

პანდემიის პირობებში, საბაზრო ეკონომიკის განვითარების თანამედროვე ეტაპზე: კონცეფცია - მოგების მაქსიმიზაცია თუ კომპანიის ღირებულების გაზრდა!?

მერაბ ჭიქია

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის
ასოცირებული პროფესორი

კოვიდ-19-ის პანდემიის შედეგად ეკონომიკური ვარდნა პრაქტიკულად მსოფლიოს ყველა ქვეყანას შეეხო. მსოფლიო ეკონომიკის მიერ მიღებული ზარალი კოლოსალურია. ამასთან, როგორც ცნობილია, ფინანსური ანალიზის უმთავრესი მეთოდოლოგიური თავისებურება ისაა, რომ მას შეეწევს უნარი დაადგინოს არა მარტო მიზეზ-შედეგობრივი კავშირები, არამედ მისცეს მათ რაოდენობრივი დახასიათებაც. ე.ი. იგი უზრუნველყოფს კომპანიის საქმიანობის შედეგებზე მოქმედ ფაქტორთა გავლენის სიდიდის გაზომვას, რაც შესაძლებლობას იძლევა ეკონომიკის მდგომარეობაზე დავსვათ ზუსტი დიაგნოზი, ხოლო მისი შედეგებიდან გამომდინარე, შევიძუშაოთ უფრო დასაბუთებული რეკომენდაციები.

დღეისათვის საბაზრო ეკონომიკაში ბიზნესის განვითარების ძირითადი მიზნის - მოგების მაქსიმიზაციის კონცეფციის სანაცვლოდ, შემოდის ღირებულების მაქსიმიზაციის კონცეფცია - *Value Based Management (VBM)*, რომელიც მნიშვნელოვანწილად გამოდის ადრინდელი მიდგომის ჩარჩოებიდან. აღნიშნული კონცეფცია, უმთავრეს ღირებულებით ფაქტორებზე კონცენტრაციის გაძლიერების გზით, მიმართულია კომპანიის სტრატეგიული ამოცანების გადაჭრაზე.

საკვანძო სიტყვები: კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება (*WACC*), საკუთარი კაპიტალი, ნასესხები კაპიტალი, შემოსავლიანობის ნორმა, ინვესტიციების რენტაბელობა (*ROI*), გამოყენებული კაპიტალის რენტაბელობა (*ROCE*), ეკონომიკური მოგება (*EP*).

მოგებისა და რენტაბელობის მაჩვენებლები, რაც ტრადიციულად განიხილებოდა როგორც ეფექტიანობის ძირითადი საზომები, ყოველთვის არ იძლევა შესაძლებლობას ვიმსჯელოთ ღირებულების შექმნაზე, უფრო სწორედ, მის ზრდაზე, რიგი უმთავრესი მიზეზების გამო, რომელთა შორის, პირველ რიგში, შეიძლება გამოვყოთ:

- სააღრიცხვო შეფასებებით ვარირების შესაძლებლობა;
- ფულის დროითი ღირებულების ფაქტორის იგნორირება;
- საკუთარი კაპიტალის ღირებულების იგნორირება;
- რისკ-ფაქტორისა და მასთან დაკავშირებით, დაბანდებულ კაპიტალზე მოსათხოვნი უკუგების განხილვიდან გამორიცხვა.

როგორც ცნობილია, მიღებული ფინანსური შედეგის ანალიზი უნდა ითვალისწინებდეს მასთან დაკავშირებულ რისკებსაც. საყოველთაოდ აღიარებულია დიდი შემოსავლის მიღების მოთხოვნა ყველაზე რისკიან ინვესტიციებზე, როგორც კომპენსაცია მაღალ რისკზე. ამასთან დაკავშირებით წარმოიქმნება ცნება - დაბანდებულ კაპიტალზე მოსათხოვნი შემოსავლიანობა, რომელიც მნიშვნელოვანწილად დამოკიდებულია ინვესტიციის რისკზე. რაც უფრო მაღალია რისკი, მით უფრო მაღალია მოსათხოვნი შემოსავლიანობა. აღნიშნული წესი წარმოადგენს უმთავრეს დისკონტირების განაკვეთის შერჩევისას.

შემოსავლიანობის მოსათხოვნი ნორმის სახით ძირითადად გამოიყენება კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება (*WACC*), რომელიც ახასიათებს ერთობლივი ფინანსური რესურსების ღირებულებას. ამ მაჩვენებელზე მსჯელობისას ლოგიკა შემდეგნაირია: დაბანდებული ერთობლივი კაპიტალიდან უკუგება არ უნდა იყოს ნაკლები მისი მოზიდვის ღირებულებაზე.

როგორც ცნობილია საწარმოს კაპიტალის ფორმირებისთვის გამოყენებულ საშუალებებს გააჩნია ღირებულება, რაც გარკვეულწილად განისაზღვრება საწარმოს დაფინანსების წყაროების არჩევანის შესაძლებლობებით.

