2. Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2004. Глава 2
3. Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., Глава 2.

დამატებითი ლიტერატურა:

1. ზაირა ღუდუშაური, ფინანსური მენეჯმენტი, თბილისი, 2007.
2. ლილი გვენეტაძე, ფინანსების ზოგადი თეორია, თბილისი, 2007.
3. Зви Боди. Роберт К. Мертон Финансы. Изд. Дом Вильямс Москва Санкт_Петербург Киев 2005
4. საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა <http://www.nplg.gov.ge/ge/index.html>
5. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო. სტატისტიკის დეპარტამენტი <http://www.statistics.ge/>
6. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (www.pbo.ge)
7. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო www.mof.ge
8. საქართველოს საფონდო ბირჟა (www.cse.ge)
9. „საქართველოს ეკონომიკის მიმართულებები“- (ყოველკვარტალური მიმოხილვა (www.geplac.org))
10. კორპორაციული ფინანსები ინტერნეტ გამოცემა <http://www.gaap.ru/biblio/>

თავი მეოთხე

დროში ფულის ღირებულების გაანგარიშების მეთოდები (სერიული გადასახდელები)

ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღება ხშირად სერიულ (თანაბარ მრავალჯერად) გადასახდელებს უკავშირდება. რიგ შემთხვევაში მსესხებელი ვალდებულია ნასესხები თანხა არა ერთბაშად, არამედ ერთნაირი თანხა ნაწილ-ნაწილ თანაბარი პერიოდულობით დააბრუნოს. მეოთხე თავის შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ: როგორ გამოვიყენოთ სერიული (მრავალჯერადი) გადასახდელების ნაკადის ღირებულების შესაფასებლად დროში ფულის ღირებულების განსაზღვრის პრინციპი. კერძოდ: როგორ განვსაზღვროთ უვადო რენტისა და მზარდი უვადო რენტის მიმდინარე ღირებულება; რას წარმოადგენს ანუიტეტი და როგორ განვსაზღვროთ ანუიტეტური გადასახდელების ღირებულება; როგორ განვსაზღვროთ პერიოდული გადასახდელები, სესხის ამორტიზაცია და ფულის ნაკადის რეალური მიმდინარე ღირებულება.

4.1. შპალო რენტა (Perpetuity) - არის ფიქსირებული, თანაბარი ფულადი თანხის გადასახდელების უსასრულოდ უწყვეტი ნაკადი, რომლის გადახდა განსაზღვრული დროის შემდეგ იწყება და ერთნაირი პერიოდულობით მიმდინარეობს.

განვიხილოთ მაგალითი. დაუშვათ, რომ შემნახველ ანგარიშზეა 20 000 დოლ. და მას ყოველწლიურად პროცენტზე პროცენტი ერიცხება $r=12\%$ -იანი განაკვეთით. ასეთ შემთხვევაში, თუ კი საპროცენტო განაკვეთი და ანგარიშზე არსებული საწყისი თანხა არ შეიცვლება, მისი მფლობელი ან მემკვიდრე ყოველწლიურად 2 400 დოლ. მიიღებს.

$$i = \$ 20\,000 \times 0,12 = \$ 2\,400$$

ნებისმიერი თანმიმდევრული და მრავალჯერადი გადასახდელის შეფასებისას გათვალისწინებული უნდა იქნეს მუდმივი წესი, რაც შემდეგში მდგომარეობს:

აუცილებელია ჯერ შეფასდეს ფულადი თანხის ყოველი ნაკადი, ხოლო შემდეგ მოხდეს მათი შეჯამება.

რაც შეეხება უვადო რენტას, იმის გათვალისწინებით, რომ ფულადი თანხის გადასახდელების უსასრულოდ უწყვეტი ნაკადის შეფასება ხდება, რაოდენ უცნაურადაც არ უნდა მოგვეჩვენოს, ყველა სხვა სახით ფულადი თანხის გადასახდელების ნაკადების შეფასებასთან შედარებით, ეს ყველაზე მარტივია.¹

კერძოდ, როგორც ვიცით უვადო რენტა პირველ გადახდას ითვალისწინებს შე-

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., с 45

თანხებიდან ერთი წლის შემდეგ. იმისათვის, რომ ვიპოვოთ უვადო რენტის დღევანდელი ღირებულება PV, რომელსაც ყოველ წლიურად r საპროცენტო განაკვეთის პირობებში მოაქვს C საპროცენტო შემოსავალი, შეიძლება გამოვიყენოთ გადასახდელების უსასრულო ნაკადის დღევანდელი ღირებულების ფორმულა:

$$PV = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \frac{C}{(1+r)^3} + \dots$$

აღვნიშნოთ: $\frac{C}{(1+r)} = a$ და $\frac{1}{(1+r)} = x$

მაშინ $PV = a (1 + x + x^2 + x^3 + \dots)$ (1)

თუ კი განტოლების ორივე მხარეს გავამრავლებთ x -ზე მივიღებთ:

$$PVx = a (x + x^2 + x^3 + x^4 + \dots) \quad (2)$$

გამოვაკლოთ პირველი განტოლებას მეორეს - მივიღებთ:

$$PV(1-x) = a \quad (3)$$

ჩავსვათ მე-3 ფორმულაში x და a :

$$PV = \left[1 - \frac{1}{1+r} \right] = \frac{C}{1+r}$$

თუ გავამრავლებთ ორივე მხარე $(1+r)$ მივიღებთ:

$$PV(1+r-1) = C \quad \text{აქედან}$$

$$PVr = C$$

$$PV = \frac{C}{r} \quad (4)$$

ამგვარად უვადო რენტის უსასრულო ჯამის მარტივი გარდაქმნით მივიღეთ, რომ უვადო რენტის დღევანდელი ღირებულება განისაზღვრება საპროცენტო შემოსავლის შეფარდებით საპროცენტო განაკვეთთან. აქ ძალზე მნიშვნელოვანია გვახსოვდეს, რომ **მე-4 ფორმულის მიხედვით, დღევანდელი ღირებულება არის, ერთ პერიოდში (ჩვეულებრივ ერთი წლის განმავლობაში), პირველ გადახდამდე თანხა**. სხვაგვარად ეს შეიძლება ასე აიხსნას. იმისათვის, რომ ვიპოვოთ უვადო რენტის დღევანდელი ღირებულება როდესაც $t = 0$ პირველი გადახდა უნდა მოხდეს $t=1$ დროში. ანალოგიურად თუ კი პირველი გადახდა ხდება მაშინ როდესაც $t = 18$, მაშინ უვადო რენტის დღევანდელი ღირებულების განსაზღვრა უნდა მოხდეს $t=17$ პერიოდში და ა. შ.

განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ არსებობს უვადო რენტის პროექტი, რომელიც ითვალისწინებს $r = 12\%$ -ის პირობებში ყოველწლიურად 2 500 დოლ. გადახდას.

საჭიროა გავიგოთ უვადო რენტის დღევანდელი ღირებულება. რაც მე-4 ფორმულის გამოყენებით შეიძლება ასე გამოვთვალოთ:

$$PV = \frac{2\,500}{0,12} = 20\,833,33$$

4.2. მზარდი უვადო რენტის მიმდინარე ღირებულება¹ - დაუშვათ, რომ მეცენატემ გადწყვიტა კათედრას გაუწიოს ფულადი დახმარება. მოულოდნელად გაახსენდა, რომ მხედველობიდან გამორჩა თანამშრომლების ხელფასის 4%-ით საშუალო წლიური ზრდა. აღნიშნულის გათვალისწინებით მეცენატემ ყოველწლიურად და უსასრულოდ უნდა უზრუნველყოს კათედრა: პირველ წელს 100 ათასს დოლარით, მეორე წელს $1,04 \times 100\,000$ და ა.შ.

თუ ხელფასის ზრდის ტემპებს g -თი აღვნიშნავთ, ჩვენ შეგვიძლია მრავალჯერადი ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულების ფორმულა წარმოვიდგინოთ შემდეგნაირად:

$$PV = \frac{C_1}{1+r_1} + \frac{C_2}{(1+r)^2} + \frac{C_3}{(1+r)^3} + \dots = \frac{C_1}{1+r} + \frac{C_1(1+g)}{(1+r)^2} + \frac{C_1(1+g)^2}{(1+r)^3} + \dots$$

ფრჩხილებში მოთავსებული უსასრულო თანხის ნაკადი წარმოადგენს გეომეტრიული პროგრესს, სადაც $a = \frac{C_1}{1+r_1}$, ხოლო $x = \frac{(1+g)}{(1+r)}$, უვადო რენტის ფორმულის გამოყენების დროს ჩვენ ვაჩვენებთ, რომ ეს უდრის $PV = \frac{a}{(1-x)}$. თუ კი ჩავსვათ a -ს და x -ის მნიშვნელობას მივიღებთ:

$$PV = \frac{C_1}{(r-g)} \quad (5)$$

უნდა გვახსოვდეს, რომ ნაღდი ფულის გადახდები რომელიც მრიცხველშია მოთავსებული ეს არის მომდევნო პერიოდის გადასახდელი. ამასთან ფორმულა გამოიყენება, მხოლოდ მაშინ როდესაც $r > g$. ჩვენ მაგალითის შემთხვევაში $r=10\%$ -ს. მაშინ:

$$PV = \frac{C_1}{(r-g)} = \frac{\$100\,000}{0,10-0,04} = \$1\,666\,667$$

4.3. ანუიტეტი (Annuity)

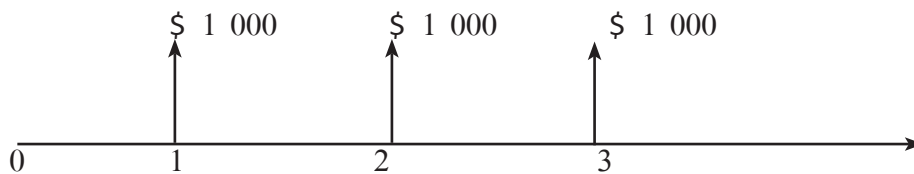
ფიქსირებული, თანაბარი ფულადი თანხის, გადასახდელების ნაკადს, რომელსაც დროის განსაზღვრულ შუალედში ერთნაირი პერიოდულობით (ყოველდღიურად, ყოველთვიურად ან ყოველწლიურად და ა.შ.) იხდიან, ანუიტეტი ეწოდება. Annuity -ინგლისური სიტყვაა და ყოველწლიურ რენტას ნიშნავს. ტერმინი Annuity ინგლისურიდან რუსულში შევიდა, როგორც Аннуитеты. ამგვარად სიტყვა ანუიტეტი, რომელსაც დღეს უკვე ქართულ სპეციალურ ლიტერატურაში ვხვდებით,

¹ Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008., с.36

რუსულიდანაა შემოსული. ტიპური ანუიტეტის მაგალითია კრედიტით ნაყიდი ავტომანქანა, რომელიც 4 წლის განმავლობაში ყოველთვიურად ითვალისწინებს თანაბარ ფულადი თანხის გადახდას.

იმისათვის, რომ განვსაზღვროთ ანუიტეტის ღირებულება აუცილებელია დავადგინოთ ცალკეული გადასახდელების ღირებულება და შემდეგ შევაჯამოთ.

საფინანსო ურთიერთობებში ანუიტეტის ღირებულების განსაზღვრა ჩვეულებრივი მოვლენაა. მაგალითად: განვიხილოთ ფიზიკურ პირთან დაკავშირებული შემთხვევა, რომელსაც სურს სამი წლის განმავლობაში გადაიხდოს 1 000 დოლ. ამასთან პირველი გადახდა უნდა მოხდეს შეთანხმების თარიღიდან ერთი წლის შემდეგ, თუ კი ჩვენ მივიჩნევთ, რომ $t = 0$ მაშინ გადასახდელების ნაკადს ექნება შემდეგი სახე (იხ. სურათი 1).



სურათი-1

ყურადღება უნდა მივაქციოთ იმას, რომ ჩვენს მაგალითში პირველი გადახდა შეთანხმებიდან ერთი წლის შემდეგ ხდება. ანუიტეტი, რომლის დროსაც პირველი გადახდა სრულდება შეთანხმებიდან ერთი წლის შემდეგ, ეწოდება **მარტივი ანუ ჩვეულებრივი ანუიტეტი**. თუ კი აუცილებელია პირველი გადახდა განხორციელდეს შეთანხმების მომენტიდან დაუყოვნებლივ, მაშინ ასეთ ანუიტეტს **დაჩქარებული ანუიტეტი** ეწოდება. როდესაც ვახსენებთ ანუიტეტს და არ არის მითითებული, იგულისხმება ჩვეულებრივი ანუიტეტი. ამასთან თუ კი ვიცით როგორ განვსაზღვროთ ჩვეულებრივი ანუიტეტი შევძლებთ დაჩქარებული ანუიტეტის განისაზღვრასაც.

4.3. ა) ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება – მომსახურების საფასურს ზოგჯერ დაუყოვნებლივ ვიხდით, ზოგჯერ კი შეგვიძლია გადავიხადოთ დროის განსაზღვრულ პერიოდში. განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ ორწლიანი ხელშეკრულების თანახმად მომსახურებელს უფლება ეძლევა გააკეთოს არჩევანი. კერძოდ: დაუყოვნებლივ გადაიხადოს მომსახურების საფასური – 1 500 დოლ. ან კიდევ შეთანხმებიდან ერთი წლის შემდეგ გადაიხადოს 850 დოლ. და ერთი წლის შემდეგ ისევ 850 დოლ. რომელი ვარიანტი იქნება უკეთესი? იმისათვის, რომ სწორი არჩევანი გაკეთდეს საჭიროა განისაზღვროს გადასახდელის სხვადასხვა ვარიანტების მიმდინარე ღირებულება და შეირჩეს ის ვარიანტი რომლის მიმდინარე ღირებულება ნაკლები იქნება.

ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება უნდა განისაზღვროს, როგორც ცალკეული გადასახდელების ჯამი. ამგვარი მიდგომის საფუძველზე ჯერ უნდა გამოვთვალოთ ცალკეული გადასახდელის მიმდინარე ღირებულებები და შემდეგ უკვე მოხდეს მათი შეჯამება. აღნიშნულის უკეთ გასაგებად, ორი წლის მიხედვით გავიანგარიშოთ 850 დოლ. ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება, როდესაც $r=12\%$:

$$PV = \frac{\$850}{1,12} + \frac{\$850}{1,12^2} = \$850 \left[\frac{1}{1,12} + \frac{1}{1,12^2} \right] = \$1436,5$$

იმის გათვალისწინებით რომ მიმდინარე ღირებულებამ შეადგინა 1436,5 დოლ. უმჯობესი იქნება მივიღოთ გადაწყვეტილება და გამოვიყენოთ განვადებით გადახდის შესაძლებლობა, ხოლო 1 500 დოლ. შეგვიძლია დავაბანდოთ 12%-იანი განაკვეთით.

ახლა განვიხილოთ მეორე მაგალითი: დაუშვათ, რომ ფირმას სურს სატვირთო ავტომანქანის კრედიტით შეძენა წლიური 10% -იანი განაკვეთის პირობებში. ამასთან ფირმამ განსაზღვრა, რომ საექსპლუატაციო და ტექნიკური მომსახურების ხარჯები პირველი ხუთი წლის განმავლობაში იქნება 500 დოლ. თუ კი გვინდა ვიპოვოთ მიმდინარე ხარჯების დღევანდელი ღირებულება უნდა მოვახდინოთ ყოველწლიური გადასახდელის დისკონტირება და შემდეგ შევაჯამოთ. გაანგარიშება მოცემულია ცხრილი 1-ში.

ცხრილი 1

წლები	ყოველწლიური ხარჯი	დისკონტირების კოეფიციენტი 10% განაკვეთის პირობებში	მიმდინარე ღირებულება
1	500	0,909	454,5
2	500	0,826	413,0
3	500	0,751	375,5
4	500	0,683	341,5
5	500	0,620	310
სულ			1895

განხილული მაგალითებში გაანგარიშება მარტივია, მაგრამ თუ კი გადახდა მაგალითად 50-ჯერ უნდა განხორციელდეს ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრა ბევრად უფრო რთული იქნება. ასეთ შემთხვევაშიც სარგებლობენ ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების კოეფიციენტის ცხრილით. რისთვისაც საჭიროა გვექონდეს მონაცემები: გადასახდელი თანხის, საპროცენტო განაკვეთისა და პერიოდების რიცხვობის შესახებ. ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების კოეფიციენტად ვიყენებთ $PA(r,n)$

სადაც r პერიოდის განმავლობაში საპროცენტო განაკვეთია, n პერიოდების რიცხვია (პერიოდი შეიძლება იყოს დღე, თვე, წელი და ა.შ.). ჩვენს მაგალითში

ანუიტეტის კოეფიციენტი $PA(12,2) = 1,6900$. ყურადღება მივაქციოთ იმას, რომ ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების კოეფიციენტი ითვალისწინებს პერიოდულ გადახდებს ერთი დოლარის ოდენობით. იმისათვის, რომ ვიპოვოთ ერთი დოლარისაგან განსხვავებული თანხის (ანუიტეტის) მიმდინარე ღირებულება, საჭიროა გადასახდელი თანხა (ანუიტეტი) გავამრავლოთ ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების კოეფიციენტზე:

$$PV = C \times PA(r,n) \quad (6)$$

განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ გჭირდებათ ხელსაწყო, რომლის გამყიდველი გთავაზობთ არჩევანს. კერძოდ, თქვენ შეგიძლიათ ეს ხელსაწყო შეიძინოთ და გადაიხადოთ დაუყონებლივ 11 000 დოლ. ან კიდევ, 12 თვის განმავლობაში ყოველთვიურად გადაიხადოთ 1 000 დოლ. გადახდას იწყებთ დათქმული თარიღიდან ერთი თვის შემდეგ. თუ კი საპროცენტო განაკვეთი თვეში 1 % შეადგენს, როგორ არჩევანს გააკეთებდით?

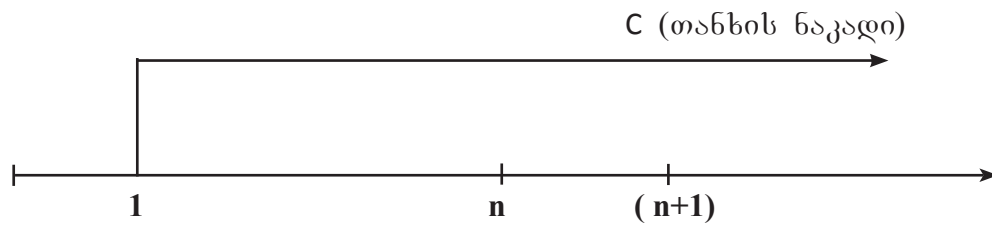
იმისათვის, რომ მიიღოთ გადაწყვეტილება აუცილებელია განსაზღვროთ შემოთავაზებული ვარიანტების მიმდინარე ღირებულება და შეადაროთ დაუყონებლივ გადასახდი თანხის მიმდინარე ღირებულებას. მაგალითიდან ჩანს, რომ დაუყონებლივ გადასახდელი თანხის მიმდინარე ღირებულება 11 000 დოლ. უდრის. ამიტომ თქვენთვის აუცილებელია, მხოლოდ 12 ყოველთვიური გადასახდელის მიმდინარე ღირებულება გაიანგარიშოთ. ეს არის ანუიტეტი, რომელიც 12 თანაბარი პერიოდს მოიცავს, ხოლო თითოეულ პერიოდში საპროცენტო განაკვეთი 1 % შეადგენს.

$$PV = C \times PA(1,12) = \$1\,000 \times 11,2551 = \$11\,255,1$$

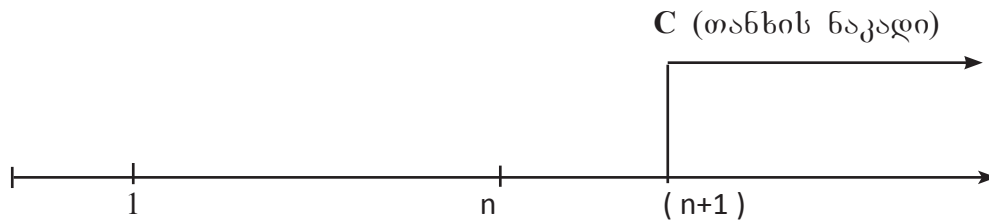
ამგვარად გაანგარიშებამ გვიჩვენა, რომ გადასახადის ნაკადის მიმდინარე ღირებულება უფრო მაღალია. შესაბამისად უმჯობესი იქნება ხელსაწყოს ფასი დაუყონებლივ იქნეს გადახადილი.

ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრის დროს იყენებენ, როგორც ცხრილს, ისე არსებობს ანუიტეტის განსაზღვრის ფორმულაც, რომელიც სამუდამო რენტის მიმდინარე ღირებულების ფორმულიდან მიიღება. განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ, რომ საქმე გვაქვს უსასრული რენტის ორი სერიასთან: პირველი სერიის შემთხვევაში – C თანხის გადახდა იწყება პირველივე წლიდან, როდესაც $t=1$. მეორე სერია ითვალისწინებს – იმავე C თანხის გადახდის დაწყებას ოდონდ $t=(n+1)$ პერიოდიდან. იხ. სურათი 2.

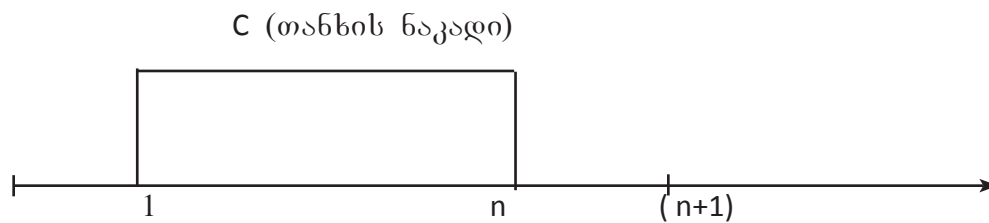
როგორც სურათი 2-დან ჩანს ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება შეიძლება განვიხილოთ როგორც ორ უვადო რენტას შორის სხვაობა.



ა) უვადო რენტა - პირველი სერია



ბ) უვადო რენტა - მეორე სერია



გ) ანუიტეტი = (უვადო რენტა I - უვადო რენტა II)

სურათი 2. ანუიტეტი – ორ უვადო რენტას შორის სხვაობა

პირველი სერიის მიხედვით უვადო რენტის მიმდინარე ღირებულება განისაზღვრება:

$$PV_1 = \frac{C}{r}$$

რაც შეეხება უვადო რენტის მეორე სერიას აქ როგორც ნახაზი 2-იდან ჩანს n პერიოდისათვის გადასახდელი რენტის ღირებულება შეადგენს C/r -ს. მაგრამ ეს თანხა დღევანდელ დღემდე უნდა დავიყვანოთ. ეი გავამრავლოთ დისკონტირების კოეფიციენტზე $1/(1+r)^n$. აღნიშნული გარდაქმნით მივიღებთ:

$$PV_2 = \frac{C}{r} \times \frac{1}{(1+r)^n}$$

შესაბამისად ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება იქნება:

$$PV = PV_1 - PV_2 = \frac{C}{r} - \frac{C}{r} \times \frac{1}{(1+r)^n} \quad \text{აქედან}$$

$$PV = C \left(\frac{1}{r} - \frac{1}{r} \times \frac{1}{(1+r)^n} \right) = C \left(\frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \right) \quad (7)$$

მე-6 ფორმულაში ანუიტეტის კოეფიციენტი $\left[PA(r,n) = \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} \right]$. აქვე უნდა აღინიშნოს ის, რომ ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების ფორმულას განსაკუთრებით დიდი მნიშვნელობა აქვს მაშინ, როდესაც საპროცენტო განაკვეთი ათწილადებშია მოცემული. ასე მაგალითად დაუშვათ, რომ $r = 12,65\%$ -ს, ასეთ პირობებში შეუძლებელი იქნება ანუიტეტის კოეფიციენტის ცხრილის გამოყენება, რამდენადაც აღნიშნულ ცხრილში r განაკვეთი და n პერიოდები, მხოლოდ მთელის სახით არის მოცემული.

4.3. ბ) ანუიტეტის მომავალი ღირებულება

მეანაბრე, დათქმული თარიღიდან ერთი წლის შემდეგ, ყოველწიურად ანაბარზე 1 000 დოლარს ათავსებს. მას სურს გაიგოს რა თანხა ექნება პირველი შეტანიდან ზუსტად მესამე წელს, თუ კი $r = 10\%$, ხოლო დარიცხვა ხდება რთული პროცენტით. როგორც ეს უკვე აღვნიშნეთ, ანუიტეტის ღირებულება განიხილება, როგორც ცალკეული გადასახდელების ჯამი. ანუიტეტის მომავალი ღირებულების გამოსათვლელად უნდა განვსაზღვროთ სამივე გადასახდელის მომავალი ღირებულება და შემდეგ მისი ცალკეული მნიშვნელობები შევაჯამოთ:

$$\begin{aligned} FV &= \$1000 + \$1000(1,1) + \$1000(1,1)^2 = \$1000 \{ 1 + (1,1) + (1,1)^2 \} = \\ &= \$1000(3,3100) = \$3310. \end{aligned}$$

ისევე, როგორც ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების შემთხვევაში ანუიტეტის მომავალი ღირებულების გამოსათვლელადაც იყენებენ ცხრილს, რომელშიც მოცემულია ერთი დოლარი ანუიტეტის მომავალი ღირებულების მნიშვნელობები. თუ კი ანუიტეტის მომავალი ღირებულების კოეფიციენტს აღვნიშნავთ $FA(r,n)$. ანუიტეტის მომავალი ღირებულების ფორმულას ექნება შემდეგი სახე:

$$FV = C \times FA(r,n)$$

ჩვეულებრივი ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების ფორმულის გამოყვანის მეთოდით, ასევე შეიძლება ანუიტეტის მომავალი ღირებულების ფორმულის გამოყვანის შემთხვევაშიც ვისარგებლოთ:

$$FV_{\text{ანუიტეტის}} = PV_{\text{ანუიტეტის}} \times (1+r)^n$$

ჩვენთვის უკვე ცნობილია ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების ფორმულა. თუ ვიცით, რომ პერიოდულად გადასახდელი ვიქსირებული თანხა C -ს შეადგენს, r საპროცენტო განაკვეთია, მაშინ ანუიტეტის მომავალი ღირებულების ფორმულას ექნება შემდეგი სახე:

$$FV = C \frac{[1 - (1+r)^{-n}]}{r} \times (1+r)^n = C \frac{[(1+r)^n - 1]}{r} \quad (8)$$

ანუიტეტის მომავალი ღირებულების კოეფიციენტების ცხრილთან შედარებით მე-8 ფორმულასაც გააჩნია უპირატესობა, რაც გამოიხატება იმაში, რომ ამ ფორმულით შესაძლებელია გამოთვლები მაშინაც კი როდესაც პროცენტი და დროის პერიოდი ათწილადის სახით არის მოცემული.

განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ, რომ ხუთი წლის განმავლობაში ყოველწლიურად 375 დოლ. უნდა გადაიხადოთ, წლიური საპროცენტო განაკვეთი 7,4%-ია. ასეთ შემთხვევაში მხოლოდ მე-8 ფორმულის გამოყენებით შეგვიძლია გამოვთვალოთ ანუიტეტის მომავალი ღირებულება:

$$PV = \$375 \frac{(1+0,074)^5 - 1}{0,074} = 2173,81$$

4.4. ა) პერიოდული გადასახდელების განსაზღვრა - ბიზნესში ხშირად საჭიროა პერიოდული გადასახდელების განსაზღვრა (თანაბარი თანხის გადახდით ფონდის შექმნა) და სესხის ამორტიზაციის დადგენა. კერძოდ ცნობილია ანუიტეტური გადახდების მიმდინარე (მომავალი) ღირებულება, კაპიტალიზაციის (დისკონტის) განაკვეთი და პერიოდი, მხოლოდ უცნობია (C) პერიოდული გადახდები. ასეთ შემთხვევაში საჭიროა ანუიტეტური გადასახდელის მიმდინარე (მომავალი) ღირებულება გავყოთ ანუიტეტური გადასახდელის კოეფიციენტზე:

$$C = \frac{FV(A)}{\left[(1+r)^n - 1 \right] / r}$$

განვიხილოთ მაგალითი: რა თანხის გადახდა უნდა მოხდეს ყოველწლიურად თუ კი 3 წლის შემდეგ შემნახველ ანგარიშზე გვსურს დავაგროვოთ 15 000 ლარი, ხოლო დეპოზიტს 10% დაერიცხება:

$$C = \frac{15000}{\left[(1+0,1)^3 - 1 \right] / 0,1} = \frac{15000}{3,31} = 4531,7$$

დასკვნა: 3 წლის განმავლობაში ბანკში ყოველი წლის ბოლოს 4 531,7 ლარის განთავსებით, რომელსაც რთული 10%-იანი განაკვეთი დაერიცხება, შემნახველ ანგარიშზე 3 წლის ბოლოს მივიღებთ 15 000 ლარს.

$$FV(A) = 4531,7 \times 3,31 = 14999,9 \text{ ლარი}$$

4.4. ბ) სესხის ამორტიზაცია

მიმდინარე ღირებულების პრინციპს, ხშირად, სესხის ამორტიზაციის განსაზღვრის მიზნით იყენებენ. ასეთი სესხი, დროის განსაზღვრულ პერიოდში, თანაბარ პერიოდულ გადახდებს ითვალისწინებს. რომელიც თავის მხრივ, როგორც თავნის, ისე პროცენტულ

გადახდებს მოიცავს. ასეთი გადახდა შეიძლება განხორციელდეს ყოველთვიურად, ყოველკვარტალურად, წელიწადში ორჯერ ან ყოველწლიურად. მსგავსი ფინანსური ოპერაციები უპირატესად იპოთეკური ან ზოგიერთი კომერციული სესხების, ავტომობილების განვადებით შეძენის და სხვა მსგავს პირობებში გამოიყენება.

განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ თქვენ, 22 ათას დოლარად, წლიური 12 %-იანი განაკვეთით, განვადებით შეიძინეთ ავტომობილი. განვადების ხელშეკრულება ითვალისწინებს, 6 წლის განმავლობაში, ყოველი წლის ბოლოს თანაბარი თანხის გადახდას. ამასთან განვადების დაფარვა უნდა ითვალისწინებდეს, როგორც ძირითადი თანხის, 22 ათასი დოლარის, ისე პროცენტის გადახდას. უნდა განვსაზღვროთ წლიური გადასახდელი:

$$\$22\,000 - C \frac{1 - (1 + 0,12)^{-6}}{0,12}$$

$$C = \frac{\$22\,000}{\left[\frac{1 - (1 + 0,12)^{-6}}{0,12} \right]} = \frac{\$22\,000}{4,111} = \$5\,351$$

$$C = \$5.351$$

ექვსი წლის განმავლობაში ყოველწლიურად 5.351 დოლარის გადახდით საშუალება გექვსეათ სრულად იქნეს დაფარული (ამორტიზირებული) ავტომობილის ფასი 22 ათასი დოლარი. თითოეული გადახდა ასევე მოიცავს პროცენტის გადახდებსაც. ამორტიზაციის დარიცხვის განრიგი მოცემულია ცხრილი 2-ში.

ცხრილი 2

სესხის ამორტიზაცია¹

წლები	(1) ყოველწლიური გადასახდელი	(2) წლიური პროცენტი $2 = 4 \times 0,12$	(3) ძირითადი გადასახდელი $3 = 1 - 2$	(4) დარჩენილი გადასახდელი წლის ბოლოს
0				\$ 22. 000
1	\$ 5.351	\$ 2.640	\$ 2.711	19.289
2	5.351	2.315	3.036	16.253
3	5.351	1.951	3.400	12.853
4	5.351	1.542	3.809	9.044
5	5.351	1.085	4.266	4.778
6	5.351	573	4.778	0
	\$32.106	\$ 10. 106	\$22.000	

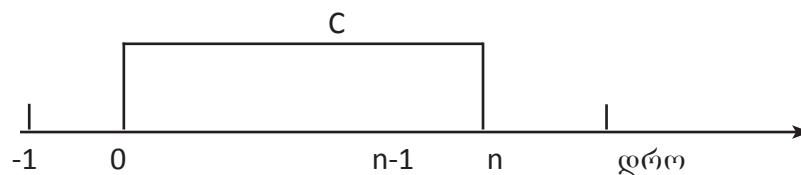
როგორც ცხრილი 2-დან ჩანს წლიური პროცენტი წლის ბოლოს დარჩენილი

გადასახდელის 12%-ს შეადგენს. ძირითადი გადასახდელის სიდიდე უდრის ყოველწლიურ გადასახდელს გამოკლებული წლიური გადასახდელი პროცენტი. შევნიშნავთ, რომ წლიური პროცენტი ყოველწლიურად კლებულობს, ხოლო ძირითადი გადასახდელი იზრდება. ექვსი წლის შემდეგ პირი რომელმაც განვადებით შეიძინა ავტომობილი გადაიხდის 22 ათას დოლარს მთლიანად. შესაბამისად განვადება მთლიანდ იქნა ამორტიზირებული. დავიმახსოვროთ

აუცილებელია ძირითადი თანხისა და საპროცენტო გადასახდელის დაყოფა, რამდენადაც საპროცენტო გადასახდელი ხარჯს მიეკუთვნება და საგადასახადო ბაზას ამცირებს¹

4.5. დაჩქარებული ანუიტეტის ღირებულების განსაზღვრა - ანუიტეტი იქნება ეს ჩვეულებრივი თუ დაჩქარებული n რაოდენობის ფიქსირებულ გადასახდელების ნაკადთან გვაქვს საქმე. ამასთან თუ კი n წლიური ჩვეულებრივი ანუიტეტის დროს პირველი გადახდა იწყება ახლანდელი თარიღიდან ერთი წლის შემდეგ, n წლიური ჩვეულებრივი ანუიტეტის შემთხვევაში პირველი გადახდა იწყება დაუყოვნებლივ. აღნიშნული შეიძლება ასეც გავიგოთ: თუ კი ჩვეულებრივი ანუიტეტის დროს ფულადი თანხის ბოლო გადახდა ხდება n დროისათვის, სასწრაფო ანუიტეტის შემთხვევაში მოხდება ერთი წლით ადრე, $(n-1)$ დროისათვის.

ახლა განვიხილოთ როგორ შეიძლება გამოვთვალოთ სასწრაფო ანუიტეტის ღირებულება. დაუშვათ, რომ სასწრაფო ანუიტეტის ფულადი თანხის პირველი ნაკადის შემოსვლა დაიწყო $t=0$ დროისათვის. მაშინ n წლიური სასწრაფო ანუიტეტის ახლანდელი ღირებულება C დოლ. გადახდით, r წლიური საპროცენტო განაკვეთის პირობებში, შეიძლება გამოვთვალოთ, როგორც n წლიური ჩვეულებრივი ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება $t = -1$ დროისათვის. აღნიშნული შეიძლება მე-3 სურათი დახმარებით აიხსნას.



სურათი 3.

დაჩქარებული ანუიტეტი, რომელიც იწყება $t=0$ პერიოდისათვის, შეიძლება განვიხილოთ როგორც ჩვეულებრივ ანუიტეტი $t = -1$ დროიდან

სურათი 3-დან ჩანს, რომ როდესაც ვიმყოფებით $t=-1$ წერტილში ადგილი აქვს n თანაბარი თანხის ნაკადის გადახდას, პირველი იწყება $t=0$ წერტილიდან. რაც ნიშნავს

¹ ჯეიმს ს. ვან პორნი, ჯონ მ. ვაპოვიჩი, უმცროსი, ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, საქართველოს მაცნე, 2008.

იმას, რომ $t = -1$ დროისათვის დაჩქარებული ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება n წლიური ჩვეულებრივი ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების ტოლია. ამასთან იმ შემთხვევაში თუ k გვსურს გავიგოთ დაჩქარებული ანუიტეტის ღირებულება $t = 0$ წერტილში, საჭიროა ჩვეულებრივი ანუიტეტის ღირებულებას მიუმატოთ ($t = -1$ -დან $t = 0$ -მდე) ერთი პერიოდის პროცენტი. აღნიშნულიდან გამომდინარე n წლიური დაჩქარებული ანუიტეტის ფორმულას ექნება შემდეგი სახე:

$$PV_{n \text{ წლიური დაჩქარებული ანუიტეტი}} = PV_{n \text{ წლიური ჩვეულებრივი ანუიტეტი}} \times (1+r) \quad (9)$$

ანალოგიურად, დაჩქარებული ანუიტეტის მომავალი ღირებულების განსაზღვრისათვის, საჭიროა ჩვეულებრივი ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება $t=0$ პერიოდისათვის გავამრავლოთ $(1+r)^n$ პერიოდის კაპიტალიზაციის კოეფიციენტზე. ამგვარად n წლიური დაჩქარებული ანუიტეტის მომავალი ღირებულება $t=0$ დროისათვის იქნება:

$$FV_{n \text{ წლიური დაჩქარებული ანუიტეტი}} = PV_{0 \text{ წლიური ჩვეულებრივი ანუიტეტი}} \times (1+r)^n \quad (10)$$

განვიხილოთ მაგალითი: მე-9 და მე-10 ფორმულების გამოყენებით გამოვთვალოთ ხუთწლიანი დაჩქარებული ანუიტეტის მიმდინარე და მომავალი ღირებულება 300 დოლ. ფიქსირებული წლიური გადასახდელით და 8% წლიური საპროცენტო განაკვეთით. დაჩქარებული ანუიტეტის გამოსათვლელად ჯერ უნდა განვსაზღვროთ ჩვეულებრივი ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება $t = -1$ დროისათვის:

$$PV_{-1} = \$ 300 \times PA(8,5) = \$ 300 \times 3,9927 = \$ 1197,8$$

შემდეგ გამოვთვალოთ სასწრაფო ანუიტეტი $t = 0$ დროისათვის:

$$PV_0 = \$ 1197,81 \times 1,08 = \$ 1293,81$$

მე-10 ფორმულის გამოყენებით, ანალოგიურად შეგვიძლია ასევე გამოვთვალოთ დაჩქარებული ანუიტეტის მომავალი ღირებულება:

$$FV = \$ 1293,63 \times (1,08)^5 = 1900,77$$

საფინანსო ურთიერთობებში სხვა სახის სერიული გადასახდელებსაც ვხდებით. ამასთან ნებისმიერი გადასახდელის მიმდინარე და მომავალი ღირებულების შეფასების საფუძველს ყოველთვის ფულის დროითი ღირებულების პრინციპი წარმოადგენს. აღნიშნული პრინციპის მართებულ გაგებას დიდი პრაქტიკულ მნიშვნელობა აქვს სხვადასხვა სახის საფინანსო გადაწყვეტილებების მიღების პროცესში.

4.6. ფულის ნაკადის რეალური მიმდინარე ღირებულება

თუ k თქვენ \$1000 –ს მოათავსებთ საბანკო დეპოზიტზე 10%-იანი განაკვეთის პირობებში, ამ შემთხვევაში ბანკი თქვენ დაბანდებულ \$1000-ში წლის ბოლოს \$1100-ს დაგიბრუნებთ; მაგრამ ბანკი არ გაძლევთ თქვენ არავითარ დაპირებას

ან გარანტიას იმის შესახებ, რომ თქვენ ამ ფულით, იმავე ფასად, ადრე რაც გინდოდათ იმის ყიდვას შეძლებთ. აღნიშნული მთლიანად ინფლაციაზე არის დამოკიდებული. თუ ფასები საქონელზე და მომსახურებაზე გაიზარდა 10%-ზე ზევით, თქვენ დარჩებით წაგებული, ვინაიდან თქვენი ფული, მისი მყიდველობითი უნარიანობის ნაწილს დაკარგავს. არსებობს რამდენიმე სპეციალური ინდექსი, რომელიც საშუალებას იძლევა, რომ თვალი ვადევნოთ ფასების საერთო დონის დინამიკას; ამ მხრივ ყველაზე მეტად ცნობილია სამომხმარებლო ფასების ინდექსი, რომელიც გვიჩვენებს რამდენი ეხარჯება საშუალო ოჯახს ტიპური სამომხმარებლო კალათის შეძენაზე. აღნიშნულიდან გამომდინარე, წლიდან წლამდე სამომხმარებლო ფასების ინდექსში ცვლილებები ინფლაციის საზომად გამოიყენება. აქვე უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ ინფლაციის შესაფასებლად, ეკონომისტები, ხანდახან ერთმანეთს მიმდინარე, ანუ ნომინალურ ფულს რეალურ ფულს უპირისპირებენ, რაც მოითხოვს დაზუსტებას. დაუშვათ, თქვენი წლიური საბანკო დეპოზიტის ნომინალური ფულადი ნაკადი შეადგენს 1100 დოლარს, იმ შემთხვევაში თუ საქონლის ფასები ამ წლის განმავლობაში გაიზარდა 6%-მდე, მაშინ შემდეგ წელს, ყოველი თქვენი დოლარით შეიძლება ნაკლები საქონელი იყიდოთ ვიდრე დღეს.

საერთო ფორმულა, რომლის საშუალებითაც ნომინალური ფულადი ნაკადი t -პერიოდში გარდაიქმნება რეალურ ფულად ნაკადად გამოიხატება შემდეგნაირად¹:

$$\text{რეალური ფულის ნაკადის } (PV) = \frac{\text{ნომინალური ფულის ნაკადის } (FV)}{(1 + \text{ინფლაცია})^t} \quad (10)$$

დაუშვათ, რომ თქვენ 20 წლით გაუკეთეთ ინვესტირება 1000 დოლარს, წლიური 10%-ის პირობებში. ამ შემთხვევაში თქვენი შემოსულობის მომავალი ღირებულება ნომინალურ გამოხატულებაში იქნება: $\$1000 \times (1,1)^{20} = \$6727,50$. ამასთან 6%-იანი ინფლაციის დროს თქვენი შემოსულობის რეალური ფულის ნაკადის PV იქნება

$$PV = \frac{\$6727,50}{(1,06)^{20}} = \$2097,67$$

მარტივად რომ ვთქვათ, თქვენ გექნებათ მართალია 6-ჯერ მეტი ფული, ვიდრე ამჟამად გაქვთ, მაგრამ ამ ფულით შეიძლება იყიდოთ მხოლოდ ორჯერ მეტი საქონელი.

ბანკი აწესებს რა თქვენ დეპოზიტზე 10% განაკვეთს, ამით იგი განსაზღვრავს ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთს. ბანკი, ასეთ შემთხვევაში გატყობინებთ იმას, თუ როგორი სიჩქარით მოხდება თქვენი ფულის ნომინალური ნაკადის ზრდა:

მიმდინარე დოლარების ინფლაციის ტემპი	1 პერიოდისათვის მიღებული დოლარი	სულ ნომინალური შემოსავლიანობა
1 000	1 100	10%

ამასთან 6%-იანი წლიური ინფლაციის შემთხვევაში წლის ბოლოს, წლის

¹ Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008., с.43

დასაწყისთან შედარებით, თქვენ მხოლოდ 3,774% გამოიმუშავეთ. რეალური ფულის ნაკადის $PV = 1100/1,06 = 1037,74$

მიმდინარე დოლარების ინფლაციის ინფლაციის	1 პერიოდისათვის ამონაბეზის მოსალოდნელი რეალური ღირებულება	სულ მოსალოდნელი რეალური შემოსავლიანობა
1000	1037,74	3,774%

ამრიგად, ჩვენ სრული უფლება გვაქვს ვთქვათ: საბანკო ანგარიში უზრუნველყოფს 10% „ნომინალურ შემოსავალს“ ან იგი უზრუნველყოფს 3,774% მოსალოდნელ „რეალურ შემოსავალს“. მიაქციეთ ყურადღება იმას, რომ **ნომინალური შემოსავალი არის სავსებით განსაზღვრული სიდიდე, მაშინ როდესაც რეალური ღირებულება წარმოადგენს მხოლოდ მოსალოდნელ შეფასებას**. აღნიშნულიდან გამომდინარე, რეალური შემოსავლის ფაქტიური მნიშვნელობა შეუძლებელია გავიანგარიშოთ წლის ბოლომდე, თუ არ იქნება ცნობილი, წლიური ფაქტიური ინფლაცია.

6%-იანი წლიური ინფლაციის დროს, 10%-იანი ნომინალური შემოსავლიანობა 3.774%-იან რეალურ შემოსავლიანობად გადარდაიქმნება. რაც ნიშნავს იმას, რომ წლის ბოლოს წლის დასაწყისთან შედარებით თქვენ მხოლოდ 3,774% გამდიდრდებით. რეალური შემოსავლიანობის გამოითვლა ხდება ფორმულით:

$$\begin{aligned}
 1 + Nr_{\text{ნომინალ.}} &= (1 + r_{\text{real.}}) \times (1 + \text{ინფლაცია}) = \\
 &= 1 + Nr_{\text{რეალური.}} + \text{ინფლაცია} + r_{\text{real.}} \times \text{ინფლაცია} \\
 \text{ჩვენ მაგალითში: } &1,10 = 1,03774 \times 1,06.
 \end{aligned}$$

ფინანსური გადაწყვეტილების მიღება ხსშირად დროში ფულის ღირებულების პრინციპის გამოყენებას ემყარება. ნებისმიერი აქტივი იქნება ეს რეალური თუ ფინანსური იძლევა ერთჯერად ან მრავალჯერად (სერიულ) შემოსავალს. ნებისმიერი მრავალჯერადი ფულადი შემოსავლების მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრის დროს უნდა დავიცვათ მუდმივი წესი. ჯერ უნდა მოხდეს ცალკეული შემოსავლის დისკონტირება და შემდეგ მათი შეჯამება.

აღნიშნული წესის საფუძველზე ფულადი ნაკადების შეფასების დროს შესაძლებელია რამდენიმე გამარტივებული მეთოდის გამოყენება. ერთ-ერთ მათგანს მიეკუთვნება უვადო რენტა. კერძოდ როდესაც აქტივს განუსაზღვრელი დროის განმავლობაში C შემოსავალი მოაქვს. მისი მიმდინარე ღირებულება ტოლია:

$$PV = \frac{C}{r}$$

მეორე ეხება აქტივს რომელსაც განუსაზღვრელი დროის განმავლობაში მოაქვს ისეთი შემოსავალი რომელიც მუდმივი ტემპით (g) იზრდება. ასეთ შემთხვევაში საქმე გვაქვს მუდმივად მზარდი უვადო რენტასთან. მისი მიმდინარე ღირებულება გაიანგარიშება ფორმულით:

$$PV = \frac{C}{(r - g)}$$

მესამე შემთხვევა ითვალისწინებს დროის გასაზღვრულ პერიოდში ერთნაირი პერიოდულობით თანაბარი ფულადი თანხის გადახდას და ამას ანუიტეტი ეწოდება. ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულებას განესაზღვრავთ როგორც ორ უვადო რენტას შორის სხვაობას:

$$PV = C \left[\frac{1}{r} - \frac{1}{r(1+r)^n} \right]$$

აღსანიშნავია ისიც, რომ დისკონტირების საფუძველს რთული პროცენტის დარიცხვის პრინციპი წარმოადგენს. კორპორაციები, ბიუჯეტური დაგეგმვით, უმეტესად ფულადი ნაკადების მიიღებას ყოველი წლის ბოლოს ვარაუდობენ. შესაბამისად მათი დისკონტირება რთული პროცენტის წლიური დარიცხვით შეიძლება.

აღსანიშნავია ის, რომ მნიშვნელოვანი განსხვავება არსებობს ფულის ნაკადის ნომინალურ და რეალურ ღირებულებას შორის, რომლის შესწორება ინფლაციის მიხედვით ხდება. იგივე ითქმის საპროცენტო განაკვეთზეც. ინვესტიცია შეიძლება მაღალ ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთს გეპირდებოდეს, მაგრამ მაღალი ინფლაციის პირობებში რეალური საპროცენტო განაკვეთი უმნიშვნელო ან შეიძლება უარყოფითიც აღმოჩნდეს.

კითხვები განმეორებისათვის

1. ასხენით რას ნიშნავს უვადო რენტა და გამოიყვანეთ უვადო რენტის დღევანდელი ღირებულების ფორმულა?
2. რაში მდგომარეობს ნებისმიერი თანმიმდევრული და მრავალჯერადი გადასახდელის შეფასების მუდმივი წესი?
3. რას წარმოადგენს ანუიტეტი, რას ნიშნავს ჩვეულებრივი ანუიტეტი და დაჩქარებული ანუიტეტი?
4. როგორ განისაზღვრება ანუიტეტის ახლანდელი ღირებულება?
5. როგორ განესაზღვროთ ანუიტეტის ახლანდელი ღირებულება მოკლევადიან და გრძელვადიან პერიოდში?
6. გამოიყვანეთ ჩვეულებრივი ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების ფორმულა;
7. გამოიყვანეთ ანუიტეტის მომავალი ღირებულების ფორმულა;
8. როგორ განესაზღვროთ სასწრაფო ანუიტეტის დღევანდელი და მომავალი ღირებულება?

ამოცანები თვითშეფასებისათვის

1. დაუშვათ, რომ თქვენ ფიქრობთ დააბანდოთ ფული მიწის ნაკვეთში, რომელსაც მოაქვს შემოსავალი (ფულადი ნაკადი) პირველ წელს 1000 დოლარი, ხოლო შემდეგ ეს შემოსავალი იზრდება ყოველწლიურად 4%-ის სიდიდით შეუზღუდავი დროის განმავლობაში. ამასთანავე დისკონტირების განაკვეთი ტოლია 9%-ის. გამოიანგარიშეთ რამდენი იქნება მიწის მიმდინარე ღირებულება.
2. იპოვეთ 55 დოლ. ანუიტეტური გადასახდელის მიმდინარე ღირებულება თუ კი გადახდა ხდება $n = 20$ პერიოდში 7,5% განაკვეთის პირობებში.
3. იპოვეთ ანუიტეტის მომავალი ღირებულება თუ კი 55 დოლ.-ის გადახდა ხდება 10 პერიოდში, ხოლო საპროცენტო განაკვეთი 7,5%-ს უდრის.
4. იპოვეთ 515 დოლ. დაჩქარებული ანუიტეტური გადასახდელის მიმდინარე ღირებულება თუ კი გადახდა უნდა მოხდეს ათი პერიოდის განმავლობაში 17,5% -იანი განაკვეთის პირობებში.

ტესტები თვითშეფასებისათვის

1. დროის განსაზღვრულ პერიოდში ფიქსირებული თანხის, თანაბარი პერიოდულობით გადახდებს, რომელიც ერთი წლის შემდეგ იწყება ეწოდება:
 - ა. ჩვეულებრივი ანუიტეტი;
 - ბ. სასწრაფო რენტა;
 - გ. სასწრაფო ანუიტეტი.
2. n წლიური დაჩქარებული ანუიტეტის FV უდრის:
 - ა. ნულ პერიოდში წლიური ჩვეულებრივი ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება გამრავლებული $(1+r)^n$;

ბ. ნულ პერიოდში წლიური ჩვეულებრივი ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება გაყოფილი $(1+r)^n$;

გ. ნულ პერიოდში წლიური ჩვეულებრივი ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება გამრავლებული დისკონტის განაკვეთზე.

3. რეალური შემოსავლის ფაქტიური მნიშვნელობის გაანგარიშება:

- ა) შეუძლებელია წლის ბოლომდე;
- ბ) შეიძლება წლის დასაწყისში;
- გ) შეიძლება წლის ნებისმიერ პერიოდში

4. იმისათვის, რომ განესაზღვროთ ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება აუცილებელია:

- ა. დავადგინოთ გადასახდელბის მიმდინარე ღირებულება;
- ბ. დავადგინოთ ცალკეული გადასახდელბის მიმდინარე ღირებულება და შემდეგ შევაჯამოთ.
- გ. ჯერ შევაჯამოთ ცალკეული გადასახდელბი და შემდეგ დავადგინოთ მიმდინარე ღირებულება.

5. დროის განსაზღვრულ პერიოდში ფიქსირებული თანხის, თანაბარი პერიოდულობით გადახდებს, რომელიც დაუყოვნებლივ იწყება ეწოდება:

- ა. ჩვეულებრივი ანუიტეტი;
- ბ. სასწრაფო რენტა;
- გ. სასწრაფო ანუიტეტი.

6. ანუიტეტის მომავალი ღირებულება რომ გავიანგარიშოთ საჭიროა:

- ა. ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება გავამრავლოთ დისკონტის კოეფიციენტზე;
- ბ. ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება გავამრავლოთ კაპიტალის ზღის კოეფიციენტზე;
- გ. ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულება გავყოთ დისკონტის განაკვეთზე.

7. $PV = C / r$ ფორმულის მიხედვით უვადო რენტის დღევანდელი ღირებულება არის:

- ა) ერთ პერიოდში გადასახდელი თანხა;
- ბ) ერთ პერიოდში (ჩვეულებრივ ერთი წლის განმავლობაში), პირველ გადახდამდე თანხა;
- გ) ჩვეულებრივ ერთი წლის შემდეგ გადახდილი თანხა

ლიტერატურა

პირითადი:

ლილი გვენეტაძე, კორპორაციული ფინანსები, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი I, თბილისი 2010.

სავალდებულო ლიტერატურა:

1. ჯეიმს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაჰოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორემეტე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008. ნაწილი I თავი 3.
2. **Брейли Р. Майерс С.** Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2004. Глава 3
3. **Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес** - Финансовый Менеджмент М.2001 Глава 3.
4. სს კავკასიის ბირჟა, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბილისი 1998)

დამატებითი ლიტერატურა:

1. რევაზ კაკულია, ლელა ბახტაძე, გოჩა თუთბერიძე, კორპორაციული ფინანსები, თბ. 2008.
2. ზაირა ღუდუშაური, ფინანსური მენეჯმენტი, თბილისი, 2007.
3. ხორავა. ნ. კვატაშიძე, ნ. სრესელი, ზ. გოგრიჭიანი - ბუღალტრული აღრიცხვა, თბილისი 2004
4. ლილი გვენეტაძე, ფინანსების ზოგადი თეორია, თბილისი, 2007.
2. **Зви Боди. Роберт К. Мертон** Финансы. Изд. Дом Вильямс Москва Санкт_Петербург Киев 2005
3. საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა <http://www.nplg.gov.ge/ge/index.html>
5. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო. სტატისტიკის დეპარტამენტი <http://www.statistics.ge/>
6. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (www.pbo.ge)
7. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო www.mof.ge
8. საქართველოს საფონდო ბირჟა (www.cse.ge)
9. “საქართველოს ეკონომიკის მიმართულებები”-(ყოველკვარტალური მიმოხილვა (www.geplac.org))
10. კორპორაციული ანგარიშები ინტერნეტ გამოცემა <http://www.gaap.ru/biblio/>

თავი მეხუთე

ობლიგაციის ტიპები და მათი შეფასება

მეხუთე თავში თქვენ გაეცნობით: ობლიგაციის სახეებს; კერძოდ: სახელმწიფო, მუნიციპალურ, კორპორაციულ და საგარეო (უცხოურ) ობლიგაციებს; ობლიგაციებს შორის არსებულ მსგავსებას და მათ შორის არსებულ განსხვავებას ისეთი ძირითადი კრიტერიუმების მიხედვით როგორიცაა: ობლიგაციების ნომინალური ღირებულება; საკუპონე განაკვეთი; დაფარვის ვადა; ვადამდე დაფარვის შესაძლებლობები და ა.შ. და. მოცემულ თავში განსაკუთრებული ყურადღება კორპორაციულ ობლიგაციებს ეთმობა. ობლიგაციების შეფასებისას გამოყენებულია დროში ფულის ღირებულების პრინციპები.

5.1. ობლიგაცია – ბრძელვადიანი სავალო ინსტრუმენტი, ვინ უშვებს მას?

ობლიგაცია (bond) ეს არის გრძელვადიანი სავალო ინსტრუმენტი, რომლის მიხედვითაც მსესხებელი იღებს ვალდებულებას ობლიგაციების მფლობელებს გადაუხადოს საპროცენტო გადასახდელი (კუპონები), და დროის განსაზღვრულ პერიოდში, ვალის ძირითადი თანხა (ნომინალი).

ასე მაგალითად კომპანიამ 2007 წელს \$1 000 ღირებულების 50 ათასი ობლიგაცია გამოუშვა და შესაბამისად \$50 მლნ. ფულადი საშუალება მიიღო. აღნიშნულის სანაცვლოდ აიღო ვალდებულება ყოველწლიურად გადაიხადოს საპროცენტო გადასახდელი (კუპონები) და 15 წლის შემდეგ დაფაროს ვალი.