კაპიტალის ღირებულება – ეს არის შემომოსავლიანობის მოსალოდნელი ნორმა, რასაც ითხოვს ბაზარი ფინანსური რესურსების მოსაზიდად და რაც აუცილებელია კონკრეტული საინვესტიციო პროექტის ან მთლიანად საწარმოს დასაფინანსებლად. კაპიტალის ღირებულება წარმოადგენს ალტერნატიულ ღირებულებას, საშუალებათა განთავსების სხვა ალტერნატიულ ვარიანტზე უარის თქმის შემთხვევაში. ამასთან, ამოსავალს წარმოადგენს ის ფაქტი, რომ რაციონალური ინვესტორი არასოდეს არ დააბანდებს თავის საშუალებებს კონკრეტულ პროექტში ან ბიზნესში, თუ არსებობს საშუალებათა ინვესტირებისთვის უფრო ხელსაყრელი ალტერნატივა რისკის გაწვევის შესადარისობის თვალსაზრისით.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება **WACC (Weighted average cost capital)** ახასიათებს საწარმოს ყველა ამოქმედებული ფინანსური რესურსის ღირებულებას – საკუთარ და ნასესხებ კაპიტალს, წყაროების მთლიან მოცულობაში მათი ხვედრითი წონის გათვალისწინებით. ამ მაჩვენებლის პრინციპული მნიშვნელობა ისაა, რომ მისი სიდიდე ახასიათებს დაბანდებულ მთლიან კაპიტალზე შემოსავლიანობის მოთხოვნილ ნორმას.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი მაჩვენებლის (**WACC**) ღირებულება გაიანგარიშება ფორმულით:

$$WACC = r_e \times \left(\frac{E}{V}\right) + r_d \left(\frac{D}{V}\right) \times (1 - t),$$

სადაც, r_e – საკუთარი (სააქციო) კაპიტალის შემოსავლიანობის მოთხოვნილი განაკვეთი;

E - საკუთარი კაპიტალის სიდიდე;

D - ნასესხები კაპიტალის სიდიდე;

$V=E+D$ - დაფინანსების წყაროების (საკუთარისა და ნასესხების) სიდიდე;

r_d –ნასესხები კაპიტალის მოზიდვის განაკვეთი;

t - მოგების გადასახადის განაკვეთი.

ზოგადად, კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება ახასიათებს კაპიტალის დამბანდებლებისთვის კომპენსაციის დონეს, მათ მიერ საშუალებების სხვა მიმართულებით (მოცემული საწარმოს გარდა) არგამოყენების პირობებში. თუ გავითვალისწინებთ იმას, რომ საქმიანობის დასაფინანსებლად კაპიტალის ცალკეული დამბანდებლის მონაწილეობის ხარისხი შეიძლება იყოს არაერთგვაროვანი, დაფინანსების ცალკეული სახეობის ღირებულება განისაზღვრება მოცემული წყაროს ხვედრითი წონით დაფინანსების მთლიან მოცულობაში.

დავუშვათ, რომ ნასესხები კაპიტალის მოზიდვის განაკვეთი, საგადასახდო ეკონომიის გათვალისწინებით 10%-ის ტოლია, საკუთარი კაპიტალის შემოსავლიანობის მოსათხოვნი განაკვეთი – 14%; თანაფარდობა საკუთარ და ნასესხებ კაპიტალს შორის შეადგენს: 1:1, ხოლო მოგების გადასახადის განაკვეთი კი 15%-ს.

$$WACC = r_e \times \left(\frac{E}{V}\right) + r_d \left(\frac{D}{V}\right) \times (1 - t),$$

$$WACC = 14 \times 0.5 + 10(1-0.15) \times 0.5 = 11.3\%$$

მაშასადამე, აქტივებში დაბანდებულ კაპიტალზე (ან კონკრეტულ პროექტზე), მინიმალურად აუცილებელმა შემოსავლიანობის დონემ უნდა შეადგინოს 11,3%. ეს შესაძლებლობას იძლე-

ვა გადახდილ იქნეს პროცენტი ნასესხებ კაპიტალზე და დაკმაყოფილდეს მესაკუთრეთა მოლოდინი (ჩვენი მაგალითის შემთხვევაში შემოსავლიანობის 14%-იანი განაკვეთი). მაგრამ, თუ დაბანდებათა შემოსავლიანობის დონე ფაქტობრივად 11,3%-ზე ნაკლები იქნება, მაშინ მესაკუთრეები ვერ მიიღებენ შემოსავლიანობის საჭირო 14%-ს.