ჩვეულებრივ განასხვავებენ ოთხი ძირითადი სახის ობლიგაციებს: სახაზინო: კორპორაციული; მუნიციპალური; და უცხოური (საგარეო). ყოველ მათგანი ერთმანეთისაგან მოსალოდნელი შემოსავლიანობით და რისკის სხვადასხვა ხარისხით განსხვავდება. განვიხილოთ თითოეული მათგანი.

სახაზინო ობლიგაციები – ზოგჯერ მას უწოდებენ სამთავრობო ობლიგაციებს. აშშ-ში ასეთი ობლიგაციების ემისია ფედერალური ხაზინის მიერ ხდება და სრულიად სამართლიანდ მიიჩნევენ, რომ შტატების ფედერალური ხაზინა წესიერი გადამხდელია. აღნიშნულის გამო ამ ობლიგაციებს გადაუხდელობის რისკი არ გააჩნია. ამასთან იმ შემთხვევაში, როდესაც საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, სახაზინო ობლიგაციების ფასი მცირდება. რის გამოც ამ სახის ობლიგაციები რისკისაგან მთლიანად თავისუფალი მაინც არ არის.

კორპორაციული ობლიგაციები – ამ სახის ობლიგაციების ემისია კორპორაციების მიერ ხდება. სახაზინო ობლიგაციებისაგან განსხვავებით ისინი გადაუხდელობის

რისკს (საკრედიტო რისკს) ექვემდებარებიან. თუ კი ობლიგაციების ემიტენტ კომპანიას ექმნება ლიკვიდურობასთან დაკავშირებული პრობლემები, ის შეიძლება აღმოჩნდეს ისეთ მდგომარეობაში რომ საპროცენტო გადასახდელი და ვალის ძირითადი თანხა ვერ გადაიხადოს. სხვადასხვა კორპორაციულ ობლიგაციებს გააჩნია გადაუხდელობის სხვადასხვა რისკი რაც დამოკიდებულია ემიტენტ კომპანიის თავისებურებებზე და ობლიგაციის მიმოქცევის პირობებზე. რაც უფრო მაღალია გადაუხდელობის რისკი, მით უფრო მაღალია საკუპონე განაკვეთი, რომელიც ემიტენტმა კომპანიამ უნდა გადაიხადოს.

მუნიციპალური ობლიგაციები – აღნიშნულ ობლიგაციების ემისიას შტატების მთავრობა და ადგილობრივი მუნიციპალიტეტი ანხორცილებს. როგორც კორპორაციული ობლიგაციები, მუნიციპალური ობლიგაციებიც გადაუხდელობის რისკს ექვემდებარებიან. ამასთან, უმეტესად მუნიციპალური ობლიგაციებზე მიღებული პროცენტი, როგორც ფედერალური გადასახადი, ასევე ობლიგაციის ემიტენტი შტატის გადასახადებისაგან თავისუფალდება, იმ შემთხვევაში თუ კი ობლიგაციის მფლობელი მისი მოქალაქეა. შესაბამისად მუნიციპალურ ობლიგაციებს, კორპორაციულ ობლიგაციებთან შედარებით შესაძლოა, მნიშვნელოვნად დაბალი საშემოსავლო განაკვეთი გააჩნდეთ, თუ კი იმავე გადაუხდელობის რისკს ექვემდებარებიან.

საგარეო (უცხოური) ობლიგაციები — ასეთი ობლიგაციების ემისია უცხო ქვეყნის მთავრობის ან უცხო ქვეყნის კორპორაციის მიერ ხდება. თუ კი ობლიგაცია იმ ვალუტაშია ასახული რომელიც ინვესტორის ადგილობრივი ვალუტისაგან განსხვავდება, გადაუხდელობის რისკთან ერთად აქ ასევე დამატებით გაცვლითი კურსის რისკიც არსებობს. ასე მაგალითად თუ კი აშშ-ს ინვესტორი იძენს კორპორაციულ ობლიგაციას, რომელიც იაპონურ იენებში არის ასახული, ხოლო შემდეგ იენის კურსი დოლარის მიმართ მცირდება, მაშინ ინვესტორი ზარალობს, მაშინაც კი თუ ემიტენტი კომპანია ზუსტად ასრულებს მის მიერ ნაკისრ ვალდებულებებს.

ობლიგაციების მთავარი დამახასიათებელი ნიშნები

მიუხედავად იმისა, რომ ყველა ობლიგაცია ერთმანეთს რაღაცით ჰგავს, ისინი ერთმანეთისაგან რიგი კრიტერიუმებით განსხვავდებიან. კერძოდა ასეთია: **ობლიგაციების ნომინალური ღირებულება; საკუპონე განაკვეთი; დაფარვის ვადა; ვადამდე დაფარვის შესაძლებლობები** და ა.შ. განვიხილოთ ისინი უფრო დაწვრილებით.

5.2. ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება, საკუპონე გადასახდელი, საკუპონე განაკვეთი

1. ნომინალური ღირებულება ეს არის ობლიგაციის ნომინალური (სახელდებული) ფასი. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ ეს არის ის ფულადი თანხა, რომელსაც ფირმა

ობლიგაციის დაფარვის დროს ყოველ ობლიგაციაზე, ფულის სესხების დროს აღებული ვალდებულების თანახმად იხდის. ჩვენს მაგალითში ეს \$1 000 შედგენს. ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებას ვალის ძირითადი თანხა ეწოდება.

2. საკუპონე გადასახდელი – ეს არის ფიქსირებული პროცენტის (კუპონის) გადახდა (ხშირად კუპონის გადახდა ხდება ექვს თვეში ერთხელ ან კვარტალში ერთხელ). აღნიშნულის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ თქვენ ობლიგაციის დაფარვამდე ყოველწლიურად მიიღებთ საპროცენტო (საკუპონე) გადახდებს. საკუპონე გადასახდელის სიდიდე (კუპონი) განისაზღვრება ობლიგაციის ნომინალის გამრავლებით საკუპონე განაკვეთზე. როდესაც დადგება ობლიგაციის დაფარვის ვადა ვალის ძირითად თანხასთან ერთად, პროცენტის საბოლოო ნაწილს გადაგიხდიან. საკუპონე გადასახდელის მიხედვით განასხვავებენ შემდეგი სახის ობლიგაციებს:

ა) ობლიგაციები ფიქსირებული კუპონით, ე.ი. როდესაც საკუპონე განაკვეთი დროში არ იცვლება. ასე მაგალითად თუ კი კომპანიის ობლიგაციების ნომინალური ღირებულება უდრის \$ 1 000-ს, რომელზედაც ყოველწლიურად \$100 გადახდა ხდება. შესაბამისად საკუპონე განაკვეთი ასეთ შემთხვევაში ფიქსირებულია და 10%-ს უდრის კერძოდ, $100/1000 = 0,1 = 10\%$;

ბ) ობლიგაციები მცოცავი კუპონით – გულისხმობს დროთა განმავლობაში კუპონის ცვლილებას. ამ შემთხვევაში თავიდან საკუპონე განაკვეთი (მაგალითად საწყისი პერიოდისათვის პირველ ექვს თვეში) ფიქსირებულია, ხოლო ყოველი ექვსი თვის შემდეგ მისი კორექტირება ხდება. აღნიშნულის საფუძველს საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება წარმოადგენს. უპირატესად კი ეს ის ცვლილებაა, რომელსაც განიცდის სახაზინო ობლიგაციები საპროცენტო განაკვეთის მიმართ.

ობლიგაციები მცოცავი განაკვეთით იმ ინვესტორებს შორის სარგებლობს პოპულარობით, რომლებიც საპროცენტო განაკვეთის ზრდის რისკს განსაკუთრებით განიცდიან, რამდენადაც ასეთ ობლიგაციებზე პროცენტები, საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის ზრდასთან ერთად იზრდება. აღნიშნული ასეთი ობლიგაციების საბაზრო ღირებულების სტაბილიზაციას იწვევს. თუმცა ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ მცოცავი კუპონური გადასახდელი ემიტენტებისათვის დამატებით რისკს წარმოშობს.

გ) ობლიგაციები ნულოვანი კუპონით – ამ სახის ობლიგაციები კუპონის გადახდას საერთოდ არ ითვალისწინებს. ასეთი სახის ობლიგაციებს, მის ნომინალთან შედარებით, ინვესტორებს ფასდაკლებით ე.ი. დისკონტით თავაზობენ. შესაბამისად ამ შემთხვევაში ობლიგაციას მოაქვს არა საკუპონე შემოსავალი არამედ მის მფლობელს აძლევს კაპიტალურ მოგებას.

5.3. ობლიგაციების დაფარვის ვადა

ობლიგაციის დაფარვის ვადა წარმოადგენს თარიღს, როდესაც უნდა მოხდეს მისი ნომინალური ღირებულების გადახდა. ასე მაგალითად დაუშვათ, რომ კომპანიის მიერ 2007 წლის 7 იანვარს გამოშვებული ობლიგაციების დაფარვა 2022 წლის 7 იანვარს უნდა მოხდეს. ასეთ შემთხვევაში ობლიგაციის დაფარვის ვადა 15 წელს შეადგენს.

ობლიგაციების ვადამდე გამოსყიდვა, ობლიგაციების ვადამდე წარდგენა დასაფარავად – ემიტენტის სურვილისა და გამოშვების პირობების მიხედვით, კორპორაციული ობლიგაციების უმეტესობა, შეიცავს პუნქტს მათი ვადამდე გამოსყიდვის შესახებ. ვადამდე გამოსყიდვისას, ჩვეულებრივ, კომპანია-ემიტენტმა გამოწვევის ობლიგაციებზე, ობლიგაციის მფლობელებს, უნდა გადუხადოს ობლიგაციების ნომინალურ ღირებულებაზე მეტი თანხა. სხვაობას, თუ კი ობლიგაციის დაფარვა ხდება პირველი წლის განმავლობაში, უწოდებენ „პრემიას გამოსყიდვისათვის“ და მას ხშირად ერთი წლის პროცენტის მიხედვით ადგენენ.

ვადამდე დაფარვის შემთხვევაში, ყოველ მომდევნო წელს, პრემია i/n მუდმივი სიდიდით მცირდება. სადაც i - არის წლის განმავლობაში კუპონური გადასახდელია, ხოლო n არის პერიოდი - დაფარვამდე წლების რაოდენობა. ასე მაგალითად დაუშვათ, რომ გამოსყიდვამდე ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება შეადგენს \$ 1 000-ს, საწყისი ვადა დაფარვამდე 10 წელია და საკუპონე განაკვეთი 10%. იმ შემთხვევაში თუ კი ობლიგაციის დაფარვა პირველ წელს განხორციელდება, პრემია ჩვეულებრივ \$100 იქნება, მეორე წლის განმავლობაში \$90 და ა. შ.

ობლიგაციები ხშირად არ ექვემდებარება დაფარვას მისი გამოშვებიდან განსაზღვრულ პერიოდამდე (ჩვეულებრივ 5-დან 10 წლამდე) რაც ცნობილია, როგორც გამოსყიდვის გადავადების უფლება, ასეთ შემთხვევაში ამბობენ რომ ობლიგაციები გამოსყიდვისაგან დაცულია.

თუ კი ობლიგაციების გამოშვების შემდეგ ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთები საკუპონე შემოსავლების დონეზე ქვევით ეცემა, კომპანიები სარგებლობენ ვადამდე გამოსყიდვის უფლებით. ასეთ შემთხვევაში ემიტენტ – კომპანიას შეუძლია განახორციელოს ნაკლები კუპონით ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვება, ხოლო მისი გაყიდვიდან მიღებული ამონაგები მიმოქცევიდან მაღალი განაკვეთის მქონე ფასიანი ქაღალდების გამოსასყიდად გამოიყენოს. ამ პროცესს ეწოდება რეფინანსირების ოპერაცია. რაც ემიტენტს, შემდგომ წლებში, საშუალებას აძლევს შეამციროს პროცენტის ხარჯები.

ობლიგაციების ვადამდე გამოსყიდვის უფლების არსებობა ემიტენტისათვის სასარგებლოა, მაგრამ ინვესტორისთვის პოტენციური საშიშროების მატარებელია. თუ კი

საპროცენტო განაკვეთი დაიწყებს ზრდას, კომპანია არ მოისურვებს ობლიგაციის გამოსყიდვას, ხოლო ინვესტორები გააგრძელებენ უწინდებურად საწყისი კუპონის მიღებას. თუმცა როგორც ამას ზოგჯერ რეალობა აჩვენებს მათ შეეძლოთ ფულადი საშუალება უფრო მაღალი პროცენტით დაეხანდებინათ. ამასთან თუკი საპროცენტო განაკვეთი შემცირდება კომპანია ობლიგაციებს გამოიწვევს (გამოისყიდის). შესაბამისად ინვესტორებმა იმ მიმდინარე საპროცენტო განაკვეთით უნდა მოახდინონ მიღებული ფულადი საშუალებების რეინვესტირება, რომელიც ობლიგაციის პირობებით გათვალისწინებულ კუპონურ განაკვეთზე დაბალი იქნება.

სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ ინვესტორები კარგავენ როდესაც საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, ხოლო მოგებას არ იღებენ როდესაც საპროცენტო განაკვეთი მცირდება. ასეთ პირობებში ინვესტორის მოტივირებისათვის მიზანშეწონილი იქნება, გამოწვევის ობლიგაციები გამოწვევის გარეშე ანალოგიური ობლიგაციებზე უფრო მაღალი შემოსავლით უზრუნველყოფის პირობით იქნეს გამოშვებული.

ობლიგაციები, რომლებიც მფლობელების სურვილით შეიძლება ვადამდე დასაფარვად იქნეს წარდგენილი, იცავენ ინვესტორებს საპროცენტო განაკვეთის ზრდისაგან. თუ კი საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, ფიქსირებული კუპონით ჩვეულებრივი ობლიგაციების ფასი კლებულობს. ამასთან თუ კი ობლიგაციის მფლობელებს აქვთ ნომინალური ღირებულებით დაფარვის უფლება, ისინი ამ ზრდისაგან არიან დაცუილი. ინვესტორებისათვის შესაბამისი უფლების მინიჭება ემიტენტ კომპანიას საშუალებას აძლევს გამოუშვას ობლიგაციები უფრო დაბალი კუპონით, ვიდრე მის გარეშე.

5.4. დაფარვის ფონდი

ზოგიერთი სახის ობლიგაციების გამოშვება ხდება დაფარვის ფონდის პირობებით. აღნიშნული ფონდი, პერიოდულად, განსაზღვრული რაოდენობით გამოშვებული ობლიგაციების ამოსაღებად გამოიყენება. ეს ბუნებრივია ამაღლებს ინვესტორისთვის გამოშვებული ობლიგაციების დაფარვის გარანტიას, მაგრამ იმავედროულად ფირმიდან ფულადი საშუალებების პერიოდულად გადინებას წარმოშობს. (თუმცა ეს ნაკლებია ვიდრე ყველა ობლიგაციების ერთდროული დაფარვა).

ჩვეულებრივ მიმოქცევაში მყოფი ობლიგაციების დაფარვის ფონდიდან ამოღება ხდება:

1. ან გამოშვებული აქციების ნომინალური ღირებულებით (დასაფარავად ობლიგაციის არჩევა ჩვეულებრივ ხდება კენჭისყრით, რომელიც ტარდება ობლიგაციების გამომშვები კომპანიის მიერ)
2. ან თავისუფალი ბაზრის კონკურენტული ფასების მიხედვით, მაგრამ ამ შემთხვევაში ვადამდელი გამოწვევა წარმოადგენს არა მხოლოდ უფლებას, არამედ ემიტენტის ვალდებულებას. ამგვარად თუ კი განაკვეთი იზრდება ეს ფონდები ინვესტორების სასარგებლოდ მუშაობს.

5.5. ობლიგაციების სხვა თვისებები

ზემოთ აღნიშნულთან ერთად არსებობს ასევე ობლიგაციები სხვა ტიპები. კერძოდ:

ა) **კონვერტირებადი ობლიგაციები** – არის ობლიგაციები, რომლებიც მფლობელის სურვილით, გაცვლის ფიქსირებული კურსით, შეიძლება გაიცვალოს კორპორაციის სხვა ფასიან ქაღალდებზე, უმეტესად ჩვეულებრივი აქციების გარკვეულ რაოდენობაზე. კონვერტირებად ობლიგაციებს გააჩნია უფრო დაბალი შემოსავლიანობა ვიდრე არაკონვერტირებად ობლიგაციებს. ამასთან ასეთი ობლიგაციები ინვესტორს საშუალებას აძლევს, აქციების ფასების ზრდის შემთხვევაში, მიიღოს კაპიტალური მოგება.

ბ) **ობლიგაციები ვარანტით** კონვერტირებადი ობლიგაციების ანალოგიურია. ვარანტი ეს არის ობლიგაციის შემავსებელი ოფციონი, რომელიც მფლობელს აძლევს უფლებას აქციები გამოცხადებული ფასით შეიძინოს და საბაზრო ფასის ზრდის შემთხვევაში, იმავდროულად უზრუნველყოს კაპიტალური მოგების მიღებას. ობლიგაციებს, რომლებიც არიან ვარანტით გამოშვებული, ისევე როგორც კონვერტირებად ობლიგაციებს გააჩნია უფრო დაბალი შემოსავლიანობა, ვიდრე ობლიგაციებს მის გარეშე.

გ) **შემოსავლიანი ობლიგაციები** – ეს არის ობლიგაციები რომელზედაც პროცენტს იხდიან მხოლოდ იმ შემთხვევაში თუ კი კომპანია საკმარის მოგებას იღებს. ამ ფასიან ქაღალდებს არ შეუძლიათ გამოიწვიონ კომპანიის გაბანკროტება, მაგრამ ინვესტორის თვალსაზრისით ისინი უფრო სარისკოა, ვიდრე ჩვეულებრივები.

დ) **ინდექსირებული ობლიგაციები** – ეს არის ობლიგაციები რომლის საპროცენტო განაკვეთი ინფლაციის ინდექსზეა დამოკიდებული. ამგვარი ობლიგაციებზე გადახდილი პროცენტები ფასების ზრდასთან ერთად ავტომატურად იზრდება. რაც იმავდროულად ობლიგაციის მფლობელებს საინფლაციო დანაკარგისაგან იცავენ.

5.6. კორპორაციების ობლიგაციები

კორპორაცია, ობლიგაციების გამოშვების დროს, ინვესტორებთან შედის სახელშეკრულებო ურთიერთობაში. საობლიგაციო კონტრაქტი – საობლიგაციო ხელშეკრულება – ეს არის იურიდიული დოკუმენტი, რომელშიც მოცემულია, როგორც ობლიგაციის ემიტენტის ვალდებულებები ისე ობლიგაციონერების უფლებები.

ორგანიზაცია, რომელიც კორპორაციის ობლიგაციონერების ნდობით აღჭურვილი პირის ფუნქციას ასრულებს, იცავს ობლიგაციონერების უფლებებს და აკონტროლებს ემიტენტის საქმიანობას, რათა უზრუნველყოს კორპორაციის მიერ აღებული ვალდებულებების შესრულება.¹ ნდობით აღჭურვილი პირი ეს ჩვეულებრივ

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., с. 65.

ბანკია და ის ფინანსურად ემიტენტისაგან აუცილებელად დამოუკიდებელი სტრუქტურა უნდა იყოს. საობლიგაციო ხელშეკრულება, კონკრეტული თანხისა და გადახდის გრაფიკთან ერთად, ასევე მოიცავს ვალდებულებებს, რომელიც ინვესტორის ინტერესების დაცვას ითვალისწინებს. ხსენებულ ვალდებულებებში ასევე მითითებულია ის თუ როგორ მოხდება ობლიგაციების განაღდების შემდეგ მისი ამოღება.

ზოგიერთი ემიტენტი კომპანია ობლიგაციას, ინვესტორებს, გარკვეული აქტივების გირავნობის პირობით თავაზობს. ასე მაგალითად ემიტენტს შეუძლია საობლიგაციო სესხის უზრუნველყოფა მისი რომელიმე შენობით. იმ შემთხვევაში თუ კი ემიტენტი საობლიგაციო ხელშეკრულებით გათვალისწინებულ შეთანხმებას ვერ შეასრულებს, ნდობით აღჭურვილ პირს შეუძლია კორპორაციას დაგირავებული აქტივი ჩამოართვას და ობლიგაციონერებს სესხი დაუბრუნოს. ასეთი სახის ობლიგაციები შეიძლება უზრუნველყოფილი იქნეს პირველადი საგირავნო ობლიგაციებით ან ქონდეთ უფრო დაბალი სტატუსი, რაც ნიშნავს მეორე ან მესამე გირავნობით უზრუნველყოფას.

არსებობს პირველადი იპოთეკური ობლიგაცია ან პირველადი იპოთეკა, რომელიც მის მფლობელებს საშუალებას აძლევს პირველებმა წარადგინოს საგირავნო აქტივებზე მოთხოვნები. იმ შემთხვევაში თუ კი ემიტენტის მიერ არ სრულდება საობლიგაციო ხელშეკრულებით გათვალისწინებული მოთხოვნები. აღნიშნული აქტივები სესხის დასაბრუნებლად გამოიყენება. ობლიგაციონერებისათვის, უზრუნველყოფის თვალსაზრისით, ყველაზე სანდოა პირველადი გირავნობის სიგელი.

კომპანიას რომელსაც არ გააჩნია საკმარისი რეალური აქტივი, ობლიგაციების უზრუნველსაყოფად შეუძლია ფინანსური აქტივი გამოიყენოს. ობლიგაციები, რომლებიც უზრუნველყოფილი არიან ფინანსური აქტივებით უწოდებენ **უზრუნველყოფილ ობლიგაციებს**, რომელსაც ბანკი ან რომელიმე სხვა მეურვე ინახავს. აღსანიშნავია ისიც, რომ კომპანიების ობლიგაციებს ხშირად არავითარი უზრუნველყოფა არ გააჩნიათ. ასეთ ობლიგაციებს **უზრუნველყოფის გარეშე** ობლიგაციებს უწოდებენ. ფინანსურად ძლიერი კომპანიები ნაცვლად იპოთეკური ობლიგაციებისა უშვებენ უზრუნველყოფის გარეშე ობლიგაციებს. ასეთი ობლიგაციები არ არიან უზრუნველყოფილი და ემიტენტის სხვა ვალდებულებებთან შედარებით გააჩნიათ უფრო დაბალი სტატუსი.

კომპანიის ფასიანი ქაღალდების სავალო ვალდებულებებზე მოთხოვნების მიმართ არსებობს შემდეგი ძირითადი პრიორიტეტები: პირველადი იპოთეკური ობლიგაციები; მეორადი იპოთეკური ობლიგაციები; უზრუნველყოფის გარეშე ობლიგაციები; პრივილიგირებული აქციები; ჩვეულებრივი აქციები.

პირველადი იპოთეკური ობლიგაციების მფლობელებს ყველაზე ძლიერი პოზიცია გააჩნიათ სავალო ვალდებულებების მოთხოვნების წარდგენის დროს, ხოლო უზრუნველყოფის გარეშე ობლიგაციების მფლობელებს ყველაზე სუსტი პოზიცია.

ჩვეულებრივი აქციები ყველაზე დიდი რისკის მქონე ფასიანი ქაღალდია. ჩვეულებრივ ყველაზე “სუსტ” ფასიანი ქაღალდს შემოსავლის ყველაზე დიდი განაკვეთი გააჩნია. იმის გათვალისწინებით, რომ ზოგიერთი სახის ობლიგაციებს არ გააჩნიათ არავითარი უზრუნველყოფა ისინიც მიეკუთვნებიან ასევე სარისკო ინვესტიციას. ამასთან რაც შეეხება ობლიგაციებს, იქნება ეს გირავნობით უზრუნველყოფილი თუ არაუზრუნველყოფილი, რისკი ამ შემთხვევაში საობლიგაციო ხელშეკრულების დამცავი პირობებით განისაზღვრება, რომელიც ემიტენტის ქცევებს ზღუდავს.

ასე მაგალითად შეთანხმება შეიძლება შეიცავდეს პირობებს, რომელიც მოითხოვს იმას, რომ ემიტენტს უნდა გააჩნდეს ფულადი საშუალებების მინიმალური რაოდენობა (მინიმალური რეზერვი). ასევე შეიძლება იყოს შეზღუდვა ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებისათვის დივიდენდის გადახდასთან დაკავშირებით. ასეთი შეზღუდვები ობლიგაციებში დაბანდების უსაფრთხოებას ზრდის.

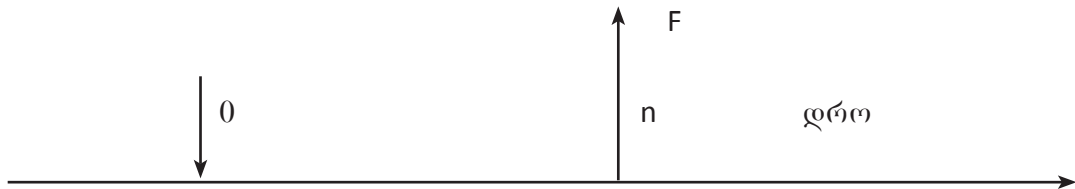
5.7. ობლიგაციების შეფასება

კომპანია უშვებს ან წმინდა დისკონტურ ობლიგაციებს ან კუპონურ ობლიგაციებს. წმინდა დისკონტური ობლიგაცია ასევე ცნობილია, როგორც ობლიგაცია ნულოვანი კუპონით. ასეთი სახის ობლიგაციაზე, გამოშვების თარიღსა და დაფარვის თარიღს შორის არსებულ პერიოდში, გადახდები არ ხდება. კუპონური ობლიგაცია ეს არის ობლიგაცია, რომელიც მიმოქცევის პერიოდში ითვალისწინებს სხვადასხვა პერიოდულ გადახდებს.

5.7 ა) წმინდა დისკონტური ობლიგაცია

წმინდა დისკონტური ობლიგაციების გამოშვების შემთხვევაში ემიტენტი იძლევა დაპირებას, რომ ობლიგაციის დაფარვის დროს გარკვეული რაოდენობის თანხას გადაიხდის. დაპირებული მომავალი გადასახდელი ეს არის ობლიგაციის **ნომინალური ღირებულება** ან ობლიგაციის **ნომინალი**. ნომინალსა და ობლიგაციის მიმდინარე ფასს შორის სხვაობას უწოდებენ საობლიგაციო ფასდაკლებას (საობლიგაციო დისკონტს).

საფინანსო აქტივით იქმნება ფულის ნაკადი. შესაბამისად ნებისმიერი საფინანსო აქტივის ფასი ყველა იმ ფულადი ნაკადის დღევანდელი ღირებულების ტოლია, რომელიც ამ აქტივით იქმნება.



სურათი № 1. წმინდა დისკონტური ობლიგაციის ფულის ნაკადი

ობლიგაცია ნულოვანი კუპონით, ნომინალური ღირებულების მხოლოდ ერთ მომავალ ფულის ნაკადს ქმნის. ამგვარად აღნიშნული ობლიგაციის ფასის (P) განსაზღვრისათვის საჭიროა ობლიგაციის ნომინალური ღირებულების (F) დღევანდელი (დაყვანილი) ღირებულების გამოთვლა. პირველ სურათზე ნაჩვენებია წმინდა დისკონტური ობლიგაციის ფულის ნაკადი.

თუ კი ნომინალური ღირებულება უნდა იქნეს მიღებული დღევანდელი თარიღიდან (n) წლების შემდეგ და ინვესტორს სურს, რომ შემოსავლის განაკვეთი მოცემულ ობლიგაციაზე შეადგენდეს წელიწადში (r) პროცენტს მაშინ წმინდა დისკონტური ობლიგაციების ფასი გაიანგარიშება ფორმულით:

$$P = \frac{F}{(1+r)^n} \quad (1)$$

მაგალითისათვის განვიხილოთ წმინდა დისკონტური ობლიგაცია, რომელსაც გააჩნია 1000 დოლარი ნომინალური ღირებულება და რომელიც ხუთი წლის შემდეგ ექვემდებარება დაფარვას. თუ კი შემოსავლის განაკვეთი შეადგენს 12 %-ს მაშინ პირველი განტოლების მიხედვით მისი ფასი შეადგენს 567, 43 ლარს. ამგვარად იმისათვის, რომ ინვესტორმა ხუთი წლის შემდეგ მიიღოს ათასი დოლარი დღეს ამ ობლიგაციაში უნდა გადაიხდოს 567, 43 ლარი.

$$P = \frac{\$ 1000}{(1+0,12)^5} = \$ 567,43.$$

5.7. ბ) კუპონური ობლიგაციები

კომპანიების ობლიგაციების უმეტესობა – კუპონური ობლიგაციებია. ამ ობლიგაციებზე ჩვეულებრივ ყოველ ექვს თვეში ერთხელ ხდება კუპონური გადახდა. ხოლო დაფარვის ვადის დადგომის დროს ხდება მათი მთლიანად დაფარვა. ამასთან იმის გათვალისწინებით, რომ ასეთი სახის კუპონური ობლიგაციის ღირებულების განსაზღვრა გარკვეულად რთულია ვეცდებით გავამარტივოთ ჩვენი ამოცანა.



ნახატი № 2. კუპონური ობლიგაციებისათვის ფულის ნაკადი

დაუშვათ, რომ კუპონური გადახდა ხდება წელიწადში მხოლოდ ერთხელ. ამგვარად დაუშვათ, რომ კომპანია გამოშვებულ კუპონურ ობლიგაციაზე, n პერიოდის განმავლობაში, წელიწადში კუპონს C დოლარის ოდენობით იხდის. ასევე დაუშვათ, რომ ინვესტორებს სურთ ობლიგაციების საშემოსავლო განაკვეთმა წელიწადში r პროცენტი შეადგინოს. ასეთ შემთხვევაში კუპონური ობლიგაციების ფასი შეიძლება გამოვიანგარიშოთ ფორმულით:

$$P = \frac{C}{(1+r)} + \frac{C}{(1+r)^2} + \dots + \frac{C}{(1+r)^n} + \frac{F}{(1+r)^n}$$

კუპონური ობლიგაციების ფულის ნაკადი სურათ 2-ზე ასახულია, სადაც ჩანს, რომ ობლიგაციებზე დაპირებული გადასახდელი შეიძლება დავეოთ ორ ნაწილად. კერძოდ ერთი ეს არის C კუპონური გადასახდელების თანაბარი ნაკადი n პერიოდში, ხოლო მეორე როდესაც ხდება ობლიგაციის ნომინალური F ღირებულების (ძირითადი თანხის) დაფარვა. შესაბამისად ფულის დროითი ღირებულების ფორმულიდან გამომდინარე ჩვენ აქვე შეიძლება გამოვიყენოთ კუპონური ობლიგაციების ფასის განტოლება:

$$P = C \times PA(r, n) + F(1+r)^{-n}$$

$$P = C \frac{1 - (1+r)^{-n}}{r} + \frac{F}{(1+r)^n} \quad (8)$$

განვიხილოთ მაგალითი 1.

ვიპოვოთ ახლად გამოშვებული კუპონური ობლიგაციების ფასი თუ კი $r=10\%$, $n=7$ წელს, $F=\$1000$, $C=\$80$. აღნიშნულ ობლიგაციებზე 30 წლის განმავლობაში უნდა განხორციელდეს 80 დოლარის ოდენობით კუპონის გადახდა. ხოლო 30 წლის შემდეგ, ობლიგაციის ნომინალის, 1000 დოლარის გადახდა (დაბრუნება).

$$P = \$80 \times \frac{1 - (1+0,1)^{-7}}{0,1} + \frac{\$1000}{(1+0,1)^7} = \$389,44 + \$513,16 = \$902,60$$

აღნიშნული მეთოდით შეიძლება ნებისმიერი კუპონური ობლიგაციის შეფასება. კერძოდ, ასეთი გადასახდელის პაკეტი შედგება ანუიტეტის (კუპონური გადასახდელის) და ერთჯერადი გადასახდელისაგან (ძირითადი თანხის დაფარვა).

ნაცვლად იმისა, რომ შევაფასოთ კუპონური ობლიგაცია კითხვა შეიძლება სხვაგვარადაც დაისვას. კერძოდ, რა შემოსავლიანობას უნდა ელოდოს ინვესტორი თუ კი ობლიგაციის ფასი 811,6 დოლარია? ასეთ შემთხვევაში საჭიროა ვიპოვოთ r -ის მნიშვნელობა:

$$\$811,46 = \$80 \times \frac{1 - (1+r)^{-7}}{r} + \frac{\$1000}{(1+r)^7}$$

ხშირად r განაკვეთს ობლიგაციის საერთო საშემოსავლო განაკვეთს უწოდებენ.

ჩვენს შემთხვევაში ის 10%-ის უდრის. შესაბამისი ფულის ნაკადის 10%-ით დისკონტირებით 902, 60 დოლარი მიიღება. შემოსავლიანობის ნორმის განსაზღვრის ერთადერთი მიღებული მეთოდს ცდებისა და შეცდომების მეთოდი წარმოადგენს. ასეთი გამოთვლების დროს ასევე ხშირად კომპიუტერული ცხრილების მეთოდი და სპეციალური ელექტრონული კალკულატორი გვეხმარება.

კუპონური ობლიგაციებისათვის ხშირად გამოიყენება ტერმინი „კუპონური განაკვეთი“ (CR)¹. ობლიგაციის ნომინალური ღირებულების ყოველ ერთ დოლარზე ყოველწლიური კუპონური გადასახდელის ოდენობა კუპონურ განაკვეთს წარმოადგენს. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ კუპონური განაკვეთი არის;

$$CR = \frac{C}{F} \quad (9)$$

კუპონურ ობლიგაციასთან დაკავშირებით ასევე ხშირად გამოიყენება ტერმინი „მიმდინარე შემოსავლიანობა“ (CY). კუპონური ობლიგაციის მიმდინარე შემოსავლიანობა – ობლიგაციის ფასის ყოველ დოლარზე ყოველწლიური კუპონური გადასახდელის ოდენობით განისაზღვრება. კერძოდ:

$$CY = \frac{C}{P} \quad (10)$$

მიმდინარე შემოსავლიანობა გვიჩვენებს რენტაბელობას, რომელსაც მოცემულ წელს ობლიგაციაში დაბანდება მოგვიტანს, ამასთან რამდენადაც აღნიშნული მაჩვენებელი ვერ ითვალისწინებს კაპიტალურ მოგებას ან ზარალს ამ წელს, ამიტომ ის ობლიგაციის საერთო შემოსავლიანობის შესახებ ზუსტ შეფასებას არ იძლევა.

ობლიგაციასთან დაკავშირებით შედარებით ფართო გამოიყენება ისეთი მაჩვენებელი როგორცაა **ობლიგაციის საერთო საშემოსავლო განაკვეთი YTM yield to maturity**. ობლიგაციის საერთო საშემოსავლო განაკვეთი ეს არის სადისკონტო განაკვეთი რომელიც დაფარვის მომენტისათვის შეესაბამება ობლიგაციის მომავალი გადასახდელებისა და მიმდინარე ფასის ახლანდელ ღირებულებას. ჩვენ შეგვიძლია განვიხილოთ შემოსავალი დაფარვის მომენტში, როგორც შემოსავლი, რომელსაც ინვესტორები იღებენ ყოველწლიურად, იმ შემთხვევაში თუ კი მას დაუფარვამდე შეინახავენ. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ YTM ეს არის მე-8 ფორმულაში საპროცენტო განაკვეთი (r), რომლის დახმარებითაც ობლიგაციის ფასი გამოთვლა ხდება.

5.8. ობლიგაციის ღირებულების ცვლილება დროში

როგორც წესი ახლად გამოშვებული ობლიგაციები (new issue) ჩვეულებრივ იყიდება მისი ნომინალურ ღირებულებასთან მიახლოებულ ფასში. მაგრამ მიმოქცევაში მყოფი ობლიგაციის ფასებმა შეიძლება მნიშვნელოვანი მერყეობა განიცადონ. ჩვენ

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., с. 71..

განვიხილოთ შემთხვევა როდესაც წლების განმავლობაში საერთო საშემოსავლო განაკვეთი არ იცვლება. რა ხდება როდესაც საპროცენტო განაკვეთი იცვლება? როგორც ვიცით საპროცენტო განაკვეთი დროში იცვლება. როგორ მოქმედებს საპროცენტო განაკვეთის მერყეობა ობლიგაციის ფასზე? ჩვენ მაგალითში თუ კი საპროცენტო განაკვეთი 5 %-მდე დაეცემა მაშინ 10%-იანი განაკვეთით ჩვენი კუპონური ობლიგაციის ფასი 1173,56 დოლარამდე გაიზრდება.

$$PV = \$80 \times \frac{1 - (1 + 0,05)^{-7}}{0,05} + \frac{\$1000}{(1 + 0,05)^7} = \$80 \times \frac{1 - 0,7107}{0,05} + \frac{\$1000}{1,4071} = \$1173,56$$

ბუნებრივია ინვესტორი რაც უფრო მაღალ საპროცენტო განაკვეთს ითხოვს მით უფრო ნაკლებ თანხას გადაიხდის ობლიგაციებში. უნდა აღინიშნოს, ისიც რომ ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებამ ობლიგაციის ფასი მნიშვნელოვნად გაზარდა. რაც უწინარე ყოვლისა განპირობებული იყო იმით, რომ ობლიგაცია გრძელვადიანია. გადახდები 7 წლის განმავლობაში უნდა განხორციელდეს. რაც უფრო ნაკლებ დროში იფარება ობლიგაცია მით უფრო ნაკლებად ზემოქმედებს საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება ობლიგაციის ფასზე.

თავად ის ფაქტი, რომ საბაზრო განაკვეთის ვარდნასთან ერთად ობლიგაციის ღირებულება იზრდება სავსებით გასაგებია, რომელიც ასე შეიძლება აიხსნას: საპროცენტო განაკვეთის ვარდნასთან ერთად იზრდება, როგორც კუპონური გადასხდელების დღევანდელი ღირებულება ისე ობლიგაციის ნომინალური ფასის დღევანდელი ღირებულება.

ობლიგაციის ფასი და პროცენტის დარიცხვის პერიოდულობა

კუპონური ობლიგაციების შეფასების დროს, ჩვენი მაგალითის მიხედვით, ძირითად პირობას წარმოადგენდა ის, რომ ობლიგაციილონერი პროცენტს წლის განმავლობაში მხოლოდ ერთხელ იღებდა. პრაქტიკაში ხშირად ობლიგაციილონერს წლის განმავლობაში პროცენტს ორჯერ უხდიან. ასეთ შემთხვევაში ყოველი ექვსი თვის შემდეგ ემტენტი ობლიგაციილონერს არა 80 დოლარს არამედ 40 დოლარს გადაუხდის. შეაბამისად თუ კი ემტენტი კუპონურ ობლიგაციაზე ნახევარწლიან რთული პროცენტის დარიცხვას აცხადებს, მაშინ შემოსავლიანობა ექვსი თვის შემდეგ არა 10 % არამე $10\%/2 = 5\%$ იქნება. ასეთ პირობებში კუპონური ობლიგაციის მიმდინარე ფასი იქნება:

$$PV = \frac{\$40}{1,05} + \frac{\$40}{(1,05)^2} + \dots + \frac{\$40}{(1,05)^{13}} + \frac{\$1040}{(1,05)^{14}} = \$917,27$$

ასეთ შემთხვევაში შეიძლება ანუიტეტის მიმდინარე ღირებულების ფორმულის გამოყენება:

$$PV = \$40 \times \frac{1 - (1 + 0,05)^{-14}}{0,05} + \frac{\$1040}{(1,05)^{14}} = \$392 + \$525,27 = \$917,27$$

5.9. საოპერაციო რისკი, ოპერაციის ვალები და სესხის ღირებულება

არსებობს საფრთხე იმასთან დაკავშირებით, რომ კომპანია თავის ფინანსურ ვალდებულებას არ შეასრულებს. აღნიშნულთან დაკავშირებით ინვესტორებს აინტერესებს ემიტენტი-კომპანიის მიერ რომელიმე ობლიგაციაზე დაპირებული არ გადახდის ალბათობა. ინვესტორების ალბათობის შეაფასებაში დასახმარებლად არსებობს სპეციალური სამსახურები რომლებიც სხვადასხვა ემიტენტების ობლიგაციების რეიტინგს ადგენენ.

არსებობს მცდელობა რეიტინგის დახმარებით შეფასდეს **დეფოლტეს რისკი**. რაც ნიშნავს შეფასდეს ალბათობა იმისა დააყოვნებს თუ საერთოდ ვერ გადაიხდის ობლიგაციებზე გადასახდელს. კომპანიების სესხის ღირებულება უმეტესად და არა განსაკუთრებით, დამოკიდებულია და დაკავშირებულია დეფოლტეს რისკზე. მნიშვნელოვანია სხვა ფაქტორებიც, რომელზეც კომპანია გავლენას ვერ ახდენს. ყველა სხვა თანაბარ პირობებში სარისკო ობლიგაციები მეტ პროცენტულ შემოსავალს უნდა იძლეოდეს. შემოსავლიანობაში განსხვავება, რომელსაც განსაკუთრებით დეფოლტეს რისკი განაპირობებს, განსაზღვრავს სარისკო ობლიგაციებზე საპროცენტო განაკვეთის სტრუქტურას.

სესხის ღირებულებაზე გავლენას ახდენს ასევე ობლიგაციის **დაფარვის ვადა**. ნებისმიერ მოცემულ დროში ორი ერთნაირი ობლიგაცია, რომელიც ერთმანეთისაგან, მხოლოდ დაფარვის პერიოდით განსხვავდება, შეიძლება ქონდეთ სხვადასხვა შემოსავლიანობა. ასეთ შემთხვევაში შემოსავლიანობის მრუდი, შემოსავლიანობასა და დაფარვის პერიოდს შორის დამოკიდებულებას ახასიათებს.

შემოსავლიანობის მრუდს გააჩნია დადებითი (აღმავალი) დახრილობა, მაშინ როდესაც ობლიგაციებს – დაფარვამდე დიდი პერიოდით – უფრო მაღალი შემოსავლიანობა გააჩნიათ ვიდრე ობლიგაციებს – დაფარვამდე მოკლე პერიოდით. ზოგიერთ შემთხვევაში შემოსავლიანობის მრუდს გააჩნია უარყოფითი (დაღმავალი) დახრილობა. ამ დროს მოკლე პერიოდით დაფარვამდე ობლიგაციებს უფრო მაღალი შემოსავლიანობა გააჩნიათ ვიდრე გრძელი პერიოდით დაფარვამდე ობლიგაციებს. ობლიგაციის დაფარვის ვადასა და შემოსავლიანობის თანაფარდობას ასევე დაფარვის ვადის მიხედვით საპროცენტო განაკვეთის სტრუქტურას უწოდებენ.

ცალკეული დასკვნების გამოყენებით მე-4 თემაასთან დაკავშირებით შეიძლება შემდეგი რეზიუმე გაკეთდეს:

რ ე ზ ი უ მ ე

ობლიგაცია გრძელვადიანი სავალდებულო ინსტრუმენტია რომელსაც დასაფინანსებლად იყენებენ. არსებობს სხვადასხვა სახის ობლიგაციები, ყოველ მათგანი ერთმანეთისაგან მოსალოდნელი შემოსავლიანობით და რისკის სხვადასხვა ხარისხით განსხვავდება. ყველაზე ნაკლებად სარისკო ობლიგაციას სახაზინო ობლიგაცია წარმოადგენს. ობლიგაციები ერთმანეთისაგან განსხვავდებიან ისეთი მახასიათებლებით, როგორიცაა: ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება (ძირითადი თანხა), საკუპონე შემოსავალი, საკუპონე განაკვეთი, დაფარვის ვადა, ვადამდე დაფარვის შესაძლებლობები და ა.შ.

ობლიგაციები ერთმანეთისაგან განსხვავდებიან იმათ თუ როგორ ხდება მათზე გადახდები. ასე მაგალითად ობლიგაციები ნულოვანი კუპონით ნიშნავს იმას, რომ ასეთი სახის ობლიგაციებზე არ ხდება კუპონური გადახდები. უმეტეს ობლიგაციებზე ემიტენტის მიერ ხდება რეგულიარული კუპონური გადახდები.

როდესაც ფირმა ობლიგაციების ემისას ახდენს, ის ობლიგაციონერს დაპირებას თავაზობს. კრედიტის ფასი სწორედ ემიტენტის დაპირების შეთავაზებით განისაზღვრება.

ემიტენტი კორპორაციის მთავარი ამოცანაა ფულადი სახსრები უმცირესი ხარჯებით მოიზიდოს. შესაბამისად მენეჯერმა უნდა იცოდეს ბაზარი ობლიგაციას როგორ აფასებს. ობლიგაციის შეფასების დროს გამოიყენება დროში ფულის ღირებულების განსაზღვრის პრინციპები. რაც განპირობებულია იმით, რომ ობლიგაციის გამოშვება დაკავშირებულია დაპირებასთან, რომ მომავალში სხვადასხვა სახის გადახდები განხორციელდეს. შესაბამისად მიმდინარე ღირებულების სხვადასხვა მეთოდების გამოყენების ცოდნას დიდი მნიშვნელობა აქვს.

კითხვები განმარტებისათვის

1. რა არის ობლიგაცია და ვინ უშვებს მას?
2. ჩამოთვალეთ და განმარტეთ ობლიგაციის ძირითადი ტიპები;
3. რომელი კრიტერიუმებით განსხვავდებიან ობლიგაციები ერთმანეთისაგან? ჩამოთვალეთ და დაახასიათეთ თითოეული მათგანი;
4. დაახასიათეთ ობლიგაციების ტიპები: კონვერტირებადი, ობლიგაციები ვარანტით, შემოსავლიანი ობლიგაციები და ინდექსირებული ობლიგაციები;
5. ემიტენტი კომპანია რა პირობებით თავაზობს ინვესტორებს ობლიგაციას;
6. დაახასიათეთ კომპანიის ძირითადი ფასიანი ქაღალდებისათვის სავალდ მოთხოვნების მიმართ არსებული პრიორიტეტები;
7. როგორ განისაზღვრება წმინდა დისკონტური ობლიგაციის (ფასი) ღირებულება?
8. როგორ განისაზღვრება დისკონტური ობლიგაციების ღირებულება (ფასი)?
9. როგორ გაქნისაზღვრება კუპონური ობლიგაციების განაკვეთი და მიმდინარე შემოსავლიანობა?
10. როგორ განისაზღვრება ობლიგაციის საერთო საშემოსავლო გაანაკვეთი?
11. რა გავლენას ახდენს კუპონური განაკვეთის ცვლილება დროში კუპონური ობლიგაციების ღირებულებაზე?
12. რა გავლენას ახდენს საობლიგაციო რისკი და ობლიგაციის ვადები სესხის ღირებულებაზე?

ამოცანები თვითშეფასებისათვის

1. წმინდა დისკონტური ობლიგაციის ნომინალური ღირებულებაა 1000 დოლარია, წლიური რთული საპროცენტო განაკვეთი 10%-ს შეადგენს, დაფარვის ვადა 5 წელია, გაიანგარიშეთ მისი მიდინარე ფასი.
2. რა იქნება წმინდა 5 წლიანი დისკონტური ობლიგაციის ფასი, რომლის ნომინალური ღირებულება შეადგენს 1000 დოლარს, წლიური საპროცენტო განაკვეთი შეადგენდა 10 %-ს და მოულოდნელად გაიზარდა 11%-მდე?
3. რა იქნება წმინდა 5 წლიანი დისკონტური ობლიგაციის ფასი, რომლის ნომინალური ღირებულება შეადგენს 1000 დოლარს, წლიური საპროცენტო განაკვეთი შეადგენდა 10 %-ს და საპროცენტო განაკვეთი მოულოდნელად შემცირდა 9 %-მდე?
4. ცნობილია, რომ ობლიგაციის ნომინალური ფასი \$1000-ს შეადგენს რომელიმე სამი წლის შემდეგ უნდა დაიფაროს და წელიწადში მოაქვს 10% კუპონური შემოსავალი. თუ კი მისი შემოსავლიანობა 12%-ს შეადგენს, რა იქნება ობლიგაციის ფასი?

ტესტები თვითშეფასებისათვის

- 1. გადაუხდელობის მაღალი რისკი არ გაჩნია:**
 - ა. კორპორაციულ ობლიგაციებს
 - ბ. სახაზინო ობლიგაციებს
 - გ. მუნიციპალურ ობლიგაციებს
- 2. ობლიგაციების ვადამდე გამოსყიდვის უფლების არსებობა სასარგებლოა:**
 - ა. ემიტენტისათვის;
 - ბ. ინვესტორისთვის;
 - გ. როგორც ემიტენტისათვის ისე ინვესტორისთვის.
- 3. წმინდა დისკონტური ობლიგაციაზე:**
 - ა. გამოშვების თარიღსა და დაფარვის თარიღს შორის არსებულ პერიოდში, გადახდები არ ხდება.
 - ბ. გამოშვების თარიღსა და დაფარვის თარიღს შორის არსებულ პერიოდში ხდება გადახდები.
 - გ. გადახდები იწყება ობლიგაციების გამოშვების მომენტიდან:
- 4. ობლიგაციის ფასის ყოველ ერთ დოლარზე ყოველწლიური კუპონური გადასახდელის ოდენობით განისაზღვრება:**
 - ა. კუპონურ განაკვეთი;
 - ბ. მიმდინარე შემოსავლიანობა;
 - გ. ობლიგაციის საერთო საშემოსავლო გაანაკვეთი.
- 5. თანხა რომელსაც ემიტენტი ობლიგაციის დაფარის დროს ყოველ ობლიგაციაზე იხდის არის:**
 - ა. ობლიგაციის საბაზრო ღირებულება;
 - ბ. ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულება;
 - გ. ობლიგაციის შემოსავალი
- 6. სადისკონტო განაკვეთი, რომელიც დაფარვის მომენტისათვის შეესაბამება ობლიგაციის მომავალი გადასახდელებისა და მიმდინარე ფასის ახლანდელ ღირებულებას არის:**
 - ა. კუპონურ განაკვეთი;
 - ბ. მიმდინარე შემოსავლიანობა;
 - გ. ობლიგაციის საერთო საშემოსავლო გაანაკვეთი.
- 7. როდესაც საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, ფიქსირებული კუპონით ობლიგაციის ფასი:**
 - ა. იზრდება
 - ბ. კლებულობს
 - გ. არ იცვლება.

ძირითადი:

ლილი გვენეტაძე, კორპორაციული ფინანსები, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი I, თბილისი 2010.

სავალდებულო ლიტერატურა:

1. **ჯეიმს ს. ვან პორნი, ჯონ მ. ვაშოვიჩი, უმცრ.** ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორემეტე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008. ნაწილი I, თავი 4.
2. **Брейли Р. Майерс С.** Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2004. ст. Глава 25
3. **Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес** - Финансовый Менеджмент М.2001 Глава 4.
4. სს კავკასიის ბირჟა, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბილისი 1998)

დამატებითი ლიტერატურა:

1. **რევაზ კაკულია, ლელა ბახტაძე, გოჩა თუთბერიძე**, კორპორაციული ფინანსები, თბ. 2008.
2. **ზაირა ღუდუშაური**, ფინანსური მენეჯმენტი, თბილისი, 2007.
3. **ა. ხორავა, ნ. კვატაშიძე, ნ. სრესელი, ზ. გოგრიჭიანი** - ბუღალტრული აღრიცხვა, თბილისი 2004
4. **ლილი გვენეტაძე**, ფინანსების ზოგადი თეორია, თბილისი, 2007.
5. **Зви Боди. Роберт К. Мертон** Финансы. Изд. Дом Вильямс Москва Санкт-Петербург Киев 2005
6. საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა <http://www.nplg.gov.ge/ge/index.html>
7. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო. სტატისტიკის დეპარტამენტი <http://www.statistics.ge/>
8. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (www.pbo.ge)
9. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო www.mof.ge
10. საქართველოს საფონდო ბირჟა (www.cse.ge)
11. “საქართველოს ეკონომიკის მიმართულებები”-(ყოველკვარტარული მიმოხილვა (www.geplac.org))
12. კორპორაციული ფინანსები ინტერნეტ გამოცემა <http://www.gaap.ru/biblio/>

თავი მეექვსე

აქციის ტიპები და მათი უფასება

მეექვსე თავის შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ: რას წარადგენს გრძელვადიანი დაფინანსების მეორე მნიშვნელოვანი წყარო – პრივილიგირებული აქციები; რაში მდგომარეობს პრივილიგირებული აქციებით დაფინანსების უპირატესობა და ნაკლოვანებები; როგორ განისაზღვრება პრივილიგირებული აქციების ღირებულება; რას წარმოადგენს ჩვეულებრივი აქციები; როგორია ჩვეულებრივი აქციების ფლობის სარგებელი და ხარჯები; როგორ განვსაზღვოთ ჩვეულებრივი აქციის მიმდინარე ღირებულება და მოსალოდნელი შემოსავლიანობა;

რა განსაზღვრავს აქციების მომავალი წლის ფასს; როგორ შეაფასოთ აქციები დივიდენდების გრძელვადიანი ზრდის ტემპის მეთოდების გამოყენებით; როგორ განვსაზღვროთ დივიდენდური შემოსავლიანობის ნორმა; როგორ განვსაზღვროთ: სადივიდენდო გადახდის კოეფიციენტი; რეინვესტირების კოეფიციენტი; დივიდენდების ზრდის ტემპი; რა კავშირი არსებობს ერთ აქციაზე აქციის ფასსა და მოგებას შორის; ზრდის პერსპექტივის მიმდინარე ღირებულების გამოყენებით აქციის ფასი; რას ნიშნავს კოეფიციენტი ფასი/მოგება.

6.1. პრივილიგირებული აქციები

კომპანია, ჩვეულებრივ, პრივილეგირებულ აქციებს გამოცხადებული ნომინალური ღირებულებით უშვებს და იძლევა დაპირებას, რომ აქციის ნომინალურ ღირებულებასთან მიმართებით, დივიდენდის სახით პერიოდულად პროცენტს გადაიხდის. ასე მაგალითად: პრივილეგირებული აქცია 100 დოლარის ნომინალური ღირებულებით და 6%-იანი დივიდენდით მის მფლობელს ყოველწლიურად დივიდენდის სახით 6 დოლარ შემოსავალს მოუტანს.

უნდა აღინიშნოს ის, რომ კომპანიის მიერ გადახდილი – დივიდენდი პრივილეგირებულ აქციაზე და კუპონური გადასახდელი ობლიგაციაზე ერთმანეთის მსგავსია. ამასთან მათ შორის არსებობს მნიშვნელოვანი განსხვავებაც. ჯერ ერთი პრივილეგირებულ აქციას არ გააჩნია დაფარვის ვადა, რის გამოც მისი მყიდველი, ემიტენტ კომპანიისაგან, არ იღებს დაპირებას აქციის ნომინალური ღირებულების დაფარვასთან დაკავშირებით. მეორეც დაგეგმილი გადასახდელის გადაუხდელობა კომპანიას დეფოლტე მდგომარეობაში არ აყენებს. (დეფოლტე ინგლისური სიტყვაა და ნიშნავს – ფასიან ქაღალდებზე, კრედიტზე, ობლიგაციებზე პროცენტის გადახდის შეწყვეტას და ასევე ვალების მომსახურებისა და გადახდების შეწყვეტას).

პრივილეგირებული აქციების უმეტესობა **კუმულაციურია (დაგროვებადია)**.¹ ასეთი

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., с. 81

აქციების მფლობელებს კომპანია ვალდებულია გადაუხადოს გადაუხდელი დივიდენდი. პრინციპში, პრივილიგირებული აქციების გამომშვებ კომპანიასა და ასეთი აქციების მფლობელს შორის დადებული შეთანხმება ჩვეულებრივ მოიცავს პუნქტს, რომელიც კომპანიას უკრძალავს ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებისათვის დივიდენდის გადახდას, ვიდრე პრივილიგირებული აქციების მფლობელებისათვის ყველა დივიდენდი არ იქნება გადახდილი.

პრივილიგირებულ აქციებზე დივიდენდების კუმულიაცია პრივილიგირებული აქციების მფლობელებს ნაწილობრივ იცავს იმისაგან, რომ რომელიმე დივიდენდი არ იქნება გადახდილი. თუ კი კომპანიამ კუმულაციურ პრივილიგირებულ აქციების მფლობელებს დროებით უნდა შეუწყვიტოს დივიდენდების გადახდა, ის მოგვიანებით უნდა იქნეს გადახდილი.