საწარმოს ხელმძღვანელობამ უნდა იცოდეს კაპიტალის განსხვავებული სტრუქტურა თუ როგორ აისახება დამატებით მოზიდული კაპიტალის ღირებულებაზე. აქედან გამომდინარე, სავსებით გასაგებია მათი მისწრაფება კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილების გზით შეამცირონ დამატებით მოსაზიდი კაპიტალის ღირებულება. ამასთან, აუცილებელია შემდეგი პრინციპული დებულების გათვალისწინება:

იქიდან გამომდინარე, რომ ნასესხები კაპიტალი ითვლება უფრო იაფფასიან წყაროდ (პროცენტებზე საგადასახადო ეკონომიის ეფექტი, გარდა ამისა კრედიტორების რისკი უფრო დაბალია, ვიდრე მესაკუთრეების, ამიტომ რისკის საკომპენსაციოდ მესაკუთრეებმა დაბანდებულ კაპიტალზე უნდა მიიღონ უფრო მეტი უკუგება), შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ ნასესხები კაპიტალის ზრდა და საკუთარის გამოდევნა აღნიშნული პრობლემის გადაჭრის შესაძლებლობას იძლევა. იმავდროულად, ნასესხები კაპიტალის ხვედრითი წონის მნიშვნელოვანი გადიდება იწვევს ფინანსური რისკის ზრდას, რამდენადაც, პირველ რიგში, ნასესხები კაპიტალის უკვე არსებული მნიშვნელოვანი ხვედრითი წონა აიძულებს კრედიტორებს გაზარდონ საპროცენტო განაკვეთები; და მეორე, ნასესხები კაპიტალის ხვედრითი წონის გადიდება ზრდის მესაკუთრეთა რისკს, რაც იწვევს აუცილებლობას გაზარდონ საკუთარ კაპიტალზე შემოსავლიანობის მოსათხოვნი განაკვეთი.

მაშასადამე, ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის განმსაზღვრელი თანაფარდობისას მიიღწევა წყაროების ოპტიმალური სტრუქტურა, რომლის პირობებში **WACC**-ის სიდიდე იქნება მინიმალური.

ნასესხები საშუალებების გამოყენებაზე გადაწყვეტილების მიღებისას აუცილებელია გათვალისწინებულ იქნეს ყველა არსებითი ხარჯი, რაც დაკავშირებულია ვალის მიღებასა და მის მომსახურებასთან. ასეთი სახეობის ხარჯად, პირველ რიგში, განიხილავენ პროცენტებს საბანკო კრედიტსა და კომპანიის სესხებზე. ამასთან, მოზიდული ნასესხები საშუალებების ღირებულებაში შეიძლება შევიდეს ისეთი ხარჯები, როგორიცაა მაგალითად, საკონსულტაციო და საინფორმაციო ხარჯები, რაც დაკავშირებულია ფინანსური ანგარიშგების მომზადებასა და მისი აუდიტის ჩატარებასთან და სხვა.

ნასესხები კაპიტალის ღირებულებაში კორექტივი შეიტანება მოგების გადასახადის განაკვეთის გათვალისწინებით. კორექტივის არსია ის, რომ პროცენტები კრედიტსა და სესხების მომსახურებაზე ამცირებს მოგების გადასახადის საგადასახადო ბაზას. საგადასახადო ეკონომიის ეფექტის საფუძველზე პროცენტებში ნასესხები კაპიტალის რეალური, ნამდვილი ღირებულება იქნება $-r_d(1-t)$, სადაც t – მოგების გადასახადის განაკვეთია. რამდენადაც საწარმოები თავიანთი საქმიანობის დაფინანსებისთვის ჩვეულებრივ იყენებენ ნასესხებ საშუალებებს მათი მოზიდვის განსხვავებული პირობებით (საპროცენტო განაკვეთები, მოზიდვის ვადები, სხვა ხარჯები, რაც ადიდებს მოზიდული საშუალებების ღირებულებას), r_d -ს (მოზიდული ნასესხები კაპიტალის განაკვეთი) მაჩვენებლის სახით შეიძლება გამოყენებულ იქნეს სიდიდე, რომელიც ახასიათებს (ნასესხები) საშუალებების მოზიდვის საშუალო შეწონილ განაკვეთს.

საკუთარი კაპიტალის ღირებულება (r_e) – არის დაბანდებულ კაპიტალზე მისაღები შემოსავლიანობის ნორმა, მოცემულ ინვესტირებაზე რისკ ფაქტორების გათვალისწინებით. საკუთარი კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრისთვის შეიძლება გამოყენებულ იქნეს სხვადასხვა მიდგომა. პრაქტიკაში ყველაზე ფართო გავრცელება ჰპოვა გაანგარიშების მეთოდებმა, რომლებიც ეფუძნება გრძელვადიანი აქტივების შეფასების მოდელების გამოყენებას (**capital assets pricing model - CAMP**), ასევე კუმულაციური განაკვეთებით გაანგარიშებებმა, რაც ითვალისწინებს დაბანდებულ საშუალებებზე სხვადასხვა რისკ ფაქტორს.