ზოგიერთი პრივილიგირებული აქცია ისე, როგორც უმეტესი კუპონური ობლიგაციები, შეიძლება ფირმა ემიტენტის მიერ იქნეს გამოხმობილი. რაც ნიშნავს იმას, რომ პრივილიგირებული აქციების მფლობელმა უნდა ჩააბაროს აქციები და სანაცვლოდ ვადამდე დაფარვის ობლიგაციის ფასი მიიღოს. შეთანხმებაში მითითებული უნდა იქნეს როგორი უნდა იყოს ეს **გამოძახების ფასი**.

პრივილიგირებული აქციების მფლობელებს, ისევე როგორც ობლიგაციების მფლობელებს, კომპანიის პოლიტიკის განსაზღვრის პროცესში, არ გააჩნიათ ხმის უფლება. მაშინ, როდესაც ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები მრავალი მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილებების მიღებაში მონაწილეობენ. ზოგჯერ კომპანიასა და პრივილიგირებულ აქციების მფლობელებს შორის დადებული შეთანხმება მათი კენჭისყრაში მონაწილეობის უფლებას ითვალისწინებს და ეს იმ შემთხვევაში ხდება, როდესაც კომპანია სერიოზულ ფინანსურ სიძნელეებს განიცდის.

6.2. პრივილიგირებული აქციებით დაფინანსების უპირატესობა და ნაკლოვანებები

პრივილიგირებული აქციებით დაფინანსების ყველაზე დიდ უპირატესობას წარმოადგენს მისი მოქნილობა. კომპანიას შეუძლია არ გადაიხადოს ან დააყოვნოს დივიდენდის გადახდა, და ასეთ შემთხვევაში ის იურიდიულად ბანკროტი არ ხდება. ამ დროს ყველაზე ცუდი რაც შეიძლება მოხდეს ეს არის ის, რომ ის არ გადაიხადის ჩვეულებრივი აქციების მფლობელების დივიდენდს მანამ, ვიდრე არ გადაიხდის პრივილიგირებული აქციებზე დივიდენდს. მეორე დიდ უპირატესობას წარმოადგენს ის, რომ კომპანიას, თავისი პოლიტიკის საკითხებზე ხმის უფლების მიცემის გარეშე, შეუძლია დაფინანსების მიღება. აღნიშნულის გამო პრივილიგირებული აქციები, ერთის მხრივ გაბანკროტებასთან დაკავშირებით არ ქმნიან პრობლემებს, მეორეს მხრივ ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები ინარჩუნებენ კონტროლს კომპანიის საქმიანობაზე. აღნიშნულიდან გამომდინარე პრივილიგირებული აქციები დაფინანსების მიმზიდველ წყაროდ ითვლება.

ამასთან პრივილიგირებული აქციებით დაფინანსებას გააჩნია რიგი ნაკლოვანებები. კერძოდ: როგორც ვიცით ობლიგაციებზე საპროცენტო გადასახდელების გადახდა საგადასახადო ტვირთს ამცირებს, ის მიეკუთვნება ხარჯებს და კომპანიის დაბეგვრამდე მოგებას აკლდება. რაც შეეხება პრივილიგირებულ აქციებზე გადასახდელს ეს ხდება გადასახადების გადახდის შემდეგ დარჩენილი მოგებიდან. ეს ძალზე მნიშვნელოვანი განსხვავებაა, რამდენადაც გადასახადის გადახდის გათვალისწინებით, ეს გავლენას ახდენს ამ ორი მეთოდით დაფინანსების ფაქტიურ ღირებულებაზე.

იმისათვის რომ გავიგოთ რა განსხვავება არსებობს გადასახდის გადახდამდე და გადასახადის გადახდის შემდეგ პროცენტის (დივიდენდის) გადახდას შორის განვიხილოთ მაგალითი. დაუშვათ, რომ კომპანია, იბეგრება 34%-იანი განაკვეთით და უნდა გადაუხადოს ობლიგაციონერებს – პროცენტი \$1000 და პრივილიგირებული აქციების მფლობელებს – დივიდენდი \$1000. იმისათვის რომ ობლიგაციონერებს პროცენტი გადაუხადოს საკმარისია კომპანიამ დაბეგვრამდე \$1000 მოგება მიიღოს. ასეთ შემთხვევაში პროცენტი ხარჯს მიეკუთვნება და დასაბეგრ ბაზას ამცირებს. რაც შეეხება პრივილიგირებულ აქციებს, დაბეგვრამდე კომპანიამ უნდა მიიღოს მინიმუმ მოგება $\$1515 = \$1000 / (1 - 0,34)$ გადიხადოს გადასახადი \$515 და მხოლოდ შემდეგ, დარჩენილი წმინდა მოგებიდან, გადაიხდის დივიდენდს. აღნიშნულიდან გამომდინარე დაფინანსებასთან დაკავშირებით, კომპანიამ გადაწყვეტილების მიღების დროს დაფინანსების მოქნილობა და მისი ღირებულება უნდა გაითვალისწინოს.

6.3. პრივილიგირებული აქციების ღირებულების განსაზღვრა

ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდის (ფინანსური აქტივის) ფასი უნდა განისაზღვროს ყველა იმ მომავალი ფულის ნაკადის მიმდინარე ღირებულებით, რომელიც ამ ფასიანი ქაღალდით არის შექმნილი. იმის გათვალისწინებით, რომ პრივილიგირებულ აქციებზე უვადოდ უნდა განხორციელდეს სხვადასხვა პერიოდული გადახდები, ჩვენ შეგვიძლია მისი ფასის განსაზღვრის დროს გამოვიყენოთ უვადო რენტის ახლანდელი ღირებულების განსაზღვრის მეთოდი. თუ კი პრივილიგირებულ აქციებზე გადასახდელი დივიდენდის თანხას აღვნიშნავთ D –თი, r –ით დისკონტის შესაბამის განაკვეთს, მაშინ პრივილიგირებული აქციების ფასი P შეიძლება განისაზღვროს ფორმულით:

$$P = \frac{D}{r} \quad (1)$$

განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ, რომ \$100 ნომინალის მქონე პრივილიგირებული აქციაზე ყოველწლიურად უნდა იქნეს გადახდილი 8% დივიდენდი (იგივე \$8). თუ კი აღვნიშნულ აქციაზე დისკონტის განაკვეთი შეადგენს 12%, მაშინ პრივილიგირებული აქციის ფასი პირველი ფორმულის მიხედვით იქნება:

$$P = \frac{\$8}{0,12} = \$66,67$$

6.4. ჩვეულებრივი აქციები

გრძელვადიანი დაფინანსების სამი წყაროდან კერძოდ: სესხი, პრივილიგირებული აქციები და ჩვეულებრივი აქციები, ძირითადი ჩვეულებრივი აქციებია. არც ერთ დიდ კომპანიას ჩვეულებრივი აქციების გარეშე არსებობა არ შეუძლია, რამდენადაც ისინი კომპანიის კაპიტალში მონაწილეობის წილს ასახავენ. კომპანიის ხელმძღვანელობა პასუხისმგებელია დაიცვას ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა ინტერესები. რაც ნიშნავს იმას, რომ ფინანსურმა მენეჯერმა კომპანიის ჩვეულებრივი აქციების ღირებულების მაქსიმიზაცია უნდა უზრუნველყოს (გავიხსენოთ, რომ კორპორაციის მთავარი მიზანია საკუთარი ღირებულების მაქსიმიზაცია).

როგორც წესი ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები კომპანიაში ჩადებული საშუალებების კომპენსაციის სახით, ყოველ კვარტალურად დივიდენდებს უნდა იღებდეს. როგორც პრივილიგირებულ აქციებს, ჩვეულებრივ აქციებსაც არ გააჩნიათ დაფარვის ვადა. პრინციპში კომპანიას მუდმივად შეუძლია იარსებოს და აქციის მფლობელებსაც ასევე მუდმივად შეუძლიათ მიიღონ დივიდენდი. დივიდენდები გადამწვეტ როლს ასრულებენ ჩვეულებრივი აქციების ღირებულების განსაზღვრაში. ამასთან აღსანიშნავია ის, რომ კანონი კომპანიას, ჩვეულებრივი აქციის მფლობელებისათვის დივიდენდის გადახდას არ ავალდებულებს. ასევე საყოველთაოდ ცნობილია ისიც, რომ მრავალი კომპანია, განსაკუთრებით კი ახლად დაფუძნებული და ფინანსურ კრიზისში მყოფი, ჩვეულებრივ აქციებზე დივიდენდს არ იხდის.

6.5. ჩვეულებრივი აქციების ფლობის სარგებელი და ხარჯები

კომპანიის აქტივზე და შემოსავლებზე ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა მოთხოვნების დაკმაყოფილება ნარჩენის (დარჩენილის) პრინციპის მიხედვით ხდება. აღნიშნული პრინციპი ნიშნავს იმას, რომ აქციონერების მოთხოვნილებები დაკმაყოფილდება, მხოლოდ მას შემდეგ როდესაც, სხვა პირებისა და ორგანიზაციების განაცხადით არსებული მოთხოვნილებები დაკმაყოფილდება. ასე მაგალითად აქციონერები იღებენ დაპირებულ გადასახდელებს მხოლოდ მას შემდეგ როდესაც ობლიგაციონერები მიიღებენ თავიანთ გასაცემლებს. ამასთან აღსანიშნავია ის, რომ აქციონერებს სრული უფლება გააჩნიათ მოითხოვონ ყველაფერი ის რაც დარჩება კომპანიას მას შემდეგ, როდესაც გაისტუმრებს ობლიგაციონერების, მოსამსახურეების, მიმწოდებლების თუ სახელმწიფოს ყველა გასაცემელს.

მიუხედავად იმისა, რომ ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს სხვა ტიპის ინვესტორებთან შედარებით უკავიათ ყველზე სარისკო მდგომარეობა, მათ მაინც გააჩნიათ ზოგიერთი ისეთი განმასხვავებელი მახასიათებლები, რომელიც რისკს ზღუდავს. ერთ-ერთი მათგანია შეზღუდული პასუხისმგებლობა. იმ შემთხვევაში როდესაც კომპანიის აქტივი არ არის საკმარისი მის მიმართ წაყენებული მოთხოვ-

ნების დასაკმაყოფილებლად, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები არ კარგავენ საკუთარ სახლს, მანქანას და ა. შ. სხვა კერძო (პირად) საკუთრებას.

აღსანიშნავია ისიც, რომ ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს კომპანიის კაპიტალში მონაწილეობის ხვედრითი წილის შეინარჩუნების უფლება გააჩნიათ. შესაბამისად ახალი აქციების ემისიის შემთხვევაში, ჩვეულებრივი აქციის მფლობელებს სააქციო კაპიტალში მათი წილის შეაბამისად, უპირატესი შეძენის უფლება აქვთ. ასე მაგალითად, თუ კი აქციონერი ფლობს სააქციო კაპიტალის 5%-ს, მანამდე ვიდრე კომპანია ახლად გამოშვებულ აქციებს შეთავაზებს ახალ კლიენტებს, შეუძლია ახლად გამოშვებული აქციების 5%-ი შეიძინოს.

ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები, თავიანთ საშუალებას აბანდებენ რა მოგების მიღების მიზნით თანახმანი არიან, რომ მათი მოთხოვნები **დარჩენილის პრინციპით** დაიფაროს. იმ შემთხვევაში თუ კი აქციონერები არ ფიქრობენ აქციების გაყიდვას, მაშინ დივიდენდის სახით მიღებული ფულადი საშუალება ეს არის ერთადერთი ფულის ნაკადი რომელიც ამ აქციებით იქმნება. მნიშვნელოვანია ისიც, რომ **ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს, კომპანიის ძირითად საკითხებთან დაკავშირებით, ხმის უფლება გააჩნიათ.** აქციონერები ხმის უფლებას იყენებენ მაშინ, როდესაც კომპანია წლიურ კრებას ატარებს. აღსანიშნავია ისიც, რომ აქციონერები მონაწილეობენ იმ საკითხების განხილვაში, რომელიც კომპანიის მიერ, გარკვეული შედეგის მიღების უზრუნველსაყოფად, წინასწარ იქნა მომზადებული. ასე მაგალითად კომპანია ხშირად თხოვს აქციონერებს ხმა მისცეს დირექტორთა საბჭოს ახალ შემადგენლობას და იმავდროულად კენჭისყრაზე აყენებს თავის კანდიდატურას.

ხშირად ხმის უფლება ძალზე მნიშვნელოვანი ხდება. ასე მაგალითად: დაუშვათ აქციონერები, კომპანიის ხელმძღვანელობაში, ახალ მთავარ ფიგურას ირჩევენ. როგორც წესი კომპანიები იყენებენ ხმის უმეტესობით არჩევის პრინციპს. ამ შემთხვევაში მიზნის მიღწევის ერთ-ერთ მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს მინდობილობა წარმოადგენს. აღნიშნული ნიშნავს აქციონერის სახელით ხმის უფლების გამოყენებას. ასეთ შემთხვევაში პირს ეძლევა მინდობილობა აქციონერის სახელით მიიღოს მონაწილეობა კომპანიის აქციონერთა საერთო კრებაზე. იმის გათვალისწინებით, რომ მრავალი აქციონერი არ ესწრება საერთო კრებას, ისინი აძლევენ მინდობილობას სხვა პირს, რაც ამ უკანასკნელს კენჭისყრაში მონაწილეობის უფლებას აძლევს. სშირად ხმის მიცემა ძალზე მნიშვნელოვანია და ეს აქციონერებს შორის დიდ განხეთქილებას იწვევს. ასეთ შემთხვევაში იწყება ბრძოლა იმ აქციონერების ხმაზე, რომლებიც არ ესწრებიან კრებას. აღნიშნულს ეწოდება **ბრძოლა მინდობილობისათვის.**

ზოგიერთი კომპანია ჩვეულებრივ აქციებს A და B ჯგუფის აქციებად ყოფს. ჩვეულებრივ ამ ორ ჯგუფს ერთმანეთისაგან ხმის მიცემის უფლება განასხვავებს.

როგორც წესი A ჯგუფის აქციები მის მფლობელს კენჭისყრაში მონაწილეობის უფლებას აძლევს, ხოლო B ჯგუფის ჩვეულებრივი აქციებს ამის უფლება არა აქვთ. აღნიშნულის გამო A ჯგუფის აქციები პრემიით იყიდება.

ზოგჯერ ჩვეულებრივი აქციის მფლობელები დივიდენდებს აქციის სახით ან დანაწევრებული აქციების ფორმით იღებენ. (აქციების დანაწევრება ხდება, მაგალითად კომპანიის ერთი აქციის ნომინალური ფასი 100 დოლარია, კომპანია გამოუშვებს დამატებით კიდევ ერთ აქციას და ახლა ორი აქციას ფასი 100 დოლარი ხდება, თითოეული 50 ლარი). აქციონერებისათვის აქციის ფორმით დივიდენდების გადახდის პრაქტიკა ნაკლებად ღირებულია, რამდენადაც აქციონერები დივიდენდებს ნაღდი ფულის სახით არ იღებენ.

ზოგჯერ კომპანიები აქციების რაოდენობის შემცირების დეკლარირებას ახდენენ, რაც აქციების **რევერსიულ სპლიტს ნიშნავს**. ასეთ შემთხვევაში აქციონერებისათვის, ემიტენტის მიერ გამოშვებული აქციების რაოდენობის შემცირება, სააქციო კაპიტალს არ ამცირებს. (სპლიტი არის არარეალიზებული აქციების უფრო მეტ რაოდენობად დაყოფა იმ პირობით, რომ აქციონერებს შორის პროპორციულად განაწილდება).

განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ, რომ აქციონერი ფლობს 100 აქციას, ერთი აქციის ფასი 80 დოლარია. ამ პირობებში კომპანიამ განაცხადა, რომ გაზრდის აქციების რაოდენობას 20%-ით, შედეგად აქციონერს აღმოაჩნდება 120 აქცია. რა ეღირება ეს ახალი აქციები? აღსანიშნავია ის, რომ ახალი გამოშვების აქციები არ ქმნის ფულის ნაკადს, ამდენად კომპანიის ღრებულება არ იცვლება. საწყისი საბაზრო ღირებულება 100 აქციისა იყო 8000 დოლარი. იმის გათვალისწინებით, რომ ახალი აქციების გამოშვებამ არ შეცვალა კომპანიის ფულის ნაკადი, 120 აქციის საბაზრო ფასი ასევე 8000 დოლარი იქნება. რაც იმას ნიშნავს, რომ ერთი აქციის ფასი იქნება 66,67 დოლარი. ამგვარად აქციის ღირებულება მცირდება გამოშვებული ახალი აქციების პროპორციულად.

ახალი აქციების გამოშვების შემდეგ აქციების ფასის (P_c) განსაზღვრისათვის, ახალი აქციების გამოშვებამდე აქციების ფასს (P_b) გავყოფთ (s) ახლად გამოშვებული აქციების ზრდის პროცენტულ ოდენობაზე. თანაფარდობას შემდეგი სახე ექნება:

$$P_c = \frac{P_b}{1+s} \quad (2)$$

ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში თუ კი გამოვიყენებთ მე-2 ფორმულას მივიღებთ:

$$P_c = \frac{\$80}{1+0,2} = \$66,67$$

ისევე როგორც აქციის ფორმით დივიდენდების გაცემის შემთხვევაში დანაწევრებული აქციებიც არ ქმნის ფულის ნაკადს. შესაბამისად კომპანიის ღირებულებაც არ იცვლება. დანაწევრებული აქცია როგორც ამას ხშირად უწოდებენ, არის „ორი ერთთან“. რაც ნიშნავს იმას, რომ აქციონერი ერთი აქციის სანაცვლოდ იღებს ორ აქციას. ასეთ შემთხვევაში აქციის ღირებულება დაახლოებით 50%-ით მცირდება.

აქციების დანაწევრება, წლიდან წლამდე, ზრდის აქციების რიცხოვნობას, ხოლო აქციის ღირებულებას და აქციაზე დივიდენდის გადახდას ამცირებს. ეს ტენდენცია, გადახდილი იქნეს აქციაზე ძალიან მცირე დივიდენდები, მრავალ ფორმას ახასიათებს.

დივიდენდების გადახდის რეგულირებისათვის ახალი აქციების გამოშვება ძალზე პოპულარულად ითვლება. ექსპერტები აღნიშნულ ტენდენციას სხვადასხვა მიზეზით ხსნიან. ასე მაგალითად, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ზოგიერთ სპეციალისტს მიაჩნია, რომ ინვესტორები უპირატესობას აძლევენ აქციებს რომელთა ფასი 20 დან 60 დოლარამდე დიაპაზონში მერყეობს. იმ შემთხვევაში, თუ კი აქციების დანაწევრებით აქციის ფასი აღნიშნულ დიაპაზონში მოხვდება, მასზე მოთხოვნის ზრდამ შეიძლება განაპირობოს მისი ფასების ამაღლებაც. მიუხედავად იმისა, რომ აღნიშნულ თვალსაზრისთან დაკავშირებით რაიმე მნიშვნელოვანი მტკიცებულება არ არსებობს, ინტუიცია მაინც გვკარნახობს, რომ იმ აქციებით ვაჭრობა, რომელიც დაუშვათ ღირს 40 დოლარი, შედარებით უფრო იოლია, ვიდრე აქციებით რომლის ღირებულება 20 თასი დოლარს შეადგენს. აღსანიშნავია ისიც, რომ არა აქციების დანაწევრება მრავალი აქციის ღირებულება მნიშვნელოვნად გაიზრდებოდა, რაც აქციებით ვაჭრობას მნიშვნელოვნად გაართულებდა.

6.6. როგორ შევაფასოთ ჩვეულებრივი აქციების ღირებულება

ფულადი ნაკადის დისკონტირებული ფორმულა საშუალებას იძლევა ვიპოვოთ აქციების მიმდინარე ღირებულება ზუსტად ისევე, როგორც ნებისმიერი სხვა აქტივის მიმდინარე ღირებულება. ჩვენ უბრალოდ, შემოსავლიანობის მიხედვით, იმ ფულადი ნაკადის დისკონტირებას ვახდენთ, რომელიც შეიძლება კაპიტალის ბაზარზე შესადარისი რისკის მქონე ფასიანი ქაღალდებიდან იქნეს მიღებული. აქციონერები კომპანიიდან ფულად სახსრებს დივიდენდების ნაკადის სახით ღებულობენ, მაშასადამე:

$$\text{აქციების PV} = \text{მომავალში მოსალოდნელი დივიდენდების PV}^1$$

ერთი შეხედვით ასეთი მტკიცება შეიძლება უაზროდ მოგვეჩვენოს. ინვესტორები ყიდულობენ რა აქციებს ჩვეულებრივ, დივიდენდების მიღების იმედი აქვთ. ამასთან მათ, ასევე აქციის კურსის ზრდით კაპიტალის მატების იმედიც აქვთ. აქციები

¹ Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008., с.57

მიმდინარე ღირებულების ფორმულა არაფერს ამბობს კაპიტალის ზრდაზე. თუმცა, ამაში საოცარი ან მცდარი არაფერი არ არის.

მიმდინარე ფასი

აქციონერები, ჩვეულებრივი აქციებში ინვესტირებით, ფულად უკუგებას ორი ფორმით იღებენ:

1. ფულადი დივიდენდების ფორმით;
2. აქციების საკუროსო ღირებულების ზრდის (ან ვარდნის) ფორმით. რაც თავის მხრივ კაპიტალის ზრდას (ან დანაკარგს) იწვევს.

აღვნიშნოთ აქციების მიმდინარე ფასი P_0 -ით, მოსალოდნელი ფასი წლის ბოლოს P_1 -ით, ხოლო ერთ აქციაზე მოსალოდნელი დივიდენდები – DIV_1 -ით. მომავალ წელს აქციიდან მოსალოდნელი შემოსავლიანობის განსაზღვრისათვის, ერთ აქციაზე მოსალოდნელ დივიდენდს (DIV_1) ემატება ერთი აქციის მოსალოდნელ და მიმდინარე ფასთან შორის სხვაობა ($P_1 - P_0$) და იყოფა წლის დასაწყისში აქციის მიმდინარე ფასზე (P_0):

$$\text{მოსალოდნელი შემოსავლიანობა } r = \frac{DIV + (P_1 - P_0)}{P_0}$$

აქციების მოსალოდნელ შემოსავლიანობას, ინვესტორები, ჩვეულებრივ საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთს უწოდებენ.

მაგალითისთვის ავიღოთ კომპანია „ავერსი“ (კომპანიის სახელწოდება პირობითია), რომლის თითო აქცია იყიდება 100 ლარად ($P_0=100$). ინვესტორები მომავალ წელს აქციაზე 5 ლარის ოდენობის დივიდენდების მიღებას ელოდებიან ($DIV_1=5$). ასევე ვარაუდობენ, რომ ერთი წლის შემდეგ აქციები 110 ლარად ($P_1=110$) გაიყიდება. ასეთ შემთხვევაში აქციების მფლობელებისთვის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა 15%-ს უდრის:

$$r = \frac{5 + (110 - 100)}{100} = 0,15 \text{ ანუ } 15\%$$

დივიდენდების ოდენობისა და ფასის შესახებ სხვა ინვესტორების პროგრამების გაცნობის შემდეგ. თქვენთვის ცნობილი გახდა სხვა ანალოგიური რისკის მქონე აქციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა (r). ასეთ შემთხვევაში თქვენი აქციების მიმდინარე ფასი იქნება:

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1 + r} \quad (3)$$

„ავერსის“ – შემთხვევაში, როგორც ცნობილია $DIV_1=5$ ლარს და $P_1=110$ ლარს. იმ შემთხვაში თუ (r), ე.ი. ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, რომლებიც იმავე კატეგორიის რისკ მიეკუთვნებიან, რაც „ავერსი“-ის აქციები, 15%-ს უდრის, მაშინ ავერსის აქციების დღევანდელი ფასი უნდა შეადგენდეს 100 ლარს:

$$P_0 = \frac{5 + 110}{1,15} = 100 \text{ ლარი}$$

საიდან ვიცით ჩვენ, რომ 100 ლარი მართებული ფასია? საქმე იმაშია, რომ კაპიტალის კონკურენტულ ბაზრებზე სხვა ვერც ერთი ფასი ვერ შენარჩუნდება. რა მოხდება, თუ კი P_0 იქნება 100 ლარზე მეტი? მაშინ ავერსის აქციებს ექნება უფრო დაბალი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, ვიდრე ექვივალენტური რისკის მქონე სხვა ფასიან ქაღალდებს. შესაბამისად ინვესტორები თავიანთ კაპიტალს სხვა ფასიან ქაღალდებში გადაიტანენ და შედეგად ავერსის აქციების ფასი დაიკლებს. იმ შემთხვევაში თუ კი P_0 აღმოჩნდებოდა 100 ლარზე ნაკლები, პროცესი საპირისპიროდ წარიმართება. ავერსის აქციათა შემოსავლიანობა შესადარის ფასიანი ქაღალდებზე უფრო მაღალი იქნება. ასეთ პირობებში ინვესტორები ავერსის აქციებს მიაწვდებიან და მათ ფასს 100 ლარამდე აწვევენ.

ძირითადი დასკვნა მდგომარეობს შემდეგში: დროის ნებისმიერ მომენტში, რისკის ერთ კატეგორიას მიკუთვნებულ ყველა ფასიან ქაღალდზე დგინდება ფასები, რომლებიც ერთნაირი მოსალოდნელი შემოსავლიანობას უზრუნველყოფენ. რაც თავის მხრივ კარგად ფუნქციონირებადი კაპიტალის ბაზრის წონასწორობის პირობას წარმოადგენს.

რა განსაზღვრავს აქციების მომავალი წლის ფასს? ავღნიშნოთ: აქციების მიმდინარე ფასი P_0 -ით, დივიდენდები DIV_1 -ით და მომავალი წლის მოსალოდნელი ფასი P_1 -ით. რა განსაზღვრავს აქციების მომავალი წლის ფასს. თუ ფასის ფორმულა მართებულია მიმდინარე პერიოდისათვის, მაშინ ის მართებული მომავლისთვისაც უნდა იყოს. შესაბამისად:

$$P_1 = \frac{DIV_2 + P_2}{1+r}$$

რაც ნიშნავს იმას, რომ ინვესტორებს მე-2 წლის დივიდენდები და მე-2 წლის ბოლოს ფასი აინტერესებთ. ამრიგად, DIV_2 და P_2 პროგნოზული შეფასებიდან გამომდინარე შეიძლება P_1 -ის მნიშვნელობის და DIV_1 , DIV_2 და P_2 -ის გამოყენებით აქციების მიმდინარე ფასი P_0 განსაზღვროთ :

$$P_0 = \frac{1}{1+r} \times (DIV_1 + P_1) = \frac{1}{1+r} \times \left(DIV_1 + \frac{DIV_2 + P_2}{1+r} \right) = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2 + P_2}{(1+r)^2}$$

დავუბრუნდეთ „ავერსის“ მაგალითს. იმ ვარაუდით, რომ ინვესტორები მეორე წელს ელიან უფრო მაღალ დივიდენდებსა და კაპიტალის კიდევ უფრო ზრდას, პირველი წლის ბოლოს კომპანიის აქციები გაძვირდება. მაგალითად, დავუშვათ, რომ ამჟამად ინვესტორები მეორე წლის დივიდენდებს აფასებენ 5,50 ლარად და აქციის ფასს – 121 ლარად. აქედან ფასი 1 წლის ბოლოს იქნება:

$$P_1 = \frac{5,50 + 121}{1,15} = 110 \text{ ლარი}$$

აქციების მიმდინარე ფასი კი შეიძლება ვიპოვოთ მესამე ფორმულის მიხედვით:

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r} = \frac{5,0 + 110}{1,15} = 100$$

ან ჩვენს მიერ მიღებული გავრცობილი ფორმულის მიხედვით:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+r)} + \frac{DIV_2 + P_2}{(1+r)^2} = \frac{5,0}{1,15} + \frac{5,50 + 121}{(1,15)^2} = 100$$

ამგვარად ჩვენ დავადგინეთ კავშირი რომელიც არსებობს: აქციის მიმდინარე ფასს, ორი წლის პროგნოზირებულ დივიდენდებსა (DIV_1 და DIV_2) და მეორე წლის ბოლოს პროგნოზირებულ ფასს (P_2) შორის. ალბათ, არ გაგიკვირდებათ, რომ ჩვენ ასევე წარმატებით შეგვიძლია P_2 შევცვალოთ $(DIV_3 + P_3)/(1+r)^3$ -ით, ხოლო აქციების დღევანდელი ფასი დავაკავშიროთ სამ წლის პროგნოზირებად დივიდენდებს (DIV_1 , DIV_2 და DIV_3) და მესამე წლის ბოლოს პროგნოზირებად ფასთან (P_3). თუ ბოლო პერიოდს H -ით აღვნიშნავთ, მივიღებთ აქციის ფასის განსაზღვრის ზოგად ფორმულას:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+r)} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{DIV_H + P_H}{(1+r)^H} = \sum_{t=1}^H \frac{DIV_t}{(1+r)^t} + \frac{P_H}{(1+r)^H}$$

სადაც $\sum_{t=1}^H$ უბრალოდ ნიშნავს დისკონტირებული დივიდენდების ჯამს 1 წლიდან H წლის ჩათვლით. სადაც, პრინციპში, H დროითი პერიოდის ჰორიზონტი განუსაზღვრელია. აღსანიშნავია ის, რომ კორპორაციები მუდმივად არსებობენ, თუკი არ ჩავთვლით კორპორაციისათვის განსაკუთრებულ – კერძოდ, გაბანკროტების ან შთანთქმის შემთხვევებს. იმის გათვალისწინებით, რომ დროითი პერიოდის ჰორიზონტი განუსაზღვრელია, აქციების მომავალი ფასის მიმდინარე ღირებულება მიისწრაფის ნულისკენ. შესაბამისად ჩვენ შეგვიძლია საერთოდ არ მივიღოთ მხედველობაში საბოლოო ფასი და აქციების დღევანდელი ფასი აისახოს ფულადი დივიდენდების უვადო ნაკადის მიმდინარე ღირებულების საშუალებით. ჩვეულებრივ ასეთ დამოკიდებულებას ექნება შემდეგი სახე:¹

$$P_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_t}{(1+r)^t},$$

სადაც, ∞ ნიშნით აღინიშნება უსასრულოება. შეიძლება ვინმეს დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ფორმულა მცდარად მოეჩვენოს, რადგან მასში, თითქოს კაპიტალის მატება არ არის გათვალისწინებული. მაგრამ ჩვენ ვიცით, რომ ეს ფორმულა გამოყვანილია წინაპირობიდან, რომ აქციების ფასი, დროის ნებისმიერ პერიოდში, განისაზღვრება მოსალოდნელი დივიდენდებითა და მომავალი პერიოდის აქციების საკურსო ღირებულების ნამატით.

¹ Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008. с.60.

შენიშვნა: არასწორი იქნებოდა იმის თქმა, რომ აქციის ღირებულება აქციაზე მოგების დისკონტირებული ნაკადის ჯამის ტოლია. როგორც წესი, მოგების ცნებას უფრო ფართო შინაარსი გააჩნია, ვიდრე დივიდენდების ცნებას, რადგანაც მოგების ნაწილის რეინვესტირება ახალ საწარმოებში, მოწყობილობებში, ადამიანურ კაპიტალში ხდება. მართალია მოგების დისკონტირება ასეთი ინვესტიციებიდან უკუგებას „იჭერს“ (უფრო მაღალი მომავალი დივიდენდები), მაგრამ მის ფასს არ ასახავს (დღეს უფრო ნაკლები დივიდენდები). ერთი სიტყვით, სწორი ფორმულირება ასეთია: აქციების ღირებულება აქციაზე დივიდენდების დისკონტირებული ნაკადის ტოლია.

6.7. დივიდენდების ბრძელვადიანი ზრდის ტემპის მეთოდების გამოყენებით აქციების შეფასება

ჩვენ უკვე განვიხილეთ ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრის ზოგიერთი მეთოდები. ახლა განვიხილოთ, როგორ გამოიყენება ეს მეთოდები აქციების ღირებულების განსაზღვრის დროს. დაუშვათ, რომ ექსპერტთა პროგნოზით, კომპანიის დივიდენდები მუდმივი ტემპებით უნდა გაიზარდოს, რაც არ გამორიცხავს სხვადასხვა წლებში ტენდენციიდან გადახრის შესაძლებლობებს. ასეთი აქციები შეიძლება განვიხილოთ, როგორც მუდმივად მზარდი უვადო რენტის კიდევ ერთი მაგალითი. იმისათვის, რომ ვიპოვოთ ასეთი აქციების მიმდინარე ღირებულება, კომპანიის წლიური ფულადი გადახდები (დივიდენდები) უნდა გავყოთ დისკონტირების განაკვეთსა და ზრდის ტემპებს შორის სხვაობაზე:

$$P_o = \frac{DIV_1}{r - g}$$

შეგახსენებთ, რომ გვაქვს უფლება ეს ფორმულა გამოვიყენოთ მხოლოდ იმ შემთხვევაში, როდესაც დისკონტირების განაკვეთი (r) – ზრდის მოსალოდნელ ტემპებზე g -ზე მეტია – ე.ი. $r > g$. ცხადია r -ის მნიშვნელობა g -ზე მეტი უნდა იყოს, თუ ზრდა დროში ნამდვილად არ არის შეზღუდული.

მზარდი უვადო რენტის ფორმულის მიხედვით აქციების მიმდინარე ფასი P_o -ით აისახება, მომავალი წლის მოსალოდნელი დივიდენდები DIV_1 , ზრდის პროგნოზირებადი ტემპი g -ით და შესადარისი რისკის მქონე სხვა ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა r -ის საშუალებით. ამასთან აქციის მიმდინარე ღირებულების ფორმულის გარდაქმნით შეგვიძლია (r) კაპიტალიზაციის განაკვეთის გამოთვლა:

$$r = \frac{DIV_1}{P_o} + g$$

მიღებული ფორმულიდან გამომდინარე საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი უდრის დივიდენდური შემოსავლის ნორმას (DIV_1 / P_o) პლუს დივიდენდების ზრდის მოსალოდნელი ტემპები (g).

ამ ფორმულებთან მუშაობა უფრო ადვილია, ვიდრე ზოგად მტკიცებულებასთან, რომ „აქციის ფასი მოსალოდნელი დივიდენდების მიმდინარე ღირებულების ტოლია“.

ფასიანი ქაღალდების (აქციების) შემოსავლიანობას, კომპანიის მიერ გამოშვებული ჩვეულებრივი აქციების საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი განსაზღვრავს, რომელსაც კომპანიები დიდ ყურადღებას უთმობენ. განსაკუთრებით კი ის კომპანიები, რომელთა საქონლის (მომსახურები) ფასებს მარეგულირებელი კომისიები არეგულირებენ. ასეთია მაგალითად კომუნალური მეურნეობების კომპანიების ფასები ელექტროენერგიასა და ბუნებრივ აირზე. აღნიშნული განპირობებულია იმით, რომ ამგვარ კომპანიებს, მარეგულირებელი კომისიები უტოვებენ იმის შესაძლებლობას, რომ მიიღონ „მოგების სამართლიანი ნორმა“ ან „სამართლიანი რენტაბელობა“. ჩვეულებრივ ამაში იგულისხმება, რომ „მოგების სამართლიანი ნორმა“ აქციების საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთის (r) მიხედვით უნდა განისაზღვროს.

ჩვეულებრივ კომუნალური მეურნეობის კომპანიები მდგრად ფირმებს მიეკუთვნებიან და სავსებით შეიძლება ისინი ზრდის მუდმივი ტემპის მქონე კომპანიის მაგალითად გამოვიყენოთ. დაუშვათ, რომ თქვენ გსურთ, 2001 წლის მაისის თვეში, კომუნალური მეურნეობის კომპანიისათვის საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯები შეაფასოთ. თქვენთვის ცნობილია, რომ ამ დროს კომპანიის აქციები 49 ლარად იყიდებოდა, 2002 წელს კი სავარაუდოდ აქციონერები აქციაზე 1,6 ლარ დივიდენდს მიიღებენ. ასეთ შემთხვევაში აქციების დივიდენდური შემოსავლიანობა შეიძლება მარტივად გამოვთვალოთ:

დივიდენდური შემოსავლიანობის ნორმა (r) $= \frac{DIV_1}{P_0} = \frac{1,6}{49} = 0,033$ ან 3,3% გაცილებით რთულია g -ს, როგორც დივიდენდების ზრდის მოსალოდნელი ტემპების შეფასება. ერთ-ერთი შესაძლო მიდგომა (განვითარებულ საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში) წარმოადგენს – იმ საფონდო ანალიტიკოსებთან კონსულტაცია, რომლებიც თითოეული კომპანიის მიმდინარე მდგომარეობასა და პერსპექტივებს სწავლობენ. ანალიტიკოსები, ზრდის ტემპების პროგნოზირებას, ხშირად მომდევნო ხუთი წლის მიხედვით ახდენენ, რაც სავსებით შეიძლება გრძელვადიანი დინამიკის განსაზღვრის ორიენტირს წარმოადგენდეს. რაც შეეხება ჩვენს მაგალითში დაუშვათ, რომ ანალიტიკოსების ვარაუდით 2001 წლიდან ყოველწლიურად პირობით კომპანიის დივიდენდები 6,6%-ით იზრდება. ეს საშუალებას გვაძლევს დივიდენდური შემოსავლის ნორმასთან ერთად საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯების ოდენობა განვსაზღვროთ:

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g = 0,033 + 0,066 = 0,099, \text{ ანუ } 9,9\%$$

აქციების შეფასება ასევე შესაძლებელია დივიდენდების გრძელვადიანი ზრდის ტემპების მეორე მეთოდის გამოყენებით, რაც **სადივიდენდო გადახდების კოეფიციენტის (სგკ)** განსაზღვრით იწეება¹. **სგკ** მიიღება ერთ აქციაზე გადაანგარიშებით დივიდენდების ჯამის (DIV) მოგებასთან (EPS) შეფარდებით (ან დივიდენდების წმინდა მოგებასთან შეფარდებით). დაუშვათ, რომ ექსპერტთა პროგნოზით, კომუნალური კომპანიისათვის სადივიდენდო გადახდის კოეფიციენტმა 43%-ი შეადგინა. აღნიშნული ნიშნავს იმას, რომ კომპანია, ყოველწლიურად, ერთ აქციაზე გაანგარიშებით მოგების დაახლოებით 57%-ის რეინვესტირებას თავის ბიზნესში ახდენს. ე.ი. რეინვესტირების კოეფიციენტი იქნება:

$$\begin{aligned} \text{რეინვესტირების კოეფიციენტი} &= 1 - \text{დივიდენდური გადახდების კოეფიციენტი უდრის} = \\ &= 1 - \frac{DIV}{EPS} = 1 - 0,43 = 0,57. \end{aligned}$$

გარდაამისა დაუშვათ, რომ პირობით კომპანიაში **საკუთარი კაპიტალის საბალანსო რენტაბელობა ROE**, დაახლოებით 11%-ს შეადგენდა:

$$ROE = \frac{\text{მოგება აქციაზე}}{\text{ერთი აქციის საბალანსო ღირებულება}} = 0,11$$

თუ პირობითი კომპანია საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულების 11%-ის ტოლ მოგებას ღებულობს და მისი 57%-ის რეინვესტირებას ახდენს, მაშინ საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულება ყოველწლიურად $0,57 \times 0,11 = 0,063$ -ით ლარით ანუ 6,3%-ით გაიზრდება. შესაბამისად ერთ აქციაზე გადაანგარიშებით – მოგება და დივიდენდები -ასევე 6,3%-ით გაიზრდება. კერძოდ:

$$\begin{aligned} &\text{დივიდენდების ზრდის ტემპი (g)} = \\ &= \text{რეინვესტირების კოეფიციენტი} \times ROE = 0,57 \times 0,11 = 0,063 \end{aligned}$$

თავის მხრივ დივიდენდების ზრდის ტემპის ცოდნა საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთის მეორე შეფასების საშუალებას იძლევა. კერძოდ:

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g = 0,033 + 0,063 = 0,096, \text{ ანუ } 9,6\%$$

მიუხედავად იმისა, რომ პირობითი კომპანიისათვის საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთის გაანგარიშება სავსებით გონივრულად და დასაბუთებულად გვეჩვენება, მუდმივი მზარდი დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ფორმულის გამოყენებით, ნებისმიერი ცალკეული ფირმის აქციების ანალიზის პრაქტიკული მიზნით გამოყენება მართებული არ იქნება. ჯერ ერთი პერსპექტივაში მუდმივ ზრდასთან დაკავ-

¹ Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008., с.62.

შირებული ვარაუდი, საუკეთესო შემთხვევაში მიახლოებითია. ამასთან, თუნდაც ეს მიახლოებული დაშვება მისაღებად ჩავთვალოთ, **g**-ს გამოთვლის დროს გარკვეული ცდომილებები მაინც გარდაუვალია. ჩვენს მაგალითში, საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯების გაანგარიშების ორმა მეთოდმა ერთი და იგივე პასუხი მოგვცა. საერთოდ უნდა ითქვას, რომ ეს იშვიათი შემთხვევაა. **უმეტესად სხვადასხვა მეთოდები განსხვავებულ პასუხებს იძლევიან.**

საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯების ოდენობა ინდივიდუალური მაჩვენებელს არ წარმოადგენს: კარგად მომუშავე ფინანსურ ბაზრებზე, ინვესტორები, ერთი და იგივე განაკვეთით ახდენენ რისკის ერთ ჯგუფში შემავალი ფასიანი ქაღალდების დივიდენდების კაპიტალიზირებას. ამასთან აღსანიშნავია ის, რომ ცალკეული კომპანიის ჩვეულებრივი აქციებისთვის r -ის ნებისმიერი შეფასება შემთხვევით „ცდომილების“ მთელ მასას ასახავს, რაც სერიოზულ უზუსტობას განაპირობებს. მართებული იქნება თუ კი ცალკეული ფირმისთვის გათვლილ კაპიტალზე დანახარჯებს ძალზე დიდი მნიშვნელობას არ მივანიჭებთ. უმჯობესი იქნება ექვივალენტური რისკის მქონე კომპანიების დაჯგუფება. თითოეული კომპანიისთვის r -ის მნიშვნელობის გაანგარიშება და მიღებული მნიშვნელობების საშუალო მაჩვენებლის გამოყენება (იხ ცხრილი 1). აღნიშნული ექსპერტთა თვალსაზრისით, გადაწყვეტილების მისაღებად უფრო საიმედო ორიენტირს წარმოადგენს.

ცხრილ 1-ში, 2001 წლისათვის, 10 ელექტროენერგეტიკული ფირმის საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯების შეფასებებია წარმოდგენილი. ყველა მათგანი სტაბილურად მომწოდებული კომპანიას წარმოადგენს. ასე რომ, მათთან მიმართებაში მუდმივი ზრდადი დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ფორმულა უნდა იქნეს გამოყენებული. ყურადღება მივაქციოთ იმ განსხვავებებს რომელიც ცალკეული კომპანიების მიხედვით კაპიტალზე დანახარჯების შეფასებებში არსებობს. ზოგიერთ განსხვავებას, რისკის დონეებში განსხვავება განაპირობებს, მაგრამ დანარჩენი – უბრალოდ „ხმაურიანი ცდომილების“ შედეგია. საშუალო შეფასებამ 10,7% შეადგინა.

ზრდის მუდმივი ტემპის მქონე დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მარტივი ფორმულა, მხოლოდ ხელსაყრელ ანალიტიკურ ინსტრუმენტს წარმოადგენს და ჩვენ უკვე აღვნიშნეთ, რომ მხოლოდ ერთი ფირმის აქციებით ძნელია (r) საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯების შეფასება. ამ მიზნით საჭიროა ექვივალენტური¹ რისკის მქონე მრავალრიცხოვანი კომპანიების ფასიანი ქაღალდების მონაცემები გამოიკვლიოთ. ასეთმა მიდგომამ რომ არ იშუშაოს, ის ყოველ შემთხვევაში ანალიტიკოსს წარმატების შანსს მაინც აძლევს, რადგან ასეთ შემთხვევაში ცალკეული კომპანიების ფასიანი ქაღალდების მიხედვით r -ის შეფასებაში, გარდუვალი ცდომილებების ურთიერთ კომპენსირება ხდება.

¹ **Ричард Брейли, Стюарт Майерс**, Принципы корпоративных финансов - второе издание на русском языке перевод с седьмого международного издания - The Brattle Group, Inc. - стр. 63

კომუნალური საწარმოებისათვის დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდით საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯების შეფასება და საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯების საშუალო მაჩვენებლის გამოთვლა¹ (2005 წ.)

ცხრილი 1.

	აქციის ფასი (ლარი) P_0	დივიდენდები (ლარი) DIV_1	დივიდენდური შემოსავლის ნორმა (%-ში) DIV_1/P_0	ზრდის ტემპები (%-ში) g	დანახარჯები საკუთარ კაპიტალზე (%-ში) $r=DIV_1/P_0+g$
American Corp.	41,71	2,64	6,3	3,8	10,1
CH Energy Corp.	43,85	2,20	5,0	2,0	7,0
CLECO Corp.	46,00	0,92	2,0	8,8	10,8
DPL, Inc	30,27	1,03	3,4	9,6	13,0
Hawaiian Electric	36,69	2,54	6,9	2,6	9,5
Idacorp	39,42	1,97	5,0	5,7	10,7
Pinnacle West	49,16	1,60	3,3	6,6	9,9
Potomac Electric	22,00	1,75	8,0	5,7	13,7
Puget Energy	23,49	1,93	8,2	4,8	13,0
TECO Energy	31,38	1,44	4,6	7,7	12,3
UIL Holdings	48,21	2,93	6,1	1,9	8,0
				საშუალოდ	10,7

6.8. მუდმივად მზარდი ფორმულასთან დაკავშირებით რამდენიმე გაფრთხილება
მიხანშეწონილი არ იქნება ასევე ხსენებული ფორმულის გამოყენება იმ კომპანიებში, რომლებსაც მიმდინარე ეტაპზე, ზრდის მაღალი ტემპების გააჩნია. რამდენადაც ასეთი ზრდა არ შეიძლება უსასრულოდ გაგრძელდეს (მიუხედავად იმისა, რომ მუდმივი ზრდით დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ფორმულა ეფუძნება ასეთ დაშვებას). მსგავსი შეცდომების გაუთვალისწინებლობით r მაჩვენებლის მნიშვნელობა არარეალური ხდება.

განვიხილოთ პირობითი კორპორაციის მაგალითი, რომელსაც გააჩნია შემდეგი მაჩვენებლები: $DIV_1 = 0,50$ ლარს და $P_0 = 50$ ლარს, კორპორაცია მოგების 80%-ის რეინვესტირებას ახდენს, ხოლო მისი საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა (ROE) შეადგენს 25%-ს. ასეთ შემთხვევაში:

$$\begin{aligned} \text{დივიდენდების ზრდის ტემპები (g)} &= \text{რეინვესტირების კოეფიციენტი} \times \text{ROE} = \\ &= 0,80 \times 0,25 = 0,20 \text{ ან } 20 \% \text{-ს} \end{aligned}$$

თუ კი დაუშვებთ, რომ მომავალი გრძელვადიანი ზრდის ტემპები (g) ასევე 0,20-ის

¹ Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008., с.63

ტოლი იქნება, მაშინ კაპიტალიზაციის განაკვეთი იქნება :

$$r = \frac{0,50}{50,00} + 0,20 = 0,21$$

მაგრამ, ეს უაზრობაა. არც ერთ ფირმას არ შეუძლია უსასრულოდ, მუდმივი ტემპებით, წელიწადში 20%-ით გაიზარდოს (გარდა ჰიპერინფლაციის შემთხვევისა). ბოლოს და ბოლოს, მომგებიანობა შემცირდება და შედეგად ეს ფირმა ნაკლებ ინვესტიციას განახორციელებს.

რეალურ ცხოვრებაში, დროთა განმავლობაში, საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა თანდათანობით მცირდება. სიმარტივისათვის დავუშვათ, რომ მე-3 წელს უეცარმა ვარდნამ 16% შეადგინა, რის შედეგადაც ფირმა რეინვესტირებულ მოგების წილს 50% -ით შემამცირებს. მაშინ გ მნიშვნელობა შემცირდება $0,50 \times 0,16 = 0,08$ -მდე.

ცხრილი 2 ახდენს ამ სიტუაციის ილუსტრირებას. პირველი წლის დასაწყისში კორპორაციის აქტივების ღირებულება 10.000 ლარს უდრიდა. ფირმა ღებულობს მოგებას 2,50 ლარს, დივიდენდების სახით 50 თეთრს იხდის და 2 ლარის რეინვესტირებას ახდენს. ამრიგად, მეორე წელს ფირმა $10\text{ლ} + 2\text{ლ} = 12\text{ლ}$. ღირებულების აქტივებით ხვდება. ერთი წლის შემდეგ, დივიდენდური გადახდების კოეფიციენტისა და საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის იმავე მნიშვნელობების პირობებში, ფირმა მესამე წელს 14,40 ლარის ღირებულების აქტივებით იწყებს. თუმცა აქ საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა მცირდება 0,16-მდე და ფირმა ღებულობს მხოლოდ 2,30 ლარ მოგებას. დივიდენდები 1,15 ლარამდე იზრდება, რადგან იზრდება დივიდენდური გადახდების კოეფიციენტი, მაგრამ შედეგად ფირმას რეინვესტირებისთვის. მხოლოდ 1,15 ლ. რჩება. შედეგად მოგებისა და დივიდენდების შემდგომი ზრდა ფერხდება 8%-მდე.

კორპორაციის მოგებისა და დივიდენდების პროგნოზი

ცხრილი 2.

წელი	1	2	3	4
საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულება (ლარებში.)	10,00	12,00	14,40	15,55
მოგება აქციაზე (ლარებში.)	2,50	3,00	2,30	2,49
საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა	0,25	0,25	0,16	0,16
დივიდენდური გადახდების კოეფიციენტი	0,20	0,20	0,50	0,50
დივიდენდები აქციაზე (ლარებში.)	0,50	0,60	1,15	1,24
დივიდენდების ზრდის ტემპები (%-ში)	—	20	8	8

იმისათვის, რომ ვიპოვოთ კაპიტალიზაციის განაკვეთი r , ჩვენ შეგვიძლია გამოვიყენოთ დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ზოგადი ფორმულა:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{(1+r)} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3 + P_3}{(1+r)^3}$$

მესამე წელს ინვესტორები კორპორაციას განიხილავენ როგორც ფირმას, რომელიც წელიწადში დივიდენდების 8%-ით ზრდას უზრუნველყოფს. ასე რომ, შეგვიძლია ზრდის მუდმივი ტემპების ფორმულა გამოვიყენოთ:

$$P_3 = \frac{DIV_4}{r - 0,08};$$

$$P_0 = \frac{DIV_1}{1+r} + \frac{DIV_2}{(1+r)^2} + \frac{DIV_3}{(1+r)^3} + \frac{1}{(1+r)^3} \times \frac{DIV_4}{r - 0,08} = \frac{0,50}{1+r} + \frac{0,60}{(1+r)^2} + \frac{1,15}{(1+r)^3} + \frac{1}{(1+r)^3} \times \frac{1,24}{r - 0,08}$$

იმისათვის, რომ $P_0 = 50$ ლ პირობებში ვიპოვოთ r -ის მნიშვნელობა, ჩვენ უნდა გამოვიყენოთ გადარჩევის მეთოდი. თურმე უფრო რეალისტური პროგნოზირების დროს r დაახლოებით 0,10 უდრის:

$$r = \frac{DIV_4}{P_0} + g = \frac{1,24}{50} + 0,08 = 0,10$$

რაც თავდაპირველად „ზრდის მუდმივი ტემპებისთვის“ ჩვენს მიერ მიღებული 0,21 მნიშვნელობისაგან ძლიერ განსხვავდება.

ჩვენს მაგალითში, აქციების მიმდინარე ღირებულების გამოთვლის დროს ფულის ნაკადის დისკონტირების ორეტაპიანი მოდელით ვისარგებლეთ. პირველ ეტაპზე (1 და 2 წელს) კომპანია მაღალი რენტაბელობით გამოირჩეოდა ($ROE = 25\%$) და რეინვესტირების კოეფიციენტი მოგების 80 %-ს შეადგენდა. საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულება, მოგება და დივიდენდები წელიწადში 20%-ით იზრდება. მეორე ეტაპზე, მე-3 წლიდან დაწყებული, რენტაბელობა და რეინვესტირების კოეფიციენტი კლებულობს, ხოლო მოგება, როდესაც გრძელვადიან ზრდის ტემპი 8%-ს შეადგენს, სტაბილური ხდება. მესამე წელს დივიდენდები 1,15 ლარამდე ავარდა, ხოლო შემდეგ მუდმივი ტემპით 8%-ით ზრდას იწყებს.

სავსებით შესაძლებელია შეფასების სამი და ოთხეტაპიანი მოდელიც ავარდოთ, მაგრამ შედეგს განხილული მაგალითიც გვიჩვენებს. აქ მთავარია გვახსოვდეს: ჯერ ერთი ყოველთვის აქვს აზრი მარტივი ცხრილი შევადგინოთ, რომელიც ცხრილი 2-ის მგავსი იქნება. ამით დადასტურდება ის რომ, მომავალ დივიდენდებთან დაკავშირებით თქვენი პროგნოზი, კომპანიის ზრდისათვის აუცილებელი მოგების და ინვესტიციების გათვალისწინებით უნდა შეადგინოთ. მეორეც ნუ ეცდებით ფულის ნაკადის დისკონტირების ფორმულის გამოყენებით შეამოწმოთ ბაზარი მართებულად აფასებს თუ არა აქციებს. იმ შემთხვევაში როდესაც თქვენი შეფასება

საბაზროს არ ემთხვევა, ამის მიზეზი უმეტესად თქვენს მიერ დივიდენდების არასწორი პორგნოზირებაა. გვახსოვდეს, რომ საფონდო ბაზარზე ფულის იოლად კეთება უბრალოდ არ არსებობს.

6.8. რა კავშირი არსებობს ერთ აქციაზე აქციის ფასსა და მოგებას შორის?

ინვესტორები ხშირად იყენებენ ტერმინებს **ზრდის აქციები** და **შემოსავლის აქციები**. როგორც ჩანს, ზრდის აქციებს ყიდულობენ ძირითადად კაპიტალის გაზრდის იმედით და უფრო დაინტერესებული არიან მომავალში მოგების გაზრდაში, ვიდრე მომავალი წლის დივიდენდების ზრდაში. მეორეს მხრივ შემოსავლის აქციებს, ინვესტორები ძირითადად ფულადი დივიდენდების მიიღების მიზნით იძენენ. ვნახოთ, აქვს თუ არა აზრი ასეთ დაყოფას.

თავიდან წარმოვიდგინოთ პირობითი კომპანია რომელსაც, საერთოდ არანაირი ზრდა არ გააჩნია, არ ახდენს მოგების რეინვესტირებას და მოგებას, მთლიანად და უცვლელად, დივიდენდების სახით იხდის. ასეთი კომპანიის აქციები, უფრო, ჩვენს მიერ აღწერილ უვადო ობლიგაციებს მოგვაგონებენ. გავიხსენეთ, რომ უვადო რენტის შემოსავლიანობა წლიური ფულადი ნაკადის უვადო რენტის მიმდინარე ღირებულებაზე გაყოფით მიიღება. შესაბამისად აქციის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა (ე.ი. დივიდენდური შემოსავლის ნორმა) წლიური დივიდენდების აქციის ფასზე გაყოფით მიიღება. იმის გათვალისწინებით, რომ მთელი მოგების გადახდა დივიდენდების ფორმით ხდება, მოსალოდნელი შემოსავლიანობაც (ე.ი. მოგება/ფასი კოეფიციენტი) ტოლია აქციაზე მოგება გაყოფილი აქციის ფასზე. მაგალითად, თუ დივიდენდები ერთ აქციაზე გადაანგარიშებით შეადგენენ 10 ლარს, ხოლო აქციის ფასი 100 ლარს, მაშინ:

მოსალოდნელი შემოსავლიანობა (r) = დივიდენდური შემოსავლის ნორმა=

$$= \text{მოგება/ფასი კოეფიციენტი} = \frac{DIV_I}{P_0} = \frac{EPS_I}{P_0} = \frac{10.00}{100} = 0,10 \text{ ამრიგად, } r=10\%-ს.$$

ხოლო ფასი უდრის:

$$P_0 = \frac{DIV_I}{r} = \frac{EPS_I}{r} = \frac{10,000}{0,10} = 100$$

შეიძლება თუ არა, რომ მზარდი ფირმების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ასევე მოგება/ფასის კოეფიციენტის ტოლი იყოს? ეს იმ შემთხვევაში თუ კი რეინვესტირებული მოგება საბაზრო კაპიტალიზაციის შესაბამის უკუგებას უზრუნველყოფს. ასე მაგალითად, პირობითმა კომპანიამ მოისმინა ინფორმაცია იმის შესახებ, რომ მომავალ წელს აქციაზე 10 ლარი ინვესტირებისათვის ხელსაყრელი პირობები იქნება. ეს ნიშნავს, რომ დივიდენდები $t=1$ წელს არ იქნება. თუმცა კომპანია მოელის, რომ ყოველ მომდევნო წელს პროექტი, ერთ აქციაზე გადაანგარიშებით, ერთ ლარ მოგებას მოუტანს. ასე რომ, შეიძლება აქციაზე დივიდენდები 11 ლარამდე გაიზარდოს.

დაუშვათ, რომ საინვესტიციო შესაძლებლობას თან ახლავს ისეთივე რისკი, როგორც კომპანიის ახლანდელ ბიზნესს გააჩნია. იმისათვის, რომ პირველ წელს მისი წმინდა მიმდინარე ღირებულება განვსაზღვროთ, ჩვენ შეგვიძლია ინვესტიციებით განპირობებული ფულადი ნაკადის 10%-იანი განაკვეთით დისკონტირება.

პირველ წელს აქციაზე გაანგარიშებით, ინვესტირებული კაპიტლის წმინდა მიმდინარე ღირებულება იქნება:

$$NPV = -10 + \frac{1}{0,10} = 0$$

ამგვარად, ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში, საინვესტიციო შესაძლებლობა არ ზრდის კომპანიის ღირებულებას. იმის გათვალისწინებით, რომ პროექტის მომავალი შემოსავლიანობა კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიული დანახარჯების ტოლია.

შესაბამისად პროექტის განხორციელება კომპანიის აქციების ფასზე გავლენას ვერ მოახდენს. პირველ წელს ღირებულების შემცირება, რომელიც დივიდენდების ნულამდე შემცირებითაა განპირობებული, შემდგომ წლებში დივიდენდების ზრდის ხარჯზე ღირებულების გაზრდით, მთლიანად კომპენსირდება. მაშასადამე, კვლავაც საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი მოგება/ფასი კოეფიციენტის ტოლია:

$$r = \frac{EPS_1}{P_0} = \frac{10}{100} = 0,10$$

ცხრილ 2-ში ახალი პროექტით, სხვადასხვა დაშვებების პირობებში შექმნილი ფულადი ნაკადის ოდენობასთან მიმართებაში, ჩვენი მაგალითია აღწერილი. შევნიშნავთ, რომ კოეფიციენტი მოგება/ფასი, EPS_1 მაჩვენებლის საშუალებით არის ასახული. ესე იგი აქციაზე (აქციის ფასზე) მოსალოდნელი მოგება, საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთს (r) უდრის, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ კი მომავალ წელს რეინვესტირებული მოგების წმინდა მიმდინარე ღირებულება ნულს უდრის. ეს მეტისმეტად მნიშვნელოვანი მომენტი – მენეჯერები ხშირად ღებულობენ წარუმატებელ ფინანსურ გადაწყვეტილებებს იმის გამო, რომ მოგება/ფასი კოეფიციენტს საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთთან აიგვებენ.

ზოგად ჩვენ შეგვიძლია განვიხილოთ აქციის ფასი, როგორც ზრდის არარსებობის პირობებში საშუალო მოგების კაპიტალიზირებული ღირებულებას პლუს ზრდის პერსპექტივების მიმდინარე ღირებულება (PVGO):

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} + PVGO$$

საიდანაც გამომდინარეობს, რომ მოგება / ფასის კოეფიციენტი უდრის:

$$\frac{EPS}{P_0} = r \left(1 - \frac{PVGO}{P_0} \right)$$

ცხრილი 3

პროექტის შემოსავლიანობა	ნაზარდი ფულადი ნაკა- დი, C (ლ.)	პირველ წელს პროექტის NPV (ლ.)	ნულ წელს აქციის ფასზე (ლ.) პროექტის გავლენა	0 წელს აქციის ფასი, P ₀ (ლ)	კოეფიციენტი:	
					EPS/P ₀	r
0,05	0,50	-5,00	- 4,55 (-5 × 1/1.1 = -4,55)	95,45	0,105	0,10
0,10	1,00	0	0	100,00	0,10	0,10
0,15	1,50	+5,00	+4,55	104,55	0,096	0,10
0,20	2,00	+10,00	+9,09	109,09	0,092	0,10
0,25	2,50	+15,00	+13,64	113,64	0,088	0,10

ცხრილი 3-ში მოცემულია 10 ლარის ინვესტიციის განხორციელების შემთხვევაში, პირველ წელს, ინვესტიციის სხვადასხვა შემოსავლიანობის პირობებში, აქციის ფასის ცვლილებაზე გავლენას როგორ ახდენს ინვესტიციის წმინდა მიმდინარე ღირებულება. ამგვარად მოგება/ფასის კოეფიციენტი ამცირებს r-ის მნიშვნელობას, მაშინ როდესაც პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულების მნიშვნელობა დადებითია და ზრდის, როდესაც უარყოფითია. ეს უკანასკნელი შემთხვევა ნაკლებად სარწმუნოა, რადგან ფირმებმა იშვიათად შეიძლება მოკიდონ ხელი პროექტს, რომელსაც უარყოფითი წმინდა მიმდინარე ღირებულება გააჩნია.

6.9. პირობითი კომპანიისთვის PVGO-ს გამოთვლა

ჩვენს ბოლო მაგალითის მიხედვით მოგება და დივიდენდები იზრდებიან, მაგრამ ამით აქციების ფასი არ იზრდება. ამ თვალსაზრისით აქციები **შემოსავლის აქციას** წარმოადგენდნენ. შესაბამისად აქციაზე მოგების ზრდა ფირმის ფინანსური ეფექტიანობას არ ნიშნავს. კომპანია, რომელიც ახდენს მოგების რეინვესტირებას საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთზე ნაკლები შემოსავლიანობით, შეიძლება მოგება გაზარდოს, მაგრამ იმავდროულად, შეამცირებს აქციების ღირებულებას.

ახლა განვიხილოთ პირობითი კომპანია, რომელსაც გააჩნია **ზრდის აქციები**. დაუშვათ, რომ r საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი 15%-ს უდრის. მოსალოდნელია, რომ პირველ წელს კომპანია დივიდენდებს 5 ლ. ოდენობით გადაიხდის. შემდეგ ნავარაუდევია, წელიწადში 10%-ით დივიდენდების უვადო ზრდა. მაშასადამე, იმისათვის, რომ ვიპოვოთ კომპანიის აქციის ფასი, ჩვენ შეგვიძლია ზრდის მუდმივი ტემპის გამარტივებული ფორმულა გამოვიყენოთ:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g} = \frac{5}{0,15 - 0,10} = 100 \text{ ლ.}$$

დაუშვათ აქციაზე მოგება შეადგენს 8,33 ლარს. მაშინ დივიდენდური გადახდების კოეფიციენტი უდრის:

$$\text{დივიდენდური გადახდების კოეფიციენტი} = \frac{DIV_1}{EPS_1} = \frac{5,0}{8,3} = 0,6$$

აღნიშნული ნიშნავს იმას, კომპანია მოგების (1-0,6) 40%-ის რეინვესტირებას ახდენს. აგრეთვე, დაუშვათ, რომ საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა ROE უდრის 0,25-ს. ასეთ შემთხვევაში ზრდის ტემპი 10% იქნება:

$$\text{ზრდის ტემპები } g = \text{რეინვესტირების კოეფიციენტი} \times ROE = 0,4 \times 0,25 = 0,10 \text{ ლარს}$$

კომპანია თუ კი ზრდის პოლიტიკას არ გაატარებს, აქციაზე მისი მოგების კაპიტალიზირებული ღირებულება (აქციის ღირებულება) იქნებოდა:

$$P_0 = \frac{EPS_1}{r} = \frac{8,33}{0,15} = 55,56$$

მაგრამ, ჩვენ ვიცით, რომ აქციის ღირებულება 100 ლარს უდრის. 100ლ. - 55,56ლ. = 44,44ლ. ამგვარად სხვაობა 44,44 ლ - ეს აქციის ფასის ის ნაწილია, რომელსაც ინვესტორები ზრდის პერსპექტივისთვის იხდიან.

ამგვარად კომპანია ყოველ წელს ახალ აქტივებში საკუთარი მოგების 40%-ის რეინვესტირებას ახდენს. შესაბამისად პირველ წელიწადს კომპანია (8,33-5= 3,33) 3,33 ლარს ინვესტირებას 25%-იანი ROE-ს პირობებში ახდენს. ამ ინვესტიციებით წელიწადში, t=2 წლიდან დაწყებული, 0,83 ლარის ოდენობით ნაღდი ფული იქმნება:

$$0,25 \times 3,33 \text{ ლ.} = 0,83 \text{ ლარის ოდენობით.}$$

t=1 წელს ინვესტიციის წმინდა მიმდინარე ღირებულება უდრის:

$$NPV_1 = -3,33 + \frac{0,83}{0,15} = -3,33 + 5,53 = 2,20$$

2 წელს იგივე ხდება ერთი გამონაკლისით: ამჯერად კომპანია აბანდებს 3,67 ლარს, ე.ი. 10%-ით უფრო მეტს, ვიდრე 1 წელს (შეგახსენებთ, რომ g=0,10). მაშასადამე, t=2 წელს განსახორციელებელი ინვესტიციების წმინდა მიმდინარე ღირებულება იქნება:

$$NPV_2 = -3,33 \times 1,10 + \frac{0,83 \times 1,10}{0,15} = 2,45 \text{ ლარს}$$

ამრიგად კომპანიის აქციების მფლობელების შემოსავლები შეიძლება ასე წარმოვადგინოთ:

1. მოგების ნაკადი, რომელიც შეიძლება გადახდილ იქნეს ფულადი დივიდენდების ფორმით, თუ ფირმა არ იზრდება;

2. ყოველ მომდევნო წელს თითო-თითო „ბილეთების“ კომპლექტი, რომლებიც გვაძლევს დადებითი წმინდა მიმდინარე ღირებულებით ინვესტიციების განხორციელების შესაძლებლობას.

ჩვენ ვიცით, რომ აქციების ღირებულების პირველი კომპონენტი უდრის:

$$\text{მოგების ნაკადის მიმდინარე ღირებულება} = \frac{EPS_1}{r} = \frac{8,33}{0,15} = 55,56 \text{ ლ.}$$

რაც შეეხება მეორე კომპონენტს, პირველი „ბილეთი“ $t=1$ წელს 2,22 ლარი ღირს, მეორე – $t=2$ წელს $2,22 \times 1,10 = 2,44$ ლ., მესამე $t=3$ წელს $2,44 \times 1,10 = 2,69$ ლარს. ეს „ბილეთების“ პროგნოზირებადი ღირებულებაა. აქ საქმე გვაქვს მუდმივად მზარდი უვადო რენტის შემთხვევასთან. ჩვენ ვიცით, თუ როგორ შევაფასოთ მომავალი ღირებულებების ნაკადი, რომლებიც იზრდება წელიწადში 10%-ით: გამოვიყენებთ დისკონტირებული ფულადი ნაკადის გამარტივებულ ფორმულას, ვცვლით რა დივიდენდებს „ბილეთების“ ღირებულებას პროგნოზირებადი მნიშვნელობებით:

$$\text{ზრდის პერსპექტივების მიმდინარე ღირებულება} = PVGO = \frac{NPV_1}{r - g} = \frac{2,22}{0,15 - 0,10} = 44,44 \text{ ლ.}$$

ახლა შევამოწმოთ:

აქციის ფასი = მოგების ნაკადის მიმდინარე ღირებულება + ზრდის პერსპექტივების

$$\text{მიმდინარე ღირებულება} = \frac{EPS_1}{r} + PVGO = \$55,56 + \$44,44 = \$100 \text{ ლ.}$$

რატომაა კომპანიის აქციები ზრდის აქციები? იმიტომ კი არა, რომ ყოველწლიურად ზრდის ტემპი 10%-ს შეადგენს. არამედ იმიტომ, რომ კომპანიის მომავალი ინვესტიციების წმინდა მიმდინარე ღირებულება აქციის ფასში მნიშვნელოვან წილს (დაახლოებით, 44%) შეადგენს.

აქციების მიმდინარე ფასი ინვესტორთა მოლოდინს ასახავს, რომელიც ძირითადი საქმიანობის შედეგებს და მომავალში ინვესტირებას შეეხება. ზრდის აქციები ფასი/მოგება კოეფიციენტზე უფრო მაღალი კოეფიციენტით იყიდება, რადგან ინვესტორები, ჯერ განუხორციელებელი ინვესტიციებიდან, მოსალოდნელ დამატებით მოგებისათვის მზად არიან დღეს გადაიხადონ.

7.10. რას ნიშნავს კოეფიციენტი ფასი/მოგება?

კოეფიციენტი ფასი/მოგება (ფ/მ) მიეკუთვნება ყოველდღიური ტერმინების რიცხვს, რომლებსაც ინვესტორები იყენებენ საფონდო ბაზარზე. ამა თუ იმ აქციების დახასიათების დროს, ადამიანები ამბობენ, რომ „აქციები იყიდება ფ/მ-ის მაღალი

კოეფიციენტით“. ეს კოეფიციენტი ნახსენებია ნებისმიერ გაზეთში, სადაც განთავსებულია აქციების კოტირებისადმი მიძღვნილი კარი [ინგლისურენოვან პრესაში კოეფიციენტი ფასი/მოგება აღინიშნება შემოკლებით P/E.-]. (თუმცა აღსანიშნავია ისიც, რომ გაზეთებში ფ/მ კოეფიციენტის მიმდინარე ოდენობის შესახებ ყველაზე ბოლო ინფორმაცია არის განთავსებული. ინვესტორებს კი უფრო მომავალი აინტერესებთ. სამწუხაროდ, ზოგიერთ ფინანსურ ანალიტიკოსს ცუდად აქვს წარმოდგენილი ფ/მ კოეფიციენტის ნამდვილი შინაარსი და მას ხშირად არამიზნობრივად იყენებს.

რამდენად მნიშვნელოვანია კომპანიის ფინანსური მენეჯერისათვის ის, რომ მისი აქციები ფ/მ მაღალი კოეფიციენტით იყიდება? ზოგადად რომ ვთქვათ, დიახ. ამ კოეფიციენტის მაღალი მნიშვნელობა გვიჩვენებს, რომ ინვესტორებს აქვთ ფირმის ზრდის კარგი პერსპექტივის (მაღალი PVGO) იმედი ან, რომ მისი მოგება შედარებით საიმედოა და კაპიტალიზაციის დაბალი განაკვეთის (დაბალი r -ის) იმსახურებს, ან ერთიცა და მეორეც ერთად. თუმცა ფირმას შეიძლება გააჩნდეს ფ/მ მაღალი კოეფიციენტი არა აქციების მაღალი ფასის წყალობით, არამედ დაბალი მოგებების გამო. ფირმას, რომელიც არ ღებულობს არანაირ მოგებას ($EPS=0$), დროის გარკვეულ მონაკვეთში ექნება ფ/მ-ის უსასრულოდ მაღალი კოეფიციენტი, ვიდრე მისი აქციები, საერთოდ რაიმე ღირებულებას ინარჩუნებენ.

გვეხმარება თუ არა ფ/მ კოეფიციენტი აქციათა ღირებულების შეფასებაში? -ზოგჯერ. ვთქვათ, საოჯახო კორპორაციის აქციებს ფლობთ, რომლებიც საფონდო ბაზარზე აქტიურად არ არის მიმოქცევაში. რამდენი ღირს ეს აქციები? თუ თქვენ შესძლებთ საჯარო ფირმის პოვნას რენტაბელობის, რისკისა და ზრდის პერსპექტივების მსგავსი მახასიათებლებით, შეიძლება საკმაოდ მისაღები შეფასება გააკეთოთ: უბრალოდ, თქვენი ფირმის აქციაზე მოგების მნიშვნელობა, ფირმა – ორეულის ფ/მ კოეფიციენტზე უნდა გაამრავლოთ.

ნიშნავს თუ არა ფ/მ მაღალი კოეფიციენტი საბაზრო კაპიტალიზაციის დაბალ განაკვეთს? ფასი/მოგებისა და კაპიტალიზაციის განაკვეთს შორის საიმედო კავშირი არ არსებობს. EPS -ის P_0 -თან ფარდობა წარმოადგენს r საზომს, მხოლოდ იმ შემთხვევაში თუ $PVGO=0$ და მხოლოდ მაშინ თუ კი ფინანსური ანგარიშგების მიხედვით ფირმის მაჩვენებელი EPS მომავალ მოგებებს საშუალოდ ასახავს, რომლის მიღებასაც ფირმა ზრდის არარსებობის პირობებში შეძლებდა. ფ/მ კოეფიციენტის განმარტებასთან დაკავშირებული სირთულეების კიდევ ერთი მიზეზი მდგომარეობს იმაში, რომ მოგების ოდენობა უმეტესად აღრიცხვის ხელოვნებაზეა დამოკიდებული.

პრივილიგირებული აქციები ჰიბრიდული ფასიანი ქაღალდებია რომელშიც ობლიგაციებისა და ჩვეულებრივი აქციების თვისებებია შეთანაწყობილი. ჩვეულებრივი აქციები დაფინანსების ერთ-ერთი სახეა რომელსაც იყენებს ყველა კომპანია, რამდენადაც ასეთი აქციები ასახავს კომპანიის კაპიტალში მონაწილეობის ხვედრით წილს.

ჩვეულებრივი აქციის მფლობელები შემოსავალს ინვესტიციაზე დივიდენდების სახით იღებენ, რომელიც ჩვეულებრივ გაიცემა მას შემდეგ, როდესაც კომპანია დააკმაყოფილებს ყველა სხვა მოთხოვნებს. შესაბამისად ჩვეულებრივი აქციები ეს ყველაზე სარისკო საფინანსო ინსტრუმენტია. ამ რისკის სანაცვლოდ აქციონერს კომპანიის მართვის საკითხებში ხმის უფლება გააჩნია.

ნებისმიერი ინვესტიციის ღირებულება განისაზღვრება როგორც ყველა იმ მომავალი ფულის ნაკადების მიმდინარე ღირებულების ჯამი, რომელიც ინვესტიციიდან არის მოსალოდნელი. შესაბამისად აქციების საბაზრო ღირებულების განსაზღვრის დროს მიმდინარე ღირებულების პრინციპებს ვიყენებთ.

ჩვეულებრივი აქციებს ფიქსირებული დაფარვის ვადა არ გააჩნიათ; აღნიშნულიდან გამომდინარე დივიდენდის სახით ფულადი გადახდები დივიდენდების უვადო ნაკადს ქმნიან. შესაბამისად ჩვეულებრივი აქციების მიმდინარე ღირებულება უდრის:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{DIV_1}{(1+r)^t}$$

ამასთან ეს არ ნიშნავს იმას, რომ ინვესტორები აქციებს მხოლოდ დივიდენდის მიღების მიზნით იძენენ. სინამდვილეში ჩვენ გამოვდივართ იქედან, რომ ინვესტორები ორიენტაციას, შედარებით, დროის მოკლე პერიოდისათვის იღებენ, და აბანდებენ საშუალებას იმ იმედით, რომ მიიღებენ დივიდენდებს და ამასთან აქციების საკუროსო ღირებულებასთან ერთად კომპანიის კაპიტალიც გაიზრდება. შესაბამისად ღირებულების შეფასების ჩვენ ძირითად ფორმულა შეიძლება შემდეგი სახით წარმოვიდგინოთ:

$$P_0 = \frac{DIV_1 + P_1}{1+r}$$

ეს საბაზრო წონასწორობის აუცილებელ პირობას წარმოადგენს. და თუ კი ეს არ იქნება დაცული აქციების ფასი ან შემცირდება ან გაიზრდება და ინვესტორები შესაბამისად მოისურვებენ ან აქციების გაყიდვას ან შესყიდვას. ბაზარზე მყიდველების ან გამყიდველების შემოდინება ფასებს მიიყვანს იმ დონემდე რომლის დროსაც ძირითადი ფორმულა კვლავ შენარჩუნდება. აღნიშნული ფორმულა

მართებულია ნებისმიერი პერიოდისათვის როგორც მიმდინარე ისე მომავალში. რაც საშუალებას იძლევა პროგნოზული ფასი დივიდენდების ნაკადის DIV_1 , DIV_2 და ა. შ საშუალებით განესაზღვროთ.

იმ შემთხვევაში თუ კი დივიდენდები მუდმივი ტემპით გაიზრდება მაშინ აქციის მიმდინარე ღირებულების გასაზღვრის დროს შეიძლება გამოვიყენოთ მუდმივად მზარდი უვადო რენტის ფორმულა:

$$P_0 = \frac{DIV_1}{r - g}$$

ხშირად ეს ფორმულა გამოიყენება საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთის შეფასების მიზნით:

$$r = \frac{DIV_1}{P_0} + g$$

უნდა გვახსოვდეს, რომ ფორმულა მკაცრად განსაზღვრულ შემთხვევაში გამოიყენება: უვადოდ დივიდენდების მუდმივი ზრდის შემთხვევაში. ამ პირობას შეიძლება მხოლოდ მომწიფებული კომპანია აკმაყოფილებდეს, რომელსაც შეიძლება მუდმივი ზრდის პერსპექტივა გააჩნდეს.

აღსანიშნავია ის, რომ მრავალი ფირმა სხვადასხვა ეტაპზე შეიძლება ძალზე მაღალი ტემპით იზრდებოდეს, რაც არ შეიძლება დიდი ხნით გაგრძელდეს. ასეთ შემთხვევაში თქვენ შეგიძლიათ დისკონტირების ორ ეტაპიანი მოდელი გამოიყენოთ.

ფულის ნაკადის დისკონტირების საერთო ფორმულა შეიძლება ასევე შეიცვალოს მოგების და ზრდის პერსპექტივის მიმდინარე ღირებულების შემოღებით.

$$P_0 = \frac{ESP_1}{r} + PVGO$$

$\frac{ESP_1}{r}$ წარმოადგენს აქციაზე მოგების კაპიტალიზირებულ ღირებულებას, რომელიც ფირმას შეუძლია მიიღოს მაშინ როდესაც კომპანია არ იზრდება. PVGO არის იმ ინვესტიციის წმინდა მიმდინარე ღირებულება, რომელსაც ფირმა კომპანიის ზრდისათვის წარმართავს. ზრდის აქციებს უწოდებენ ისეთ აქციებს რომელთაც PVGO მეტია EPS_1 -ის კაპიტალიზირებულ ღირებულებაზე.

საკონტროლო კითხვები

1. რა მსგავსება და განსხვავება არსებობს პრივილიგირებულ აქციებსა და ობლიგაციებს შორის;
1. როგორ შევაფასოთ პრუვლიგირებული აქციები;
2. დაახასიათეთ ჩვეულებრივი აქციები, მისი ფლობის სარგებელი და ხარჯები;
3. ახსენით რა მიზანი აქვს აქციების დანაწევრებას და რას ნიშნავს სპლიტი;
4. როგორ განვსაზღვროთ ჩვეულებრივი აქციების ღირებულება;
5. აქციონერები უკუგებას რა ფორმით იღებენ;
6. როგორ განისაზღვრება საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი კომპანიის ღირებულების მუდმივი ტემპით ზრდის შემთხვევაში?
7. როგორ შევაფასოთ კომპანიის ღირებულების მოსალოდნელი გრძელვადიანი ზრდის ტემპი?
8. რა შემთხვევაში არ უნდა გამოვიყენოთ ზრდის მუდმივი ტემპების მქონე დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მარტივი ფორმულები ?
9. დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდით საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯების შეფასების დროს წარმოქმნილი პრაქტიკული პრობლემები.
10. რა კავშირი არსებობს ერთ აქციაზე გაანგარიშებით აქციის ფასსა და მოგებას შორის ?
11. როგორ გამოვთვალოთ ზრდის პერსპექტივის მიმდინარე ღირებულება?
12. რა კავშირი არსებობს აქციის ფასსა და ზრდის პერსპექტივის მიმდინარე ღირებულებას შორის
13. რას ნიშნავ კოეფიციენტი ფასი/მოგება?

ამოცანები თვითშეფასებისათვის

1. დაუშვათ რომ კომპანიამ გადაწყვიტა გაზარდოს აქციების რაოდენობა 20% -ით კომპანიის აქციონერი ფლობს 200 აქციას. ერთი აქციის მიმდინარე ფასი უდრის 50 დოლარს. რა ეღირება ახალი აქციები?
2. „Y“ კომპანია არ ახდენს მოგების რეინვესტირებას. მოსალოდნელია, რომ ღირებულებები აქციაზე DIV_1 5 ლარი იქნება. აქციის ფასი P_0 40 ლარს შეადგენს, ხოლო P_1 45 ლარი იქნება. გაიანგარიშეთ საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი.
3. კომპანია X ფიქრობს, რომ მომავალ წელს აქციაზე 11,50 ლარს მოგებას მიიღებს და აქციონერებს პირდება, რომ მომავალ წელს დაურიგებს ღირებულებას აქციაზე 7 ლარს. საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი $r = 12\%$, ღირებულების ზრდის ტემპი შეადგენს 8%-ს კომპანიის საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა უდრის 20%-ს.
 - ა. განსაზღვრეთ რა ინვესტიციას განახორციელებს კომპანია?;
 - ბ. ამ ინვესტიციით რა რაოდენობის ფინანსურ ღირებულებას შექმნის?;
 - გ. რა იქნება პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება?
 - დ. რა იქნება ზრდის პერსპექტივის მიმდინარე ღირებულება?
 - ე. რა იქნება მოგების ნაკადის მიმდინარე ღირებულება?
 - ვ. რა იქნება აქციის მიმდინარე ფასი?

4. ახსენით როდის შეიძლება იყოს მზარდი ფირმის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა მოგება / ფასისი კოეფიციენტის ტოლი.

5. საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი $r = 14\%$ პროცენტს, მოსალოდნელია, რომ კომპანია პირველ წელს აქციაზე გადაიხდის 4,5 ლარის ოდენობის დივიდენდს. ვარაუდობენ აქციაზე დივიდენდების 10% -იან მუდმივი ზრდას. ასევე ცნობილია, რომ აქციაზე მოგებამ შეადგინა 8 ლარი, ხოლო $ROE = 24\%$ უდრის. გამოთვალეთ პროექტის ზრდის პერსპექტივის მიმდინარე ღირებულება PVGO და განსაზღვრეთ აქციის ფასი.

ტესტები თვითშეფასებისათვის

1. პრივილიგირებულ აქციაზე გადახდილი დივიდენდები:

- ა. იბეგრება საშემოსავლო გადასახადით;
- ბ. იბეგრება მოგების გადასახადით;
- გ. გადასახადით არ იბეგრება

2. პრივილიგირებული აქციების ფასის განსაზღვრის დროს გამოიყენება:

- ა. უვადო რენტის ახლანდელი ღირებულების განსაზღვრის მეთოდი;
- ბ. ჩვეულებრივი ანუიტეტის ახლანდელი ღირებულების განსაზღვრის მეთოდი;
- გ. სასწრაფო ანუიტეტის ახლანდელი ღირებულების განსაზღვრის მეთოდი.

3. ჩვეულებრივ ინვესტორები, აქციების მოსალოდნელ შემოსავლიანობას უწოდებენ:

- ა. საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთს;
- ბ. საპროცენტო განაკვეთს;
- გ. შიდა უკუგების განაკვეთს.

4. იმის გათვალისწინებით, რომ დროითი პერიოდის ჰორიზონტი განუსაზღვრელია:

- ა. აქციების მიმდინარე ფასის მომავალი ღირებულება მიისწრაფის ნულისკენ;
- ბ. აქციების მომავალი ფასის მიმდინარე ღირებულება მიისწრაფის ნულისკენ;
- გ. აქციების მომავალი ფასის მიმდინარე ღირებულება მიისწრაფის უსასრულობისაკენ.

5. ინვესტორები ზრდის აქციებს პირითადად ყიდულობენ:

- ა. მომავალი წლის ფულადი დივიდენდების ზრდით იმედით;
- ბ. კაპიტალის ზრდის იმედით და მომავალში უფრო მოგების გაზრდით არიან დაინტერესებული;
- გ. კაპიტალის ზრდის იმედით და რაც მოგების გაზრდასთან არ არის დაკავშირებული.

6. კომპანიის საკუთარ კაპიტალზე დანახარჯების ოდენობა:

- ა. ინდივიდუალურ მაჩვენებელს წარმოადგენს;
- ბ. ინდივიდუალურ მაჩვენებელს არ წარმოადგენს;
- გ. ერთადერთი ინდივიდუალური მაჩვენებელია.

7. მოგება / ფასის კოეფიციენტი საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთს უდრის მაშინ როდესაც:

- ა. ახალი პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება ნაკლებია ნულზე;
- ბ. ახალი პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება უდრის ნულს;
- გ. ახალი პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება მეტია ნულზე.

ძირითადი:

ლილი გვენეტაძე, კორპორაციული ფინანსები, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი I, თბილისი 2010.

სავალდებულო ლიტერატურა:

1. ჯეიმს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაშოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორემეტე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008. ნაწილი I, თავი.,4.
2. **Брейли Р. Майерс С.** Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2004. ст. Глава., 4
3. **Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес** - Финансовый Менеджмент М.2001 Глава.,5
4. სს კავკასიის ბირჟა, საბირჟო საქმე და ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბილისი 1998)

დამატებითი ლიტერატურა:

1. რევაზ კაკულია, ლელა ბახტაძე, გონა თუთბერიძე, კორპორაციული ფინანსები, თბ. 2008.
2. ზაირა ღუდუშაური, ფინანსური მენეჯმენტი.,თბილისი, 2007.
3. ხორავა. ნ. კვატაშიძე, ნ. სრესელი, ზ. გოგრიჭიანი - ბუღალტრული აღრიცხვა, თბილისი 2004
4. ლილი გვენეტაძე, ფინანსების ზოგადი თეორია, თბილისი, 2007.
5. **Зви Боди. Роберт К. Мертон** Финансы. Изд. Дом Вильямс Москва Санкт_Петербург Киев 2005
6. საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა <http://www.nplg.gov.ge/ge/index.html>
7. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო. სტატისტიკის დეპარტამენტი <http://www.statistics.ge/>
8. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (www.pbo.ge)
9. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო www.mof.ge
10. საქართველოს საფონდო ბირჟა (www.cse.ge)
11. „საქართველოს ეკონომიკის მიმართულებები“ – (ყოველკვარტალური მიმოხილვა (www.geplac.org))
12. კორპორაციული ფინანსები ინტერნეტ გამოცემა <http://www.gaap.ru/biblio/>

თავი მეშვიდე

დისკონტირებადი ფულადი ნაკადის მეთოდით ბიზნესის ღირებულების შეფასება

მეშვიდე თემაში განხილული იქნება მთლიანად საწარმოს (ბიზნესის) შეფასების ზოგიერთი სპეციფიური პრობლემები. კერძოდ ამ თემის შესწავლის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ: რას წარმოადგენს ბიზნესის თავისუფალი ფულადი ნაკადი; რას ნიშნავს შეფასების დროითი პერიზონტი და ბიზნესის გახანგრძლივებული ღირებულება; როგორ ხდება ბიზნესის გახანგრძლივებული ღირებულების შეფასება: მუდმივი მზარდი დისკონტირებული ფულადი ნაკადის (უვადო რენტის) ფორმულის დახმარებით; ფასი/მოგების კოეფიციენტის გამოყენებით; აქციების საბაზრო/საბაღანსო კოეფიციენტის საფუძველზე; როდესაც შეფასების პერიზონტი სავარაუდოდ, კონკურენტულ წონასწორობას მიაღწევს; და ბოლოს რა ღირს ერთ აქციაზე გაანგარიშებით კონტაქტორული საწარმო.

ინვესტორები, როგორც წესი, ცალკეულ აქციებს ყიდიან და ყიდულობენ. კომპანიები კი ხშირად, მთლიანობაში, ბიზნესს (საწარმოს) ყიდიან და ყიდულობენ. ამასთან გარიგების დადებაზე მყიდველიც და გამყიდველიც ბევრს ფიქრობს არ მოტყუდეს და საწარმო სწორად იქნეს შეფასებული.

შეიძლება თუ არა ბიზნესთან დაკავშირებით, ჩვენს მიერ განხილული დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ფორმულების გამოყენება ისე, როგორც ამას ჩვეულებრივ აქციების შეფასების პროცესში ვიყენებდით? რა თქმა უნდა შეიძლება: მნიშვნელობა არა აქვს იმას თქვენ ახდენთ ერთ აქციაზე დივიდენდების თუ მთლიანად ბიზნესის (ფირმის) თავისუფალი ფულადი სახსრების ერთობლივი ნაკადის პროგნოზირებას. დღევანდელი ღირებულება ყოველთვის, კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ დანახარჯებით დისკონტირებული, მომავალი ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულების ტოლია.

7.1. კონტრაქტორული საწარმოს ღირებულების შეფასება

მაგალითი

გავრცელდა ინფორმაცია, რომ კომპანია „ყაზბეგი“ დაინტერესებულია შეიძინოს თქვენი ფირმიდან კონტაქტორული საწარმო (ეს არის საწარმო რომელთანაც მას საქმიანი კავშირი აქვს). თქვენი ფირმა, თავის მხრივ, მზად არის გაყიდოს ეს საწარმო, მხოლოდ იმ შემთხვევაში თუ კი ამ სწრაფად მზარდი ბიზნესის გარიგებით სრული ღირებულების მიღებას შესძლებს. ახლა მთავარია აღნიშნული საწარმოს ღირებულება სწორად განისაზღვროს.

ცხრილი 1-ში კონტაქტორული საწარმოს თავისუფალი ფულადი ნაკადის პროგნოზული შეფასებებია მოცემული. რას წარმოადგენს საწარმოს თავისუფალი ფულადი ნაკადი? ეს იმ ფულადი სახსრების ჯამია, რომელიც ფირმას, ზრდისთვის აუცილებელი ყველა ინვესტიციის განხორციელების შემდეგ, მოგებიდან რჩება და რომელიც შეიძლება ინვესტორებს გადაუხადონ. როგორც ამას ცხრილი 1 გვიჩვენებს სწრაფად მზარდ კომპანიაში თავისუფალი ფულადი ნაკადის ოდენობას შეიძლება უარყოფითი მნიშვნელობაც გააჩნდეს.

პირველი ცხრილი, მეექვსე თავის მე-3 ცხრილის ანალოგიურია, სადაც პირობითი კომპანიისათვის აქციაზე დივიდენდებისა და მოგების პროგნოზული მნიშვნელობებია წარმოდგენილი. იქ პროგნოზი ერთ აქციაზე საკუთარი კაპიტალის ღირებულების, საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის და ზრდის ტემპების გაანგარიშების საფუძველზეა აგებული.

კონტაქტორული საწარმოსათვის ჩვენ გამოვიდგართ აქტივების გარკვეული ოდენობიდან, რენტაბელობიდან (მოცემულ შემთხვევაში ეს არის, აქტივების ღირებულებასთან მიმართებაში, გადასახადების გადახდის შემდგომი ოპერაციული მოგება) და ზრდის ტემპებიდან. ზრდა, წელიწადში, საკმაოდ მაღალი ტემპებიდან 20%-დან იწყება, ხოლო შემდეგ გრძელვადიან პერსპექტივაში ყოველწლიური ზრდის ტემპი ზომიერ 6%-მდე ორ ეტაპად მცირდება. ზრდის ტემპები გვიჩვენებს – აქტივების ზრდისთვის გამოსაყენებელი წმინდა ინვესტიციების დამატებით მოცულობას, ხოლო რენტაბელობა – მოგების მოცულობას, რომელიც წარმოებამ უნდა შექმნას (წმინდა ინვესტიცია ეს არის ერთობლივ ინვესტიციას გამოკლებული ამორტიზაცია. რამდენადაც ინვესტიცია რომელიც არსებული აქტივების აღდგენისთვის გამოიყენება იფარება ამორტიზაციით, ხოლო წმინდა ინვესტიციამ უნდა უზრუნველყოს ბიზნესის ზრდა.)

როგორც ცხრილი 1-დან ჩანს პირველი ექვსი წლის განმავლობაში საწარმო სწრაფად გაიზრდება. რაც ნიშნავს იმას, რომ თავისუფალ ფულად ნაკადს შეიძლება უარყოფითი მნიშვნელობა გააჩნდეს, რამდენადაც აუცილებელი დამატებითი ინვესტიციები მოგების ოდენობას აღემატება. აღსანიშნავია ისიც, რომ თავისუფალი ფულადი ნაკადი დადებით მნიშვნელობას ექვსი წლის შემდეგ იძენს, როდესაც ზრდის ტემპები მცირდება (რიცხოობრივი მონაცემები, ბოლო სტრიქონის გარდა, მოცემულია მლნ. ლარებში).

შენიშვნები

1. აქტივების საწყისი ღირებულება 10 მლნ. ლარს უდრის. ბიზნესის წარმოებისთვის აუცილებელი აქტივები მე-5 წლამდე ყოველწლიურად 20%-ით იზრდება. მე-6 და მე-7 წელს 13%-ით და შემდგომში 6%-ით;

2. რენტაბელობას (მოგება/აქტივების ღირებულება) გააჩნია მუდმივი მნიშვნელობა 12%; კაპიტალიზაციის განაკვეთი 10%-ს უდრის.
3. თავისუფალი ფულადი ნაკადი = მოგებას - წმინდა ინვესტიციები. ამასთან წმინდა ინვესტიციები ერთობლივი კაპიტალდაბანდებების ტოლია. ასევე შევნიშნავთ, რომ წმინდა ინვესტიციებისა და მოგების გამოანგარიშება ამორტიზაციის გამოკლებით ხდება.

კონტაქტორული საწარმოს პროგნოზული მონაცემები

ცხრილი 1.

წელი	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
აქტივების ღირებულება	10,00	12,00	14,40	17,28	20,74	23,43	26,47	28,05	29,73	31,51
მოგება	1,20	1,44	1,73	2,07	2,49	2,81	3,18	3,36	3,57	3,78
ინვესტიციები	2,00	2,40	2,88	3,46	2,69	3,04	1,59	1,68	1,78	1,89
თავისუფალი ფულადი ნაკადი	-0,80	-0,96	-1,15	-1,39	-0,20	-0,23	1,59	1,68	1,79	1,89
მოგების ნამატი წინა წლიდან (%-ში)	20	20	20	20	20	13	13	6	6	6

პირველი ექვსი წლის განმავლობაში თავისუფალ ფულად ნაკადს (ცხრილ 1-ის ბოლოსწინა სტრიქონი) გააჩნია უარყოფითი მნიშვნელობა. ეს ნიშნავს, რომ კონტრაქტორულ საწარმოს სათაო კომპანიისთვის მოაქვს უარყოფითი დივიდენდები, ე.ი. შთანთქმავს უფრო მეტ ფულად სახსრებს, ვიდრე იძლევა. ეს ცუდის ნიშანია? რა თქმა უნდა არა: წარმოება თავიდან ფულადი სახსრების დეფიციტს განიცდის არა იმიტომ, რომ ის არარენტაბელურია, არამედ იმიტომ, რომ ის სწრაფი ტემპებით იზრდება.

სწრაფი ზრდა – ეს კარგი სიახლეა იმ პირობებში, თუ კი მოცემული ბიზნესიდან მოსალოდნელი მოგება უზრუნველყოფს შემოსავლიანობას, რომელიც კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ დანახარჯებს აღემატება. ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში, როგორც ჩვენი ფირმა ისე „ყაზბეგი“, მომავალი წლისთვის კონტაქტორულ საწარმოში დამატებით (2 000 000 – 1 200 000=800 000) 800 ათასი ლარის ინვესტირებას, დადებითად შეაფასებენ, რადგან დაბანდება 12%-იან შემოსავლიანობას უზრუნველყოფს და ის კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიულ ხარჯებს - 10 %-ს – აღემატება.

7.2. შეფასების ჰორიზონტი

ჩვეულებრივ, ბიზნესის ღირებულება რომ განისაზღვროს საჭიროა შეფასების დროითი ჰორიზონტის შევარჩიოთ, რომელიც თავის მხრივ ორ ეტაპად იყოფა. პირველი ეტაპი არის (H) დროითი პერიოდის ჰორიზონტამდე, ხოლო მეორე ამ ჰორიზონტის შემდეგი პერიოდს გულისხმობს. ბიზნესის ღირებულება რომ

განსაზღვროს საჭიროა (H) დროითი პერიოდის ჰორიზონტამდე თავისუფალი ფულადი ნაკადის (FCF) (free cash flow) დისკონტირებული ღირებულებას მიუმატოთ, (H) ჰორიზონტის ფარგლებს გარეთ ბიზნესის პროგნოზული ღირებულება, რომელიც შეფასების ამ (H) პერიოდამდე იქნება დაყვანილი, [შემდეგ – გახანგრძლივებული ღირებულება¹].

$$PV = \underbrace{\frac{FGF_1}{(1+r)} + \frac{FGF_2}{(1+r)^2} + \frac{FGF_3}{(1+r)^3} + \dots + \frac{FGF_H}{(1+r)^H}}_{PV_{\text{თავისუფალი ფულადი ნაკადი}}} + \underbrace{\frac{PV_H}{(1+r)^H}}_{PV_{\text{გახანგრძლივებული ღირებულება}}}$$

რასაკვირველია, კონტაქტორული საწარმოს ღირებულების შეფასება ჰორიზონტის ფარგლებს მიღმაც გრძელდება, თუმცა მიზანშეწონილი არ იქნება ყოველი წლისთვის, უსასრულოდ და თანმიმდევრულად, თავისუფალი ფულადი ნაკადის პროგნოზის აგება. PV_H გამოსახულება მომავალში (- H+1, H+2 და ა.შ. პერიოდებში) თავისუფალი ფულადი ნაკადების გაანგარიშებას ემსახურება.

ხშირად შეფასების ჰორიზონტის ხანგრძლივობის არჩევა თვითნებურად ხდება. ზოგჯერ ხელმძღვანელობა განკარგულებას იძლევა წინაწარი შეფასება ყოველთვის 10 წლით გაწარმოთ უბრალოდ იმიტომ, რომ ეს მრგვალი რიცხვია. ჩვენს მაგალითში ვიყენებთ 6 წლიან პერიოდს, რადგან მე-7 წელს კონტაქტორული საწარმოს ზრდა ხანგრძლივი ვადით სტაბილური ხდება.

7.3. გახანგრძლივებული ღირებულების შეფასება

ბიზნესის გახანგრძლივებული ღირებულების განსაზღვრის რამდენიმე ზოგადი ფორმულა ან პრაქტიკული მეთოდი არსებობს. ჯერ ვცადოთ საწარმოს გახანგრძლივებული ღირებულების შეფასებისათვის გამოვიყენოთ მუდმივი მზარდი დისკონტირებული ფულადი ნაკადის (უვადო რენტის) ფორმულა. ამ მეთოდის გამოყენება მოითხოვს ვიცოდეთ: შეფასების (H) პერიოდი; (H+1) პერიოდში თავისუფალი ფულის ნაკადის მოცულობა, მისი გრძელვადიანი ზრდის ტემპი (g) და კვალიფიციურ ექსპერტთა მიერ განსაზღვრული დისკონტირების განაკვეთი (r). მაშინ გახანგრძლივებული ღირებულების შესაფასებლად გამოვიყენებთ ფორმულას:

$$PV_{\text{გახანგრძლივებული ღირებულება}} = \frac{1}{(1+r)^H} \times \frac{FCF}{r-g}$$

¹ ბიზნესის ღირებულების ასეთი განსაზღვრა ნაკარნახევია პრაქტიკული მოსაზრებებით. ტიპური კომპანიის მთელი არსებობის მანძილზე ფულადი ნაკადის პროგნოზირება ძალზე შრომატევადი საქმეა. ამასთან ის სავსეა ცდომილებებით. შესაბამისად ფინანსურ პრაქტიკაში მიღებულია პროგნოზის ორ დროით ინტერვალად დაყოფა. საკუთრივ შეზღუდული ხანგრძლივობის პროგნოზული პერიოდი (შეფასების განსაზღვრული ჰორიზონტი) და კომპანიის არსებობის დარჩენილი განუსაზღვრელი დრო, რომელიც ხასიათდება ბიზნესის მდგრადი მდგომარეობით. ტერმინი გახანგრძლივებული ღირებულება, რომელიც მიეკუთვნება ამ მეორე დროით ინტერვალს, პირობითად უსასრულო პერსპექტივაში მისაღები მიახლოებით, ფულადი ნაკადის საბოლოო პროგნოზირების შესაძლებლობას იძლევა.

ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში ვიცით რა მე-7 წელს თავისუფალი ფულადი ნაკადის ოდენობა (რომელსაც ცხრილ 1-დან ავიღებთ), გრძელვადიანი ზრდის ტემპი (ჩვენს შემთხვევაში – 6%) და დისკონტირების განაკვეთი (რომელიმე მაღალანაზღაურებადი კონსულტანტის აზრით) 10%-ს უდრის. მაშინ:

$$PV_{\text{გახანგრძლივებული ღირებულება}} = \frac{1}{(1,1)^6} \times \frac{1590000}{0,10 - 0,06} = 22,4 \text{ მლნ. ლ.}$$

ასევე უახლოეს ექვს წელიწადში თავისუფალი ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულება იქნება (აქ და ქვემოთ გამოანგარიშება – მლნ. ლ., შემოკლებისათვის ნულები გამოტოვებულია):

$$PV_{\text{ფულადი ნაკადი}} = - \frac{0,80}{1,1} - \frac{0,96}{(1,1)^2} - \frac{1,15}{(1,1)^3} - \frac{1,39}{(1,1)^4} - \frac{0,20}{(1,1)^5} - \frac{0,23}{(1,1)^6} = -3,6 \text{ მილ. ლ.}$$

შესაბამისად ბიზნესის მიმდინარე ღირებულება:

$$PV_{\text{ბიზნესი}} = PV_{\text{თავისუფალი ფულადი ნაკადი}} + PV_{\text{გახანგრძლივებული ღირებულება}} = -3,6 + 22,4 = 18,8 \text{ ანუ } 18,8 \text{ მლნ. ლ.}$$

ამგვარად საქმე გაკეთდა. გამოანგარიშების ტექნიკა თითქოსდა უნაკლოა. ამასთან დაბნეულობას ხომ არ იწვევს ის ფაქტი, რომ ბიზნესის ღირებულების 119% გახანგრძლივებულ ღირებულებაზე მოდის (ე.ი. შეფასების ჰორიზონტის ფარგლებს გარეთ მდებარეობს)? გარდა ამისა, თვალნათლივ ჩანს, რომ აღებული წანამდგრების უმცირესი ცვლილებების დროსაც კი გახანგრძლივებული ღირებულება ძლიერ მერყეობას განიცდის. მაგალითად, თუ ზრდის გრძელვადიან ტემპად ავიღებთ არა 6%, არამედ 8%-ს, მაშინ ბიზნესის ღირებულება 18,8 მლნ. ლარიდან 26,3 მლნ. ლარამდე გაიზრდება. რამდენადაც თუ ზრდის გრძელვადიანი ტემპები უდრის არა 6%-ს, არამედ 8%-ს, კონტაქტორულ წარმოებაში დამატებით რეინვესტირებული უნდა იქნეს მე-7 წლის აქტივების 2%. ეს შეამცირებს თავისუფალ ფულად ნაკადს 0,53 მლნ.-ით, 1,06 მლნ. ლარამდე. ამრიგად:

$$PV_{\text{გაგრძელებული ღირებულება}} = \frac{1}{(1,1)^6} \times \frac{1,06}{0,10 - 0,08} = 29,9 \text{ მლნ. ლ.}$$

$$PV_{\text{ბიზნესი}} = -3,6 + 29,9 = 26,3 \text{ მლნ. ლ.}$$

სხვა სიტყვებით, რომ ვთქვათ დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდით ბიზნესის შეფასება, არის რა ტექნიკურად სრულყოფილი, სავსებით შესაძლებელია პრაქტიკაში მცდარი აღმოჩნდეს. შესაბამისად გონიერი ფინანსური მენეჯერები თავის დაიზღვევის მიზნით ცდილობენ, გახანგრძლივებული ღირებულების მიღებული შედეგების შესამოწმებლად რამდენიმე სხვადასხვა მეთოდი გამოიყენონ. განვიხილოთ ეს მეთოდები.¹

¹ Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008., с.73.

7.4. გახანგრძლივებული ღირებულების შეფასება ფ/კოეფიციენტის საფუძველზე.
დაუშვათ, რომ შესაძლებლობა გაქვთ თვალყური ადევნოთ მომწოდებელი კომპანიების აქციების ფასებს, რომელთა მოცულობები, რისკი და ზრდის პერსპექტივები, შესაბამისი პარამეტრებით, 6 წლის შემდეგ თქვენი კონტაქტორული საწარმოს პროგნოზის ანალოგიურია. ასევე დაუშვათ, რომ ეს კომპანიები, როგორც წესი საკუთარ აქციებს ყიდნიან ფ/კოეფიციენტით, რომელიც 11-ს შეადგენს. ამ შემთხვევაში გაქვთ საფუძველი ივარაუდოთ, რომ მომწოდებელ კონტაქტორულ საწარმოს ფასის მოგებასთან ფარდობა იქნება 11-ის ტოლი. ამგვარად: კონტაქტორული საწარმოს გახანგრძლივებული ღირებულება გამოსათვლელად საჭიროა ფასი/მოგების კოეფიციენტის საწარმოს მოგებაზე გამრავლება და ნამრავლის დისკონტირება:

$$PV_{\text{გახანგრძლივებული ღირებულება}} = \frac{1}{(1,1)^6} \times 11 \times 3,18 = 19,7 \text{ ანუ } 19,7 \text{ მლნ. ლ.}$$

ხოლო ბიზნესის (საწარმოს) მიმდინარე ღირებულება იქნება:

$$PV \text{ ბიზნესი} = -3,6 + 19,7 = 16,1 \text{ ანუ } 16,1 \text{ მლნ. ლ.}$$

7.5. გახანგრძლივებული ღირებულება – საბაზრო/საბალანსო ღირებულების კოეფიციენტის საფუძველზე.

გახანგრძლივებული ღირებულების შემოწმების ერთ-ერთ მეთოდს წარმოადგენს ასევე აქციების საბაზრო/საბალანსო ღირებულების კოეფიციენტის გამოყენება. ვთქვათ, რომ თქვენს მიერ შერჩეული მომწოდებელი კომპანიებისათვის აქციების საბაზრო/საბალანსო ღირებულების კოეფიციენტი შეადგენს დაახლოებით 1,4-ს. (აღნიშნული კოეფიციენტი წარმოადგენს უბრალოდ აქციის საბაზრო ფასის ფარდობას მის საბალანსო ღირებულებასთან). მაშინ კონტაქტორულ წარმოებაში მე-6 წელს აქციების საბაზრო/საბალანსო ღირებულების კოეფიციენტი ასევე შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ 1,4 ტოლი იქნება. კონტაქტორული საწარმოს გახანგრძლივებული ღირებულების გამოსათვლელად კი საჭიროა აქციების საბაზრო/საბალანსო ღირებულების კოეფიციენტი გავამრავლოთ მე-6 წელს საწარმოს აქტივის ღირებულებაზე და H პერიოდის მიხედვით მოხდეს ნამრავლის დისკონტირება:

$$PV_{\text{გაგრძელებული ღირებულება}} = \frac{1}{(1,1)^6} \times 1,4 \times 23,43 = 18,5 \text{ ანუ } 18,5 \text{ მლნ. ლარი}$$

ასეთ შემთხვევაში ბიზნესის (საწარმოს) მიმდინარე ღირებულება იქნება:

$$PV \text{ ბიზნესი} = -3,6 + 18,5 = 14,9 \text{ ანუ } 14,9 \text{ მლნ. ლ.}$$

გამოანგარიშების ბოლო ორ მეთოდში ადვილია მოვძებნოთ სუსტი ადგილები. ასე მაგალითად, საბალანსო ღირებულება, როგორც წესი აქტივების რეალური ღირებულების საზომს არ წარმოადგენს. ის შეიძლება აქტივების ფაქტიურ ღირებულე-

ბაზე გაცილებით დაბალი აღმოჩნდეს მაღალი ინფლაციის პერიოდებში და ხშირად არამატერიალური აქტივების, მაგალითად ღიზაინზე პატენტის, ღირებულებას სრულებითაც არ ასახავს.

ასევე შესაძლებელია მოგების სიდიდე ინფლაციით ან ბუღალტრული აღრიცხვის მეთოდების თავისუფალი არჩევით იქნეს დამახინჯებული. და ბოლოს, თქვენ არასდროს არ იცით, თუ რამდენად სწრაფად მოახერხებთ აღმოაჩინოთ კომპანიათა ჯგუფი, რომლებიც თქვენი კომპანიის მსგავსი იქნება.

ამასთან საჭიროა გახსოვდეთ, რომ ფულადი ნაკადების დისკონტირების საბოლოო მიზანია – შეაფასოთ საბაზრო ღირებულება, ე.ი. გაარკვიოთ ინვესტორები მსგავს შემთხვევაში აქციაზე ან ბიზნესზე რამდენს გადაიხდიან. სწორედ დაკვირვების შესაძლებლობა, სინამდვილეში ისინი რამდენს იხდიან თქვენი პირობების მსგავს შემთხვევაში, თქვენთვის ფასდაუდებელ ინფორმაციას წარმოადგენს და შეეცადეთ ის გამოიყენოთ.

ერთ-ერთი შესაძლო გზას - ფასი/მოგება ან საბაზრო/საბალანსო ღირებულების – კოეფიციენტების მიზნობრივი გამოყენება წარმოადგენს. აღსანიშნავია ის, რომ ამ მარტივ ინსტრუმენტების უნარიანი გამოყენებით ზოგჯერ უკეთეს შედეგებს ვღებულობთ, ვიდრე დისკონტირებული ფულადი ნაკადების ძალზე ზუსტი გამოთვლებით.

7.6. რეალობაზე შემაჯობი შემოწმება

განვიხილოთ კონტაქტორული საწარმოს ღირებულების შეფასების კიდევ ერთი მიდგომა, რომლის საფუძველს წარმოადგენს ყოველივე ის, რაც ფ/მ კოეფიციენტისა და ზრდის პერსპექტივების მიმდინარე ღირებულების შესახებ უკვე ვიცით.

დაუშვათ (H) შეფასების ჰორიზონტი დადგენილია არა ზრდის სტაბილიზაციის პირველ წლამდე, არამედ იმ მომენტამდე, როდესაც დარგი, სავარაუდოდ, კონკურენტულ წონასწორობას მიაღწევს. თქვენ შეგიძლიათ მიხვიდეთ კონტაქტორული საწარმოს ყველაზე კომპეტენტურ ოპერატიულ მენეჯერთან და კითხოთ, შეძლებთ თუ არა რეალურად შეაფასოთ ეს დრო როდის დადგება?

ადრე თუ გვიან თქვენ და თქვენი კონკურენტები, ახალი მსხვილი ინვესტიციების განხორციელების შესაძლებლობებით, გათანაბრდებიან. თქვენ თქვენი ძირითადი ბიზნესიდან კიდევ შესძლებთ მიიღოთ მაღალი შემოსავლები, მაგრამ აღმოაჩინოთ, რომ ბაზარზე ახალი პროდუქტების დანერგვა ან მცდელობები გაზარდოთ წინა პროდუქტების გაყიდვები, აწედება კონკურენტების ძლიერ წინააღმდეგობას, რამდენადაც ისინი ისეთივე საზრიანები და საქმიანები არიან, როგორც თქვენ. შეგიძ-

ლიათ თუ არა რეალურად შეაფასოთ ეს დრო როდის დადგება?

„ეს დრო“ მომავალში იმ მომენტს წარმოადგენს, როდესაც ზრდის პერსპექტივების წმინდა მიმდინარე ღირებულება ნულამდე დაიყვანება. ბოლოს და ბოლოს, PVGO-ს გააჩნია დადებითი მნიშვნელობა მხოლოდ იმ დრომდე, სანამ შეიძლება ელოდოთ, რომ თქვენს მიერ განხორციელებული ინვესტიციის შემოსავლიანობა კაპიტალზე დანახარჯებს აღემატება, როდესაც თქვენი კონკურენტები დაგეწევიან, ეს ხელსაყრელი პერსპექტივები გაქრება.

ჩვენ ვიცით, რომ დროის ნებისმიერ პერიოდში მიმდინარე ღირებულება უდრის მომდევნო პერიოდის მოგების კაპიტალიზირებულ ღირებულებას პლუს ზრდის პერსპექტივების მიმდინარე ღირებულება:

$$PV_t = \frac{(\text{მოგება})_{t+1}}{r} + PVGO$$

მაგრამ რა იქნება, თუ კი ზრდის პერსპექტივების მიმდინარე ღირებულება ნულის ტოლია? მაშინ H პერიოდში:

$$PV_H = \frac{(\text{მოგება})_{H+1}}{r}$$

სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, როდესაც აწყდებით კონკურენციას ზრდის პერსპექტივები ქრება და კოეფიციენტი ფასი /მოგება = $1/r$. დაუშვათ მოსალოდნელია, რომ კონკურენტები მე-8 წელს დაგეწევიან. ასეთ შემთხვევაში ჩვენ შეგვიძლია გადავიანგარიშოთ კონტრაქტორული წარმოების ღირებულება შემდეგნაირად¹:

$$PV \text{ გაგრძელებული ღირებულება} = \\ = \frac{I}{(1+r)^8} \times \frac{\text{მოგება 9 წელს}}{r} = \frac{I}{(1,1)^8} \times \frac{3,57}{0,10} = 16,7\$ \text{ ანუ } 16,7 \text{ მლნ. ლ.}$$

$$PV \text{ ბიზნესი} = -2,0 + 16,7 = 14,7 \text{ ანუ } 14,7 \text{ მლნ. ლ.}$$

ახლა გვაქვს ფასის ოთხი მნიშვნელობა, რომელიც „ყაზბეგმა“-მა კონტრაქტორული საწარმოსათვის უნდა გადაგიხადოთ. ეს მნიშვნელობები გახანგრძლივებული ღირებულების გამოთვლის ოთხი სხვადასხვა მეთოდის თავისებურებებს ასახავენ. ამასთან ერთმანეთზე უკეთესი არც ერთი არ არის. თუმცა უმეტეს შემთხვევაში მაინც უკანასკნელ მეთოდს ანიჭებან უპირატესობას, რომელიშიც შეფასების ჰორიზონტი ვრცელდება იმ დრომდე, როდესაც მენეჯერების პროგნოზების მიხედვით, PVGO

¹ შეფასების ჰორიზონტის ფარგლებში თავისუფალი ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულება -2 მლნ. ლარი ხდება, რადგან ახლა მე-7 და მე-8 წლებში ფულადი სახსრების ნაკადებიც აღირიცხება. კერძოდ:
 $-(0,80/1,1) - (0,96/1,1^2) - (1,15/1,1^3) - (1,9/1,1^4) - (0,20/1,1^5) - (0,23/1,1^6) + (1,59/1,1^7 + 1,68/1,1^8) = -2 \text{ მლნ. ლარი}$

ნულამდე დაიყვანება. ბოლო მეთოდი მენეჯერებს აიძულებს ახსოვდეთ, რომ ადრე თუ გვიან კონკურენტები მტკივნეულ ადგილზე ფეხის დადგმას შეეცდებიან.

ჩვენს მიერ კონტაქტორული საწარმოს შეფასების მნიშვნელობები 14,7 მლნ-დან 18,8 მლნ. ლარის ფარგლებში მერყეობს. სხვაობა დაახლოებით 4 მლნ. ლარს შეადგენს. აღნიშნულმა შეიძლება შემოფოთება გამოიწვიოს, მაგრამ ეს ჩვეულებრივი სიტუაციაა. დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ფორმულები საბაზრო ღირებულების მხოლოდ პირობითი შეფასების საშუალებას იძლევა და ეს შეფასება იცვლება შესაბამისი პროგნოზებისა და წანამძღვრების ცვლილებებთან ერთად. მენეჯერმა, სანამ არ არის დადებული რეალური გარიგება, არ შეიძლება ნამდვილი საბაზრო ღირებულება იცოდეს.

7.7. რა ღირს ერთ აქციაზე გაანგარიშებით კონტაქტორული საწარმო?

ვთქვათ, კონტაქტორული საწარმო, მიმოქცევაში 1 მლნ აქციით, გამოეყო სათაო კომპანიას და დამოუკიდებელ ფირმად ჩამოყალიბდა. მაინც რა ფასად შეიძლება გაიყიდოს მისი თითოეული აქცია?

როგორც ვიცით იმ პირობებში როდესაც საწარმოს გაგრძელებული ღირებულების შესაფასებლად მუდმივად მზარდი ფულადი ნაკადის დისკონტირებული ფორმულა გამოვიყენეთ, დამოუკიდებელი ფირმის თავისუფალი ფულადი ნაკადის ღირებულება 18,8 მლნ. ლარად იქნა შეფასებული. თუ კი ეს შეფასება სწორია, მაშინ 1 მლნ აქციის შემთხვევაში თითოეული აქციის ფასი 18,80 ლარი იქნება. რაც ასევე აქციაზე დივიდენდების მიმდინარე ღირებულებას უნდა ემთხვეოდეს.

ამასთან, აქ უმჯობესი იქნება შევჩერდეთ და დავფიქრდეთ. გავიხსენოთ, რომ თავისუფალ ფულად ნაკადს 1-დან 6 წლის ჩათვლით უარყოფითი მნიშვნელობა (იხ. ცხრილი 1) ჰქონდა. როგორც ვიცით უარყოფითი დივიდენდები არ არსებობს, ასე რომ ფირმას დაფინანსებაზე ზრუნვა მოუწევს. დაუშვათ, რომ ფირმამ გადაწყვიტა დაფინანსება აქციების დამატებითი ემისიით განახორციელოს. ასეთ შემთხვევაში მე-7 წელს გადასახდელი ყველა დივიდენდი უკვე არსებულ 1 მლნ აქციებზე არ განაწილდება.

ფირმის მიერ არსებული აქციების შეფასება, როდესაც ახალი აქციების ემისია ხდება, ორი მეთოდითაა შესაძლებელი. პირველი – მოხდეს იმ წმინდა ფულადი ნაკადის დისკონტირება, რომელიც უწინარეს ყოვლისა აქციონერებს ეკუთვნის, იმ შემთხვევაში თუ კი ისინი ყველა ახლად გამოშვებულ აქციებს იყიდიან. ასეთ შემთხვევაში აქციონერები ფირმას 1-დან 6 წლის ჩათვლით ფულით ამარაგებენ, ხოლო შემდეგ ყველა შემდგომ დივიდენდებს თვითონ მიიღებენ, ე.ი. ისინი მთლიანად იხდიან და იღებენ მთელი თავისუფალი ფულადი ნაკადს 1-დან 8 წლის ჩათვლით

და შემდგომში. შესაბამისად აქციის ღირებულება უდრის ფირმის ერთობლივ თავისუფალი ფულადი ნაკადის დისკონტირებული ღირებულება, (რომელიც მოიცავს უარყოფითი და დადებითი სიდიდეს) გაყოფილი აქციების რაოდენობაზე. რაც ჩვენ უკვე გამოვთვალეთ. კერძოდ: თუ ფირმის ღირებულება 18,8 მლნ. ლარს უდრის, 1 მლნ. არსებული აქციიდან, თითოეული 18,80 ლ. უნდა ღირდეს.

მეორე მეთოდი – მოხდეს იმ დივიდენდების ჯამის დისკონტირება, რომელთა გაცემა მოხდება მაშინ, როდესაც წმინდა ფულადი ნაკადი დადებით მნიშვნელობას შეიძენს. მაგრამ ასეთ შემთხვევაში ანგარიშში უნდა მივიღოთ მხოლოდ უკვე არსებულ აქციებზე გასაცემი დივიდენდები. ამასთან ახალი აქციები, რომლებიც პირველი ექვსი წლის განმავლობაში უარყოფითი თავისუფალი ფულადი ნაკადის დასაფინანსებლად იქნა გამოშვებული, ასევე აცხადებენ პრეტენზიას შემდგომში მისაღები დივიდენდების ნაწილზე.

მოდით დავრწმუნდეთ, რომ მეორე მეთოდი ზუსტად ისეთივე პასუხს იძლევა, როგორც პირველი. გავიხსენოთ, რომ 1-6 წლებში თავისუფალი ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულება – 3,6 მლნ. ლარს უდრის. ამჟამად ფირმამ გადაწყვიტა ეს თანხა ინვესტორებიდან მოიზიდოს და ჩადოს ის ბანკში, იმ მიზნით, რომ 6 წლის ჩათვლით დაფაროს მომავალი ხარჯები. რისთვისაც ფირმამ უნდა გამოუშვას 191 500 აქცია თითოეული 18,80 ლარად:

$$\text{მოზიდული ფულადი თანხის ჯამი} = \text{აქციის ფასი} \times \text{ახალი აქციების რაოდენობა} = 18,80 \times 191\,500 \approx 3\,600\,000.$$

თუ ფირმის აქციონერები არ ყიდულობენ ახალი გამოშვების აქციებს, ფირმაში მათი წილი 83,9%-მდე შემცირდება:

$$\frac{\text{წინა აქციები}}{\text{წინა აქციები} + \text{ახალი აქციები}} = \frac{1000000}{1191500} = 0,839 - \text{მდე, ანუ } 83,9\% - \text{მდე.}$$

არსებული აქციების ღირებულებამ უნდა შეადგინოს გადასახდელი დივიდენდების მიმდინარე ღირებულების 83,9 %, რომლის გადახდას მე-6 წლის შემდეგ დაიწყებენ. სხვა სიტყვებით, რომ ვთქვათ იმ გაგრძელებული ღირებულების 83,9%-ს უნდა შეადგენდეს, რომელიც ჩვენი შეფასებით 22,4 მლნ ლარს უდრდა (მუდმივად მზარდი დისკონტირებული ფულის ნაკადის ფორმულის მიხედვით).

$$\begin{aligned} PV \text{ წინა აქციონერებისთვის} &= 0,839 \times PV \text{ გახანგრძლივებული ღირებულება} \\ &= 0,839 \times 22,4 = 18,8 \text{ ანუ } 18,8 \text{ მლნ. ლ.} \end{aligned}$$

როგორც ჩანს, 1 მლნ. არსებული აქციიდან თითოეული 18,80 ლარი ღირს .

და ბოლოს შევამოწმოთ, სამართლიანი ფასი გადაიხადეს თუ არა ახალმა აქციონერებმა. მათ 3,6 მლნ. ლარის ინვესტიციათა სანაცვლოდ ერგებათ კომპანიის აქციათა $100 - 83,9 = 16,1\%$. ამ ინვესტიციების წმინდა მიმდინარე ღირებულება:

$$NPV \text{ ახალი აქციონერებისთვის} = -3,6 + 0,161 \times PV \text{ გახანგრძლივებული ღირებულება} = -3,6 + 0,161 \times 22,4 = -3,6 + 3,6 = 0$$

თუ კი რეალურად შევხედავთ თქვენ მიხედვით, რომ შეფასების ორივე მეთოდმა ერთნაირი პასუხები უნდა მოგვცეს. პირველ შემთხვევაში ჩვენ წინაპირობად ავიღეთ ის, რომ ყველა ფული, რომელიც (და როდესაც) ფირმას ჭირდება, არსებული აქციონერები უზრუნველყოფენ. ასეთ შემთხვევაში ისინი ფირმის მიერ გადახდილ ყოველ ლარსაც მიიღებენ. მეორე შემთხვევაში ჩვენ ვივარაუდეთ, რომ ფირმაში არსებულ აქციონერებს უხსნიან რა ამ ტვირთს, ფულს ახალი აქციონერები აბანდებენ. მაგრამ, მაშინ ახალ აქციონერებს მომავალი გადახდების ნაწილი ერგებათ. თუკი მათ ინვესტიციებს ნულოვანი წმინდა მიმდინარე ღირებულება გააჩნიათ, არსებულ აქციონერებს იგივე რჩებათ, ე.ი. არაფერს არ იგებენ და არც აგებენ ვარიანტთან შედარებით, როდესაც ინვესტიციებს ისინი თვითონვე განახორციელებენ. რა თქმა უნდა, აქ საკვანძო წანამძღვარია ის, რომ ახალი აქციების გამოშვება ხდება სამართლიანი პირობებით, ე.ი. ნულოვანი NPV-ით¹.

¹ იგივე ორი მეთოდი მუშაობს სიტუაციასთან მიმართებაშიც, როდესაც კომპანია იყენებს თავისუფალ ფულად ნაკადს მიმოქცევიდან საკუთარი აქციების გამოსყიდვისთვის.

ინვესტორები, როგორც წესი, ცალკეულ აქციებს ყიდნიან და ყიდულობენ. კომპანიები კი ხშირად, მთლიანობაში, ბიზნესს (საწარმოს) ყიდნიან და ყიდულობენ. ამასთან გარიგების დადებაზე საწარმო, მყიდველის და გამყიდველის მიერ, რეალურად უნდა იქნეს შეფასებული. მთლიანად ბიზნესის შეფასება, მსგავსად ჩვეულებრივ აქციების შეფასებისა, შესაძლებელია სალექციო კურსით განხილული დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ფორმულების გამოყენებით.

ბიზნესის შეფასება თავისუფალი ფულადი ნაკადის პროგნოზირებას მოითხოვს ფინანსურ პრაქტიკაში მიღებულია პროგნოზის ორ დროით ინტერვალად დაყოფა. შეფასების განსაზღვრულ და განუსაზღვრელ პერიოდად. მეორე განუსაზღვრელი პერიოდი ხასიათდება ბიზნესისი მდგრადი მდგომარეობით. ტერმინი ბიზნესის გახანგრძლივებული ღირებულება მეორე დროით ინტერვალს მიეკუთვნება და იძლევა შესაძლებლობას, პირობითად უსასრულო პერსპექტივაში მისაღები მიახლოებით, თავისუფალი ფულადი ნაკადის საბოლოო პროგნოზი გავენსაზღვროთ.

საწარმოს გახანგრძლივებული ღირებულების შეფასებისათვის გამოიყენება: მუდმივი მზარდი დისკონტირებული ფულადი ნაკადის (უვადო რენტის) ფორმულა; ფ/მ კოეფიციენტი; აქციების საბაზრო/საბაღიანსო ღირებულების კოეფიციენტი; შეფასების პორიზონტი, რომელც ვრცელდება იმ დრომდე როდესაც ზრდის პერსპექტივის მიმდინარე ღირებულება ნულამდე დაიყვანება. ბოლო მეთოდი მენეჯერებს აძლევს ახსოვდეთ, რომ არსებობს კონკურენტები, რომლებიც მტკიცებულ ადგილზე ფეხის დადგმას შეეცდებიან.

დისკონტირებული ფულადი ნაკადის ფორმულები საბაზრო ღირებულების მხოლოდ პირობითი შეფასების საშუალებას იძლევა და ეს შეფასება იცვლება შესაბამისი პროგნოზებისა და წანამდგრების ცვლილებებთან ერთად. მენეჯერმა, სანამ არ არის დადებული რეალური გარიგება, არ შეიძლება ნამდვილი საბაზრო ღირებულება იცოდეს.

საკონტროლო კითხვები

1. ჩამოთვალეთ საწარმოს ღირებულების შეფასების მეთოდები
2. რას წარმოადგენს კონტაქტორული საწარმო?
3. რას წარმოადგენს საწარმოს თავისუფალი ფულადი ნაკადი?
4. როდის შეიძლება თავისუფალ ფულად ნაკადს უარყოფითი მნიშვნელობა გააჩნდეს?
5. რა არის საჭირო რომ ბიზნესის ღირებულება განისაზღვროს და რას ნიშნავს შეფასების პორიზონტი/?
6. რას ნიშნავს ბიზნესის გახანგრძლივებული ღირებულება და როგორ შეიძლება მისი შეფასება?
7. როგორ შეაფასოთ ბიზნესის ღირებულება?
8. როგორ შეაფასოთ გახანგრძლივებული ღირებულება და ბიზნესის ღირებულება ფ/მ კოეფიციენტის საფუძველზე.
9. როგორ შეაფასოთ გახანგრძლივებული ღირებულება და ბიზნესის ღირებულება კოეფიციენტის საბაზრო/საბალანსო ღირებულების საფუძველზე.
10. როგორ შეიძლება ბიზნესის გახანგრძლივებული ღირებულების შეფასება, როდესაც კონტაქტორული საწარმო კონკურენტულ საბაზრო წონასწორობას მიაღწევს?
11. რა ღირს ერთ აქციაზე გაანგარიშებით კონტაქტორული საწარმო?

ამოცანები თვითშეფასებისათვის

1. პროგნოზული შეფასებით მე-11 წელს კონტაქტორულმა საწარმომ აქციაზე 4,07 ლარი მოგება უნდა მიიღოს და აქტივებში 1,77 ლარის ინვესტიცია განახორციელოს. რაც აქტივის საბალანსო ღირებულებას 7%-ით გაზრდის. საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი 11%-ს შეადგენს, უპასუხეთ გახანგრძლივებული ღირებულების შეფასების რომელი მეთოდი უნდა გამოვიყენოთ და რა იქნება ბიზნესის გახანგრძლივებული ღირებულება?
2. ბიზნესის პროგნოზულმა შეფასებამ გვიჩვენა, რომ 10 წლის განმავლობაში თავისუფალი ფულის ნაკადის მიმდინარე ღირებულებამ – 4,5 მლნ ლარი შეადგინა. მე-11 წელს აქციაზე მოგება უდრიდა 3,7 ლარს. საწარმოს პროგნოზით აქტივებში მოგების 50 %-ის ინვესტირება განხორციელდება, რაც აქტივების საბალანსო ღირებულებას 5%-ით გაზრდის და ზრდის ეს ტემპი შემდგომ პერიოდშიც შენარჩუნდება. საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი 9%-ს შეადგენს. განსაზღვრეთ ბიზნესის ღირებულება.
3. დაუშვათ, რომ გაქვთ ინფორმაცია იმ მომწიფებული კომპანიების აქციების ფასების შესახებ, რომლის პარამეტრები, 10 წლის შემდეგ, თქვენს მიერ შესაფასებელი კონტაქტორული საწარმოს პროგნოზის ანალოგიურია. ეს კომპანიები საკუთარ აქციებს ფ/მ = 15-ს კოეფიციენტით ყიდიან; კონტაქტორულ

საწარმოს პროგნოზით 10 წლის განმავლობაში თავისუფალი ფულის ნაკადის მიმდინარე ღირებულებამ – 4,5 მლნ ლარი შეადგინა., სავარაუდოდ მე-11 წელს, აქციაზე 4.7 მლნ. ლარს მოგებას მიიღებენ. საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთი 9%-ს შეაგენს. განსაზღვრეთ კონტაქტორული საწარმოს ღირებულება.

4. დაუშვათ, რომ თქვენ შეარჩეულ მომწოდებელი კომპანიების ჯგუფში, აქციების საბაზრო- საბაღანსო ღირებულების კოეფიციენტი შეაგენს 1,3-ს. თქვენი პროგნოზით, კონტაქტორულ საწარმოს, მე-10 წელს ასევე ექნება: აქციების საბაზრო/ საბაღანსო ღირებულების კოეფიციენტი 1,3, ხოლო აქტივის ღირებულება 34,7 მილნ ლარი. განსაზღვრეთ კონტაქტორული საწარმოს გახანგრძლივებული ღირებულება.

5. თქვენი ფირმის საწარმოს, კონკურენტები მე-10 წელს დაეწევიან. თქვენი პროგნოზით მოგება მე-11 წელს უნდა გახდეს 4,5 მლნ დოლ. საბაზრო კაპიტალიზაციის პროგნოზული განაკვეთი იქნება 11%, FCF მიმდინარე ღირებულება 2,7 მლნ დოლ. შეაფასეთ თქვენი საწარმო.

ტესტები თვითშეფასებისათვის

1. სწრაფად მზარდ კომპანიაში პროგნოზულ თავისუფალი ფულადი ნაკადის ოდენობას:

- ა. შეიძლება მხოლოდ დადებითი მნიშვნელობა გააჩნდეს.
- ბ. შეიძლება მხოლოდ უარყოფითი მნიშვნელობა გააჩნდეს.
- გ. შეიძლება როგორც დადებითი ისე უარყოფითი მნიშვნელობა გააჩნდეს.

2. როდესაც საწარმოს პროგნოზულ თავისუფალი ფულადი ნაკადი უარყოფითია ეს ნიშნავს, რომ:

- ა. აუცილებელი დამატებითი ინვესტიციები სავარაუდო მოგების ტოლია;
- ბ. აუცილებელი დამატებითი ინვესტიციები სავარაუდო მოგების ოდენობაზე ნაკლებია;
- გ. აუცილებელი დამატებითი ინვესტიციები სავარაუდო მოგების ოდენობას აღემატება.

3. საწარმოს პროგნოზული მოგების გამოანგარიშება ხდება:

- ა. ამორტიზაციის მიმატებით;
- ბ. ამორტიზაციის გათვალისწინებით;
- გ. ამორტიზაციის გამოკლებით.

4. ერთობლივი კაპიტალდაბანდება არის:

- ა. წმინდა ინვესტიციისა და ამორტიზაციის ნამრავლი;
- ბ. წმინდა ინვესტიცია ამორტიზაციის გამოკლებით;
- გ. წმინდა ინვესტიცია ამორტიზაციასთან ერთად.

5. როდესაც საწარმოს თავისუფალ ფულად ნაკადს უარყოფითი მნიშვნელობა აქვს ეს ნიშნავს, რომ საწარმო:

- ა. იძლევა უფრო მეტ ფულად სახსრებს ვიდრე შთანთქმავს;
- ბ. იღებს იმდენივე ფულად სახსრებს რამდენსაც მოიხმარს;
- გ. შთანთქმავს უფრო მეტ ფულად სახსრებს, ვიდრე იძლევა.

6. ფინანსურ პრაქტიკაში ბიზნესის ღირებულების შესაფასებლად:

- ა მიღებულია არ არის პროგნოზის დროით ინტერვალად დაყოფა;
- ბ მიღებულია პროგნოზის სამ დროით ინტერვალად დაყოფა;
- გ მიღებულია პროგნოზის ორ დროით ინტერვალად დაყოფა.

7. კონტაქტორული საწარმოს აქციის ფ/მ კოეფიციენტის საფუძველზე გაგრძელებული ღირებულების გამოსათვლელად საჭიროა:

- ა. აქციის ფასი/მოგების კოეფიციენტისა და საწარმოს მოგების ჯამის დისკონტირება;
- ბ. აქციის ფასი/მოგების კოეფიციენტისა და საწარმოს მოგების სხვაობის დისკონტირება;
- გ. აქციის ფასი/მოგების კოეფიციენტის საწარმოს პროგნოზულ მოგებაზე ნამრავლის დისკონტირება.

ძირითადი:

ლილიგვენეტაძე, კორპორაციული ფინანსები, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი I, თბილისი 2010.

სავალდებულო ლიტერატურა:

1. ჯეიმს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაჰოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეთორმეტე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008.
2. Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2004. Глава 4
3. Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001

დამატებითი ლიტერატურა:

1. რევაზ კაკულია, ლელა ბახტაძე, გოჩა თუთბერიძე, კორპორაციული ფინანსები, თბ. 2008.
2. ზაირა ღუდუშაური, ფინანსური მენეჯმენტი, თბილისი, 2007.
3. ხორავა. ნ. კვატაშიძე, ნ. სრესელი, ზ. გოგრიჭიანი - ბუღალტრული აღრიცხვა, თბილისი 2004
4. ლილი გვენეტაძე, ფინანსების ზოგადი თეორია., თბილისი, 2007.
5. Зви Боди. Роберт К. Мертон Финансы. Изд. Дом Вильямс Москва Санкт_Петербург Киев 2005
6. საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა <http://www.nplg.gov.ge/ge/index.html>
7. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო. სტატისტიკის დეპარტამენტი <http://www.statistics.ge/>
8. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (www.pbo.ge)
9. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო www.mof.ge
10. საქართველოს საფონდო ბირჟა (www.cse.ge) “საქართველოს ეკონომიკის მიმართულებები”-(ყოველკვარტალური მიმოხილვა (www.geplac.org))
11. კორპორაციული ფინანსები ინტერნეტ გამოცემა <http://www.gaap.ru/biblio/>

თავი მერვე

საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღება და კაპალაზღვრის ბიუჯეტირება

მერვე თავში წარმოდგენილია გრძელვადიანი საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების საფუძვლები და საინვესტიციო წინადადებების შეფასების მეთოდები. შე-საბამისად თქვენ შეძლებთ, წმინდა დღევანდელი ღირებულების (NPV) მეთოდის გამოყენებით, განსაზღვროთ საინვესტიციო პროექტის რეალიზაციასთან დაკავშირებული ხარჯები და შემოსავლები. განსაზღვროთ კაპიტალდაბნდების პროექტის რეალიზაციით მიიღებული დამატებითი სიმდიდრე. ასევე ახლანდელი ღირებულების გამოყენებით შეძლებთ პროექტი შეაფასოთ ისეთი მეთოდებით, როგორიცაა: შიდა უკუგების კოეფიციენტი (IRR), და უკუგების ინდექსი (PI). აქვე გაეცნობით პროექტის შეფასების უკუგების პერიოდს (PP). აღნიშნული მეთოდის გამოყენება დაკავშირებული არ არის ახლანდელ ღირებულებასთან, ის ძირითადად რისკს უკავშირდება და უკუგების პერიოდის დასრულების დროს წარმოქმნილ ფულის ნაკადსაც არ ითვალისწინებს.

ანალიზის ყველაზე რთულ ნაწილი დაკავშირებულია ფინანსურ დაგეგმვასთან, ფულის ნაკადისა და გადასახადების გათვალისწინებასთან. მიღებული საპროცენტო განაკვეთის გამოყენებით თქვენ შეძლებთ გადასახადის შემდგომ მიღებულ ფულის ნაკადის დისკონტირებას და შესაბამისად პროექტის წმინდა დღევანდელ ღირებულების განსაზღვრას. გეცოდინებათ, რომ მხოლოდ იმ შემთხვევაში უნდა დაუჭიროთ მხარი პროექტს თუ კი NPV-ს დადებითი მნიშვნელობა აქვს, რამდენადაც ასეთ პროექტი განაპირობებს სააქციო საზოგადოების სიმდიდრის ზრდას.

8.1. ინვესტიცია და საინვესტიციო გადაწყვეტილება

ბიზნესში გრძელვადიანი საფინანსო გადაწყვეტილებების მიღება უპირატესად გრძელვადიანი ინვესტიციების განხორციელების აუცილებლობას უკავშირდება. კერძოდ ეს შეიძლება ეხებოდეს: ახალი პროდუქციის ან მარკენტივული პროგრამის შემუშავებას; საწარმოო მოწყობილობების შეძენას ან მოდერნიზაციას; საწარმოო ფართობის გაზრდას; ახალი სავაჭრო ქსელის გახსნას და ა.შ. ყოველი საინვესტიციო გადაწყვეტილება კომპანიის სტრატეგიის მიმართულებას უნდა შეესაბამებოდეს. როგორც წესი ამ დროს ყოველთვის წარმოიქმნება რამდენიმე ალტერნატიული წინადადებები. ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა გააკეთოს არჩევანი, უპირატესობა მიანიჭოს რომელიმე მათგანს, რაც თავის მხრივ მოითხოვს საინვესტიციო წინადადებების შეფასებას.

ინვესტიცია არის ეკონომიკურ ობიექტებში, იქნება ეს ქონებრივი თუ ინტელექტუალური, მომავალში მოგების ან სხვა სახის სარგებლის მიღების მიზანით, ყველა სახის კაპიტალური დაბანდება. გრძელვადიანი ინვესტიციის განხორციელებით მეწარმე ფაქტიურად უარს ამბობს დღეს ფულადი საშუალებებზე, იმი-

სათვის რომ მომავალში მიიღოს სარგებელი. საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მიღება, ფინანსური თვალსაზრისით, საფინანსო შეფასებას გულისხმობს. რაც შეიძლება გამოყენებულ იქნეს:

- რიგი ალტერნატიული წინადადებებიდან უფრო მომგებიანი ინვესტიციის გამოვლენის მიზნით;
- საინვესტიციო წინადადების დაფინანსებასთან დაკავშირებით გადაწყვეტილების მისაღებად;
- ალტერნატიული შესაძლებლობების შედარებისათვის. მაგალითად მოხდეს მოწყობილობების მოდერნიზაცია თუ შეიცვალოს ის ახალი მოწყობილობით;
- ისეთი საინვესტიციო ალტერნატივის გამოსავლენად, რომელიც ხელს შეუწყობს ბიზნესის საკუთარი ღირებულების მაქსიმიზაციას და ა. შ.

ყოველი გადაწყვეტილების მიღება იქნება ეს ფინანსური თუ სხვა სახის მოითხოვს მასთან დაკავშირებული შემოსავლებისა და ხარჯების შეფასებას. ფულის ნაკადი, რომელიც კაპიტალდაბანდების რეალიზაციას უკავშირდება შედგება – ხარჯებისაგან (რომელიც მოიცავს პროექტის ათვისების პროცესში ფულად საშუალებების გასაღას) და შემოსავლებისაგან (იგულისხმება პროექტის რეალიზაციის შემდეგ მოსალოდნელი ფულადი შემოსავლები). შესაბამისად საინვესტიციო წინანდების შეფასების საფუძველია: სავარაუდო „სიცოცხლის“ ციკლში პროექტის მოსალოდნელი შემოსავლის შედარება დღევანდელ დაბანდებასთან.

კაპიტალდაბანდების შესახებ გადაწყვეტილების მისაღებად უწინარეს ყოვლისა აუცილებელია პროექტის შეფასება. ფინანსური მენეჯერი ცდილობს შეარჩიოს პროექტი, რომელმაც უნდა უზრუნველყოს კაპიტალდაბანდების ღირებულებაზე მაღალი ღირებულების ფულადი შემოსავალი. როგორ უნდა გადავწყვიტოთ რომელ პროექტს უნდა დაუჭიროთ მხარი? როგორ უნდა მოხდეს ფულის ნაკადის შედარება, რომელიც დროის სხვადასხვა პერიოდს მიეკუთვნება. მთავარი პრობლემა მდგომარეობს სწორედ იმაში, რომ გავხადოთ ისინი ურთიერთ შესადარი. არსებობს პროექტის მიზანშეწონილობის შეფასების რამდენიმე მეთოდი. სხვადასხვა მეთოდებით შეიძლება განსხვავებულად გადაწყდეს ეს პრობლემა. ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა იცოდეს ყველა იმ მეთოდის ძლიერი და სუსტი მხარეები, რომელსაც კაპიტალდაბანდების პროექტების შესაფასებლად იყენებს.

ჩვენ გენვიხილავთ საინვესტიციო პროექტების შეფასების ისეთი მეთოდებს როგორიცაა:

- წმინდა დღევანდელი ღირებულება (net present value NPV);
- შიდა უკუგების კოეფიციენტი (internal rate of return - IRR);
- უკუგების პერიოდი (Payback period -PP);
- მომგებიანობის ინდექსი (profitable Index -PI)

როგორც საყოველთაოდ არის ცნობილი, ფულის ღირებულება დროში იცვლება. შესაბამისად კაპიტალდაბანდების პროექტის შესაფასებლად უნდა განისაზღვროს მომავალი შემოსავლის ახლანდელი ღირებულება და შევადაროთ კაპიტალდაბანდების პროექტის ღირებულებას. ფინანსური მენეჯერი უპირატესობას მიანიჭებს პროექტს თუ კი ფულადი შემოსავლის დღევანდელი ღირებულება და პროექტის ღირებულებას შორის სხვაობა დადებითი იქნება.

8.2. ღირებულების შექმნის გასაგებად – შემოსავლის პრინციპი¹

ყველა ჩვენთაგანს ყოველდღიურად უწევს გადაწყვეტილების მიღება. ამასთან ყოველი გადაწყვეტილება თავის თავში მოიცავს ფარულ რწმენას იმის შესახებ, რომ ეს გადაწყვეტილება სარგებლის მომტანია. აღსანიშნავია ის, რომ ღირებულების შესაქმნელად მიღებულ გადაწყვეტილებას მოაქვს შემოსავალი და იგი გაწეულ ხარჯებზე მეტი უნდა იყოს. სწორედ ამაში მდგომარეობს ღირებულების შექმნის გასაგებად - შემოსავლის პრინციპი, რომელიც ნებისმიერი ქცევის რაციონალურობის შესაფასებლად გამოიყენება.

ასე მაგალითად ზოგიერთი მძღოლი შეგნებულად უმატებს სიჩქარეს. სარგებელს, რომელსაც იღებს მძღოლი მომატებული სიჩქარის შემთხვევაში შეიძლება იყოს ის, რომ გზაში შედარებით ცოტა დროს დახარჯავს და შესაბამისად დანიშნულ ადგილზე ადრე ან დროზე იქნება. აღსანიშნავია ისიც, რომ გადაჭარბებული სიჩქარით მგზავრობას გააჩნია პოტენციური ხარჯები. კერძოდ, ასეთი შეიძლება იყოს ჯარიმა, რომელიც შეიძლება პოლიციამ გადაჭარბებული სიჩქარისათვის მძღოლს გადაახდევინოს, ასევე შეიძლება მძღოლმა გაზრდილი სადაზღვევო პრემია გადაიხადოს, შეიძლება ავარია მოახდინოს და შესაბამისად სასამართლოში სიარული მოუწიოს და ა.შ. აღნიშნულის გამო მოსალოდნელი ხარჯები, რომელიც გადაჭარბებულ სიჩქარეს უკავშირდება იმდენად მაღალია მოსალოდნელ სარგებელთან შედარებით, რომ მძღოლების უმეტესობა სიჩქარის მომატებას უპირატესობას არ ანიჭებენ.

ფინანსური მენეჯერები გასაგებად-შემოსავლიანობის პრინციპს, კაპიტალდაბანდების პროექტის შესაფასებლად იყენებენ. ასე მაგალითად დაუშვათ, რომ საავტომობილო კომპანიას სურს დააბანდოს ფულადი საშუალებები ახალი ქარხნის მშენებლობაში, სადაც ავტომობილის ახალი მოდელის აწყობა უნდა მოხდეს. ასეთ შემთხვევაში ფინანსური მენეჯერი დარწმუნებული უნდა იყოს იმაში, რომ ავტომობილის ახალი მოდელის გაყიდვით მიღებული შემოსავალი მეტი იქნება იმ გასაგებაზე (ხარჯებზე), რომელიც ახალი ქარხნის მშენებლობაზე და მონტაჟზე იქნა გაწეული.

გასაგებად-შემოსავლიანობის პრინციპი მარტივი და ინტუიცურია, რომელსაც

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., с. 100.

საოცრად დიდი ძალა აქვს და მას საკმაოდ ხშირად მიმართავენ. ყოველთვის, როდესაც გადაწყვეტილებიდან მიღებული შემოსავალი ხარჯებზე მეტია, შეიძლება ითქვას, რომ ამ გადაწყვეტილებამ ღირებულება შექმნა. ჩვენს მიერ განხილულ მაგალითში უნდა ვიყოთ დარწმუნებული, რომ ახალი ქარხნის მშენებლობა კომპანიის ღირებულებას გაზრდის.

8.3. წმინდა მიმდინარე ღირებულების მეთოდი

ნებისმიერი კომპანია, თუ კი ფიქრობს დააბანდოს ფულადი საშუალება პროექტში, რომელიც შექმნის დასაბანდებელ ფულად საშუალების ტოლ მიმდინარე ღირებულების ფულის ნაკადს, დაბანდებული ფული არ გამოიწვევს კომპანიის ღირებულების ზრდას. მსგავსი დაბანდებით ფულადი საშუალება ერთი ფორმიდან (არსებული მყარი ფორმიდან) გადადის მეორე ფორმაში (მომავალი ფულის ნაკადის სახით). ამ დროს შემოსავლებით მხოლოდ ხარჯები იფარება.

კაპიტალდაბანდების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების გლობალური მიზანია: შეარჩიოს პროექტი, მომავალი ფულის ისეთი ნაკადით, რომელსაც საწყის კაპიტალდაბანდების ღირებულებასთან შედარებით უფრო მაღალი მიმდინარე ღირებულება ექნება. მომავალი ფულადი შემოსავლის მიმდინარე ღირებულებასა და საწყის კაპიტალდაბანდების მიმდინარე ღირებულებას შორის სხვაობას პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება - **net present value (NPV)** ეწოდება.

$$\text{წმინდა მიმდინარე ღირებულება (NPV)} = \text{ფულადი შემოსავლის მიმდინარე ღირებულება} - \text{ფულადი გასავლების მიმდინარე ღირებულება}$$

თუ კი საწყისი კაპიტალდაბანდა (ფულადი გასავლების მიმდინარე ღირებულებას) **I**-თი აღვნიშნავთ, **t** პერიოდში ფულის ნაკადს **C_t**-თი, როდესაც **t = 1, n**, ხოლო პროექტის მიხედვით დისკონტის განაკვეთს **r**-ით, მაშინ წმინდა მიმდინარე ღირებულებას ექნება შემდეგი სახე:

$$PV = -I + \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t} \quad (1)$$

იმ შემთხვევაში, როდესაც პროექტის მომავალი ფულის ნაკადის მიმდინარე ღირებულება კაპიტალდაბანდების მიმდინარე ღირებულებაზე მეტია, მაშინ პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება დადებითი იქნება. ე.ი. ამ დროს კომპანიის ღირებულება იზრდება დადებითი წმინდა მიმდინარე ღირებულების სიდიდით.

თუ კი დაუშვებთ იმას, რომ ფინანსური მენეჯერის მთავარი მიზანი ფინანსური ღირებულების შექმნაა, ხოლო დაგეგმვას მართვის პროცესში ცენტრალური ადგილი უკავია, კომპანიისათვის კაპიტალდაბანდების შესახებ გადაწყვეტილების

მიღება ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანეს ფინანსურ გადაწყვეტილებას წარმოადგენს. ფინანსური მენეჯერის უმნიშვნელოვანეს ამოცანას წარმოადგენს აქციონერების სიმდიდრის მაქსიმალური ზრდა. მიზნის მისაღწევად კომპანია იმ პროექტებს განახორციელებს რომლებსაც დადებითი **NPV** გააჩნიათ. ამგვარად საინვესტიციო პროექტის შესახებ გადაწყვეტილების მისაღებად გამოიყენება შემდეგი წესი:

1. იმ შემთხვევაში თუ $NPV > 0$ -ზე მიზანშეწონილია პროექტის მიღება;
2. იმ შემთხვევაში თუ $NPV < 0$ -ზე მიზანშეწონილია არ იქნება პროექტის მიღება.

განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ, რომ ელექტრო ხელსაწყოების კომპანიამ გადაწყვიტა გაფართოვდეს. ფინანსურმა მენეჯერმა შეადგინა კაპიტალდაბანდების პროექტი რომლის ღირებულება 2 500 დოლ. უდრის, გაიანგარიშა მისი განხორციელების შედეგად მოსალოდნელი ფულის ნაკადი და მისი მიმდინარე ღირებულება იმ ვარაუდით, რომ დისკონტის განაკვეთი 20 % იქნება. მონაცემები მოცემულია ცხრილი 1-ში.

როგორც ცხრილი 1-დან ჩანს პროექტის **NPV** ნულზე მეტია, შესაბამისად პროექტის მიღება მიზანშეწონილი იქნება. პროექტის მიღება კომპანიის ღირებულებას გაზრდის 1393,39 დოლარით. იმ შემთხვევაში, როდესაც პროექტს უარყოფითი **NPV** გააჩნია, კომპანიის ხელმძღვანელობამ ასეთ პროექტზე უარი უნდა თქვას, რამდენადაც მისი მიღებით კომპანიის ღირებულება შემცირდება.

ცხრილი 1

წლიური ფულის ნაკადი და კომპანიის პროექტის ახლანდელი ღირებულება

წლები	ფულადი საშუალებების ნაკადი	ახლანდელი ღირებულება $r = 20\%$
0	-\$2500	-\$2500
1	1500	1250
2	1700	1180,56
3	1000	578,70
4	1000	482,25
5	1000	401,88
სულ		\$3893.39
		$NPV = \$3893,39 - \$2500 = \$1393,39$

NPV -ს საბაზისო წესი:

პროექტი მიიღება იმ შემთხვევაში თუ NPV -ს მიღებული სიდიდე, ე.ი. სხვაობა ფულის ნაკადის მიმდინარე ღირებულებასა და ინვესტიციის საწყის ღირებულებას შორის დადებითი სიდიდეა.

რამდენადაც **NPV**-ს დადებითი მნიშვნელობა უბრალოდ ნიშნავს იმას, რომ პროექტიდან მიღებული შემოსავლები ხარჯებზე მეტია, **NPV**-ს წესი ეთანხმება ღირებულების შექმნის გასაგებ – შემოსავლის პრინციპს.

8.4. შემოსავლიანობის შიდა ნორმა

საინვესტიციო პროექტის შეფასების რამდენიმე მეთოდი არსებობს. პროექტების შეფასების ნებისმიერ მეთოდს გააჩნია ძლიერი და სუსტი მხარეები, რომელსაც ფინანსური მენეჯერი უნდა იცნობდეს და მიზნობრივად იყენებდეს. კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის შედგენის დროს ექსპერტთა უმეტესობა, პროექტების შესაფასებლად საინვესტიციო ფულის ნაკადის წმინდა მიმდინარე ღირებულების მეთოდს იყენებს. თუმცა უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ ეს ერთადერთი მეთოდი არ არის.

NPV-სთან ერთ-ერთ ყველაზე უფრო მიახლოებულ მაჩვენებელს წარმოადგენს **შემოსავლიანობის შიდა ნორმა (internal rate of return - IRR)**, რომელსაც ფინანსური მენეჯერები საინვესტიციო გადაწყვეტილების შესაფასებლად იყენებენ. IRR განსაკუთრებით მაშინ გამოიყენება, როდესაც ექსპერტებს პროცენტული მაჩვენებლით სურს პროექტის შეფასება.

შემოსავლიანობის შიდა ნორმა არის დისკონტის ის განაკვეთი, რომელიც საინვესტიციო ფულის ნაკადების წმინდა მიმდინარე ღირებულებას (NPV) ნულამდე დაიყვანს. ამგვარად IRR წარმოადგენს დისკონტის განაკვეთს და გვიჩვენებს, რომ ამ განაკვეთით პროექტის განხორციელების შემთხვევაში კომპანია ნულაგან მოგებას მიიღებს. კაპიტალი ასეთ შემთხვევაში მხოლოდ სახეს იცვლის ერთი (მყარი ფორმიდან) ფორმიდან გადადის მეორე (ფულადი შემოსავლის) ფორმაში, კომპანია ასეთი დაბანდებით არც მოგებას იღებს და არც ზარალს.

მარტივი საინვესტიციო პროექტის მიხედვით განვიხილოთ IRR-ის გამოთვლის წესი. დაუშვათ, რომ პროექტის მიხედვით თუ კი დავხარჯავთ 1500 დოლარს, ერთი წლის შემდეგ, მივიღებთ 1750 დოლარს. თუ კი NPV-სათვის დისკონტის მისაღები განაკვეთი 20 %-ია (დისკონტის მისაღებ განაკვეთს განსაზღვრავს კაპიტალის ბაზარზე დაფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთი), პროექტის ფულის ნაკადის წმინდა მიმდინარე ღირებულება იქნება:

$$NPV = \$1750 / 1,2 - \$1500 = \$1458,33 - \$1500 = -\$41,66$$

იმის გათვალისწინებით, რომ NPV ნულზე ნაკლები სიდიდეა ასეთი პროექტის განახორციელება არ იქნება მიზანშეწონილი.

ახლა შევაბრუნოთ კითხვა. კერძოდ, როგორ განვსაზღვროთ სადისკონტო განაკვეთი რომელიც საინვესტიციო ფულის ნაკადის NPV-ს ნულამდე დაიყვანს? ჩვენს შემთხვევაში მარტივი გაანგარიშებით მივიღებთ:

$$0 = \frac{\$1750}{(1+r)} - 1500$$

$$\begin{aligned}
\$1500 &= \$1750 / (1+r) \\
\$1500 + 1500r &= \$1750 \\
1500r &= \$1750 - \$1500 = \$250 \\
r &= 250/1500 = 0,166 = 16.66\%
\end{aligned}$$

გაანგარიშებამ გვიჩვენა, რომ პროექტის ფულის ნაკადის NPV ნულის ტოლი გახდება იმ შემთხვევაში თუ კი დისკონტის კოეფიციენტი 16,66% იქნება. შესაბამისად **შემოსავლიანობის შიდა ნორმა IRR = 16,66 %**. ამგვარად შემოსავლიანობის შიდა ნორმა არის ის სადისკონტო განაკვეთი რომელიც ფულადი ნაკადების NPV-ს ნულამდე დაიყვანს. ასეთ შემთხვევაში IRR-ის დისკონტის კოეფიციენტი (16,66%) ნაკლებია NPV-ს მისაღებ დისკონტის კოეფიციენტზე (20%). ამასთან NPV უარყოფითი სიდიდეა და ნულზე ნაკლებია. შესაბამისად ამ პროექტის განხორციელება ფინანსურმა მენეჯერმა არ უნდა დაუშვას.

მიუხედავად იმისა, რომ IRR-ის გამოყენება გარკვეულ პრობლემებთან არის დაკავშირებული, ფინანსისტები ამ მაჩვენებელს საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღების პროცესში საკმაოდ ეფექტურად იყენებენ. მისი **უპირატესობა** კი იმაში მდგომარეობს, რომ პროექტის შეფასება ხდება დისკონტის კოეფიციენტით, რომელსაც ბაზარზე წარმოქმნილი საპროცენტო განაკვეთი არ განსაზღვრავს. შემოსავლიანობის შიდა ნორმა სახელწოდებაც სწორედ აღნიშნულიდან გამომდინარეობს. დისკონტის კოეფიციენტით ხდება კონკრეტული პროექტის შეფასება, რომელიც მხოლოდ ამ პროექტის ფულის ნაკადით დგინდება და სხვა არც ერთ პარამეტრზე არ არის დამოკიდებული.

IRR-ის განმარტებიდან და ჩვენს მიერ განხილული მაგალითიდან გამომდინარე შეიძლება შემოსავლიანობის შიდა ნორმა შემდეგი ფორმულით გამოვთვალოთ:

$$0 = -1 + \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+IRR)^t} \quad (2)$$

IRR-ის მეთოდის გამოყენების საილუსტრაციოდ კვლავ განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ, რომ ელექტრო ხელსაწყოების კომპანიამ გადაწყვიტა გაფართოვდეს. ფინანსურმა მენეჯერმა შეადგინა კაპიტალდაბანდების პროექტი, რომლის ღირებულება 2 500 დოლ. უდრის. გაიანგარიშა მოსალოდნელი ფულის ნაკადი და მისი NPV იმ ვარაუდით, რომ დისკონტის მისაღები განაკვეთი 20 % იქნება. განმარტების მიხედვით დისკონტის კოეფიციენტი, რომელიც NPV-ს ნულამდე დაიყვანს არის IRR. ცხრილიდან ჩანს, რომ NPV ნული გახდება იმ შემთხვევაში თუ კი დისკონტის განაკვეთი 46,48% იქნება. ამგვარად ელექტრო ხელსაწყოების კომპანიის პროექტის მიხედვით IRR შეადგენს 46,48%.

**წლიური ფულის ნაკადი და კომპანიის პროექტის
წმინდა ახლანდელი ღირებულება**

ცხრილი 2

წლები	ფულადი საშუალებების ნაკადი	NPV-ს დღევანდელი ღირებულება ($r = 20\%$)	NPV-ს დღევანდელი ღირებულება ($IRR = 46,48\%$)
0	-\$2500	-\$2500	-\$2500
1	1500	1250	1024,03
2	1700	1180,56	792,30
3	1000	578,70	318,17
4	1000	482,25	217,21
5	1000	401,88	148,29
სულ		\$3893,39	\$2500
		$NPV = \$3893,39 - \$2500 =$ \$1393,39	$NPV = \$2500 - \$2500 =$ \$0,00

საყურადღებოა ის, რომ ჩვენს მიერ განხილულ მაგალითებში ისეთ ფულად ნაკადებთან გვაქვს საქმე სადაც ჯერ ადგილი აქვს ინვესტიციას და შემდეგ უკუგებას, ჯერ ხდება ფულადი საშუალებების გასვლა შემდეგ იწყება შემოსვლა. ნიშანი მხოლოდ ერთხელ იცვლება, რამდენადაც პირველი არის უარყოფითი ფულის ნაკადი და შემდეგ დადებითი ფულადი ნაკადი. პროექტი, რომლის ფულად ნაკადში ნიშანი მხოლოდ ერთხელ იცვლება ნორმალურ პროექტი ეწოდება. პროექტს, რომელშიც ნიშნი რამდენიმეჯერ იცვლება IRR-ის რამდენიმე მნიშვნელობა გააჩნია და მისი შესაძლო რიცხოვნობა ფულის ნაკადში ნიშნის ცვლილების რიცხოვნობას უდრის.

როგორც ეს უკვე აღვნიშნეთ NPV-სათვის არსებობს წესი, რომელიც გვეუბნება, რომ განვახორციელოთ ყველა ის პროექტი, რომლის $NPV > 0$ -ზე და პირიქით უარი ვთქვათ პროექტზე როდესაც $NPV < 0$ -ზე. ჩვენს მაგალითში 46,48 %-იანი განაკვეთის შემთხვევაში $NPV > 0$ -ზე, ხოლო IRR აღემატება დისკონტის მისაღებ განაკვეთს. აღნიშნულიდან გამომდინარეობს IRR-ის ძირითადი წესიც. კერძოდ:

1. განვიხილოთ და მივიღოთ ყველა ის პროექტი რომლის IRR მისაღებ დისკონტის განაკვეთზე მეტია;
2. უარი ვთქვათ ყველა იმ პროექტზე რომლის IRR მისაღებ დისკონტის განაკვეთზე ნაკლებია.

ორივე მაჩვენებლის, როგორც NPV-ს ისე IRR-ის წესიდან ჩანს, რომ პროექტის შესაფასებლად ხსენებული მაჩვენებლების გამოყენება ერთი და იგივე პასუხს იძლევა მივიღოთ თუ უარი ვთქვათ პროექტზე.

ფულის ნაკადის IRR-ის გამოთვლის სხვადასხვა მეთოდი არსებობს. პრინციპში შესაძლებელია აღნიშნული მაჩვენებლის გამოთვლა ცდებისა და შეცდომების მეთოდით. რაც მეტად შრომატევადი პროცესია განსაკუთრებით, როდესაც მრავალჯერად ფულის ნაკადთან გვაქვს საქმე. ასევე არსებობს ფინანსური კალკულიატორები, რომელიც გამოყენების თვალსაზრისით რთულია და ამასთან საკმაოდ ძვირია. მესამე ვარიანტი ეს არის მაიკროსოფტ ექსელის სპეციალური კომპიუტერული პროგრამა, რომლის გამოყენებით სავესებით მარტივად, ციფრების შეტანით და შესაბამისი ბრძანების გაცემით, ხდება ხსენებული კოეფიციენტის გამოთვლა და რომელსაც პრაქტიკაში საკმაოდ ხშირად და ეფექტურად იყენებენ. როგორც ეს უკვე აღვნიშნეთ საინვესტიციო პროექტების შეფასების ნებისმიერ მეთოდს გააჩნია ძლიერი და სუსტი მხარეები, რომელსაც ფინანსური მენეჯერი უნდა იცნობდეს და მიზნობრივად იყენებდეს. განვიხილოთ IRR-ის გამოთვლასთან დაკავშირებული ზოგიერთი სპეციფიური პრობლემები:

8.4.1. ურთიერთ გამომრიცხავი პროექტები

განვიხილოთ მაგალითი. დაუშვათ რომ კომპანია განიხილავს მიწის ნაკვეთის გამოყენების საკითხს სადაც შეიძლება მხოლოდ ერთი ობიექტის აშენება. ამასთან ფინანსურმა მენეჯერმა ორი შესაძლო ურთიერთ გამომრიცხავი A და B პროექტიდან არჩევანი უნდა გააკეთოს და მხოლოდ ერთ-ერთი მათგანი მიიღოს. ასეთი პროექტების განხილვის დროს NPV-სა და IRR-ის მეთოდებით რანჟირება შეიძლება განსხვავდებოდეს. აღნიშნული მეთოდების მიხედვით, ურთიერთ გამომრიცხავი პროექტებისათვის, არსებობს რანჟირების წესი.

NPV-ის მეთოდით რანჟირების წესი – ორი ურთიერთ გამომრიცხავი პროექტის შემთხვევაში ავირჩიოთ ის პროექტი რომლის NPV უფრო დიდია.

IRR-ის მეთოდით რანჟირების წესი – ორი ურთიერთ გამომრიცხავი პროექტის შემთხვევაში ავირჩიოთ ის პროექტი რომლის IRR უფრო დიდია.

განვიხილოთ ორი A და B პროექტი რომელთა რეალიზაცია მოითხოვს ერთი და იგივე მიწის ნაკვეთს. ცხრილი 2-ში მოცემულია ამ ორი პროექტის ფულადი ნაკადი, NPV-ს მნიშვნელობა 15%-იანი მისაღები დისკონტის განაკვეთის შემთხვევაში და IRR-ის მნიშვნელობა.

როგორც ცხრილი 2-დან ჩანს ორივე პროექტის NPV დადებითია, და ცალ-ცალკე ორივე მისაღები პროექტია. მაგრამ რამდენადაც მხოლოდ ერთი მათგანის შეიძლება მივიღოთ, უნდა მოხდეს არჩევანი. NPV-ს მეთოდით რანჟირების წესის თანახმად აღნიშნული ორი პროექტიდან A პროექტს უნდა მივაკუთვნოთ უპირატესობა, რამდენადაც ამ ვარიანტში NPV უფრო მაღალია. ამასთან IRR-ის მეთოდით რანჟირების წესის თანახმად უპირატესობა B პროექტს ეკუთვნის, ვინა-

იდან ამ ვარიანტში IRR არის მაღალი.

A და B პროექტების მიხედვით ფულადი ნაკადი

ცხრილი 3

წლები	პროექტი A	პროექტი B
0	- \$ 25 000	\$10 000
1	8141	3431
2	8141	3431
3	8141	3431
4	8141	3431
5	8141	3431
6	8141	3431
IRR	23,29%	25.55%
NPV -15%-ის შემთხვევაში	\$5809	\$2986

ამგვარი წინააღმდეგობის მიზეზი შეიძლება აიხსნას იმით, რომ პროექტები განსხვავდებიან თავისი მასშტაბებით. მართალია B პროექტის IRR მნიშვნელობა უფრო მაღალია, მაგრამ ვინაიდან A პროექტის რეალიზაცია კაპიტალბანდების უფრო მეტ თანხას მოითხოვს, შესაბამისად მისი NPV 15%-იანი დისკონტის კოეფიციენტის შემთხვევაში უფრო მაღალია. აღნიშნულიდან გამომდინარე ჩვენ უნდა გავარკვიოთ ურთიერთ გამომრიცხავი პროექტების შემთხვევაში რანჟირების რომელი წესს დავეყრდნობ.

ჩვენს მიერ განხილული მაგალითიდან ჩანს, რომ B პროექტი საჭიროებს 10 000 დოლ. კაპიტალბანდებას, რომლის IRR 25,55 %-ს შეადგენს და ასეთ შემთხვევაში კომპანიის ღირებულება (სიმდიდრე) იზრდება 2 986 დოლ-ით. A პროექტი კი მოითხოვს 25 000 დოლ. კაპიტალბანდებას, მისი IRR მართალია შეადგენს 23,29% -ს, მაგრამ კომპანიის ღირებულება 5 809 დოლ-ით იზრდება. ამგვარად A პროექტის რეალიზაციის შემთხვევაში, B პროექტთან შედარებით, კომპანიის ღირებულება უფრო იზრდება. იმის გათვალისწინებით, რომ კომპანიის მთავარი მიზანს წარმოადგენს აქციონერების სიმდიდრის ზრდა, საჭიროა გამოვიყენოთ NPV-ს მეთოდით რანჟირების წესი. შესაბამისად კომპანიამ მხარი უნდა დაუჭიროს A პროექტს და უარი თქვას B პროექტის მიღებაზე. ამგვარად კომპანიამ ასეთ შემთხვევაში ყოველთვის უნდა გამოიყენოს NPV-ს მეთოდით რანჟირების წესი.

8.5. უკუშვების პერიოდი

უკუშვების პერიოდი (Payback period -PP) საინვესტიციო პროექტის შეფასების ერთ-

ერთ პოპულარული კრიტერიუმია და წმინდა ახლანდელი ღირებულების (NPV-ს) ერთ ერთ ალტერნატივას წარმოადგენს.

პროექტის უკუგების პერიოდი (pp) ეს არის დრო, რომელიც აუცილებელია იმისათვის, რომ მომავალი ფულადი ნაკადი, საწყის კაპიტალდაბანდების თანხას გაუტოლდეს. შესაბამისად უკუგების პერიოდი გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$0 = -1 + \sum_{n=1}^{pp} C_t \quad (3)$$

პირველი განტოლება ერთი შეხედვით თითქოს რთული ჩანს, მაგრამ მისი გამოყენება მეტად იოლია. უკუგების პერიოდის განსაზღვრის საილუსტრაციოდ პირობითი კომპანიის მაგალითი გამოვიყენოთ, რომელიც ნულ პერიოდში 25 000 დოლარის დაბანდებას ახდენს და პირველი ოთხი წლის განმავლობაში არათანაბარ შემოსავალს ღებულობს. უკუგების პერიოდი ასეთ შემთხვევაში ორ ეტაპად უნდა გამოვთვალოთ:

ა) ყოველი წლის ბოლოს გავიანგარიშოთ ინვესტიციის დაუფარავი დარჩენილი ნაშთი (ყოველწლიურად საწყის დაბანდებას გამოვაკლებთ იმავე წლის კუმულაციურ შემოსავალს);

ბ) როდესაც ინვესტიციის დაუფარავი ნაშთი მომდევნო წლის შემოსავლის სიდიდეზე ნაკლები აღმოჩნდება, ეს ნაშთი იყოფა ამ შემოსავლის სიდიდეზე და ემატება წინა წლების რაოდენობა. გაანგარიშება ცხრილი 4-შია მოცემული.

უკუგების პერიოდი

ცხრილი 4

წლები	ინვესტიცია მოცულობა	წლის ნაკადი	კუმულაციური (დაბრუნებადი) წლის ნაკადი	წლების მიხედვით ინვესტიციის ბალანსი ნაშთი
0	-\$25 000			
1		10 000	10 000	25 000 -10 000 = 15 000
2		12 000	22 000	25 000-22 000 = 3 000
3		10 000	32 000	
4		10 000	42 000	
5		15 000	57 000	
PP=3000 / 10 000 + 2 =2,3 წელი				

პირობითი კომპანიის პროექტისათვის, უკუგების პერიოდი არის დრო, რომელიც აუცილებელია იმისათვის, რომ ფულის ნაკადი (საწყის ინვესტიციას) 25 000-დოლარს გაუტოლდეს. ცხრილი 1-დან ჩანს, რომ ეს 2,3 წელს უდრის. იმ შემთხვევაში, თუ კი საინვესტიციო პროექტის მოსალოდნელი წმინდა ფულის ნაკადი ყოველ წელს ერთმანეთის ტოლი იქნება, მისი უკუგების პერიოდის გაანგარიშება მოხდება ფორმულით:

$$\text{უკუგების პერიოდი} = \frac{\text{მოლიანი ინვესტიცია}}{\text{ყოველწლიური ფულადი ნაკადი}} \quad (4)$$

ასე მაგალითად, დაუშვათ, რომ ინვესტორი აპირებს პროექტში 20 000 დოლ. დაბანდებას. ასევე ცნობილია, რომ მომდევნო 10 წლის განმავლობაში ყოველწლიურად მიიღებს 5 000 დოლ-ს. მე-2 ფორმულით შეგვიძლია გავიანგარიშოთ პროექტის უკუგების პერიოდი:

$$PP = \frac{20000}{5000} = 4 \text{ წელი}$$

როგორც ეს უკვე განვიხილეთ ღირებულების შექმნის გასაგებ-შემოსავლის პრინციპი NPV-ს წესის საფუძველია. კერძოდ შემოსავლის ფულის ნაკადის დისკონტირების შემდეგ, შევკრებთ მიღებულ თანხებს და ჯამს ვადარებთ ნულს. იმ შემთხვევაში თუ კი მიღებული სიდიდე ნულზე მეტია პროექტს შეიძლება მხარი დაუჭიროთ.

უკუგების პერიოდისათვის მსგავსი სტანდარტი არ არსებობს. ამასთან ექსპერტებს მიაჩნიათ, რომ თუ კი ინვესტიციას გააჩნია 2 წლიანი უკუგების პერიოდი, მენეჯერისათვის ასეთი პროექტი მისაღებია. ხოლო თუ კი უკუგების პერიოდი 2 წელს აჭარბებს ასეთ პროექტი მენეჯერმა არ უნდა მიიღოს. უნდა აღინიშნოს, რომ უკუგების პერიოდის მეთოდს განსაკუთრებით მაშინ იყენებენ, როდესაც ინვესტიციების განხორციელება არ არის დაკავშირებული დიდ კაპიტალდაბანდებასთან.

უკუგების პერიოდთან დაკავშირებით არსებობს განსაკუთრებული შემთხვევაც. ამ დროს აღნიშნული მაჩვენებელი ერთ მეტად სპეციფიურ ფინანსურ მნიშვნელობას იძენს. ასე მაგალითად, განვიხილოთ პროექტი რომელშიც 1 დოლარს ვაბანდებთ, ხოლო მოსალოდნელი შემოსავალი, C დოლ-ის მოცულობით, წარმოადგენს მუდმივ რენტას. პირველი ტოლობიდან გამომდინარე ასეთი პროექტის უკუგების პერიოდი იქნება:

$$0 = -I + C \times pp \quad \text{საიდანაც}$$

$$PP = \frac{I}{C}$$

ყურადღება მივაქციოთ იმასაც, რომ IRR მუდმივი რენტის შემთხვევაში იქნება:

$$IRR = \frac{C}{I}$$

ამგვარად პროექტის უკუგების პერიოდი, რომელიც მუდმივი რენტის სახით ქმნის ფულის ნაკადს, პროექტის შემოსავლიანობის შიდა ნორმის უკუპროპორციულია:

$$PP = \frac{I}{IRR} \quad (5)$$

მე-5 განტოლებიდან ჩანს ის თუ სხვა უფრო რთულ მეთოდებთან შედარებით

რატომ გამოიყენება უკუგების პერიოდი უფრო ხშირად. ასე მაგალითად ზოგიერთი ინვესტორები ეთანხმებიან პროექტს, რომელსაც თუ კი მოგების ნორმა 25% -ია, დაბანდების უკუგება ოთხი წლის გამწვანებაში შეუძლია. რაც მე-5 განტოლებას ეთანხმება.

მე-5 განტოლება როგორც ეს უკვე აღინიშნა მხოლოდ იმ შემთხვევაში გამოიყენება, როდესაც ინვესტიციებიდან მიღებული შემოსავალი მუდმივ რენტას ქმნის. სხვა შემთხვევაში ასეთი დასკვნის გამოტანა არ იქნებოდა მართებული. მიუხედავად ამისა პრაქტიკაში მე-5 განტოლება ვრცელდება იმ პროექტებზეც რომელთა ხანგრძლიობა შესაძლოა იყოს 20 ან 30 წელი. რომელიც სავარაუდოდ შექმნის დაახლოებით თანაბარ ფულის ნაკადს.

უკუგების პერიოდს, როგორც პროექტის შეფასების კრიტერიუმს, გააჩნია რიგი ნაკლოვანებებიც. ერთ-ერთ მათგანს მიეკუთვნება ის, რომ ხსენებული კოეფიციენტი არ ითვალისწინებს ფულის ნაკადს, რომელიც იქმნება უკუგების პერიოდის შემდეგ. მეორე პრობლემა კი მდგომარეობს იმაში, რომ უკუგების მაჩვენებელი არ ითვალისწინებს დროში ფულის ღირებულებას. აღნიშნული ნაკლოვანების დაძლევის მიზნით ფინანსისტები პროექტის შესაფასებლად იყენებენ უკუგების პერიოდს – დისკონტირების გათვალისწინებით (DPP). ეს არის დრო, რომელიც აუცილებელია იმისათვის, რომ ფულის ნაკადის დღევანდელი ღირებულება საწყის დაბანდებას გაუტოლდეს. დისკონტირების გათვალისწინებით უკუგების პერიოდის გამოსათვლელად გამოიყენება ფორმულა:

$$0 = -1 + \sum_{t=1}^{DPP} \frac{C_t}{(1+r)^t} \quad (5)$$

ცხრილი 1-ის მიხედვით პროექტის უკუგების პერიოდი დისკონტირების გათვალისწინებით იქნება ორ წელზე ცოტა ნაკლები რამდენადაც ორი წლის შემდეგ NPV უდრის (- 69,44) დოლარს:

$$-69,44 = -2500 + \frac{1500}{1,20} + \frac{1700}{(1,20)^2}$$

8.6. მომგებიანობის ინდექსი

მომგებიანობის ინდექსი (**profitable Index -PI**) კიდევ ერთი კრიტერიუმია, რომელიც კაპიტალდაბანდებასთან დაკავშირებული გადაწყვეტილების მისაღებად გამოიყენება და რომლის საფუძველს მოსალოდნელი შემოსავლების ახლანდელი ღირებულება წარმოადგენს. მომგებიანობის ინდექსი განისაზღვრება შემოსავლების ახლანდელი ღირებულების ხარჯებთან შეფარდებით.

$$PI = -\frac{\sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t}}{I} \quad (6)$$

მომავალი ფულის ნაკადის დღევანდელი ღირებულების დასადგენად საჭიროა მოხდეს მისაღები საპროცენტო განაკვეთით მათი დისკონტირება, როგორც ეს უკვე NPV-ს შემთხვევაში გაკეთდა.

მაგალითისათვის ისევ ცხრილი 1-ის მონაცემებით ვისარგებლოთ. მომავალი ფულის ნაკადის მიმდინარე ღირებულება ხუთი წლის შემდეგ იქნება 3 893, 39 დოლ. ხოლო დაბანდებული ფულადი საშუალების მიმდინარე ღირებულება 2 500 დოლ. შედგენდა. ე.ი. მომგებიანობის ინდექსი იქნება.

$$PI = \frac{\$893,39}{\$2500} = 1,5574$$

როდესაც NPV ნულის ტოლია, ფულის ნაკადის მიმდინარე ღირებულება უტოლდება დაბანდებულ საშუალებას. ასეთ შემთხვევაში მომგებიანობის ინდექსი 1,0 ტოლი იქნება. იმ შემთხვევაში, როდესაც PI ერთზე მეტია NPV-ს დადებითი მნიშვნელობა გააჩნია. მომგებიანობის ინდექსის წესი კი მდგომარეობს იმაში, რომ თუ კი PI აღემატება 1,0-ს, როდესაც ფულის ნაკადი მისაღებ საპროცენტო განაკვეთით არის დისკონტირებული, მაშინ ფინანსურმა მენეჯერმა შეიძლება პროექტის მიღებას მხარი დაუჭიროს.

როგორც ვხედავთ NPV-ს წესი, IRR-ს წესი და PI-ის წესის პასუხი ნორმალური პროექტის მიღებასთან დაკავშირებით ერთი და იგივეა. ამასთან პროექტების შეფასების ნებისმიერ მეთოდს გააჩნია ძლიერი და სუსტი მხარეები, რომელსაც ფინანსური მენეჯერი უნდა იცნობდეს და იყენებდეს.

8.7. ფულადი ნაკადების კლასიფიკაცია

ჩვენს მიერ განხილული საინვესტიციო პროექტების შეფასების მოდელი ძირითადად გამომდიანრობს იქედან, რომ ცნობილი იყო ფულის ნაკადი, რომელიც დისკონტირებას ექვემდებარებოდა. პრაქტიკაში კი ანალიზის ძირითადი ნაწილი, რომელიც დაკავშირებულია კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის შედგენასა და გადაწყვეტილების მიღებასთან, უპირატესად ფულადი ნაკადების გამოვლენაში მდგომარეობს.¹ არსებობს ფულადი ნაკადების ორი ძირითადი ტიპი:

- საინვესტიციო ხარჯები;
- ჩატარებული ოპერაციებიდან ფულადი ნაკადების ზრდა.

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., с. 109.

8.7.1. საინვესტიციო ხარჯები

საინვესტიციო პროექტების შეფასების დროს განსაკუთრებული მნიშვნელობა კაპდაბანდების ბიუჯეტირებას ენიჭება. პროექტების უმეტესობა, ფულად საშუალებებს პროექტის დასაწყისში აბანდებს, ხოლო ფულად საშუალებებს გარკვეული დროის შემდეგ იღებს. ასე მაგალითად დაუშვათ, რომ ფირმამ შეიმუშავა სამშენებლო ოფისის მშენებლობის პროექტი. ეს ნიშნავს იმას, რომ საშუალებების დაბანდება მშენებლობის პროცესში მოხდება. როგორც წესი პროექტების უმეტესობის პრაქტიკული რეალიზაცია თავიდან დაბანდებით იწყება, ამიტომ მისი გამოვლენა საკმაოდ იოლია. ამასთან არსებობს რიგი შემთხვევები, რომელიც კაპტაბანდების ბიუჯეტის შედგენის დროს აუცილებლად უნდა იქნეს გათვალისწინებული.

მოწყობილობის ხარჯები. კაპიტალდაბანდება მოიცავს ყველა ხარჯებს, რომელიც პროექტის ასამოქმედებლად (გასაშვებად) არის მიმართული. ასე მაგალითად თუ კი პროექტი ითვალისწინებს ახალი ჩარხის შექმნას, მაშინ კაპიტალდაბანდების ხარჯებში უნდა იქნეს გათვალისწინებული არა მარტო ჩარხის ფასი არამედ სამუშაო ადგილზე მისი ტრანსპორტირებისა და დაზღვევის ხარჯები, სამონტაჟო სამუშაოების ხარჯები, ჩარხის სამუშაო მდგომარეობაში მოსაყვანად ელექტრო სამუშაოების ღირებულება.

ალტერნატიული ხარჯები – აღსანიშნავია ის, რომ ხშირად მენეჯერებს მხედველობის გარეშე რჩებათ კაპიტალდაბანდასთან დაკავშირებული ზოგიერთი ხარჯები. დაუშვათ, მაგალითად კომპანიამ დაგეგმა ააშენოს საოფისე შენობა მიწაზე, რომელიც მისი საკუთრებაა. საჭიროა თუ არა, რომ მიწის ფასი ჩავთვოთ პროექტის ხარჯებში? თუ კი კომპანია არ გამოიყენებდა მიწის ნაკვეთს, საოფისე შენობის ასაგებად მაშინ მას შეეძლო ის გაეყიდა ან გაეცა იჯარით ან სხვა მიზნით გამოეყენებინა. აღნიშნულის გამო პროექტის ხარჯებში მიწის ფასი აუცილებლად უნდა შევიდეს. აქ უნდა აღინიშნოს ის, რომ მიწას გააჩნია ალტერნატიული ღირებულება, რამდენადაც მისი გამოყენება სხვა მიზნითაც შეიძლება. ჩვენ შემთხვევაში პროექტის ხარჯები აუცილებლად უნდა ითვალისწინებდეს მიწის საბაზრო ფასს და არა იმ ფასს რომელიც მისი შეძენის დროს გადაიხადა. აღნიშნული განპირობებულია იმით, რომ ფირმას შეუძლია გამოეყენებლობის შემთხვევაში მიწა საბაზრო ფასში გაყიდოს.

იმისათვის, რომ უფრო ნათლად წარმოვიდგინოთ რას ნიშნავს ალტერნატიული ხარჯი განვიხილოთ მაგალითი. დაუშვათ, რომ კომპანიამ ათი წლის წინათ 100 000 დოლად შეიძინა მიწის ნაკვეთი, რომელზეც განთავსებული იყო საოფისე შენობა. ეს ის თანხაა, რომელიც საბუღალტრო აღრიცხვის დავთარში არის გატარებული. მიმდინარე ეტაპზე, თქვენი შეფასების მიხედვით, მიწის საბაზრო ფასი არის 350000 დოლარი და არა 100 000 დოლარი, როგორც 10 წლის წინ შეძენის მომენტში

იყო. ამგვარად საბაზრო ფასი არის ფულის ის ნაკადი, რომელზედაც კომპანია ამბობს უარს იმისათვის, რომ ააშენოს საოფისე შენობა. შესაბამისად მიწის შეძენის დროს გადახდილ საწყის თანხას, კაპიტალდაბანდების ღირებულების განსაზღვრის დროს, არანაირი მნიშვნელობა არა აქვს და ობიექტის საბაზრო ფასი გაითვალისწინება.

დაუბრუნებელი ხარჯები - ეს არის ხარჯები, რომელიც კომპანიამ უკვე გაწია და რომელსაც არ გააჩნია არც ახლანდელი და არც მომავალი ღირებულება. კვლავ განვიხილოთ პროექტი, რომელიც ითვალისწინებს ფირმის საკუთრებაში არსებულ მიწაზე ახალი ოფისის მშენებლობას. დაუშვათ, რომ ფირმამ ახალ ოფისის მშენებლობის შესახებ გადაწყვეტილების მიღებამდე მიწის ნაკვეთი შემოიღო, რომელიც სადღაც 10 000 დოლარი დაუჯდა. დაუშვათ ასევე, რომ მშენებლობის დაწყებიდან ცოტა ადრე კომპანიამ მოხსნა ეს ღობე რაზედაც 4000 დოლარი დაიხარჯა. უნდა აღინიშნოს ის, რომ მოხსნილ ღობეს უკვე არავითარი ღირებულება არ გააჩნია. იბადება კითხვა – კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტში რომელი ხარჯი უნდა იქნეს გათვალისწინებული?

უწინარეს ყოვლისა უნდა აღინიშნოს ის, რომ 10 ათას დოლლარს, რომელიც ღობის მშენებლობაზე დაიხარჯა, ახალი პროექტისათვის უკვე არავითარი მნიშვნელობა არა აქვს. შესაბამისად 10 ათასი დოლარი არის დაუბრუნებელი ხარჯი, აღნიშნულის გამო ის პროექტის ბიუჯეტის ხარჯვით ნაწილში არ მოხვდება. ამასთან თუ კი ფირმა დაიწყებს ოფისის მშენებლობას ღობე აუცილებლად უნდა აიღოს. რაც 4 ათასი დოლარი დაჯდება. იმის გათვალისწინებით, რომ აღნიშნული ხარჯის გაწევას პროექტის განხორციელება მოითხოვს ის შეტანილი უნდა იქნეს პროექტის ბიუჯეტის ხარჯვით ნაწილში.

საბრუნავი კაპიტალი. პრაქტიკულად ნებისმიერი დიდი პროექტი საბრუნავი კაპიტალის ინვესტირების აუცილებლობასთანაა დაკავშირებული. ჩვეულებრივ, პროექტები მოითხოვს გაზარდოს: ნაღდი ფულის ბალანსი, სასაქონლო მატერიალური მარაგები და დებიტორული დავალიანება. თუ კი ფირმა რომელიმე პროექტის განხორციელებას იწყებს მას აუცილებლად დაჭირდება ფულადი საშუალება საბრუნავი კაპიტალის შესავსებად. შესაბამისად აუცილებელია ისიც შევიტანოთ კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ხარჯვით ნაწილში.

დაუშვათ, რომ სათამაშოების კომპანია ამზადებს თოჯინებს, რომელზედაც დიდი მოთხოვნაა. გასულ წელს კომპანიამ ვერ შეძლო სრულად დაეკმაყოფილებინა თოჯინებზე მოთხოვნა, ამიტომ წარმოების გაზრდის მიზნით ის იწყებს ფიქრს ააშენოს ახალი ქარხანა. იმის გათვალისწინებით, რომ ყოველი თოჯინის საწარმოო თვითღირებულება 5 დოლ. იქნება კომპანიამ უნდა გაზარდოს სასაქონლო მარაგი

100 ათასი ერთეულით. რაც ნიშნავს იმას, რომ პროექტის განხორციელებისათვის საჭირო იქნება 500 ათასი დოლ. სასაქონლო-მატერიალური მარაგი.

კომპანიას შესწავლილი აქვს ბაზარი და ფიქრობს, რომ ამ თოჯინებზე კიდევ სამი წლის განმავლობაში იქნება მოთხოვნა. შესაბამისად ამ პერიოდში სასაქონლო-მატერიალური მარაგი სრულად იქნება გამოყენებული და ფირმა დაბანდებული საშუალებას მთლიანად აღადგენს. საბრუნავი კაპიტალის მსგავსი აღდგენა ტიპურია. ამასთან აღსანიშნავია ის, რომ ფირმა, სასაქონლო მატერიალურ მარაგში, საშუალებებს აბანდებს პროექტის განხორციელების პერიოდში. შესაბამისად კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ხარჯვითი ნაწილი უნდა ითვალისწინებდეს საბრუნავი კაპიტალის ზრდას. საბრუნავი კაპიტალის აღდგენა კი მოხდება მხოლოდ პროექტის დასრულების შემდეგ. ამასთან საბრუნავი კაპიტალის აღდგენისათვის განკუთვნილი ფულის ნაკადი (რომლის დაბანდება ხდება პროექტის განხორციელების პერიოდში), არ დაიბეგრება.

8.7.2. ნაზარდი ფულის ნაკადი

კაპიტალდაბანდების მიღების მიზანშეწონილობის შესახებ ანალიზი (კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტი) უნდა ითვალისწინებდეს კაპიტალდაბანდებით გამოწვეულ ნაზარდ ფულის ნაკადს (ფულადი საშუალების შემოდინებას). რამდენადაც პროექტის გარეშე ეს ფულის ნაკადი უბრალოდ არ შეიქმნებოდა. ნაზარდი ფულის ნაკადის ეს პრინციპი უადრესად მნიშვნელოვანია კაპიტალდაბანდების შესახებ სწორი ანალიზის ჩასატარებლად. ჩვეულებრივ ყველაზე მნიშვნელოვანი ფულის ნაკადი არის - პროექტით გათვალისწინებული ოპერაციების ჩატარების შედეგად, გადასახადის გადახდის შემდგომ, მიღებული ფულის ნაკადი.

ოპერაციის ჩატარების შედეგად, გადასახადის გადახდის შემდეგ, ფულის ნაკადი - არის ნაზარდი ფულის ნაკადი, რამდენადაც პროექტის რეალიზაციის გარეშე ასეთი ფულის ნაკადი არ იქნებოდა. მაგალითი – განვიხილოთ სათამაშოების ბიზნესის კომპანია, რომელიც ყიდის 100 ათას სათამაშოს წელიწადში, რომლის ფასი 3 დოლარია. საერთო ხარჯები, ერთეულ პროდუქციაზე, შეადგენს 2,50 დოლარს. დაუშვათ, რომ კომპანია იხდის შემოსავლებიდან გადასახადს 30% -იანი განაკვეთით. მოცემული ინფორმაციით ჩვენ შეგვიძლია გავიანგარიშოთ ოპერაციის ჩატარებიდან გადასახადის გადახდის შემდგომი ფულის ნაკადი.

მე-5 ცხრილი მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგებას ჰგავს. ამასთან უნდა აღინიშნოს რომ აქ ყოველი სტრიქონი მოსალოდნელ ფულის ნაკადს გვიჩვენებს და არა ბუღალტრულ მოგებას ან ხარჯებს. განსხვავება წარმოიქმნება იმ მიზეზით, რომ მოსალოდნელი ფულის ნაკადის ასახვა ბუღალტრული წესების მიხედვით არ ხდება.

**ჩატარებული ოპერაციების შედეგად დაბეგვრის
შემდგომი ფულის ნაკადის გამოთვლა**

ცხრილი № 5

ამონაგები რეალიზაციიდან	\$ 300 000
– რეალიზაციაზე გაწეული ხარჯები	-250 000
მოგება რეალიზაციიდან	50 000
– გადასახადები 30%	-15 000
წმინდა მოგება + ამორტიზაცია	\$ 35 000
მოგება გადასახადის გადახდის შემდეგ	

ამორტიზაცია – იმის გათვალისწინებით, რომ კომპანია მოწყობილობების ღირებულებას მომსახურების პერიოდის მიხედვით ანაწილებს ამორტიზაციით აქტივის ღირებულება მცირდება. მიუხედავად იმისა, რომ ამორტიზაცია არ წარმოადგენს ფულის ნაკადს, ის გადასახადების მეშვეობით ფულის ნაკადზე გავლენას მაინც ახდენს. კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის ანალიზის დროს, როგორც შედეგი, აუცილებელია გათვალისწინებულ იქნეს ამორტიზაციით განპირობებული საგადასახადო შედეგაუბი, ე.ი. საამორტიზაციო ანარიცხების გათვალისწინებით გადასახადების შემცირება. ამორტიზაციით განპირობებული საგადასახადო შედეგაუბი წარმოადგენს ფულის ნაკადს, რამდენადაც ის ამცირებს საგადასახადო ხარჯებს (გადასახადებს ფირმის ხარჯებს მიაკუთვნებენ) და ზრდის კომპანიის მოგებას.

ამორტიზაციით განპირობებული საგადასახადო შედეგაუბებს განსაზღვრავს საამორტიზაციო ანარიცხები. ფირმები პრაქტიკაში უპირატესად იყენებენ ამორტიზაციის დაჩქარებული დარიცხვის მეთოდს. მაგრამ სიმარტივისათვის ჩვენ დაუშვებთ, რომ დარიცხვა ხდება წრფივი მეთოდით.

იმისათვის, რომ წარმოვიდგინოთ როგორ წარმოიქმნება საგადასახადო ფარი განვიხილოთ წინა მაგალითი. როგორც ცხრილიდან ჩანს რეალიზაციიდან ფირმის მოგებამ შეადგინა 50 000 დოლარი. ამასთან აქ არ არის გათვალისწინებული ცვეთის დარიცხვა, რომელიც 15 000 დოლარს შეადგენდა. თუ ფირმა მოგებას დარიცხულ ცვეთას (15 000 დოლარს) გამოაკლებს მაშინა გადაიხდის 4500 დოლარით ნაკლებ გადასახადს.

გადასახადების 4 500 დოლარით შემცირება ამორტიზაციით განპირობებული შედეგაუბია. საგადასახადო შედეგაუბი (S) გაიანგარიშება საგადასახადო განაკვეთი (T) გამარაგებული დარიცხულ ცვეთაზე (D):

$$S = T \times D \quad (7)$$

ჩვენს შემთხვევაში $S = 0,30 \times 15\,000 = 4500$ დოლარს. რაც ამორტიზაციის მიხედვით საგადასახადო შეღავათს წარმოადგენს. შესაბამისად იზრდება გადასახდის გადახდის შემდეგ დარჩენილი მოგების ოდენობა.

წმინდა მიმდინარე ღირებულების განსაზღვრა

საღეჭციო თემის დასაწყისში ჩვენ განვიხილეთ, რომ პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება უდრის პროექტის მომავალი ფულის ნაკადის მიმდინარე ღირებულებას მინუს კაპიტალდაბანდების პირვანდელი ღირებულება.

$$NPV = -1 + \sum_{t=1}^n \frac{C_t}{(1+r)^t}$$

ჩვენი ანალიზით განვიხილავდით რა ფულის ნაკადს, ეს არის ფულის ნაკადი, რომელიც ფირმას გადასახადის გადახდის შემდგომ რჩება. შესაბამისად პროექტის საბოლოო შეფასების მიზნით საჭიროა პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება კაპიტალდაბანდებასთან დაკავშირებული ყველა სახის ფულის ნაკადის მიხედვით იქნეს განსაზღვრული.

ბიზნესში გრძელვადიანი საფინანსო გადაწყვეტილებების მიღება უპირატესად გრძელვადიან ინვესტიციების განხორციელებას უკავშირდება. ყოველი საინვესტიციო გადაწყვეტილება კომპანიის სტრატეგიის მიმართულებას უნდა შეესაბამებოდეს. როგორც წესი ამ დროს ყოველთვის წარმოიქმნება რამდენიმე ალტერნატიული წინადადებები. ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა გააკეთოს არჩევანი, უპირატესობა მიანიჭოს რომელიმე მათგანს, რაც თავის მხრივ მოითხოვს საინვესტიციო წინადადებების შეფასებას.

არსებობს საინვესტიციო პროექტების შეფასების და შერჩევის ოთხი ალტერნატიული მეთოდი:

- წმინდა მიმდინარე ღირებულება (Net present value NPV);
- შიდა უკუგების ნორმა (Internal rate of return - IRR);
- უკუგების პერიოდი (Payback period -PP);
- მომგებიანობის ინდექსი (Profitable Index -PI)

წმინდა მიმდინარე ღირებულების, შიდა უკუგების ნორმისა და მომგებიანობის ინდექსის მეთოდების წესს, ნორმალური პროექტის მიღებასთან დაკავშირებით, ერთი და იგივე მიმართულება გაჩნიათ. პროექტის შესაფასებლად ხსენებული მაჩვენებლების გამოყენება ერთი და იგივე პასუხს იძლევა მივიღოთ თუ უარი ვთქვათ საინვესტიციო პროექტზე. ამასთან პროექტების შეფასების ნებისმიერ მეთოდს გააჩნია ძლიერი და სუსტი მხარეები, რომლსაც ფინანსური მენეჯერი უნდა იცნობდეს და მიზნობრივად იყენებდეს.

რაც შეეხება უკუგების პერიოდს აქ რაიმე წესი არ არსებობს. ამასთან ექსპერტებს მიაჩნიათ, რომ თუ კი ინვესტიციას გააჩნია 2 წლიანი უკუგების პერიოდი, მენეჯერისათვის ასეთი პროექტი მისაღებია. ხოლო თუ კი უკუგების პერიოდი 2 წელს აჭარბებს ასეთ პროექტი მენეჯერმა არ უნდა მიიღოს. უნდა აღინიშნოს, რომ უკუგების პერიოდის მეთოდს განსაკუთრებით მაშინ იყენებენ, როდესაც ინვესტიციების განხორციელება არ არის დაკავშირებული დიდ კაპიტალდაბანდებასთან.

საინვესტიციო პროექტების შეფასების დროს განსაკუთრებული მნიშვნელობა კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტირებას ენიჭება. საინვესტიციო პროექტების უმეტესობა, ფულად საშუალებებს პროექტის დასაწყისში აბანდებს და გარკვეული დროის შემდეგ იღებს. ამიტომ მისი გამოვლენა საკმაოდ იოლია. ამასთან არსებობს რიგი შემთხვევები, რომელიც კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის შედგენის დროს აუცილებლად უნდა იქნეს გათვალისწინებული კერძოდ ასეთ ხარჯებს მიეკუთვნება:

მოწყობილობის ხარჯები; ალტერნატიული ხარჯები; დაუბრუნებელი ხარჯები და საბრუნავი კაპიტალი.

კაპიტალდაბანდების ბუჯეტირების დროს ასევე მნიშვნელოვანია კაპიტალდაბანდებით გამოწვეულ ნამეტი ფულის ნაკადის (ფულადი საშუალების შემოდინების) გათვალისწინება. ჩვეულებრივ ყველაზე მნიშვნელოვან ფულის ნაკადს მიეკუთვნება – პროექტით გათვალისწინებული ოპერაციების ჩატარების შედეგად, გადასახადის გადახდის შემდგომ, მიღებული ფულის ნაკადი.

პროექტის საბოლოო შეფასების მიზნით კი საჭიროა პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება კაპიტალდაბანდებასთან დაკავშირებული ყველა სახის ფულის ნაკადის მიხედვით იქნეს განსაზღვრული.

საკონტროლო კითხვები

- ინვესტიცია, გრძელვადიანი საინვესტიციო პროექტების შეფასების აუცილებლობა და მისი გამოყენება
- ახსენით რაში მდგომარეობს ღირებულების შექმნის გასავლ-შემოსავლის პრინციპი.
- საინვესტიციო პროექტების შეფასების მეთოდები. დაახასიათეთ წმინდა მიმდინარე ღირებულება.
- საინვესტიციო პროექტების შეფასების მეთოდები. დაახასიათეთ შიდა უკუგების კოეფიციენტი
- ურთიერთგამომრიცხავი პროექტები და გადაწყვეტილების მიღება.
- საინვესტიციო პროექტების შეფასების მეთოდები. დაახასიათეთ უკუგების პერიოდი
- საინვესტიციო პროექტების შეფასების მეთოდები. დაახასიათეთ უკუგების ინდექსი
- კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის შედგენა და ფულის ნაკადების კლასიფიკაცია
- კაპიტალდაბანდების პროექტისათვის მოსალოდნელი ხარჯების სტრუქტურა.
- კაპიტალდაბანდების პროექტიდან მოსალოდნელი შემოსავლების სტრუქტურა

ამოცანები თვითშეფასებისათვის

- NPV –ს** მიხედვით განსაზღვრეთ რამდენად მისაღებია საინვესტიციო პროექტი, რომელიც ქმნის ფულად ნაკადს 18%-იანი დისკონტირების განაკვეთის პირობებში.

პერიოდი	ფულადი ნაკადი (ლარებში)	ახლანდელი ღირებულება
0	-275 000	-275 000
1	+92 500	
2	+92 500	
3	+92 500	
4	+92 500	
5	+92 500	

- მომგებიანობის ინდექსის მიხედვით, განსაზღვრეთ რამდენად მისაღებია საინვესტიციო პროექტი რომელიც მოითხოვს 275 000 საინვესტიციო ხარჯებს და რომელიც 18% სადისკონტო განაკვეთის პირობებში, 5 წლის განმავლობაში, ყოველწლიურად 92 500 ლარის შემოსავალს გვპირდება.

- სამშენებლო ბლოკების ქარხნის ასაშენებლად საჭირო 1 მლნ ლარის ინვესტიცია. ეკონომოსტების გამოთვლით ქარხანა 5 წლის განმავლობაში ყოველ წელს მეპატრონეს მისცემს 400 000 ლარ წმინდა შემოსავალს. გამოიანგარიშეთ ინვესტიციების გამოსყიდვის ვადა.

4. გამოიანგარიშეთ პროექტის შემოსავლიანობის შიდა ნორმა, რომელიც მოითხოვს 100 000 ლარის ინვესტიციას და ერთი წლის შემდეგ სავარაუდოდ მოგვცემს 115 000 ლარის შემოსავალს.

5. ფირმა პროდუქციის რეალიზაციის შემდეგ სავარაუდოდ 60 000 ლარი მოგებას მიიღებს, რომელიც იბეგრება 35 % -იანი განაკვეთით. ამორტიზაცია შედაგენს 18 000 ლარს. განსაზღვრეთ რა თანხა უნდა გადაიხადოს ფირმამ და რა იქნება საგადასახადო შეღავათი?

ტესტები თვითშეფასებისათვის

1. საინვესტიციო პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება უდრის:

- ა. ფულადი შემოსავლის მიმდინარე ღირებულებას მინუს ფულადი გასავლების ახლანდელი ღირებულება;
- ბ. ფულადი შემოსავლის მიმდინარე ღირებულება გაყოფილი ფულადი გასავლების მიმდინარე ღირებულებაზე;
- გ. ფულადი გასავლების მიმდინარე ღირებულება მინუს ფულადი შემოსავლის მიმდინარე ღირებულებას;

2. იმ შემთხვევაში, როდესაც პროექტის მომავალი ფულის ნაკადის ახლანდელი ღირებულება კაპიტალდაბანდების მიმდინარე ღირებულებაზე მეტია:

- ა. პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება დადებითი იქნება;
- ბ. პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება უარყოფითი იქნება;
- გ. პროექტის წმინდა მიმდინარე ღირებულება ნულის ტოლი იქნება.

3. შემოსავლიანობის შიდა ნორმა არის:

- ა. დისკონტის ის განაკვეთი, რომელიც საინვესტიციო ფულის ნაკადების წმინდა მიმდინარე ღირებულებას ერთამდე გაზრდის;
- ბ. დისკონტის ის განაკვეთი, რომელიც საინვესტიციო ფულის ნაკადების წმინდა მიმდინარე ღირებულებას ნულამდე დაიყვანს;
- გ. დისკონტის ის განაკვეთი, რომელიც საინვესტიციო ფულის ნაკადების წმინდა მიმდინარე ღირებულებას ერთამდე შეამცირებს.

4. IRR-ის უპირატესობა მდგომარეობს იმაში, რომ:

- ა. პროექტის შეფასება ხდება კოეფიციენტით, რომელსაც ბაზარზე წარმოქმნილი საპროცენტო განაკვეთი არ განსაზღვრავს;
- ბ. პროექტის შეფასება ხდება კოეფიციენტით, რომელსაც ბაზარზე წარმოქმნილი საპროცენტო განაკვეთი განსაზღვრავს;
- გ. პროექტის შეფასება ხდება კოეფიციენტით, რომელიც კაპიტალის მოზიდვის ალტერნატიული ხარჯებით განისაზღვრება

5. NPV-ის მეთოდით რანჟირების წესი:

- ა. ორი ურთიერთ გამომრიცხავი პროექტის შემთხვევაში ავირჩიოთ ის პროექტი რომლის NPV უფრო მცირეა;

ბ. ორი ურთიერთ გამომრიცხავი პროექტის შემთხვევაში ავირჩიოთ ის პროექტი რომლის NPV უფრო მაღალია;

გ. ორი ურთიერთ გამომრიცხავი პროექტის შემთხვევაში ავირჩიოთ ის პროექტი რომლის NPV ნულის ტოლია;

6. პროექტის უკუგების პერიოდი (pp) ეს არის დრო რომელიც აუცილებელია იმისათვის, რომ:

ა. მომავალი ფულადი ნაკადი, საწყის კაპიტალდაბანდების თანხას გაუტოლდეს;

ბ. მომავალი ფულადი ნაკადი, საწყის კაპიტალდაბანდების თანხაზე მეტი იყოს.

გ. მომავალი ფულადი ნაკადი, საწყის კაპიტალდაბანდების თანხაზე ნაკლები იყოს.

7. პროექტის უკუგების პერიოდი, რომელიც მუდმივი რენტის სახით ქმნის ფულის ნაკადს:

ა. პროექტის შემოსავლიანობის შიდა ნორმასთან არ აქვს კავშირი;

ბ. პროექტის შემოსავლიანობის შიდა ნორმის პირდაპირ პროპორციულია;

გ. პროექტის შემოსავლიანობის შიდა ნორმის უკუპროპორციულია.

ლიტერატურა

პირითადი:

ლილიგვენეტაძე, კორპორაციული ფინანსები, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი I, თბილისი 2010.

საგალღებულო ლიტერატურა:

1. ჯეიმს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაჰოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორემეტე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008. ნაწილი 5, თავი 12, 13, 14.
2. Брейли Р. Майерс С. Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2008. Глава 6.
3. Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М. 2001 Глава 6,7.

დამატებითი ლიტერატურა:

1. რევაზ კაკულია, ლელა ბახტაძე, გოჩა თუთბერიძე, კორპორაციული ფინანსები, თბ. 2008.
2. ზაირა ღუდუშაური, ფინანსური მენეჯმენტი, თბილისი, 2007.
3. ხორავა. ნ. კვატაშიძე, ნ. სრესელი, ზ. გოგრიჭიანი – ბუღალტრული აღრიცხვა, თბილისი 2004
4. ლ. გვენეტაძე, ფინანსური დაგეგმვა საინვესტიციო პროექტის შეფასების მეთოდი, ჟურნალი გადასახადები 2006 წ. №14.
5. ლ. გვენეტაძე, კორპორაციის ფინანსური დაგეგმვა (კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტის შედგენა), ჟურნალი გადასახადები 2006 წ. №12
6. Зви Боди. Роберт К. Мертон Финансы. Изд. Дом Вильямс Москва Санкт_Петербург Киев 2005
7. საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა <http://www.nplg.gov.ge/ge/index.html>
8. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო. სტატისტიკის დეპარტამენტი <http://www.statistics.ge/>
9. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (www.pbo.ge)
10. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო www.mof.ge
11. საქართველოს საფონდო ბირჟა (www.cse.ge) “საქართველოს ეკონომიკის მიმართულებები”-(ყოველკვარტალური მიმოხილვა (www.geplac.org))
12. კორპორაციული ფინანსები ინტერნეტ გამოცემა <http://www.gaap.ru/biblio/>

თავი მეხრე

კორპორაციის საქმიანობის ფინანსური ანალიზის მეთოდოლოგიური საფუძვლები

მეცხრე თავის გაცნობის შემდეგ თქვენ გეცოდინებათ: როგორ ხდება ფინანსურ ანგარიშგებებში კორპორაციის საქმიანობის ძირითადი ტიპების ასახვა; რას წარმოადგენს ფინანსური აღრიცხვის ხელოვნება და ფულადი სახსრების მართვა; გაეცნობით კორპორაციის ფინანსური საქმიანობის ანალიზის მეთოდებს და მეთოდოლოგიურ საფუძვლებს; გეცოდინებათ რა დანიშნულება აქვს და როდის უნდა გამოვიყენოთ ფინანსური ანალიზის პროცენტული მეთოდი; გაეცნობით ფინანსური ანალიზის ფარდობით (კოეფიციენტურ) მეთოდს, რომელიც ფინანსური ანალიზის ყველა მეთოდებს შორის ერთ-ერთ ყველაზე პოპულარულ მეთოდს წარმოადგენს; მაჩვენებელთა კლასიფიკაციის სხვადასხვა სისტემები არსებობს. სალექციო კურსით ფარდობითი ფინანსური ანალიზის მაჩვენებელთა კლასიფიკაციას შემდეგი სიტყვით განვიხილავთ: ლიკვიდურობის კოეფიციენტი; მომგებიანობის კოეფიციენტი; ფინანსური ბერკეტი (ნასესხები საშუალებების გამოყენების კოეფიციენტი) ბრუნვადობის კოეფიციენტი. ბოლოს ფარდობითი ანალიზის ნაკლოვანებებს შეისწავლით.

9.1. ფინანსური ანგარიშგების დანიშნულება და ფირმის საქმიანობის ძირითადი ტიპები

ზოგადად პოსტსაბჭოურ ქვეყნებში და კერძოდ საქართველოში, დღემდე გავრცელებული მოსაზრების თანახმად, ბუღალტრული აღრიცხვის მთავარი ამოცანაა საგადასახადო სტრუქტურებს დროულად მიაწოდოს ანგარიშგებების მონაცემები. ამასთან ბუღალტრის უნარი სწორედ იმით განისაზღვრება, რომ საგადასახადო ანგარიშგებაში რაც შეიძლება ნაკლები მოგება აჩვენოს. მაშინ როდესაც დანარჩენ სამყაროში, ფირმები არა მარტო აჩვენებენ ანგარიშგებებში მოგებას არამედ ამით ამაყოფენ კიდევ. როგორც ცნობილია მომგებიანი ფირმების მენეჯერებს მეტი შესაძლებლობა გააჩნიათ მიიღონ კრედიტი. ისინი აქციონერებისათვის უფრო მიმზიდველები ხდებიან, უადვილდებათ მიმწოდებლებთან ურთიერთობა და ა.შ.

ფინანსური ანგარიშგების დანიშნულებაა, დაინტერესებულ მხარეებს ფირმის საქმიანობის შესახებ მიაწოდოს დამარწმუნებელი, მართალი, ინფორმაცია. ამასთან ის რაც ერთი მომხმარებლისათვის გასაგები და ნათელია ის მეორისათვის შეიძლება ნაკლებად არის ინფორმაციული და გარკვეული.

ფინანსური ანგარიშგება თავისი არსით, სხვადასხვა ფინანსური გადაწყვეტილებების მისაღებად, ინფორმაციის მზადების ერთგვარ სისტემას წარმოადგენს.

ჩვეულებრივ, ფირმის საქმიანობის შესახებ ინტერესს იჩენენ – ინვესტორები, არსებული და შესაძლო აქციონერები და მათი წარმომადგენლები. მათ აინტერესებთ განსახორციელებელი ან განხორციელებული ინვესტიციების შესაძლო შემოსავლიანობა ან რისკი, საწარმოს შესაძლებლობა გადაიხადოს დივიდენდები. ინფორმაციით დაინტერესებული არიან ასევე კრედიტორები, რომლებმაც უნდა იცოდნენ იქნება თუ არა დროულად დაფარული სესხი და გადახდილი შესაბამისი პროცენტი. როგორც ინვესტორები ისე კრედიტორები დაინტერესებული არიან იმით, რომ დაბანდების შედეგად ფირმამ მუდმივი შემოსავალი მიიღოს და ა. შ. ამასთან განსაკუთრებით უნდა აღინიშნოს ფირმის შიდა მოთხოვნილება, რომლის უშუალო მომხმარებელს წარმოადგენს მენეჯერები, ფირმის ხელმძღვანელობა და მისი ქვედანაყოფები.

ნებისმიერი ფირმა, რომელიც ამა თუ იმ სახის საქონელს (მომსახურებას) აწარმოებს, სხვადასხვა სახის საქმიანობას ანხორციელებს. აქ შეიძლება საქმიანობის სამი ძირითადი ტიპის გამოყოფა: **საოპერაციო, საინვესტიციო და საფინანსო.**

ფირმის **საოპერაციო საქმიანობის** შედეგად ხდება ფულის გამომუშავება. შესაბამისად ფირმისათვის ძირითად შემოსავალი სწორედ საოპერაციო საქმიანობიდან კერძოდ, საქონლის რეალიზაციისა და მომსახურების გაწევის შედეგად მიიღება. ფირმა ფულად სახსრებს ასევე იღებს ჰონორარებიდან, საკომისიო გადასახდელების სახით მიღებული ფულადი სახსრებით, გადასახადების დაბრუნების შედეგად და ა. შ. რომელიც ასევე ფირმის საოპერაციო საქმიანობას წარმოადგენს.

ფირმა აქტივებს შემოსავლების გამომუშავების მიზნით იყენებს. **საინვესტიციო საქმიანობაში** ერთიანდება ყველა ის გარიგება, რომელიც დაკავშირებულია ფირმის ძირითადი საშუალებების, არამატერიალური აქტივებისა და სხვა გრძელვადიანი აქტივების შესაძენად. აღსანიშნავია ისიც, რომ წარმოების პროცესში გამოყენებული აქტივები იცვითება, განიცდის ამორტიზაციას და მოითხოვს შეცვლას. რაც ასევე საინვესტიციო საქმიანობას მიეკუთვნება.

რაც შეეხება ფირმის **საფინანსო საქმიანობას**, ის დაკავშირებულია, როგორც მოკლევადიან, ისე გრძელვადიან სასესხო გარიგებებთან. ფირმის დაფინანსების მიზნით კრედიტის გამოტანა ან აქციონერების მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შედეგად მიღებული ფულადი სახსრები, იჯარის შედეგად წარმოშობილი ვალდებულებების შესამცირებლად გადახდილი ფულადი სახსრები და მსგავსი ოპერაციები, ფირმის საფინანსო საქმიანობასთანაა დაკავშირებული.

ფირმის საოპერაციო, საინვესტიციო და საფინანსო საქმიანობის შედეგები აისახება ფირმის ფინანსურ ანგარიშგებებში. ფირმის ფინანსური სიჯანსაღის შესახებ

ინფორმაციის მისაღებად, გამოიყენება ფინანსური ანგარიშგების ისეთი ძირითადი დოკუმენტები, როგორიცაა: **ბუღალტრული ბალანსი, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება და ფულადი სახსრების წყაროსა და მისი გამოყენების (ფულადი საშუალებების მოძრაობის) შესახებ ანგარიშგება.**

9.1.1. ბუღალტრული ბალანსი – საანგარიშგებო წლის განმავლობაში ასახავს ფირმის, როგორც საფინანსო ისე საინვესტიციო საქმიანობის შედეგებს. ბალანსი მოიცავს აღრიცხვის სხვადასხვა ობიექტების ღირებულების ნუსხას, რომელიც არის ან ფირმის საკუთრება (ბალანსის აქტივის ნაწილი) ან მისი ვალდებულებები (ბალანსის პასიური ნაწილი). ბუღალტრული ბალანსში, დროის კონკრეტული მომენტისათვის, ფირმის ყველა აქტივი და ვალდებულება არის ასახული. აქტივში შედის ფულადი საშუალებები, დებიტორული დავალიანებები, სასაქონლო-მატერიალური მარაგი და ძირითადი საშუალებები. ვალდებულებებს მიეკუთვნება: კრედიტორული დავალიანება, საბანკო კრედიტი და საწასდებო ან სააქციო კაპიტალი.

ფირმა აქტივს იძენს ინვესტორთა საშუალებების ხარჯზე. შესაბამისად ინვესტორებს ფირმის მიმართ გააჩნიათ მოთხოვნები. ბალანსში მოცემულია ფირმის განკარგულებაში არსებულ აქტივები. გარდა ამისა მასში ასახულია ინვესტორთა მოთხოვნები ამ აქტივების მიმართ. როგორც სახელწოდებიდან ჩანს ბალანსი უნდა იყოს გაწონასწორებული. რაც ნიშნავს იმას, რომ აქტივების საერთო ღირებულება (ჯამი) უნდა უდრიდეს მის მიმართ მოთხოვნების საერთო ღირებულებას (ჯამს):¹

$$\text{აქტივების ჯამი} = \text{მოთხოვნების ჯამს.}$$

ფირმები, როგორც წესი, ფინანსურ ანგარიშგებას ადგენენ საფინანსო წლის ბოლოს, ჩვეულებრივ 12 თვის შემდეგ. საფინანსო წელი ეს არის სამეურნეო წელი და ის ყოველთვის შეიძლება კალენდარულ წელს არ ემთხვეოდეს.

ცხრილში 1 -ში მოცემულია კომპანია „ქართუს“ ორი წლის ბალანსის მონაცემები (კომპანიის სახელწოდება და მონაცემები პირობითია). აქტივი შედგება ორი ძირითადი ნაწილისაგან - მიმდინარე (საბრუნავი) აქტივი და მუდმივი (ძირითადი) აქტივი, რაც შეიძლება ფორმულით აისახოს:

$$\text{აქტივის ჯამი} = \text{მიმდინარე აქტივს} + \text{მუდმივი აქტივი}$$

მიმდინარე (საბრუნავი) აქტივი არის საშუალება, რომელსაც კომპანია დროის მოკლე პერიოდში, ჩვეულებრივ ერთი წლის განმავლობაში საღაროს ნაღდ ფულად აქცევს. ასე მაგალითად, საღარო – მიეკუთვნება მიმდინარე აქტივს. ანალოგიურად საბაზრო ფასიანი ქაღალდებიც მიმდინარე აქტივს წარმოადგენს, რომელიც კომპანიას შეუძლია ნებისმიერ დროს გაყიდოს და ნაღდ ფულად

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., с 317

აქციოს. დებიტორული დავალიანებებიც მიმდინარე აქტივია, რომლის ინკასირება ჩვეულებრივ წლის განმავლობაში ხდება; მიმდინარე საშუალებებს მიეკუთვნება ასევე სასაქონლო-მატერიალური მარაგი. უმეტესი კომპანიების მიერ კონკრეტული სასაქონლო-მატერიალური მარაგის რეალიზება ერთი წლის განმავლობაში ხდება. მიმდინარე აქტივს ფორმულის სახით შეიძლება ქონდეს ასეთი სახე:

$$\text{მიმდინარე აქტივი} = \text{საღარიო} + \text{იოლად რეალიზებადი ფასიანი ქაღალდები} + \text{დებიტორული დავალიანება} + \text{სასაქონლო მატერიალური მარაგი.}$$

ფირმის ანალიზის დროს ფინანსური ანალიტიკოსები ყურადღებას უმინდა საბრუნავ კაპიტალს აქცევდნენ, რომელსაც მიეკუთვნება აქტივის ის ნაწილი, რომელიც წლის განმავლობაში ან ერთ წარმოებრივ ციკლში შეიძლება ფულად გადაიქცეს. საბრუნავ კაპიტალს „წმინდა საბრუნავ კაპიტალს“ ან „საკუთარ საბრუნავ საშუალებას“ უწოდებენ:

$$\text{საბრუნავი კაპიტალი} = \text{მიმდინარე აქტივს} - \text{მოკლევადიანი ვალდებულებები}$$

აღნიშნული სხვაობა არის „working capital“ ან „рабочий капитал“ იგივე „მუშა კაპიტალი“. წმინდა საბრუნავი კაპიტალი არის ის თანხა, რომელიც ნაღდი ფულის სახით, ფირმას წლის განმავლობაში დარჩება (ან სხვა სუბიექტის მიმართ ექნება დავალიანება). სწორედ ამ მიზეზით ფირმებში, რომლებიც წარმატებით ფუნქციონირებენ, წმინდა საბრუნავი კაპიტალი დადებითი ციფრია. ჩვენი მაგალითის მიხედვით მოკლევადიან აქტივებსა და მოკლევადიან ვალდებულებებს შორის სხვაობა დადებითი ციფრია. შესაბამისად შეიძლება გავაკეთოთ დასკვნა, რომ ფირმა „ქართუს“ მოკლევადიანი კრედიტორების მხრიდან საფრთხე არ ემუქრება. **ძირითადი აქტივი** – ეს შედარებით მუდმივი აქტივია, რამდენაც კომპანიების მიერ მათი ნაღდი ფულად გადაქცევა, მოკლევადიან პერიოდში არ ხდება. **მუდმივი აქტივი** – სამეწარმეო საქმიანობისათვის საჭირო ხანგრძლივი გამოყენების წარმოების საშუალებაა. ასეთია მაგალითად, შენობები, ნაგებობები, დაზგები, მოწყობილობები და სხვა. ბალანსში მუდმივი აქტივი აისახება საწყისი ღირებულებით, რომელსაც ცვეთა აკლდება. მუდმივი აქტივის ფორმულას აქვს შემდეგი სახე:

$$\text{მუდმივი აქტივი} = \text{დაზგა დანადგარებისა და მოწყობილობების თვითღირებულებას} - \text{დაგროვილი ცვეთა.}$$

ბალანსში ძირითადი საშუალებები **საწყისი ღირებულებით** აისახება, რაც ფაქტიურად გადახდილ თანხას ნიშნავს. ჩვეულებრივ საწყისი ღირებულება განსხვავდება საბაზრო ან აღდგენითი ღირებულებებისაგან. **საბაზრო ღირებულება** ეს არის ფასი, რომლითაც შეიძლება აქტივი დღეს გაიყიდოს. **აღდგენითი ღირებულება** კი ეს არის ფასი, რომლითაც კომპანიას შეუძლია დღეს ახალი აქტივი შეიძინოს.

**კომპანია „ქართუს“ ბალანსი
(ლარებში)**

ცხრილი 1.

	31.12.01. ₾	31.12.02. ₾	სხვაობა
აქტივები			
საღარო	175	210	35
ფასიანი ქაღალდები	90	75	-15
დებიტორული დავალიანებები	560	520	-40
სასაქონლო მატერიალური მარაგები	330	670	340
სულ საბრუნავი (მიმდინარე) აქტივი	1 155	1 475	320
დაზგები და მოწყობილობები	20 000	23 000	3 000
მინუს ამორტიზაცია	-7 500	-8 250	-750
სულ ძირითადი (მუდმივი) აქტივი	12 500	14 750	2 250
სულ აქტივი	13 655	16 225	2 570
ვალდებულება და სააქციო კაპიტალი			
კრედიტორული დავალიანება	325	390	65
გადასახდელი თამასუქი	225	530	305
დარიცხული დავალიანება	50	40	-10
გადაუხდელი გადასახადი	30	100	70
მოკლევადიანი ვალდებულება	630	1 060	430
გრძელვადიანი ვალდებულება	7 500	9 600	2 100
სულ ვალდებულება	8 130	10 660	2 530
ჩვეულებრივი აქციები (ნომინალით 1 ლ. 1 მილნ. აქცია)	1 000	1 000	0
გაუნაწილებელი მოგება საანგარიშგებო წელს	4 525	4 565	40
სულ სააქციო კაპიტალი	5 525	5 565	40
სულ ვალდებულება და სააქციო კაპიტალი	13 655	16 225	2 570

აქტივის ღირებულებას, რომელიც ფინანსურ ანგარიშგებაში და კომპანიის ბუღალტრულ წიგნშია დაფიქსირებული, საბალანსო ღირებულებას უწოდებენ. საბალანსო ღირებულება და საბაზრო ღირებულება შეიძლება ერთმანეთისგან განსხვავდებოდეს რამდენიმე მიზეზის გამო. განვიხილოთ მაგალითი:

დაუშვათ კომპანიამ შეიძინა კომპიუტერი 5 000 დოლარად, რომლის ცვეთა შეადგენდა 20%-ს. ასეთ შემთხვევაში: **კომპიუტერის საბალანსო ღირებულება = \$5000 - \$1000 = \$4000** ამასთან თუ კი კომპიუტერული ტექნოლოგიის განვითარების შედეგად ეს კომპიუტერი დაძველდა, მაშინ მისი საბაზრო ღირებულება შეიძლება 1500 დოლარამდე შემცირდეს. ხშირად მეცნიერების და ტექნიკის განვითარება

გამოყენებულ მოწყობილობას მოძველებულად გადააქცევს. შესაბამისად მისი საბაზრო ღირებულება შეიძლება მის საბალანსო ღირებულებაზე ბევრად ნაკლები აღმოჩნდეს. ასეთ შემთხვევაში საბალანსო ღირებულება, საბაზრო ღირებულებასთან შედარებით, ზრდის აქტივის ღირებულებას.

ასევე შეიძლება ზოგიერთ შემთხვევაში საბაზრო ღირებულება საბალანსო ღირებულებაზე მაღალი იყოს. ასე მაგალითად, საბუღალტრო ანგარიშგებაში მიწა ყოველთვის აისახება შეძენის ფასით. ამასთან მიწის გაუფასურება არასდროს არ ხდება. შესაბამისად შეიძლება მისი საბაზრო ფასი გაიზარდოს და როდესაც ეს ხდება, მაშინ აქტივის საბალანსო ღირებულება მის საბაზრო ღირებულებაზე ნაკლებია. ასევე ინფლაციის პერიოდში მრავალი სახის აქტივის საბალანსო ღირებულება შეიძლება მის საბაზრო ღირებულებაზე ნაკლები აღმოჩნდეს.

კომპანიის აქტივის მიმართ მრავალ კომპანიას თუ ფიზიკურ პირს გააჩნია მოთხოვნები. ბალანსში შეიძლება ვალდებულების ორად დაყოფა:

- კომპანიის ვალდებულებები კრედიტორების მოთხოვნაზე, ეს არის საკუთრივ ვალდებულებები;
- ვალდებულებები კომპანიის მფლობელების მიმართ, ეს არის სააქციო კაპიტალი ე.ი. რაც კომპანიას გააჩნია:

მოთხოვნების ჯამი = სულ ვალდებულებას + სააქციო (საკუთარი) კაპიტალი.

ვალდებულება შეიძლება იყოს ან მოკლევადიანი ან გრძელვადიანი. **მოკლევადიანი (მიმდინარე) ვალდებულებები** ეს არის ვალდებულებები, რომელიც კომპანიამ მომავალი წლის განმავლობაში უნდა დაფაროს. **გრძელვადიანი ვალდებულებები** ეს არის კომპანიის ისეთი ვალდებულებები რომლის დაფარვას მომავალ წელს კომპანია მთლიანდ არ აპირებს. მოკლევადიანი და გრძელვადიანი ვალდებულებების ჯამი ქმნის კომპანიის საერთო ვალდებულებებს:

*ვალდებულებების საერთო ჯამი =
მოკლევადიან ვალდებულებებს + გრძელვადიანი ვალდებულებები.*

კრედიტორული დავალიანება მიეკუთვნება მოკლევადიან ვალდებულებას, რომელიც (მიღებული საქონლისა და მომსახურებისათვის) კომპანიის მიმართ მოკლევადიანი მოთხოვნას წარმოადგენს. მაგალითად კომპანიას შეუძლია მიიღოს ნედლეული ვიდრე მის საფასურს გადაიხდის. თუ კი ეს ხდება და ჩვეულებრივ კომპანიამ ის წლის განმავლობაში უნდა გადაიხადოს, მაშინ ბალანსში ის აისახება მუხლით „კრედიტორის ანგარიში“.

ბევრი კომპანია ჩვეულებრივ მოკლევადიან სესხს იღებს ბანკისაგან. თამასუქი

გადახდისათვის ჩვეულებრივ ასახავს მოკლევადიან დავალიანებას, რომელიც მომავალ წელს უნდა იქნეს გადახდილი. არსებობს ასევე დავალიანება, რომელიც კომპანიის მუშაკთა ხელფასს განეკუთვნება. ასე მაგალითად თუ კი ბალანსი შედგენულია იმ რიცხვში, რომელიც წინ უსწრებს ხელფასის გაცემას, მაშინ იქ აისახება კომპანიის დავალიანება თანამშრომლების მიმართ. ანალოგიურად კომპანია გადასახადებს არ იხდის ყოველდღიურად, მაგრამ ის ყოველდღიურად გროვდება. გადაუხდელი გადასახადი ეს არის გადასახადი რომელიც დარიცხულია მაგრამ ჯერ არ არის გადახდილი. აღნიშნულის გათვალისწინებით მიმდინარე ვალდებულებები შეიძლება ასეთი სახით წარმოვადგინოთ:

მოკლევადიანი ვალდებულებები = კრედიტორული დავალიანება + გადასახდელი თამასუქი + დარიცხული ვალდებულებები + გადასახდელი გადასახადი.

გრძელვადიანი ვალდებულება წარმოიქმნება სავალო ვალდებულებით და იჯარით. ასე მაგალითად თუ კი კომპანიამ გაყიდა ობლიგაციები, რომელიც 30 წლის შემდეგ უნდა დაფაროს, ასეთ შემთხვევაშიც წარმოიქმნება გრძელვადიანი ვალდებულება. მისი ნაწილი შეიძლება მომავალ წელს დაიფაროს, ამიტომ დავალიანების ეს ნაწილი მიეკუთვნება მოკლევადიან ვალდებულებას. გარდა ამისა ხშირად კომპანიები იყენებენ გრძელვადიან იჯარას. ეს არის გრძელვადიანი აქტივის გამოყენების სანაცვლოდ, სერიული გადახდების შესახებ იურიდიული დოკუმენტი. ამგვარად ჩვენ გვაქვს:

$$\begin{aligned} & \text{გრძელვადიანი ვალდებულებები} = \\ & = \text{გრძელვადიანი სავალო ვალდებულება} + \text{იჯარა.} \end{aligned}$$

კომპანიას, მხარეთა მიმართ ვალდებულებებთან ერთად, გააჩნია ვალდებულებები თავის მფლობელების მიმართ. ბალანსში აღნიშნული ვალდებულებები ნაჩვენებია ცალკე მუხლში „ჩვეულებრივი აქციები“ და „გაუნაწილებელი მოგება“. მუხლი „ჩვეულებრივი აქციები“ ასახავს კომპანიაში აქციონერების უშუალო წვლილს. მუხლი „გაუნაწილებელი მოგება“ გვიჩვენებს კომპანიის დაარსებიდან დაგროვილ მთლიან მოგებას. გაუნაწილებელი მოგება ეს ის საშუალებაა, რომელიც კომპანიამ გამოიმუშავა, არ გადაუხადა თავის აქციონერებს და თავის სარგებლობაში დაიტოვა. აღნიშნულის გამო გაუნაწილებელი მოგება წარმოადგენს აქციონერების მხრიდან სახსრების დამატებით დაბანდებას. ჯამში ვიღებთ სააქციო კაპიტალს:

$$\begin{aligned} & \text{სააქციო კაპიტალი} = \\ & = \text{ჩვეულებრივი აქციები} + \text{გაუნაწილებელი მოგება.} \end{aligned}$$

სააქციო კაპიტალისა და ვალდებულების ჯამი კი მთლიანად აქტივების ჯამის ტოლი უნდა იყოს. ამგვარად ბალანსი იძლევა მნიშვნელოვან ინფორმაციას, რომელიც ეფექტიანი და შედეგიანი გადაწყვეტილების მისაღებად გამოიყენება.

9.12. მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება

ფირმის საქმიანობის შედეგების განმაზოგადოებელ დოკუმენტს წარმოადგენს ასევე მოგების და ზარალის შესახებ ანგარიშგება ახლა განვიხილოთ აღნიშნული დოკუმენტის შედგენაში არსებულ ზოგიერთ სიახლეები და მისი როლი მმართველობით საქმიანობაში ეფექტური გადაწყვეტილებების მისაღებად.

ვიდრე მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების განხილვას დავიწყებდეთ გავიხსენოთ ბუღალტრული ბალანსი. კერძოდ აქტივები და ვალდებულებები, რომლებიც შესაბამისად წარმოადგენს ერთის მხრივ ფირმის რესურსებს და მეორეს მხრივ დაფინანსების წყაროს. როგორც წესი კომპანიის მართველები ცდილობენ რა მიიღონ მოგება იმედოვნებენ, რომ ფირმის დამფინანსებლები (იგულისხმება ფირმის მფლობელები, აქციონერები, ბანკები და ა. შ.) მთლიანდ არ გაინაწილებენ მოგებას და მის გარკვეულ ნაწილს დატოვებენ წარმოების განვითარებისათვის. მოგების დარჩენილი ნაწილი ეს არის გაუნაწილებელი მოგება და შესაძლებელია მისი რეინვესტირება. საწყისი (საწესდებო) კაპიტალის ზევით დამატებითი დაფინანსების იდეა ძალზედ მნიშვნელოვანია, რამდენადაც კომპანიისათვის გარე დაფინანსება ყოველთვის იყო და იქნება შეზღუდული. სწორედ ამიტომ მოგების მიღება ფირმის არსებობის აუცილებელ პირობას წარმოადგენს.

საანგარიშგებო პერიოდში მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება ახასიათებს ფირმის საქმიანობის შედეგებს, რომელშიც დროის განსაზღვრულ პერიოდში, კომპანიის შემოსავლები და ხარჯები აისახება. პრაქტიკაში მოგების და ზარალის შესახებ ანგარიშგებას ადგენენ, როგორც ყოველკვარტალურად ისე წლის ბოლოს. მოგება მიიღება განსახილველ პერიოდში შემოსავლებისა და ხარჯების ურთიერთ შეჯერების გზით. ფირმის ყველა შემოსავალი ეს შემოსულობაა, ხოლო ყველა ხარჯი (წარსული ახლანდელი და მომავალი) გადასახდელია, რომელიც სააღრიცხვო პერიოდს მიეკუთვნება. რაც შეეხება ფირმის შესაძლო მოგებას ან ზარალს ის შეიძლება იყოს მისი, როგორც საოპერაციო ისე საინვესტიციო საქმიანობის შედეგი. ამასთან მნიშვნელოვანია გავაცნობიეროთ ისიც, რომ კომპანიას უპირატესად საოპერაციო მოგების იმედი აქვს, რამდენადაც საინვესტიციო საქმიანობიდან მიღებული მოგება მის ნამდვილ საქმიანობას გარკვეულ წილად ამახინჯებს.

მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების შედგენის საფუძველს წარმოადგენს **შესაბამისობის პრინციპი**. რომლის მიხედვითაც, მიუხედავად იმისა იყო თუ არა ფაქტიურად გადახდილი ან მიღებული ფულადი საშუალებები, ხარჯები იმ პერიოდის ანგარიშგებაში აისახება, როდესაც ადგილი ქონდა შესაბამის სამეურნეო ოპერაციას. ამგვარად საანგარიშგებო პერიოდში ხდება იმ ხარჯების აღიარება რომელიც ამ პერიოდის შემოსავლების მისაღებად იქნა გაწეული. რაც შეეხება

გასული წლის ხარჯებსა და შემოსავლებს, რომელიც საანგარიშგებო პერიოდში იქნა შემოსული ან გადარიცხული, ამ პერიოდის შემოსავლებსა და ხარჯებს არ მიეკუთვნება. ამგვარად შემოსავლებისა და ხარჯების ურთიერთმიკუთვნების პროცესი დარიცხვის მეთოდით მიმდინარეობს. დარიცხვა, გაყიდვასთან დაკავშირებით, ხდება სამართლებრივი უფლებისა და ვალდებულების დადგომის მომენტში.

უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ გადასახდელი, რომელიც უზრუნველყოფს მომავალ ეკონომიკურ სარგებელს მიეკუთვნება აქტივებს. გადასახდელი რომელიც უზრუნველყოფს მიმდინარე შემოსავალს, აღიარებულია ხარჯებად. ხოლო გადასახდელი რომელიც არანაირ სარგებელთან არ იძლევა, ზარალს წარმოადგენს.

ცხრილი 2-ში წარმოდგენილია, ორი მომდევნო წლის განმავლობაში, კომპანია „ქართუს“ ანგარიშგება (კომპანიის სახელწოდება და მონაცემები პირობითია). აღნიშნულ დოკუმენტში უწინარეს ყოვლისა, დროის კონკრეტულ პერიოდში, აისახება ფულად ფორმაში რეალიზაციიდან მიღებული ამონაგები, რასაც აკლდება რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება და ვიღებთ მთლიან მოგებას. რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება წარმოადგენს პროდუქციის წარმოებასთან დაკავშირებულ პირდაპირ ხარჯებს. ასე მაგალითად ფუნთუშების მწარმოებლისათვის რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულებაში შედის ფქვილის, საფუარის და სხვა მასალების ღირებულება, რომელიც ფუნთუშების დამზადებას ჭირდება და შრომის ხარჯები. გარდა ამისა მას მიეკუთვნება ელექტროენერგიის ხარჯები, საექსპლოატაციო ხარჯები და მოწყობილობების რემონტის ხარჯები.

მთლიანი მოგება არის რეალიზაციიდან მიღებულ ამონაგებსა და პროდუქციის თვითღირებულებას შორის სხვაობა:

$$\begin{aligned} \text{მთლიანი მოგება} &= \text{რეალიზაციიდან ამონაგებს} - \\ &- \text{რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება} \end{aligned}$$

მოგებისა და ზარალის ანგარიშგებაში ასევე აისახება კომპანიის ძირითადი საშუალებებისა და მოწყობილობების ამორტიზაცია – დარიცხული ცვეთა. ანალოგიურად აისახება კომპანიის მიერ გაწეული ხარჯები, რომელიც დაკავშირებულია ვაჭრობასთან, ადმინისტრირებასთან, სხვა ხარჯებთან და ამცირებს მის მოგებას. მას შემდეგ როდესაც პროდუქციის რეალიზაციიდან მიღებულ მთლიან მოგებას გამოვაკლებთ ამორტიზაციას, სავაჭრო და ადმინისტრაციულ ხარჯებს ვიღებთ კომპანიის მოგებას პროცენტისა და გადასახადების გადახდამდე (EBIT)

კომპანია „ქართუს“ მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება
(ლარებში)

ცხრილი 2.

	I წელი	II წელი
რეალიზაციიდან ამონაგები	19 625	25 280
რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება	15 700	20 900
მთლიანი მოგება	3 925	4 380
ამორტიზაცია	650	750
სავაჭრო და ადმინისტრირების ხარჯები	2 425	2 615
მოგება - პროცენტისა და გადასახადის გადახდამდე	850	1 015
პროცენტის გადახდის ხარჯები	725	940
მოგება - გადასახადების გადახდამდე	125	75
გადასახადები	47	28
წმინდა მოგება	78	47

$$EBIT = \text{მთლიან მოგება} - \text{ამორტიზაცია} - \\ - \text{სავაჭრო და ადმინისტრირების ხარჯები}$$

ამორტიზაციისა და საოპერაციო ხარჯებთან ერთად კომპანიამ უნდა გადაიხადოს საგალო ვალდებულებებზე პროცენტი. პროცენტის ხარჯები ჩვეულებრივ სხვა ხარჯებისაგან გამოიყოფა. აღნიშნული განპირობებულია იმით, რომ აღებული სესხებზე გადახდილი პროცენტის ხარჯები, კომპანიის **დაფინანსების პოლიტიკის** შედეგს წარმოადგენს. რაც შეეხება ამორტიზაციას, სავაჭრო და ადმინისტრირების ხარჯებს, ისინი უშუალოდ კომპანიის ფუნქციონირებასთანაა დაკავშირებული და შესაბამისად **საოპერაციო ხარჯებს** მიეკუთვნება.

პროცენტის გადახდის ხარჯების ცალკე გამოყოფა საშუალებას იძლევა მოვახდინოთ მსგავსი კომპანიების შედარება. ასე მაგალითად ორი კომპანია რომელსაც ერთნაირი წარმოება გააჩნიათ, მოგება პროცენტისა და გადასახადების გადახდამდე ერთნაირი უნდა ქონდეთ, მაშინაც კი თუ კი ფულადი სახსრების მოზიდვის სხვაგვარადაა პოლიტიკას იყენებენ. სწორედ ამიტომ **საწარმოთა საქმიანობის შესაფასებლად, ჩვეულებრივ იყენებენ მოგებას პროცენტისა და გადასახადების გადახდამდე**. მოგება, რომელიც რჩება პროცენტისა და გადასახადების გადახდამდე აკლდება პროცენტის გადახდის ხარჯები და მიიღება მოგება გადასახადების გადახდამდე:

$$\text{მოგება გადასახადების გადახდამდე} = \text{მოგება პროცენტისა} \\ \text{და გადასახადების გადახდამდე} - \text{პროცენტის გადახდის ხარჯები}$$

მოგების ეს ნაწილი ექვემდებარება დაბეგვრას. აღნიშნულს აკლდება ის გადასახადები, რომელიც უნდა გადაიხადოს კომპანიამ, როგორც ბეგარავალდებულმა პირმა. ბოლოს კომპანიას რჩება წმინდა მოგება:

$$\text{წმინდა მოგება} = \text{მოგება გადასახადების გადახდამდე} - \text{გადასახადები}$$

დროის განსაზღვრულ პერიოდში მიღებული წმინდა მოგება შეიძლება კომპანიაში იქნეს რეინვესტირებული ან კიდევ აქციონერებს გაუნაწილდეს დივიდენდის სახით:

$$\text{წმინდა მოგება} = \text{გაუნაწილებელ მოგებას} + \text{დივიდენდები}$$

მოგების და ზარალის ანგარიშგების განხილვის დროს უნდა გვახსოვდეს ის განსხვავება, რომელიც არსებობს, **მოგებისა და ზარალის ანგარიშგებაში** ასახულ მოგებასა და კომპანიის **საღაროს გეგმაში** ასახულ მოგებას შორის.

საღაროს გეგმა, როგორც წესი ასახავს ფულადი საშუალებების ფაქტიურ მოძრაობას და ეს ძალზე მნიშვნელოვანია. საღაროში მხოლოდ ფაქტიურად არსებული ნაღდი ფული იძლევა იმის საშუალებას, რომ კომპანიამ შეასრულოს თავისი ვალდებულებები. თუ კი კომპანია მთელ თავის (პროდუქციას) საქონელს გაყიდის კრედიტში, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების მიხედვით დროის კონკრეტულ პერიოდში, შეიძლება მას დიდი მოგება გააჩნდეს იმ შემთხვევაშიც კი თუ კი კომპანიამ ამ საქონლის საფასური მომავალში უნდა აიღოს. ასეთ შემთხვევაში საანგარიშგებო მოგება მართალია მაღალი იქნება, ხოლო საღაროს ნაღდი (საღარო) მოგება ნულის ტოლი.

მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება იძლევა ინფორმაციას, რომლის მიხედვითაც მეწარმეს შეუძლია აკონტროლოს მისი საქმიანობა და ხარჯები. ასე მაგალითად კომპანია „ქართუს“ მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების მიხედვით (ცხრილი 1) მთლიანი მოგება და ამონაგები მეორე წელს შესაბამისად შეადგენს 4 380 და 25 280 ლარს. რაც საშუალებას იძლევა განისაზღვროს ამონაგებში მთლიანი მოგების ხვედრითი წონა:

$$\frac{4380}{25280} \times 100 = 17,3\%$$

იმის გათვალისწინებით, რომ წინა წელთან შედარებით, მთლიანი მოგების ხვედრითი წონა ამონაგებში იზრდება თუ მცირდება მეწეჯერი, მარაგების შესყიდვის ან შენახვის სფეროში, კომპანიის საქმიანობის შესახებ ინფორმაციას იღებს. ანალოგიური გაანგარიშებები შესაძლებელია ასევე საოპერაციო მოგებასთან დაკავშირებითაც:

$$\frac{1015}{25280} \times 100 = 4\%$$

შესაძლებელია ასევე პროცენტის სახით სხვა ხარჯების ამონაგებთან დამოკიდებულებაც განისაზღვროს:

$$\frac{\text{ამორტიზაცია } 750 \times 100}{\text{ამონაგები } 25280} = 2,96\%$$

მეწარმემ ყურადღება უნდა მიაქციოს ასევე საოპერაციო მოგებას და სესხის პროცენტს შორის თანაფარდობას. იმის გათვალისწინებით, რომ პროცენტი, როგორც წესი, მთელი სესხების პერიოდში უცვლელი რჩება, სესხის ფასთან შედარებით მოგების სიდიდის შემცირებაც მოითხოვს სათანადო, ანალიზსა და რეაგირებას. თუ კი ერთი სამეურნეო წლის შემდეგ მაჩვენებელი იცვლება, მენეჯერი იღებს გადაწყვეტილებას ფირმის საქმიანობის შესაბამის სფეროში განსახორციელებელ ცვლილებებთან დაკავშირებით.

მიუხედავად იმისა, რომ ამორტიზაცია, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების მიხედვით ხარჯებს მიეკუთვნება, ცვეთის წლიური თანხის დარიცხვით ფირმიდან ფულადი სახსრების გადინება არ ხდება. იმის გათვალისწინებით, რომ ამორტიზაცია მიეკუთვნება არაფულად ხარჯებს, მას იყენებენ იმ მიზნით, რომ მუდმივი აქტივის შეძენაზე გაწეული ხარჯი მომავალ შემოსავლებთან შეათანხმონ. შესაბამისად ამორტიზაცია ამცირებს დასაბეგრ ბაზას და ამით ის ფირმის საღაროს ნაღდ ფულად გარდაიქმნება და რასაც **საამორტიზაციო საგადასახადო ფარს** უწოდებენ.

განვიხილოთ მაგალითი: დაუშვათ, რომ ფირმის მოგებამ გადასახადების გადახდამდე (1 500 ლარის ცვეთის ხარჯების გამოკლების შემდეგ) შეადგინა 4 000 ლარი. ამასთან კომპანიის გადასახადების ხვედრითი წონა „გადასახადის გადახდამდე მოგებაში“ 34%-ი შეადგინა. ასეთ შემთხვევაში გადასახდელი გადასახადები იქნება:

$$4\ 000 \text{ ლარი} \times 0,34 = 1360 \text{ ლარი.}$$

თუ კი ფირმა მთლიან მოგებას ამორტიზაციას არ გამოაკლებს გადასახადის სახით 1 870 ლარი უნდა გადაიხადოს. კერძოდ:

$$5\ 500 \text{ ლარი} \times 0,34 = 1\ 870 \text{ ლარი.}$$

ამგვარად ამორტიზაცია ფირმას დაეხმარა, რომ 510 ლარით ნაკლები გადასახადი გადაეხადა, რაც საამორტიზაციო საგადასახადო ფარს წარმოადგენს:

$$1\ 870 - 1\ 360 = 510 \text{ ლარს}$$

თუ კი საგადასახადო განაკვეთს აღვნიშნავთ T-თი საამორტიზაციო საგადასახადო ფარი შეიძლება პირდაპირაც განისაზღვროს. კერძოდ:

$$\text{საამორტიზაციო საგადასახადო ფარი} = \text{ამორტიზაცია} \times T$$

ჩვენს მიერ მოყვანილი მაგალითის მიხედვით გამოდის, რომ სამორტიზაციო საგადასახადო ფარი შედგენს:

$$1\,500 \times 0,34 = 510 \text{ ლარს.}$$

მეწარმისათვის საფინანსო ანგარიშგების ინფორმაციას დიდი მნიშვნელობა ექნება იმ შემთხვევაში თუ კი შეძლებს მის გამოყენებას მიმდინარე მდგომარეობის შეფასებისა და მომავალი საქმიანობის დაგეგმვის მიზნით. აღნიშნული კი მოითხოვს საფინანსო აღრიცხვის მიმართ „გონივრულ და პატიოსანი“ (true and fair) მიდგომის საერთაშორისო პრაქტიკის გამოყენებას.

9.2.3. ფინანსური აღრიცხვის ხელოვნება და ფულადი სახსრების მართვა

ფირმებში ფინანსური ანგარიშგების მომზადება და წარდგენა მის მიერ დამოუკიდებლად შერჩეული სააღრიცხვო პოლიტიკის შესაბამისად ხორციელდება. ზოგადად პოლიტიკა მართვის ხელოვნებაა. შესაბამისად სააღრიცხვო პოლიტიკა სააღრიცხვო საქმიანობის მართვაა, რომლის ეფექტი აღრიცხვის მეთოდის შერჩევაზეა დამოკიდებული. სადექტო კურსის მოცემულ თემაში ჩვენს მიერ განხილულ იქნა ფინანსური ანგარიშგების ისეთი დოკუმენტები, როგორიცაა საბუღალტრო ბალანსი და მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება და მათი როლი ფინანსურ გადაწყვეტილებების მიღებაში. ახლა განვიხილოთ ფინანსური აღრიცხვის ზოგიერთ მეთოდოლოგიურ ასპექტები, რომელსაც დიდი მნიშვნელობა აქვს ფირმის სააღრიცხვო პოლიტიკის შერჩევის პროცესში.

საქართველოში ისე როგორც მთელ პოსტსაბჭოურ სივრცეში, გასული საუკუნის 90-იან წლებამდე, ფინანსური აღრიცხვისა და ანგარიშგების შედგენის ერთნაირი და ერთადერთი ვარიანტი არსებობდა. ამასთან უკვე 50 წელზე მეტია, გარდა პოსტსაბჭოური სივრცისა თითქმის მთელ დანარჩენ მსოფლიოში, საწარმოს სამეურნეო საქმიანობასთან და შესაბამისად ფინანსურ აღიჯვასთან დაკავშირებით ეგრეთ წოდებულ „გონივრულ და პატიოსან“ (true and fair) მიდგომა არსებობს. აღნიშნული განპირობებულია იმით, რომ ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტები საფინანსო დოკუმენტებში მიმდინარე მოვლენების ასახვასთან დაკავშირებით გვთავაზობს სხვადასხვა მეთოდებსა და მიდგომებს. ყოველ მათგანს გააჩნია თავისებურებები და მათი გამოყენება სხვადასხვა შედეგს იძლევა. რაც თავის მხრივ ფინანსური აღრიცხვის ხელოვნებაზე მიუთითებს.

ფინანსურ აღრიცხვაში „გონივრული და პატიოსანი“ დამოკიდებულების ერთ-ერთ მაგალითს მუდმივი აქტივის ცვეთის აღრიცხვა წარმოადგენს. ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტები, მუდმივი აქტივის მომსახურების პერიოდში, ცვეთის თანხის განაწილების რამდენიმე მეთოდს გვთავაზობს. კერძოდ ესენია: წრფივი, დაჩქარებული, რიცხვთა ჯამისა და წარმოების ერთეულთა

ჯამის მეთოდი. (უფრო ვრცლად ეს საკითხი მეორე თავშია განხილული) ყველა ჩამოთვლილი მეთოდები ფინანსურ აღრიცხვაში „გონივრული და პატიოსანი“ მიდგომის არსებობას ადასტურებს.

ამორტიზაციის დარიცხვის მეთოდის შერჩევა ფირმის სააღრიცხვო პოლიტიკის საკითხია. ამორტიზაციის მიზანია – მუდმივი აქტივის ღირებულება მისი გამოყენების მთელ პერიოდზე განაწილდეს და წლების მიხედვით ფირმის მთლიანი მოგებას გამოაკლდეს.

ფინანსური ანგარიშგებისათვის, მუდმივი აქტივის შეფასების სტანდარტული მიდგომის საფუძველს, მისი შეძენის ღირებულება წარმოადგენს. აღნიშნულ მიდგომას „ხარჯების ისტორიულ აღრიცხვას“ უწოდებენ. ეს ნიშნავს იმას, რომ საბუღალტრო დოკუმენტებში შეაქვთ აქტივის საწყისი ღირებულება მინუს ჯამობრივი ამორტიზაცია. ამ მეთოდის უპირატესობას მისი შედეგის სიმარტივე განსაზღვრავს.

ამასთან მუდმივი აქტივის შეფასების პროცესში ხსენებული მეთოდის მთავარ ნაკლოვანებას წარმოადგენს ის, რომ ინფლაციის პირობებში აქტივის შეფასება მალე ძველდება, მოგება კი სულ უფრო ნაკლებად ასახავს ფირმის საქმიანობის რეალურ შედეგს. ინფლაციის ტემპის ზრდის შემთხვევაში „ხარჯების ისტორიული აღრიცხვა“ ამორტიზაციის მნიშვნელობას ამცირებს. როგორც წესი ამორტიზაცია აქტივის საწყისი ღირებულების მიხედვით განისაზღვრება, რაც ინფლაციის პირობებში მოგების მომატებულ შეფასებას იწვევს. ამგვარად თუ კი ამორტიზაცია რეალურად არ არის შეფასებული აქტივის შეცვლა არასწორად ხდება. მსგავსი ნაკლოვანებებით შესაძლებელია მცდარი გადაწყვეტილების მიღება, რაც სააღრიცხვო ინფორმაციის მნიშვნელობას ამცირებს. ანალოგიურად შეიძლება განვიხილოთ მარაგების აღრიცხვასთან დაკავშირებული სიტუაციები.

განვიხილოთ მარტივი მაგალითი. დაუშვათ, რომ ფირმა ეწევა ეკონომიკურ საქმიანობას, ფლობს მაღაზიას, გააჩნია საწყობი და მიზანშეწონილად მიიჩნევს შეინახოს გარკვეული სახის სარეალიზაციო საქონლის მარაგი ისე, რომ არ ელოდება როდის მოხდება საქონლის რეალიზაცია.

ამგვარად ხშირია შემთხვევები, როდესაც საწყობში ერთდროულად აღმოჩნდება სხვადასხვა დროს, სხვადასხვა ფასში, სხვადასხვა მიმწოდებლიდან შეძენილი ერთი და იგივე სახის საქონლის მარაგი. დაუშვათ, რომ ჩვენი მაგალითის მიხედვით ფირმა საწყობში ინახავს სხვადასხვა დროს შეძენილ სამ ყუთ შამპუნს. თითოეულ ყუთში 50 ცალი შამპუნია მოთავსებული. ამასთან პირველი ყუთი შეძენილი იყო 100 ლარად, მეორე 150 ლარად, ხოლო მესამე 200 ლარად.

მაღაზიაში მუშაობს სამი გამყიდველი და ერთდროულად ხდება სამივე ყუთიდან შამპუნის რეალიზაცია. რეალიზაცია რა თქმა უნდა ხდება ერთი და იგივე ფასში ერთი ცალი შამპუნის ფასია 6 ლარი. ბოლო ერთ თვეში გაიყიდა 110 ცალი შამპუნი. შესაბამისად ფირმის მენეჯერი დგება იმის აუცილებლობის წინაშე, რომ განსაზღვროს ნარჩენი მარაგის ღირებულება და საქონლის რეალიზაციის შედეგად მიღებული ფირმის მთლიანი მოგება.

აღნიშნულის მიზნით შეიძლება გამოყენებულ იქნეს აღრიცხვის სხვადასხვა მეთოდები, რაც ასევე ფინანსური აღრიცხვის „გონივრულ და პატიოსან“ მიდგომის გამოყენების შესაძლებლობას იძლევა. ერთ-ერთი მეთოდია **წაიფო (FIFO - First in, first Out)**, რომლის მიხედვითაც აღრიცხვა ხდება პრინციპით - პირვალად იყიდება ის საქონელი რომელიც საწყობში პირველად შემოვიდა. მეორე საშუალო შეწონილი ღირებულების განსაზღვრის მეთოდი (**AVCO - Average Cost**). ამ მეთოდით ღირებულების გასაშუალოება ხდება. ბევრს ეს მეთოდი უფრო გონივრულად მიაჩნია. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ის საქონლის რეალურ ღირებულებას არ შეესაბამება. განხილული მაგალითის მიხედვით ცხრილი 3-ში იხილეთ ორივე შესაძლო მეთოდით მარაგების შეფასების შედეგები:

ცხრილი 3

მეთოდები	ფასი	რეალიზაციის მოცულობა	ამონაგები	თვითღირებულება	თვითღირებულების რეზერვების ფორმირება	მთლ. მოგება	მარაგების ღირებულება	მარაგების ღირ.-ის ფორმირება
FIFO/ წაიფო	6	110	660	266	$50 \times 2 + 50 \times 3 + 4 \times 4 = 266$	394	160	40×4
AVCO/ საშუალო შეწონილი	6	110	660	330	$110 \times (2+3+4)/3$	330	120	$40 \times (2+3+4)/3$

ინფლაციის პირობებში მეთოდი **წაიფო** ხელოვნურად ამცირებს თვითღირებულებას და ზრდის ფირმის მოგებას. ცხრილი 3-დან ჩანს ორივე მეთოდით განსაზღვრული ფინანსური შედეგები. ორივე აკმაყოფილებს „გონივრული და პატიოსანი“ მიდგომის მოთხოვნებს, მაგრამ სხვადასხვა ფინანსურ შედეგებამდე მივყევართ. ფინანსური აღრიცხვის სხვადასხვა მეთოდების თავისებურებები და მათი მიზნობრივი გამოყენება კი „ფინანსური აღრიცხვის ხელოვნებას“ წარმოადგენს.

9.3. ფულადი სახსრების მართვა

ფირმის ფინანსური მენეჯმენტის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილია ფულადი სახსრების მართვა. ფულადი სახსრების ეფექტური მართვის შედეგად

ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა უზრუნველყოს ფულადი სახსრების დეფიციტის ან ჭარბი ფულადი სახსრების პრობლემის დაძლევა და შესაბამისად მისი საოპერაციო, საინვესტიციო და საფინანსო საქმიანობიდან შემოსავლის მიიღება.

ფულადი საშუალებების ნაკადი

ნებისმიერი ფირმის კომერციულ მიზანს წარმოადგენს ის, რომ სამეწარმეო საქმიანობის შედეგად მიიღოს დაბანდებულზე მეტი ფულადი საშუალებები. როგორც წესი ფულადი საშუალებების მიღების წყარო ორ კატეგორიად შეიძლება დავეყოთ.

ფული შეიძლება შემოვიდეს როგორც გრძელვადიან წყაროდან (სესხის, გრანტის ან მფლობელის საშუალებების სახით) ისე კლიენტებისაგან. განხორციელებული საოპერაციო საქმიანობის შედეგად მიღებული ფულადი საშუალებები ფირმამ შეიძლება გამოიყენოს, როგორც ხანგრძლივი მოხმარების რესურსების შესაძენად - წარმოების გასაფართოებლად, ისე მიმდინარე მოხმარებისათვის - მაგალითად ბანკის ვალდებულების (ან სააქციო საზოგადოებაში აქციონერების დვიდენდების) დასაფარავად. ამგვარად ფულადი საშუალებების მოძრაობა თავისი არსით ეს არის ფირმიდან და ფირმაში განხორციელებული ფულის ნაკადი.

ტიპიურ სიტუაციაში ფულის ნაკადი შეიძლება ასე წარმოვიდგინოთ. ფირმა სამეწარმეო საქმიანობის დასაწყებად ყიდულობს საქონელს (მომსახურებას) და იხდის ნაღდ ფულს, ხოლო მოგვიანებით ის ყიდის საქონელს (მომსახურებას) და იღებს ასევე ნაღდ ფულს. აქვე უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ სამეწარმეო საქმიანობაში ხშირად გამოიყენება საქონლის კრედიტში ყიდვა-გაყიდვის პრაქტიკა. რაც ნიშნავს იმას, რომ საქონელი იყიდება ახლა, ხოლო გადახდა ხდება მოგვიანებით. ამგვარად ფირმას შეუძლია საქონელი (მომსახურება) იყიდოს და გაყიდოს კრედიტში. როდესაც ფირმა საქონელს ყიდის კრედიტში წარმოიქმნება დებიტორული დავალიანება, ხოლო როდესაც ყიდულობს საქონელს კრედიტში კრედიტორული დავალიანება. ჩვეულებრივ დებიტორი არის ფიზიკური ან იურიდიული პირი, რომელიც ფულს უხდის ფირმას. ხოლო კრედიტორი არის ფიზიკური ან იურიდიული პირი, რომელსაც ფირმამ ფული უნდა გადაუხადოს.

ფირმაში ფულის ნაკადი წარმოიქმნება მისი საოპერაციო, საინვესტიციო და საფინანსო საქმიანობის შედეგად. ფულის ნაკადის ძირითადი ნაწილი საოპერაციო საქმიანობის შედეგად მიიღება. ასე მაგალითად საქონლისა და მომსახურების რეალიზაციის შემდეგ ფირმაში მართალია ხდება ფულადი საშუალებების ძირითადი ნაწილის შემოღინება, მაგრამ ასევე ხდება ფულადი საშუალებების გადინება რაც ფირმის ვალდებულებების დაფარვაში აისახება. ხანგრძლივი მოხმარების საშუალებების შეძენის დროს ფირმიდან დიდი რაოდენობით ფული გაედინება, ხოლო სააქციო საზოგადოების მიერ ფასინი ქაღალდების გამოშვება და განთავსება დაკავშირებულია ფულადი საშუალებების შემოღინებასთან, აქციონერებისათვის

დივიდენდების გაცემა კი ფულადი საშუალებების გადინებასთან. აქვე უნდა აღინიშნოს ისიც, რომ ნებისმიერი კომერციული საქმიანობა ხასიათდება იმით, რომ ფულადი საშუალებების შემოდინებასა და გადინებას არარეგულარული ხასიათი გააჩნია. შესაბამისად ფირმამ სხვადასხვა დროს შეიძლება განიცადოს ფულადი საშუალებების ნაკლებობა ან სიჭარბე. რაც შემდეგი დასკვნის გამოტანის საშუალებას იძლევა:

1. ფირმას, მიმდინარე ხარჯების დასაფარავად და საჭირო რესურსების შესაძენად, აუცილებელია ფულადი საშუალებების საკმარისი მარაგი გააჩნდეს.
2. ჭარბი ფულადი საშუალებების მარაგის არსებობა ფირმისთვის არ არის სასურველი, რამდენადაც ამ შემთხვევაში ფულის ოპტიმალურად გამოიყენება არ ხდება.

აღნიშნულიდან გამომდინარე ფულადი საშუალებების მართვის ძირითადი ამოცანას წარმოადგენს:

- ფირმაში ფულადი საშუალებების შემოდინების წყაროს შესწავლა;
- ფულად საშუალებებზე მოთხოვნილების განსაზღვრა;
- ფირმის მიერ ფულადი საშუალებების ოპტიმალური გამოყენების ორგანიზაცია.

9.3.1. ფულადი საშუალებების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება

ფინანსურ დოკუმენტს რომელშიც ხდება ფირმაში ფულადი სახსრების შედინებისა და გადინების დაფიქსირება ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება (ან საკასო გეგმა) (cash flow statement) ეწოდება. მეწარმეს უნდა გააჩნდეს ხსენებული დოკუმენტი, რამდენადაც იგი გამოიყენება, როგორც უკვე მომხდარი პროცესებისა და მოვლენების გასაანალიზებლად, ისე მომავალი პროგნოზების გასაკეთებლად. ამგვარად ფულადი საშუალებების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება გვიჩვენებს, როგორ ხდება ფირმის მიერ, საანგარიშგებო პერიოდში, ფულადი საშუალებების მიღება და გამოყენება.

ასე მაგალითად: თუ კი ფირმამ ბანკიდან 1 000 ლარი გამოიტანა და მოახდინა მისი საჩეკო ანგარიშზე დეპონირება, ასეთ შემთხვევაში კრედიტი ფულადი სახსრების წყაროს წარმოადგენს და ეს ფირმის ნაღდი ფულადი საშუალებების გაზრდას ითვალისწინებს; კომპანიას ასევე შეუძლია მიიღოს ფულადი საშუალებები აქციებისა და ობლიგაციების ემისიით და შესაბამისად აქციონერებისა და ობლიგაციონერების მიმართ ვალდებულებების აღების გზით; ფულადი საშუალებების მიღების ერთ-ერთ მნიშვნელოვან წყაროს მიეკუთვნება კომპანიის სასაქონლო-მატერიალური მარაგის დონის შემცირება და ა. შ. ამასთან ფირმას შეუძლია ნაღდი ფული გამოიყენოს მაგალითად: სატვირთო ავტომანქანის შესაძენად; კრედიტორული დავალიანების შესამცირებლად; სახელფასო დავალიანების დასაფარავად და ა.შ..

საერთოდ ნებისმიერ ფირმას გააჩნია ფულადი საშუალებების მიღების სამ ძირითადი წყარო, რომელიც ასევე სამი ძირითადი მიმართულებით გამოიყენება. იხილეთ ცხრილი 4.

ამ დროს წარმოიქმნება ე.წ. წყვილები. ასე მაგალითად, ფირმამ შეიძლება გაზარდოს ვალდებულებები, რაც ფულადი სახსრების წყაროს წარმოადგენს. ფულადი სესხის აღებით იზრდება ფირმის განკარგულებაში არსებული ფულადი საშუალებები. ვალდებულებების ანგარიშის შემცირებით კი ხდება ფულადი სახსრების გამოყენება.

**ფირმის ფულადი საშუალებების მიღების ძირითადი
წყარო და გამოყენების მიმართულებები**

ცხრილი 4.

ფულადი საშუალებების მიღების წყარო	ფულადი საშუალებების გამოყენების მიმართულებები
1. ვალდებულებების ანგარიშის ზრდა	1. ვალდებულებების ანგარიშის შემცირება
2. სააქციო კაპიტალის ანგარიშის ზრდა	2. სააქციო კაპიტალის ანგარიშის შემცირება
3. აქტივების ანგარიშის შემცირება	3. აქტივების ანგარიშის ზრდა

იმ შემთხვევაში თუ კი ფირმა იხდის არსებულ დავალიანებას ამით ის იყენებს მის განკარგულებაში არსებულ ფულად საშუალებებს ამ ვალდებულებების შესამცირებლად. ამგვარად ფირმის ვალდებულებების მოცულობის ზრდა ფულადი სახსრების მიღების წყაროს წარმოადგენს, ხოლო შემცირება ფულადი სახსრების გამოყენებას გვიჩვენებს.

თუ კი ფირმა ზრდის სააქციო კაპიტალს, ასეთ შემთხვევაში გაზრდილი ვალდებულება წარმოადგენს ფულადი საშუალებების მიღების წყაროს. ანალოგიურად თუ კი ფირმა ამცირებს სააქციო კაპიტალს, ბაზარზე საკუთარი აქციების გამოსყიდვით ან დივიდენდების გადახდით, მაშინ ფულად საშუალებების გამოყენება ხდება. აქტივის, მაგალითად სასაქონლო მატერიალური მარაგის, შემცირება წარმოადგენს ფულადი საშუალებების მიღების წყაროს.

იმისათვის, რომ შევადგინოთ წლიური ფულადი სახსრების წყაროსა და მისი გამოყენების შესახებ ანგარიშგება, აუცილებელია გაგვაჩნდეს ორი წლის ბალანსი. ცხრილი 5-ში მოცემულია კომპანია „ქართუს“ ორი წლის ბალანსისა და მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების მიხედვით (კომპანიის სახელწოდება და მონაცემები პირობითია) ყველა ინფორმაცია, რაც აუცილებელია ფულადი სახსრების წყაროსა და მისი გამოყენების შესახებ წლიური ანგარიშგების შესადგენად.

**კომპანია „ქართუს“ ბალანსი და
მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება
(ლარებში)**

ცხრილი 5.

	I წელი	II წელი	სხვაობა
ბალანსი			
აქტივი			
საღარო	175	210	35
ფასიანი ქაღალდები	90	75	-15
დებიტორული დავალიანებები	560	520	-40
სასაქონლო მატერიალური მარაგები	330	670	340
სულ საბრუნავი (მიმდინარე) აქტივი	1 155	1 475	320
დაზგები და მოწყობილობები	20 000	23 000	3 000
მინუს ამორტიზაცია	7 500	8 250	750
სულ ძირითადი (მუდმივი) აქტივი	12 500	14 750	2 250
სულ აქტივი	13 655	16 225	2 570
ვალდებულება და სააქციო კაპიტალი			
კრედიტორული დავალიანება	325	390	65
გადასახდელი თამასუქი	225	530	305
დარიცხული დავალიანება	50	40	-10
გადაუხდელი გადასახადი	30	100	70
მოკლევადიანი ვალდებულება	630	1 060	430
გრძელვადიანი ვალდებულება	7 500	9 600	2 100
სულ ვალდებულება	8 130	10 660	2 530
ჩვეულებრივი აქციები (ნომინალით 1 ლარი 1 მილიონი აქცია)	1 000	1 000	0
გაუნაწილებელი მოგება საანგარიშგებო წელს	4 525	4 565	40
სულ სააქციო კაპიტალი	5 525	5 565	40
სულ ვალდებულება და სააქციო კაპიტალი	13 655	16 225	2 570
მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება			
რეალიზაციიდან ამონაგები	19 625	25 280	
რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება	15 700	20 900	
მთლიანი მოგება	3 925	4 380	
ამორტიზაცია	650	750	
სავაჭრო და ადმინისტრირების ხარჯები	2 425	2 615	
მოგება - პროცენტისა და გადასახადის გადახდამდე	850	1 015	
პროცენტის გადახდის ხარჯები	725	940	
მოგება - გადასახადების გადახდამდე	125	75	
გადასახადები	47	28	
წმინდა მოგება	78	47	

აღნიშნული ცხრილის ბოლო სვეტში, საანგარიშგებო პერიოდის მიხედვით, ნაჩვენებია მონაცემთა შორის სხვაობა. ამ სვეტისა და პირველი ცხრილში მოტანილი წესების დახმარებით ჩვენ შეგვიძლია შევადგინოთ კომპანიის ფულადი საშუალებების წყაროსა და გამოყენების შესახებ ანგარიშგება.

**კომპანია „ქართუს“ ფულადი საშუალებების წყაროსა
და გამოყენების მიმართულებების შესახებ ანგარიშგება**

ცხრილი 6.

ფულადი საშუალებების წყარო	
1. გრძელვადიანი ვალდებულებების ზრდა	2100
2. გადასახდელი თამასუქის ჯამის ზრდა	305
3. გადაუხდელი გადასახდების ზრდა	70
4. კრედიტორული დავალიანების ზრდა	65
5. ოპერაციების შედეგად მიღებული წმინდა მოგება	47
6. დებიტორული დავალიანების შემცირება	40
7. საბაზრო ფასიანი ქაღალდების შემცირება	15
სულ საშუალებების წყარო	2642
ფულადი საშუალებების გამოყენება	
1. ძირითადი საშუალებების ზრდა	2250
2. სასაქონლო-მატერიალური მარაგის ზრდა	340
3. სალაროში ნაღდი ფულის ზრდა	35
4. დარიცხული დავალიანებების შემცირება	10
5. გადახდილი დივიდენდები	7
სულ გამოყენებულია	2642

ცხრილი 6-ში მოტანილია ცხრილი 5-ის მესამე სვეტში მოცემული ყველა სხვაობა, და ყოველი მათგანი ან ფულადი საშუალების წყაროს ან გამოყენების მიმართულებას აღნიშნავს. ასე მაგალითად კომპანია „ქართუსათვის“ ფულადი საშუალებების მიღების ერთ-ერთ მსხვილ წყაროს წარმოადგენს გრძელვადიანი ვალდებულებების ზრდა (2 100 000 ლარი) და ასანაზღაურებელი თამასუქის თანხის ზრდა (305 000 ლარი). აღნიშნული კომპანია საშუალებებს ძირითადად იყენებდა კომპანიის მატერიალურ-ტექნიკური ბაზის გასაფართოებლად, გაიზარდა დაზგა დანადგარების საბაღანსო ღირებულება (2 500 000 ლარით) და ასევე გაიზარდა სასაქონლო-მატერიალური მარაგების დონე (340 000 ლარით).

ყურადღება მივაქციოთ იმას, რომ ყველა ინფორმაცია, რომელიც ცხრილი 6 –შია მოცემული, (გარდა ერთისა) აღებულია ცხრილი 5- დან. ფირმის საშუალებების წყაროსა და გამოყენების შესახებ ანგარიშგებაში ასევე 7 000 ლარის ოდენობით დარიცხული დივიდენდებია ასახული, რომელიც კომპანიამ აქციონერებს მე- 2 წელს გადაუხადა. როგორც ვიცით წმინდა მოგება ან მთლიანად რჩება კომპანიას,

როგორც გაუნაწილებელი მოგება, ან აქციონერების დივიდენდების გადასახდელად მიდის. ბალანსის მიხედვით გაუნაწილებელი მოგების ცვლილებამ მე-2 წელს შეადგინა 40 000 ლარი. მაგრამ მოგებისა და ზარალის ანგარიშებიდან (ცხრილი 5) ჩანს, რომ კომპანიამ 47 000 ლარის მოგება მიიღო.

დივიდენდები, რომელიც გადაუხადეს აქციონერებს მეორე წელს არც კომპანიის ბალანსში და არც მოგებისა და ზარალის ანგარიშგებაში არ არის ასახული, მაგრამ ის კომპანიის ფულადი საშუალებების წყაროსა და გამოყენების შესახებ ანგარიშგებაში აისახა. აღნიშნული ფაქტი ფინანსური ანგარიშგების სამივე დოკუმენტის შეთავსების საშუალებას იძლევა. ზოგიერთი კომპანია ფულადი საშუალებების წყაროებისა და გამოყენების შესახებ ანგარიშგებას ასევე უწოდებს ფინანსური მდგომარეობის ცვლილებების შესახებ ანგარიშგებას. ამგვარად საჭიროა ვიცოდეთ თუ როგორ ხდება სხვადასხვა ფულადი საშუალების დაჯგუფება და უნდა გვესმოდეს ის, რომ ფულადი საშუალების ნაკადის მართვა აუცილებელია.

ფირმის სამეურნეო საქმიანობაზე კონტროლი ფულადის საშუალების მოძრაობის კორექტული მართვის გარეშე შეუძლებელია. დროში ფულადი საშუალებების მოძრაობის განაწილება ციკლურ ხასიათს ატარებს, რასაც საბრუნავი კაპიტალის ციკლი ეწოდება. მაინც რაში გამოიხატება საბრუნავი კაპიტალის ციკლის არსი? ფირმის საქმიანობა ხშირად კრედიტის გამოყენებას უკავშირდება. რაც ნიშნავს იმას, რომ როგორც რესურსების გამოყენება ისე წარმოებული პროდუქციის რეალიზაცია შეიძლება კრედიტით განხორციელდეს.

ამგვარად ფირმას ყავს, როგორც დებიტორები ისე კრედიტორები. აღსანიშნავია ისიც, რომ სასაქონლო-მატერიალური ფასეულობა (შექმნილი ნაღლეული, დაუმთავრებელი წარმოება, მზა საქონელი) დროის გარკვეულ პერიოდში საწყობში ინახება. ამ დროს ყურადღება საოპერაციო ციკლზე უნდა გამახვილდეს. კერძოდ ფირმის საქმიანობა ხშირად არის დაკავშირებული კრედიტის გამოყენებასთან. მაგრამ თუ კი საქონელს ყიდიან და ყიდულობენ კრედიტში, მაშინ ანგარიშის განაღდება საქონლის მიღებიდან გარკვეული დროის შემდეგ ხდება.

როგორც ვიცით საბრუნავი კაპიტალი მოიცავს: ფულად საშუალებებს, დებიტორულ დავალიანებას, მარაგებს და კრედიტორულ დავალიანებას (მინუს ნიშნით). ფულადი საშუალებების გაუთვალისწინებელმა გადახდებმა და დებიტორული დავალიანებების არ გადახდამ, სხვა ასპექტებთან ერთად, შეიძლება ფირმაში ნაღდი ფულადი საშუალებებთან დაკავშირებით პრობლემები წარმოიშვას. აღნიშნულიდან გამომდინარეობს საბრუნავი კაპიტალის კორექტული მართვის აუცილებლობა. შესაბამისად აუცილებელია სხვადასხვა სიტუაციების მუდმივი

ანალიზი კონტროლი და რეგულირება. აღნიშნული დაკავშირებულია ფულადი საშუალების შედინებასთან და გადინებასთან და რაშიც მდგომარეობს საბრუნავი კაპიტალის ციკლის მართვა. მარაგების კორექტული მართვა, დებიტორებთან და კრედიტორებთან ურთიერთკავშირი, ფულადი საშუალებების მოძრაობის დაჩქარების საშუალებას იძლევა.

9.4. ფინანსური ანალიზის მეთოდები

ფინანსური ანგარიშგება, როგორც წესი უწინარეს ყოვლისა ფირმის მართველობით საქმიანობაში გამოიყენება. ფინანსური მენეჯერი ფინანსურ ანალიზს გადაწყვეტილების მისაღებად იყენებს. თავის მხრივ ფინანსური ანალიზი მოითხოვს მიმდინარე და გასული პერიოდების ფინანსური ანგარიშგებების შედარებას, რაც კონკრეტული მეთოდების გამოყენებით ხორციელდება. ფინანსური ანალიზის პროცესში ინფორმაციის მიიღება, დაჯგუფება და ანალიტიკურ ცხრილებში მონაცემთა გაერთიანება საშუალებას იძლევა:

- გამოვავლინოთ სხვადასხვა მოვლენებსა და მაჩვენებლებს შორის ურთიერთკავშირი;
- განვსაზღვროთ არსებითი ფაქტორები და მათი შედეგებზე ზემოქმედება;
- გაგაანალიზოთ აღმოჩენილი კანონზომიერებანი და ტენდენციები.

ფინანსური ანგარიშგების შედარების დროს საანგარიშგებო პერიოდის მაჩვენებლებს ვადარებთ:

- გეგმიურ მაჩვენებლებთან;
- გასული პერიოდის მაჩვენებლებთან.

შედარებისათვის (შეპირისპირებისათვის) აუცილებელია მაჩვენებლები იყოს **შესაღარიბი, ერთგვაროვანი და ერთნაირი ხარისხის** ისეთი პარამეტრების მიხედვით როგორიცაა: **კალენდარული ვადები, შეფასების მეთოდები, სამუშაოს პირობები, ინფლაციური პერიოდები და ა. შ.**

ანალიზი ტარდება კონკრეტული მეთოდების გამოყენებით. განსაკუთრებით ყურადღებას იმსახურებს ფინანსური ანალიზის ჩატარების ისეთი მეთოდები როგორიცაა: **პროცენტული და კოეფიციენტური** (ფარდობითი). აღნიშნული მეთოდები მსოფლიოს ყველა ქვეყნებში გამოიყენება.

ფინანსური ანალიზის პროცენტული მეთოდი – დროის სხვადასხვა პერიოდში ფინანსური ანგარიშგების მონაცემთა პროცენტულ გამოსახულების შედარება, კომპანიის საქმიანობის სწრაფად შეფასების საშუალებას იძლევა. იმავდროულად შეიძლება სხვადასხვა კომპანიების სამეურნეო საქმიანობის შედეგების შედარება.

რაც შეეხება ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის ფარდობით (კოეფიციენტურ) მეთოდს იგი საშუალებას გვაძლევს, ფინანსური ანგარიშგების მონაცემთა შეფარდების საშუალებით, კომპანიის საქმიანობა განვიხილოთ. ფინანსური ანგარიშგების ფარდობითობა არის ფინანსური ცვლადების თანაფარდობა, რომელიც აღებულია ბალანსიდან ან მოგება-ზარალის ანგარიშგებიდან. განვიხილოთ ფინანსური ანალიზის აღნიშნული მეთოდები.

9.4.1. ფინანსური ანალიზის პროცენტული მეთოდი

პირველ ცხრილში კომპანიის ბალანსი პროცენტებშია მოცემული. პროცენტული ბალანსი მიიღება აქტივისა და პასივის (ვალდებულებების) თითოეული მუხლის შეფარდებით კომპანიის აქტივების მთლიან ჯამთან. პირველი ცხრილიდან ჩანს რომ კომპანიის აქტივების 90% ძირითადი საშუალებებს შეადგენს. პროცენტული ბალანსი განსაკუთრებით სასარგებლოა მაშინ, როდესაც გვსურს დავადგინოთ კომპანიის აქტივებისა და პასივების შემადგენლობაში მიმდინარე ტენდენციები. თუ კი დავაკვირდებით კომპანიის ორი წლის მონაცემებს დავინახავთ, რომ კომპანიაში შეინიშნება საბრუნავი საშუალებების შედარებითი სწრაფი ზრდა.

კომპანია „ქართუს“ ბალანსი პროცენტებში

ცხრილი 7.

	31.12.01წ	31.12.02წ.
აქტივი		
1. საღარი	1,3%	1,3%
2. ადვილად რეალიზებადი ფასიანი ქაღალდები	0,7	0,5
3. დებიტორული დავალიანებები	4,1	3,2
4. სასაქონლო მატერიალური მარაგები	2,4	4,1
სულ საბრუნავი საშუალებები	8,5	9,1
5. დაზგები და მოწყობილობები	146,5	141,8
6. დარიცხული ცვეთის გამოკლება	-55,0	-50,9
სულ ძირითადი საშუალებები	91,5	90,9
სულ აქტივები	100,00	100,00
ვალდებულებები და სააქციო კაპიტალი		
1. კრედიტორული დავალიანებები	2,4%	2,4%
2. ასანაზღაურებელი თამასუქი	1,6	3,3
3. დარიცხული დავალიანებები	0,4	0,2
4. დარიცხული გადასახადები	0,2	0,6
5. მოკლევადიანი ვალდებულებები	4,6	6,5
6. გრძელვადიანი ვალდებულებები	54,9	59,2
სულ ვალდებულებები	59,5	65,7
7. ჩვეულებრივი აქციები (1 ლარის ნომინალით 1 მლნ აქცია)	7,3	6,2
8. გაუნაწილებელი მოგება	33,2	28,1
9. სულ სააქციო კაპიტალი	40,5	34,3
სულ ვალდებულებები და სააქციო კაპიტალი	100,00	100,00

პროცენტული ბალანსის მიხედვით, მეორე წლის ბოლოს კომპანია აქტივების 6,5 % -ს აფინანსებდა მიმდინარე ვალდებულებების ხარჯზე, ხოლო პირველ წელს ეს ხვედრითი წილი შეადგენდა 4,6%-ს. გარდა ამისა მნიშვნელოვნად გაიზარდა გრძელვადიანი დავალიანება. მთლიანობაში მიმდინარე და გრძელვადიანი და-
ვალიანების მოცულობა შედარებით გაიზარდა. აღნიშნულმა განაპირობა ის, რომ კომპანია ნასესხებ საშუალებებზე მეტად იყო დამოკიდებული. ორი წლის განმავლობაში აქტივების ხვედრითი წილი, რომელიც ნასესხები საშუალებებით დაფინანსდა 59,5%-დან 65,7%-მდე გაიზარდა. შედარებით შემცირდა სააქციო კაპიტალის ხვედრითი წილი 40,5%-დან 34,3%-მდე, რაც ასევე მოწმობს იმას, რომ იზრდება სესხების გზით დაფინანსების როლი.

პროცენტული ანალიზით შეიძლება კომპანიის მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშების განხილვა, იხ. ცხრილი 8. იმისათვის, რომ ეს ანგარიშგება შევადგინოთ საჭიროა ანგარიშგების სხვადასხვა მუხლები პროცენტებში აისახოს. ცხრილიდან ჩანს, რომ მეორე წელს რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულებამ შეადგინა ამონაგების 82, 7%.

ცხრილი 8 გვიჩვენებს, რომ რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულების ზრდა პოტენციურად დიდია და რაც გარკვეულ საფრთხეს ქმნის. აღნიშნული ორი წლის განმავლობაში – 80%-დან 82,7% -მდე გაიზარდა. შეიძლება მოგვეჩვენოს, რომ აღნიშნული ცვლილება არც თუ ისეთი დიდია, ამასთან მთლიან მოგებაზე ის არსე-
ბითად გავლენს ახდენს. რეალიზებული პროდუქციის 3, 4%-ით $[(82,7-80,0) / 80,0]$ ცვლილებამ განაპირობა მთლიანი მოგების შემცირება 20,0-დან 17,3%-მდე, ან 13,5%-ით $[(17,3-20,0)/20,0]$ ფარდობითი ცვლილება. ფინანსური მენეჯერისათვის რომელიც აანალიზებს კომპანიის საქმიანობას, რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულების ასეთი ზრდა მოსალოდნელ (მოახლოებულ) საფრთხეზე მიაჩნდება და ეს შესაბამის რეაგირებას მოითხოვს.

კომპანია „ქართუს“ მოგებისა და ზარალის ანგარიშგება პროცენტებში

ცხრილი 8.

	პირველი წელი	მეორე წელი
1. პროდუქციის რეალიზაციიდან ამონაგები	100,0%	100,0%
2. რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება	80,0	82,7
მთლიანი მოგება	20,0	17,3
3. ამორტიზაციის	3,3	3,0
4. სავაჭრო და ადმინისტრაციული ხარჯები	12,4	10,3
მოგება პროცენტებისა და გადასახადების გადახდამდე	4,3	4,0
5. პროცენტის გადახდის ხარჯები	3,7	3,7
6. მოგება გადასახადის გადახდამდე	0,6	0,3
7 გადასახადი	0,2	0,1
წმინდა მოგება	0,4	0,2

მეორეც, მოგებისა და ზარალის ანგარიშგების პროცენტული ანალიზის დროს, უწინარეს ყოვლისა უნდა განვიხილოთ სავაჭრო და ადმინისტრაციული ხარჯების დონე. მიუხედავად იმისა, რომ ფულად ფორმაში აღნიშნული ხარჯები გაიზარდა, ეს ხარჯები პირველ წელს მეორე წელთან შედარებით შესაბამისად 12,4%-დან 10,3%-მდე შემცირდა. ასეთი ცვლილება შეიძლება აიხსნას იმით, რომ ფულად ფორმაში ასახული ამონაგები გაიზარდა უფრო მეტად ვიდრე სავაჭრო და ადმინისტრაციული ხარჯები.

გარდა აღნიშნულისა მოგებისა და ზარალის პროცენტული ანგარიშგებიდან ჩანს, რომ კომპანიის რენტაბელობა დაბალია. მეორე წელს ყოველ გაყიდულ დოლარზე კომპანიამ, მხოლოდ ორი მეათედი გადასახდის გადახდის შემდეგი მიიღო მოგება. თუ კი ეს განსაკუთრებულად რთულ პერიოდი არ არის, შეიძლება დავასკვნათ, რომ კომპანია სერიოზული გამოცდის გზაზე იმყოფება.

9.4.1. ფინანსური ანალიზის ფარდობითი მეთოდი

ფინანსური მენეჯერი, კომპანიის საქმიანობის ზოგიერთი მთავარი სტატისტიკური მონაცემების შესამოწმებლად, ფინანსურ ანგარიშგების პროცენტულ ანალიზთან ერთად, ხშირად ფინანსური ანალიზის კოეფიციენტურ (ფარდობით) მეთოდს იყენებს. აღნიშნული, ფინანსური ანალიზის ყველა მეთოდებს შორის, ერთ-ერთ ყველაზე პოპულიარულ მეთოდს წარმოადგენს. რაც განპირობებულია იმით, რომ ფარდობით (კოეფიციენტური) ანალიზის მეთოდი ფინანსური ანგარიშგების ცალკეულ მაჩვენებლებს შორის ლოგიკურ ურთიერთკავშირს გვიჩვენებს. ამ მაჩვენებელთა დროში განლაგებით ფინანსურ მენეჯერს შეუძლია კომპანიის საქმიანობაში მნიშვნელოვანი ტენდენციები გამოავლინოს. არსებობს ფინანსური ანალიზის მაჩვენებელთა კლასიფიკაციის სხვადასხავ სისტემები. სალექციო კურსით მაჩვენებელთა კლასიფიკაციის შემდეგ სიტემას განვიხილავთ:

1. ლიკვიდურობის კოეფიციენტი; 2. მომგებიანობის კოეფიციენტი; 3. ფინანსური ბერკეტი (ნასესხები საშუალებების გამოყენების კოეფიციენტი) 4. ბრუნვადობის კოეფიციენტი.¹

აღნიშნული სისტემის მიხედვით განვიხილოთ როგორ გამოითვლება ძირითადი ფინანსური კოეფიციენტები. ამ მიზნით გამოვიყენოთ კომპანია „ქართუს“ მონაცემები (იხ. ცხრილი 1).

9.4.2. ა) ლიკვიდურობის კოეფიციენტი

მენეჯერი უმეტესად იყენებს ლიკვიდურობის ისეთ კოეფიციენტებს, როგორიცაა მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი და გადიან ლიკვიდურობის კოეფიციენტი.

¹ Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес - Финансовый Менеджмент М.2001., с326

მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი (დაფარვა ან გადახდა) განისაზღვრება შემდეგი ფორმულით:

$$\text{მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი} = \frac{\text{მიმდინარე აქტივები}}{\text{მიმდინარე ვალდებულებებთან}}$$

კომპანია ქართუსათვის მეორე წლის ბოლოს მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი შეადგენდა 1475 ლარი / 1060 ლარი = 1,39. რაც შეეხება ვადიანი ლიკვიდურობის კოეფიციენტს (ლიკვიდურობის კრიტიკული შეფასების კოეფიციენტს) მისი გამოთვლა ხდება ფორმულით:

$$\text{ვადიანი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი} = \frac{\text{მიმდინარე აქტივს-სასაქონლო-მატერიალური მარაგი}}{\text{მიმდინარე ვალდებულებებთან}}$$

მეორე წლის ბოლოს კომპანია „ქართუს“ ვადიანი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი (1475 ლარი - 670 ლარი) / 1060 ლარი = 0,76 შეადგენდა. აღნიშნული კოეფიციენტები გვიჩვენებს კომპანიის უნარს მიმდინარე აქტივით დაფაროს მისი მიმდინარე ვალდებულებები. სხვა თანაბარ პირობებში მიმდინარე ვალდებულებებთან შედარებით რაც უფრო მეტია მიმდინარე აქტივის ჯამი, კომპანიის მდგომარეობა მით უფრო მყარია.

ვადიანი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი ლიკვიდურობის უფრო მკაცრ მაჩვენებელს წარმოადგენს იმის გათვალისწინებით, რომ ხშირად სასაქონლო-მატერიალური მარაგის ფულად გადაქცევა არც თუ ისე იოლია, ან ის კომპანიას (სხვადასხვა თაღლითობის გამო) შეიძლება საერთოდ არ გააჩნდეს. ვადიანი ლიკვიდურობის კოეფიციენტის განსაზღვრის დროს მიმდინარე აქტივის ღირებულებას აკლდება სასაქონლო-მატერიალური მარაგის ღირებულება. რაც კომპანიას მიმდინარე ვალდებულებების დასაფარავად (სასაქონლო-მატერიალური მარაგის გაუთვალისწინებლად) ფულადი საშუალებების მიღების რეალური რაოდენობის განსაზღვრის საშუალებას აძლევს.

რაც შეეხება კომპანია ქართუს, მისი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი შედარებით დაბალია. როგორც წესი ანალიტიკოსებს მიაჩნიათ, რომ უმეტესი კომპანიებისათვის მისაღები მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი და ვადიანი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი შესაბამისად **2,0 და 1,0 უნდა იყოს**. მაგრამ ოპტიმალური მნიშვნელობა აღნიშნული კოეფიციენტებისა დამოკიდებულია ასევე კომპანიის კონკრეტულ სტრატეგიაზე და იმაზე თუ რომელ დარგს მიეკუთვნება ეს კომპანია.

ხშირად ეს მაჩვენებლები განსაკუთრებით სასარგებლოა იმისათვის, რომ არსებული ტენდენციები დროულად იქნეს გამოვლენილი. ეს ძალზე მნიშვნელოვანია, რამდენადაც ეს კომპანიას მაკორექტირებელი ღონიძიებების გაატარების საშუა-

აღებას აძლევს. ასე მაგალითად, კომპანია „ქართუს“ მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი პირველი წლის ბოლოს შეადგენდა 1,83-ს, ხოლო ვადიანი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი 1,31. ვხედავთ, რომ ეს მაჩვენებელი მეორე წელს არსებითად გაუარესდა. გაუარესების ეს ტენდენცია გარკვეულ საფოტხეს უქმნის კომპანიის ლიკვიდურობას. ხელმძღვანელობამ გადაწყვეტილება უნდა მიიღოს შესაბამისი ღონისძიებების გასატარებლად.

9.4.2. ბ) მომგებიანობის კოეფიციენტი – პრაქტიკაში ფართოდ გამოიყენება მომგებიანობის შემდეგი სამი კოეფიციენტი: გაყიდვების (რეალიზაციის) მომგებიანობა (PM); აქტივების რენტაბელობა (ROA) და საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა (ROE). გაყიდვების რენტაბელობის განსაზღვრა ხდება:

$$\text{გაყიდვების მომგებიანობა} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{გაყიდვების საერთო მოცულობა}}$$

კომპანია „ქართუს“ მოგებისა და ზარალის ანგარიშების მონაცემების მიხედვით (იხ. ცხრილი 2) გაყიდვების მომგებიანობამ შეადგინა 47ლ / 25280ლ = 0,19%. პრაქტიკულად აღნიშნული მაჩვენებელი უკიდურასად არაღამაკმაყოფილებელია. აქტივების რენტაბელობა განისაზღვრება:

$$\text{აქტივების რენტაბელობა} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{აქტივების საერთო ჯამთან}}$$

ჩვენს მაგალითში აღნიშნული მაჩვენებელი უდრის 47ლ/16225ლ. = 0,3%. და ბოლოს საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა განისაზღვრება შემდეგნაირად:

$$\text{საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{სააქციო კაპიტალი}}$$

ჩვეს მაგალითში საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა უდრის 47ლ/5565ლ.=0.84% მომგებიანობის ყოველი მაჩვენებელი სხვადასხვაგვარად აფასებს კომპანიის საქმიანობას. გაყიდვების მომგებიანობის კოეფიციენტი გვიჩვენებს კომპანია ყოველი ფულადი ერთეულის ამონაგებზე მოგების რა რაოდენობას იღებს. თავად მომგებიანობის კოეფიციენტი ძალზე მნიშვნელოვან მაჩვენებელს არ წარმოადგენს, რამდენადაც მომგებიანობის მაჩვენებლები ძალზე განსხვავებულია დარგებისა და კომპანიების მიხედვით. მაგალითად წარმატებით მომუშავე სუპერმაკეტებს შეიძლება გააჩნდეთ ძალზე დაბალი მომგებიანობის მაჩვენებელი, ჩვეულებრივ 1-2%-ის ფარგლებში. იმისათვის რომ მოვახდინოთ ამ თემაში განხილული სხვა მაჩვენებელთა ინტერპრეტაცია, მენჯერმა უნდა იცოდეს მოცემული კომპანიისათვის დროში კოეფიციენტების მნიშვნელობის ტენდენცია ან განსახილველი კოეფიციენტების დარგობრივი ნორმატივები.

მომგებიანობის მაჩვენებლებისაგან განსხვავებით აქტივების რენტაბელობისა და საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის კოეფიციენტები განსაზღვრავენ მოგების ნორმას დაბანდებასთან მიმართებაში. კომპანიის ამოქმედებიდან, ყველა აქტივზე მოგების ოდენობით აქტივების რენტაბელობა განისაზღვრება. ხოლო საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის კოეფიციენტი, საკუთრივ აქციონერების დაბანდებას ეფუძნება ახასიათებს.

კომპანია „ქართუს“ მაჩვენებლები ყველა მხრივ ცუდად ახასიათებენ კომპანიის მდგომარეობას. არც ერთი ინვესტორი არ იქნება იმით აღფრთოვანებული, რომ კომპანია საკუთარ კაპიტალზე 1%-ზე ნაკლებ მოგებას იღებს. საქმიანობის ცუდი მაჩვენებელი ასევე გვეუბნება, რომ კომპანიას კაპიტალის მოზიდვასთან დაკავშირებით სირთულეები შეხვდება. რამდენადაც აღნიშნული კოეფიციენტები ინვესტორისთვის ინდიკატორს წარმოადგენს.

9.4.2. ბ) ფინანსური ბერკეტი (ნასესხები საშუალებების გამოყენებით)

აღნიშნული მაჩვენებელი, კომპანიის მიერ ნასესხები საშუალებების გამოყენებას ახასიათებს. სხვა თანაბარ პირობებში რაც უფრო მაღალია აღნიშნული კოეფიციენტი, მით უფრო მაღალ რისკს უკავშირდება კომპანიის საქმიანობა. იმის გათვალისწინებით, რომ მოგების ცვალებადობის მიუხედავად, კომპანიის მიერ ნასესხები საშუალებების დაფარვა დროულად უნდა განხორციელდეს. ამგვარად კომპანიამ შეიძლება ვერ შეძლოს დავალიანების გადახდა, თუ კი ნაღდი ფულის ნაკადი მეტისმეტად მცირდება, ე.ი აღმოჩნდეს ტექნიკური დეფოლტეს მდგომარეობაში.

არსებობს ფინანსური ბერკეტის ოთხი ძირითადი მაჩვენებელი:

1. პროცენტული გადასახდელების დაფარვის კოეფიციენტი (TIE);
2. ვალის კოეფიციენტი (D/A), გრძელვადიანი დავალიანების მთლიან აქტივებთან შეფარდება;
3. ვალის კოეფიციენტი (D/E), ნასესხები საშუალებების დამოკიდებულება (თანაფარდობა) საკუთარ კაპიტალთან (D/E);
4. საკუთარი კაპიტალის მულტიპლიკატორი (EM).

პროცენტული გადასახდელების დაფარვის კოეფიციენტი (TIE), ან კრედიტის პროცენტის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი შემდეგნაირად გაიანგარიშება:

$$TIE = \frac{EBIT}{\text{პროცენტული გადახდები}}$$

მოგება პროცენტისა და გადასახადის გადახდამდე (EBIT), შეიძლება პროცენტის დასაფარავად იქნეს გამოყენებული. ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში მეორე წელს პროცენტული გადახდების დაფარვის კოეფიციენტმა შეადგინა 1015ლ. / 940ლ. = 1,08.

რაც ნიშნავს იმას, რომ კომპანიის მოგება, ყოველი გადახდილი პროცენტის ერთ ლარზე, შეადგინა მხოლოდ 1, 08 ლარი. რაც უსაფრთხოების უკიდურესად დაბალ მაჩვენებლს წარმოადგენს. პირველი წლის ბოლოს დაფარვის კოეფიციენტი შეადგენდა 1,17 ლარს. აღნიშნული მაჩვენებელი კიდევ უფრო გაუარესდა. შესაბამისად ფინანსურმა მენეჯერმა ამ გარემოებას სასწრაფოდ უნდა მიაქციოს ყურადღება და მდგომარეობა განმუხტოს. აღსანიშნავია ის, რომ მრავალი წამატებული კომპანიებისათვის ეს მაჩვენებელი 5-დან 20-მდე საზღვრებში იმყოფება.

კომპანიის ფინანსური ბერკეტის მნიშვნელოვანი მაჩვენებელია ასევე **ვალის კოეფიციენტი (გრძელვადიანი დავალიანების მთლიან აქტივებთან შეფარდება)**. რომელიც გვიჩვენებს ერთობლივი აქტივების რა ნაწილის დაფინანსება ხდება ნასესხები საშუალებებით:

$$D/A = \frac{\text{სულ სავალ ვალდებულებები}}{\text{სულ აქტივებთან}}$$

მე-2 წელს კომპანია „ქართუს“ ვალის კოეფიციენტმა 0, 657 შეადგინა:

$$\frac{D}{A} = \frac{10660\text{ლ.}}{16225\text{ლ.}} = 0,657$$

უმეტეს საწარმოში ეს მაჩვენებელი მერყეობს 0,30-დან 0, 70-ის ფარგლებში. ჩვენს შემთხვევაში კი კომპანია, თავისი აქტივების დასაფინანსებლად, ნასესხები საშუალებების მნიშვნელოვან ნაწილს იყენებს.

ვალის კოეფიციენტს წარმოადგენს ასევე კომპანიის ნასესხებ საშუალებების და საკუთარ კაპიტალს შორის თანაფარდობა:

$$D/E = \frac{\text{ნასესხები საშუალების ჯამი}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}}$$

კომპანია „ქართუ“ -ში აღნიშნული შეფარდება უდრიდა

$$\frac{10660\text{ლ.}}{5565\text{ლ.}} = 1,916.$$

ფინანსური ბერკეტის ორი უკანასკნელი მაჩვენებელი, რომელიც გვიჩვენებს ნასესხები საშუალებების ხვედრით წილს, პრინციპში ერთგვაროვან ინფორმაციას იძლევა. ასე მაგალითად, ფინანსური ბერკეტის კოეფიციენტი 0,657 გვეუბნება, რომ კომპანიამ თავისი აქტივის 34,3% უნდა დააფინანსოს აქციების ხარჯზე. ნასესხები საშუალებების საკუთარ კაპიტალთან შეფარდების კოეფიციენტის მნიშვნელობა, ასეთ შემთხვევაში უდრის $0,657/0,343 = 1,916$ რაც ჩვენი გაანგარიშებით ნასესხები საშუალებების საკუთარ კაპიტალთან შეფარდებით მივიღეთ. მთლიანობაში თანა-

ფარდობას D/A და D/E შორის აქვს შემდეგი სახე:

$$D/A = \frac{D/E}{1 + D/E}$$

და ბოლოს მოცემული ჯგუფის უკანასკნელი კოეფიციენტი ეს არის საკუთარი კაპიტალის მულტიპლიკატორი, რომელიც გვიჩვენებს კომპანია საკუთარი კაპიტალის ერთ ფულად ერთეულზე (ერთ ლარზე), ფულად ფორმაში აქტივების რა თანხას იყენებს.

$$\text{საკუთარი კაპიტალის მულტიპლიკატორი } EM = \frac{\text{სულ აქტივები}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}}$$

კომპანია „ქართუ“-ში მეორე წელს აღნიშნული მაჩვენებელი უდრიდა 2, 90-ს:

$$EM = \frac{16225 \text{ლ.}}{5565 \text{ლ.}} = 2,90.$$

ამგვარად საკუთარი კაპიტალის ყოველ ერთ ლარზე 2,92 ლარის აქტივი მოდის. საკუთარი კაპიტალის მულტიპლიკატორი შეიძლება ასევე ნასესხები საშუალებების საკუთარ კაპიტალთან შეფარდებით აისახოს. ეს გამომდინარეობს იქედან, რომ:

$$\text{აქტივის ჯამი} = \text{ნასესხები საშუალებების ჯამს} + \text{საკუთარი კაპიტალი.}$$

თუ კი ბალანსის ტოლობას გავყოფთ საკუთარ კაპიტალზე მივიღებთ:

$$EM = 1 + \frac{D}{E}$$

9.4.2. ღ) ბრუნვალობის კოეფიციენტი

კომპანიის მართვის ეფექტიანობის დასახასიათებლად ბრუნვალობის სხვადასხვა კოეფიციენტებს იყენებენ. ბრუნვალობის ძირითად კოეფიციენტებს მიეკუთვნება:

1. ინკასაციის საშუალო პერიოდი (ACP);
2. სასაქონლო-მატერიალური მარაგის ბრუნვალობის კოეფიციენტი (ITO);
3. აქტივების ბრუნვალობის კოეფიციენტი (ATO).

ინკასაციის საშუალო პერიოდი განისაზღვრება:

$$ACP = \frac{\text{დებიტორული დავალიანება}}{\text{საშუალო სადღეღამისო გაყიდვა კრედიტში}}$$

კომპანია „ქართუს“ შემთხვევაში ინკასაციის საშუალო პერიოდი მეორე წელს შეადგენდა: $520 \text{ ლარი} / (25 \text{ 280 ლარი} / 365) = 7,51 \text{ დღე}$. ყურადღება მივაქციოთ იმას, რომ ჩვენ შემთხვევაში კეთდება დაშვება, რომლის თანახმადაც ყველა საქონელი იყიდება მხოლოდ კრედიტში. ასეთი დაშვება აუცილებელია მაშინ, როდესაც ფაქტიური გაყიდვების საერთო მოცულობა არ არის დაყოფილი. კერძოდ არ არის

ცნობილი რა რაოდენობის პროდუქცია გაიყიდა კრედიტში და ნაღდ ფულზე. ინკასაციის საშუალო პერიოდი არის დრო, რომელიც აუცილებელია კრედიტში გაყიდული საქონლის ინკასირებისათვის. რაც შეეხება 7,51 დღეს ეს უმეტესი კომპანიებისათვის, რომელიც კრედიტში ყიდის საქონელს, ძალზე დაბალი მაჩვენებელია. აღნიშნული მიუთითებს იმაზე, რომ ჩვენი კომპანია ან ძალზე ეფექტურად ახდენს ანგარიშის ინკასირებას ან კრედიტში გაყიდვის ხვედრითი წონა უმნიშვნელოა.

სასაქონლო მატერიალური მარაგის ბრუნვალობის კოეფიციენტი გვიჩვენებს წელიწადში რამდენჯერ ხდება სასაქონლო მატერიალური მარაგის რეალიზება ან ბრუნვა და განისაზღვრება შემდეგნაირად:

$$\text{სასაქონლო მატერიალური მარაგის ბრუნვალობის კოეფიციენტი} = \frac{\text{რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება}}{\text{სასაქონლო მატერიალური მარაგი}}$$

ეურადღება მივაქციოთ იმას, რომ სასაქონლო-მატერიალური მარაგების ბრუნვალობის კოეფიციენტი განისაზღვრება რეალიზებული პროდუქციის წლიური თვითღირებულების მეშვეობით, და არა რეალიზებული პროდუქციიდან მიღებული წლიური ამონაგების მიხედვით. ეს აიხსნება იმით, რომ სასაქონლო მატერიალური მარაგების ანგარიში თვითღირებულებით მიმდინარეობს, აღნიშნულის გამო უნდა მოხდეს შედარება სხვა ხარჯებთან შეფარდებით. კომპანია „ქართუს“ სასაქონლო-მატერიალური მარაგის ბრუნვალობის კოეფიციენტი შეადგენს:

$$\text{ს.მ.ბ.კ.} = \frac{20900 \text{ ლ.}}{670} = 31,19 - \text{ს}$$

უმეტესი კომპანიებისათვის ეს ძალზე მაღალი მაჩვენებელია, რამდენადაც ის მიუთითებს იმაზე, რომ საქონელი საშუალოდ მარაგში იმყოფება მხოლოდ 11,70 დღე:

$$\text{საქონელი საშუალოდ მარაგში იმყოფება} = 670 / 20900/365 = 11,70 \text{ დღე}$$

სასაქონლო-მატერიალურ მარაგთან დაკავშირებული ტიპური პრობლემა მდგომარეობს იმაში, რომ ის შესაძლოა იყოს ძალზე დიდი გაყიდვების შემცირების შემთხვევაშიც. იმისათვის, რომ აღნიშნული საკითხის კონტროლი შევძლოთ, ხშირად მიზანშეწონილი იქნება განისაზღვროს, კომპანიის სასაქონლო-მატერიალური მარაგის გაყიდვისათვის რამდენი დღეა საკმარისი. აღნიშნული მაჩვენებელი, პრინციპში სასაქონლო მატერიალური მარაგების ბრუნვალობის კოეფიციენტის უკუპროპორციულია და შემდეგნაირად განისაზღვრება:

$$\text{სასაქონლო - მატერიალური მარაგის რეალიზების პერიოდი (დღე) (DSI)} = \frac{\text{სასაქონლო მატერიალური მარაგი}}{\text{რეალიზებული პროდუქციის დღიური თვითღირებულება}}$$

კომპანია „ქართუს“ სასაქონლო მატერიალური მარაგის რეალიზების პერიოდი, მეორე წელს, შეადგენდა: $670\text{ლარი} / (20\ 900\text{ლარი} / 365) = 11,70\text{დღე}$. ეს იგივე შედეგია რომელიც ჩვენ მივიღეთ. იქედან გამომდინარე, რომ თუ კი სასაქონლო-მატერიალური მარაგი 365 დღეში ბრუნვას 31,19 - ჯერ განახორციელებს, მაშინ კომპანიაში საქონელი მარაგში 11,70 დღე უნდა იყოს. ე.ი. სასაქონლო-მატერიალური მარაგის ბრუნვადობის კოეფიციენტი და სასაქონლო-მატერიალური მარაგის რეალიზაციის პერიოდი, თავისი არსით ერთი და იგივე ინფორმაციის მატარებლები არიან.

აქტივების ბრუნვადობის კოეფიციენტის გაანგარიშება ხდება შემდეგნაირად:

$$\text{აქტივების ბრუნვადობა} = \frac{\text{რეალიზაციიდან ამონაგები}}{\text{აქტივები}}$$

კომპანია „ქართუს“ აქტივების ბრუნვადობის კოეფიციენტი უდრის 1.56

$$\text{ა.ბ.} = 25\ 280 / 16\ 225 = 1,56.$$

აქტივების ბრუნვადობის კოეფიციენტი გვიჩვენებს, აქტივების ყოველი ფულადი ერთეულიდან რა რაოდენობის ამონაგები მიიღება. შესაბამისად აღნიშნული კოეფიციენტი კომპანიის მიერ მისი აქტივების გამოყენების ხარისხს ახასიათებს. ჩვენი მაგალითის მიხედვით კომპანიის აქტივების ბრუნვადობის კოეფიციენტი შეადგენს 1,56 რაც საკლებით ნორმალურად ითვლება.

მნიშვნელოვანია ყურადღება გავამახვილოთ იმ ფაქტზე, რომ ზოგიერთი ეს კოეფიციენტები ერთმანეთთან არიან დაკავშირებული. მაგალითად, ჩვენ უკვე ვაჩვენეთ რა კავშირი არსებობს ნასესხები საშუალებების აქტივებთან და ნასესხები საშუალებების საკუთარ კაპიტალთან თანაფარდობას. ამასთან ყველაზე მნიშვნელოვანი თანაფარდობა სააქციო კაპიტალის მომგებიანობასა და სამი სხვა კოეფიციენტებს შორის წარმოიქმნება. ამ მნიშვნელოვან თანაფარდობას ხშირად **დიუპონის განტოლებას** უწოდებენ. მას ასეთი სახე აქვს:

$$ROE = PM \times ATO \times EM.$$

ეს თანაფარდობა ადგენს კავშირს მომგებიანობის კოეფიციენტს (PM), აქტივების ბრუნვადობის კოეფიციენტს (ATO) და საკუთარი კაპიტალის მულტიპლიკატორს (EM) შორის. აღნიშნული თანაფარდობა ფინანსურ მენეჯერს საშუალებას აძლევს გამოყოს ის ფაქტორები, რომლებიც სააქციო კაპიტალზე დაგალებულ (მოცემულ) მოგებას უზრუნველყოფენ. კომპანია „ქართუს“ სააქციო კაპიტალის რენტაბელობის კოეფიციენტი, რომელიც ჩვენ ადრე გამოვთვალეთ, უდრიდა 0,8 %-ს. აღნიშნული შეიძლება დავყოთ სამ შემადგენელ ნაწილად:

$$0,84\% = 0,19\% \times 1,56 \times 2,92$$

სამი შემადგენელი ნაწილის წარმოებული ზუსტად 0,865 %-ს უდრის. განსხვავება მიღებული მაჩვენებლების დამრგვალებითაა განპირობებული.

აღნიშნულიდან ნათლად ჩანს, რომ საკუთარი კაპიტალის დაბალი რენტაბელობის პრობლემა უნდა აიხსნას მომგებიანობის დაბალი მაჩვენებლით, და არა ორი სხვა კოეფიციენტით, რომელიც ადეკვატურად გამოიყურება. აღნიშნულმა დასკვნამ ფინანსურ მენეჯერს უნდა უბიძგოს, კომპანიის მომგებიანობის მაჩვენებლის ასამაღლებლად, სასწრაფო ღონისძიებები გაატაროს. შესაძლოა ამისათვის კონტროლის ქვეშ ხარჯები აიყვანოს.

თუ კი კომპანია „ქართუს“ შესახებ პროცენტული ფინანსური ანგარიშგებისა და ფინანსური კოეფიციენტების შესახებ ინფორმაციას გავაერთიანებთ, შეიძლება ითქვას, რომ ეს კომპანია გარკვეულ სირთულეებს განიცდის. ჯერ ერთი, მთლიანი მოგების კოეფიციენტი გვიჩვენებს, რომ ის ძალზე დაბალია. იმისათვის, რომ კომპანია გადარჩეს და განვითარდეს, არსებული გაყიდვების პირობებში უბრალოდ საკმარის მოგებას ვერ იღებს. თუ კი ამ დარგის სხვა კომპანიებს ანალოგიური შედეგი გააჩნია, მაშინ კომპანიის ცუდი მაჩვენებლები შეიძლება აიხსნას იმავე მიზეზებით რაც ამ დარგის სხვა კომპანიებისთვისაა დამახასიათებელი. ხოლო თუ კი სხვა კომპანიები მნიშვნელოვან მაღალ მოგებას იღებენ, მაშინ კომპანია „იბერიის“ პრობლემა მის მენეჯმენტშია. ნებისმიერ შემთხვევაში საკითხი დაუყო-ნებლივ უნდა გადაწყდეს.

კომპანია „ქართუს“ მეორე დიდი პრობლემა დაკავშირებულია ლიკვიდურობის დაბალ დონესთან, რასაც უჩვენებს: პროცენტული გადასახდელის დაფარვის კოეფიციენტი; მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი და ვადიანი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი. არსებობს საშიშროება, რომ შეიძლება კომპანიამ, სავალდებულებების დაფარვის დროს, სიძნელეები განიცადოს. რასაც შეუძლია კომპანიის გაბანკროტებამდე მიყვანა. შესაბამისად არსებობს საფრთხე იმისა, რომ აქტივები კრედიტორის განკარგულებაში გადავიდეს.

9.4.3. შარღობითი ანალიზის ნაკლოვანებები

ფინანსურ კოეფიციენტებს და პროცენტული ფინანსური ანალიზის მეთოდების გამოყენებას აზრი აქვს, მხოლოდ მაშინ თუ კი კომპანიის წარსულ საქმიანობას მიმდინარე შედეგებთან და იმავდროულად დარგის სხვა კომპანიებთან ვადარებთ. ამასთან კომპანიის საქმიანობას სრულყოფილად, ცალკე აღებული არც ერთი მაჩვენებელი არ ახასიათებს. ასე მაგალითად შეიძლება დაუშვათ, რომ კომპანიისთვის, ნებისმიერ შემთხვევაში, რაც უფრო მაღალია მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი მით უკეთესია. რამდენადაც მიმდინარე ლიკვიდურობის მაღალი კოეფიციენტის შემთხვევაში ნაკლებია დეფოლტის რისკი. ამასთან თუ

კი კომპანიის მენეჯმენტი უზრუნველყოფს მაღალ მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტს, შეიძლება ეს რესურსების არეფექტურად გამოყენებას ნიშნავდეს. მაგალითად, კომპანიას შეუძლია გაზარდოს მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი თუ კი საღაროში ნაღდ ფულს და სასაქონლო მატერიალურ მარაგს ნორმაზე მაღლა შეინარჩუნებს. იმის გათვალისწინებით, რომ აღნიშნული სახის მიმდინარე აქტივები კომპანიას არავითარ მოგებას არ აძლევს, მაღალი მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი გვიჩვენებს იმას, რომ კომპანიის ხელმძღვანელობა ზედმეტ სიფრთხილეს იჩენს და შესაბამისად კომპანიის აქტივებს სრულად და ეფექტურად არ იყენებს.

ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის დროს ყოველთვის უნდა დავაკვირდეთ ხომ არ გამოიყენებოდა მისი შედეგების დროს „ლაკირების“ ტაქტიკა. მაგალითად კომპანიის ლიკვიდურობა შეიძლება „გაიზარდოს“ ძალზე მარტივად - შეიძლება საანგარიშგებო წლის დამთავრებამდე ცოტა ხნით ადრე კომპანიამ აიღოს გრძელვადიანი კრედიტი და ის შემდეგი წლის დასაწყისში დაიფაროს. თუ კი ნასესხებ საშუალებას გავაჩერებთ საღაროში, ასეთ შემთხვევაში მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი გაიზრდება. რაც იმას ნიშნავს, რომ კოეფიციენტმა შეიძლება არასწორად ასახოს კომპანიის ნამდვილი სურათი. ყოველივე ამის მორალი მდგომარეობს იმაში, რომ კოეფიციენტები განხილულ უნდა იქნეს როგორც მთლიანის ნაწილი და არა იზოლირებულად.

ფინანსური ანგარიშგება თავისი არსით, სხვადასხვა ფინანსური გადაწყვეტილებების მისაღებად, ინფორმაციის მზადების ერთგვარ სისტემას წარმოადგენს. ნებისმიერი ფირმა, რომელიც ამა თუ იმ სახის საქონელს (მომსახურებას) აწარმოებს სხვადასხვა სახის საქმიანობას ანხორციელებს. აქ შეიძლება საქმიანობის სამი ძირითადი ტიპის გამოყოფა: **საოპერაციო, საინვესტიციო და საფინანსო.**

ფირმის საქმიანობის შედეგები აისახება ფირმის ფინანსურ ანგარიშგებებში. ფირმის ფინანსური სიჯანსაღის შესახებ ინფორმაციის მისაღებად, გამოიყენება ფინანსური ანგარიშგების ისეთი ძირითადი დოკუმენტები, როგორიცაა: **ბუღალტრული ბალანსი, მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება და ფულადი სახსრების წყაროსა და მისი გამოყენების (ფულადი საშუალებების მოძრაობის) შესახებ ანგარიშგება.**

ფირმებში ფინანსური ანგარიშგების მომზადება და წარდგენა მის მიერ დამოუკიდებლად შერჩეული სააღრიცხვო პოლიტიკის შესაბამისად ხორციელდება. რომლის ეფექტი მნიშვნელოვანწილად აღრიცხვის მეთოდის შერჩევაზე დამოკიდებულია.

სააღრიცხვო პოლიტიკის შერჩევის დროს დიდი მნიშვნელობა აქვს ისეთ მეთოდოლოგიურ ასპექტს, როგორიცაა ეგრეთ წოდებული „გონივრული და პატიოსანი“ (true and fair) მიდგომა. აღნიშნული განპირობებულია იმით, რომ ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტები, საფინანსო დოკუმენტებში მიმდინარე მოვლენების ასახვასთან დაკავშირებით, გვთავაზობს სხვადასხვა მეთოდებსა და მიდგომებს. ყოველ მათგანს გააჩნია თავისებურებები და მათი გამოყენება სხვადასხვა შედეგს იძლევა. რაც თავის მხრივ **ფინანსური აღრიცხვის ხელოვნებაზე მიუთითებს.**

ფირმის ფინანსური მენეჯმენტის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილია ფულადი სახსრების მართვა. ფულადი სახსრების ეფექტური მართვის შედეგად ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა უზრუნველყოს ფულადი სახსრების დეფიციტის ან ჭარბი ფულადი სახსრები პრობლემის დაძლევა.

ფირმის საქმიანობა ხშირად კრდიტის გამოყენებას უკავშირდება, რამდენადაც საქონელს ყიდიან და ყიდულობენ კრედიტში. შესაბამისად აუცილებელია სხვადასხვა სიტუაციების მუდმივი ანალიზი კონტროლი და რეგულირება რაც დაკავშირებულია ფულადი საშუალების შედინებასთან და გადინებასთან და რაშიც მდგომარეობს საბრუნავი კაპიტალის ციკლის მართვა.

ფინანსური მენეჯერი ფინანსურ ანალიზს გადაწყვეტილების მისაღებად იყენებს. ანალიზი კონკრეტული მეთოდების გამოყენებით ტარდება. განსაკუთრებით ყურადღებას ფინანსური ანალიზის ჩატარების ისეთი მეთოდები იმსახურებს როგორიცაა **პროცენტული** და **კოეფიციენტური** (ფარდობითი).

ფინანსურ კოეფიციენტების და პროცენტული ფინანსური ანალიზის მეთოდების გამოყენებას აზრი აქვს, მხოლოდ მაშინ თუ კი კომპანიის წარსულ საქმიანობას მიმდინარე შედეგებთან და იმავდროულად დარგის სხვა კომპანიებთან ვადარებთ. ამასთან კომპანიის საქმიანობას სრულყოფილად, ცალკე აღებულ არც ერთი მაჩვენებელი არ ახასიათებს. შესაბამისად კოეფიციენტები განხილულ უნდა იქნეს როგორც მთლიანის ნაწილი და არა იზოლირებულად.

საკონტროლო კითხვები

1. ფინანსური ანგარიშგებების დანიშნულება და ფირმის საქმიანობის ძირითადი ტიპები;
2. რა აისახება ფირმის ფინანსური ანგარიშგების ძირითადი დოკუმენტით – ბუღალტრული ბალანსით?
3. დაახასიათეთ ფირმის ბუღალტრული ბალანსის აქტივები.
4. დაახასიათეთ ფირმის ბუღალტრული ბალანსის ვალდებულებები.
5. ახსენით რა განსხვავება არსებობს ძირითადი აქტივის საწყის ღირებულებას, საბაზრო ღირებულებასა და აღდგენით ღირებულებას შორის.
6. დაახასიათეთ ფირმის ბუღალტრული ბალანსის მიხედვით მიმდინარე აქტივი და განსაზღვრეთ რას ნიშნავს საბრუნავი კაპიტალი.
7. განსაზღვრეთ ფირმის მოთხოვნები და მისი შემადგენლობა.
8. დაახასიათეთ ფირმის ბუღალტრული ბალანსის მიხედვით მოკლევადიანი და გრძელვადიანი ვალდებულებები.
9. დაახასიათეთ კომპანიის ვალდებულებები მისი მფლობელების მიმართ.
10. როგორ ხდება ფირმის ფინანსური ანგარიშგების ძირითადი დოკუმენტის – მოგების და ზარალის შესახებ ანგარიშგების შედგენა.
11. როგორ მიიღება ფირმის წმინდა მოგება.
12. ახსენით რა განსხვავებაა მოგებისა და ზარალის ანგარიშგებაში ასახულ მოგებასა და კომპანიის საღაროს გეგმაში ასახულ მოგებას შორის.
13. ახსენით რა ინფორმაციას იძლევა მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგება.
14. ახსენით რას ნიშნავს ფინანსურ აღრიცხვაში „გონივრული და პატიოსანი“ მოდგომა.
15. ახსენით ფირმის მარაგების შეფასებასთან დაკავშირებით „გონივრული და პატიოსანი“ მიდგომის თავისებურებები.
16. ფულადი საშუალებების მართვა და ფულადი საშუალებების ნაკადი.
17. ფირმის ფულადი საშუალებების მიღების ძირითადი წყარო და გამოყენების მიმართულებები.
18. რა განაპირობებს საბრუნავი კაპიტალის მართვის აუცილებლობას?
19. რა წარმოადგენს ფინანსური ანალიზის ჩატარების საფუძველს? დაახასიათეთ ფინანსური ანალიზის ჩატარების პროცენტული მეთოდი.
20. დაახასიათეთ მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი, ვადიან ლიკვიდურობის კოეფიციენტი.
21. დაახასიათეთ პრაქტიკაში ფართოდ გამოყენებული მომგებიანობის კოეფიციენტები;
22. დაახასიათეთ ფინანსური ბერკეტები: პროცენტული გადასახდელების დაფარვის კოეფიციენტი (TIE) და ვალის კოეფიციენტი(D/A);
23. დაახასიათეთ ფინანსური ბერკეტები: ნახესხები საშუალებების დამოკიდებულება საკუთარ კაპიტალთან (D/A) და საკუთარი კაპიტალის მულტიპლიკატორი

ამოცანები თვითშეფასებისათვის

1. 2008 წელს კომპანია „შატილის“ მიმდინარე აქტივი 18 550 ლარის ტოლი იყო, რომლის 27 % სასაქონლო მატერიალურ მარაგს შეადგენდა. ამავე წელს მიმდინარე ვალდებულებებმა შეადგინეს 17 700 ლარი. განსაზღვრეთ კომპანიის მიმდინარე და ვადიანი ლიკვიდურობის კოეფიციენტები.
2. კომპანია „ყაზბეგის“ მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების მიხედვით, 2007 წელს, პროდუქციის რეალიზაციიდან ამონაგები შეადგენდა 47 700 ლარს, წმინდა მოგება 7 ათას ლარს, სააქციო კაპიტალის ღირებულებამ შეადგინა 9 755 ლარი, ხოლო კომპანიის ვალდებულებებმა სულ 19 500 ლარი. განსაზღვრეთ კომპანიის ზღვრული მომგებიანობისა და აქტივების რენტაბელობის დონე.
3. 2008 წელს კომპანია „შატილის“ მთლიანი აქტივი შეადგენდა 18 550 ლარს, რომლის 57 % ვალდებულებებზე მოდიოდა. კომპანიის წმინდა მოგებამ შეადგინა 1700 ლარი განსაზღვრეთ კომპანიის სააქციო კაპიტალის რენტაბელობა.
4. 2008 წელს კომპანია „შატილის“ მიმდინარე აქტივი 15 550 ლარის ტოლი იყო, რომლის 30 % დებიტორულ დავალიანებას შეადგენდა. ამავე წელს პროდუქციის რეალიზაციიდან ამონაგებმა შეადგინა 97 700 ლარი. განსაზღვრეთ ინკასაციის საშუალო პერიოდი
5. კომპანია „ყაზბეგის“ მოგებისა და ზარალის შესახებ ანგარიშგების მიხედვით 2007 წელს EBIT 7 500 ლარს უდრიდა, პროცენტის ხარჯებმა 1700 ლარი შეადგინა. განსაზღვრეთ პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტი.
6. 2008 წელს კომპანია „შატილის“ მთლიანი აქტივი შეადგენდა 18 550 ლარს, რომლის 57 % ვალდებულებებზე მოდიოდა. განსაზღვრეთ საკუთარი კაპიტალის მულტიპლიკატორი.
7. 2008 წელს კომპანია „შატილის“ მთლიანი აქტივი 15 550 ლარის ტოლი იყო, ამავე წელს პროდუქციის რეალიზაციიდან ამონაგებმა შეადგინა 17 700 ლარი. განსაზღვრეთ აქტივების ბრუნვალობის კოეფიციენტი.

ტესტები თვითშეფასებისათვის

1. როდესაც ფირმა საქონელს ყიდულობს კრედიტში წარმოიქმნება:
 - ა. ფირმის მარაგები;
 - ბ. კრედიტორული დავალიანება;
 - გ. დებიტორული დავალიანება.

2. ფირმაში ფულის ნაკადი წარმოიქმნება:

- ა. მისი საინვესტიციო და საფინანსო საქმიანობის შედეგად.
- ბ. მისი საოპერაციო, საინვესტიციო და საფინანსო საქმიანობის შედეგად;
- გ. მისი საოპერაციო და საფინანსო საქმიანობის შედეგად.

3. „შესაბამისობის პრინციპის“ თანახმად საანგარიშგებო ხარჯების აღიარება ხდება იმ პერიოდში:

- ა. რომელიც გასული პერიოდის შემოსავლების მისაღებად იქნა გაწეული.
- ბ. რომელიც ამ პერიოდის შემოსავლების მისაღებად იქნა გაწეული.
- გ. რომელიც მომავალი პერიოდის შემოსავლების მისაღებად იქნა გაწეული.

4. ფირმის შესაძლო მოგება ან ზარალი შეიძლება იყოს:

- ა. მისი საინვესტიციო საქმიანობის შედეგი.
- ბ. მისი საოპერაციო საქმიანობის შედეგი;
- გ. მისი, როგორც საოპერაციო ისე საინვესტიციო საქმიანობის შედეგი.

5. გაუნაწილებელი მოგება წარმოადგენს:

- ა. ფირმის ფინანსური მენეჯერის მხრიდან სახსრების დამატებით დაბანდებას.
- ბ. აქციონერების მხრიდან სახსრების დამატებით დაბანდებას.
- გ. აქციონერების მხრიდან სახსრების ძირითად დაბანდებას.

6. საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა განისაზღვრება:

- ა. წმინდა მოგება შეფარდებული აქტივების საერთო ჯამთან;
- ბ. წმინდა მოგება შეფარდებული სააქციო კაპიტალთან;
- გ. მთლიანი მოგება შეფარდებული სააქციო კაპიტალთან.

7. კოეფიციენტები D/E და D/A იძლევიან:

- ა. არაერთგვაროვან ინფორმაციას;
- ბ. ერთგვაროვან ინფორმაციას;
- გ. მათი ერთმანეთთან შედარებას აზრი არა აქვს.

პირითადი:

ლილი გვენეტაძე, კორპორაციული ფინანსები, სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის, ნაწილი I, თბილისი 2010.

სავალდებულო ლიტერატურა:

1. ჯეიმს ს. ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაჰოვიჩი, უმცრ. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, მეორემეტე გამოცემა, „საქართველოს მაცნე“ 2008. ნაწილი 3, თავი 6
2. **Брейли Р. Майерс С.** Принципы корпоративных Финансов. ЗАО «Олимп-Бизнес». М. 2004. ст. Глава 29.
3. **Роберт В. Колб, Рикардо Дж. Родригес** - Финансовый Менеджмент М.2001. Глава 17,18
4. **Роберт С. Хигинс**, Финансовый анализ: инструменти для принятия бизнес решений, М, 2007. с.20- 81

დამატებითი ლიტერატურა:

1. **ზაირა ღუღუშაური**, ფინანსური მენეჯმენტი, თბილისი, 2007.
2. **ხორავა. ნ. კვატაშიძე, ნ. სრესელი, ზ. გოგრიჭიანი** - ბუღალტრული აღრიცხვა, თბილისი 2004
3. **ლ. გვენეტაძე**, ფინანსური დაგეგმვა **საინვესტიციო პროექტის შეფასების მეთოდი**, ჟურნალი გადასახადები 2006წ №14
4. **ზაირა ღუღუშაური**, ფინანსური მენეჯმენტი, თბილისი, 2007
5. **ლ. გვენეტაძე**, ფულადი სახსრების მართვა, ჟურნალი გადასახადები 2008წ №4
6. **ლ. გვენეტაძე**, ფინანსური აღრიცხვის ხელოვნება, ჟურნალი გადასახადები 2007წ №13
7. **ლ. გვენეტაძე**, ფინანსური ანგარიშგების როლი ფინანსური გადაწყვეტილებების მიღებაში, ჟურნალი გადასახადები, 2007, №10
8. **ლ. გვენეტაძე**, ფინანსური ანგარიშგება და მისი გამოყენება ფირმის მმართველობით საქმიანობაში; ჟურნალი გადასახადები, №9
9. **Зви Боди. Роберт К. Мертон** Финансы. Изд. Дом Вильямс Москва Санкт_Петербург Киев 2005
10. საქართველოს პარლამენტის ეროვნული ბიბლიოთეკა <http://www.nplg.gov.ge/ge/index.html>
11. საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო. სტატისტიკის დეპარტამენტი <http://www.statistics.ge/>
12. საქართველოს პარლამენტის საბიუჯეტო ოფისი (www.pbo.ge)
13. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო www.mof.ge
14. საქართველოს საფონდო ბირჟა (www.cse.ge) “საქართველოს ეკონომიკის მიმართულებები”-(ყოველკვარტალური მიმოხილვა (www.geplac.org))

ЛИЛИ ГВЕНЕТАДЗЕ

КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ

Лекционный курс для бакалавриата

Часть первая

Р Е З Ю М Е

В Грузии, в связи с установлением рыночных отношений, всё больше возросло требование к финансам, как к учебной дисциплине. Корпоративные Финансы, в университетах Грузии, относятся к специальной обязательной дисциплине. Вместе с этим, одна из самых значительных проблем -это дефицит учебников по финансовой дисциплине на грузинском языке, соответствующих современным требованиям. Подготовка учебников и лекционных курсов по силабусу, на текущем этапе, представляет собой один из значительных приоритетов. Этим обусловлена подготовка лекционных курсов для студентов бакалавриата.

Книга лекционный курс был написан для студентов, которые изучают финансовый менеджмент. В нём во взаимоотношении рассматриваются теоритические и практические вопросы Корпоративных финансов. Вместе с этим, финансовые концепции и инструменты финансов представлены простым и доступным языком. В каждой главе вопросы освещены последовательно и системно, а весомые финансовые положения выделены жирным шрифтом.

В книге представленный материал состоит из логически взаимосвязанных глав. Каждую главу открывает своего рода вступительное слово (анотация), а завершает резюме. После каждой главы дан список литературы, рекомендуемой для дальнейшего чтения, контрольные вопросы для самопроверки, тесты и задачи для самооценки а ключ к ответом лежит в соответствующей главе.

Книга – Лекционный курс состоит из девяти глав и представляет собой основу изучения финансового менеджмента. Каждая глава представляет обязательность изучения последующей главы. В первой главе «Корпоративные финансы и деловая среда» и во всех последующих главах, Финансы рассматриваются с точки зрения максимизации богатства акционеров. Налоги значительно влияют на большинство бизнес решений. Соответственно изучение второй главы, «Налоговая среда и регулирование налоговой базы», в последующих главах поможет в рассмотрении специальных финансовых решений. Глава 3 посвящена

временной стоимости единичных платежей, а в главе 4 рассматривается временная стоимость серии платежей – аннуитет и пожизненная рента, что и позволяет подробно изложить основные концепции временной стоимости денег. В последующих главах изложены метод и методология оценки стоимости облигаций, акций, целиком бизнес (предприятия) и инвестиционных решений, которая учитывает временную стоимость денег. Последний в 9 главе книги рассматриваются вопросы финансового анализа финансовой отчетности, который полезен при определении текущего состояния компании.

Вторая часть книги находится в процессе разработки и выйдет в издание в ближайший период. Книга предназначена студентам. Она также может пригодится профессорам и учителям и тем, кто хочет начать своё дело.

LILY GVENETADZE

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

**Lecture course for Bachelors
the first Part**

S U M M A R Y

The establishment of market economy in Georgia further increased the demand for introduction of Finance, as a study discipline. In most of the Universities in Georgia, corporate finance belongs to the special obligatory course. However, the main problem is the lack of books in Georgian language, which meets the requirements of the modern times. That is why preparing the study courses in Georgian language, based on books and syllabuses remains the top priority: exactly this lead to the development of a given course, which is intended for the bachelor degree students.

This study course book is written for students that study financial management. It describes the connections between the practical and theoretical aspects of corporate finance. Along with this, main financial concepts are written out in a simple and understandable language. Every chapter has the subject written out in consecutive and systematic order, with the main points shown in bold.

The subjects of the study course are presented in the way that forms a chain of logical connection. Each chapter begins with a small annotation and ends with the summary. At the end of the chapter is an exercise set, with questions, quizzes and tests for self rating. The keys to their answers can be found in respective chapter.

The study course book consists of nine chapters and gives the opportunity to learn financial management. Each chapter builds on the previous one. First chapter describes corporate finance and working grounds, while all of the following chapters describe the profit maximization of shareholders. Payments play an important role in most business decisions. So the study of business payment and payment regulations which are explained in the chapter two will help you in better understanding of special financial decisions that are described in the next chapters. The specific topics covered by third and fourth chapters include but are not limited to: the time value of money, which forms the main moving power behind of many financial decisions. The next chapters provide a clear explanation of the methods that are used while evaluating the real price of shares, bonds, whole business (enterprise) or investment projects and are based on principles of time value of money. The ninth chapter describes the basics of financial analysis of financial calculations, an essential tool while assessing the current state of a company.

The second part of the book is under preparation and will be published soon.

As it was mentioned above this book is written for students. However, it will be also helpful for managers, researchers, teachers and those who are trying to start their own business.

ლილი გვენეტაძე
კორპორატიული ფინანსები
სალექციო კურსი ბაკალავრიატისათვის
ნაწილი პირველი

LILY GVENETADZE
CORPORATE FINANCE
Lecture course for Bachelors
the first Part

ЛИЛИ ГВЕНЕТАДЗЕ
КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ
Лекционный курс для бакалавриата
Часть первая

ლიტერატურული რედაქტორი: ნ. კაკაშვილი
ტექნიკური რედაქტორი: ა. ფიფია

ფასი ხელშეკრულებით
ტირაჟი 200