კაპიტალის სტრუქტურის შეფასებისას გრძელვადიან გეგმაში ძირითადი მიზნობრივი ამოცანა უნდა ეყრდნობოდეს **WACC** მაჩვენებლის მინიმიზაციას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, მსჯელობაა ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის ისეთ თანაფარდობაზე, რაც კომპანიის ერთობლივი კაპიტალის ღირებულების მინიმიზებას მოახდენს. გრძელვადიანი სტრატეგიული ანალიზისას **WACC** მაჩვენებლის სიდიდის შემცირება განიხილება, როგორც კომპანიის ღირებულების გადიდების უმნიშვნელოვანესი ფაქტორი.

ყოველივე ზემოაღნიშნულის შედეგად იქმნება აუცილებლობა ღირებულების შექმნის საზომების მოსაძიებლად. მათ რიცხვს შეიძლება მივაკუთვნოთ ისეთი მაჩვენებლები, როგორიცაა: **EP** (ეკონომიკური მოგება), **EVA** (დამატებული ეკონომიკური ღირებულება), **MVA** (დამატებული საბაზრო ღირებულება), **SVA** (დამატებული სააქციო ღირებულება). გაანგარიშების მეთოდის განსხვავებულობის მიუხედავად ყველა მათგანი გაერთიანებულია ერთიანი მიდგომით: დამატებითი დამატებული ღირებულების შექმნას ადგილი აქვს მხოლოდ მაშინ, როცა ინვესტიციიდან ფაქტობრივი შემოსავლიანობა აღემატება მოსათხოვრ შემოსავლიანობას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ახალი ღირებულება იქმნება მხოლოდ მაშინ, როცა კომპანიები ინვესტირებულ კაპიტალზე იღებენ ისეთ უკუგებას, რომელიც აღემატება კაპიტალის მოზიდვის ხარჯებს.

ეკონომიკური მოგება (EP). საერთო მიდგომიდან გამომდინარე (რომელიც ჩაღებულია აღნიშნული მაჩვენებლის გაანგარიშებაში) – ის არის სხვაობა გადასახადების გადახდის შემდეგ მიღებულ საოპერაციო მოგებასა (**NOPAT**) და მოსათხოვრ მოგებას შორის (მოზიდული კაპიტალის ღირებულების გათვალისწინებით). მოცემული მაჩვენებლის გასაანგარიშებლად გამოიყენება ფორმულა:

$$EP = A (ROI - WACC)$$

სადაც, **A** – კომპანიის ან ბიზნეს–სეგმენტის აქტივებია.

ფრჩხილების გახსნის შემდეგ ფორმულაში თუ გავითვალისწინებთ, რომ **ROI = NOPAT : A** მივიღებთ:

$$EP = NOPAT - A \times WACC$$

მაშასადამე, **NOPAT**-ის მაჩვენებლის სიდიდე თუ ასახავს ფაქტობრივად მიღებულ მოგებას, **A x WACC**-ის ნამრავლის სიდიდე ახასიათებს მოგების თანხას, რომელიც კომპანიამ ან ბიზნეს–სეგმენტმა უნდა გამოიმუშაოს ფინანსური რესურსების ერთობლივი ღირებულების ამოქმედების შედეგად. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, მიღებული მოგება საკმარისი უნდა იყოს არა მარტო ნასესხებ კაპიტალზე პროცენტების ასანაზღაურებლად, არამედ მან უნდა დააკმაყოფილოს დაბანდებულ კაპიტალზე მესაკუთრეთა მოლოდინი.

ფინანსური კოეფიციენტების ტრადიციული ანალიზისგან განსხვავებით, რომელიც ეყრდნობა მაჩვენებელთა ფაქტობრივ სიდიდეთა დინამიკის შეფასებას, აღნიშნული მიდგომა

აგებულია რენტაბელობის ფაქტობრივ და მოსათხოვნ სიდიდეებს შორის შეპირისპირებაზე. მაგალითისათვის განვიხილოთ საანალიზო კომპანიის მონაცემები.

ეკონომიკური მოგების გაანგარიშება

მაჩვენებლები	საანალიზო პერიოდი	გასული პერიოდი	გადახრა (±)
1. ROI, %	18	16	+2
2. WACC, %	20	20	-
3. აქტივები, მლნ. ლარი	100	100	-
4. EP, მლნ. ლარი	-2	-4	+2

როგორც ვხედავთ, ტრადიციული ანალიზი, რომელიც ორიენტირებულია უშუალოდ რენტაბელობის მაჩვენებელთა გამოყენებაზე, ასახავს სასიკეთო სურათს, რაც დაკავშირებულია ინვესტიციების რენტაბელობის ზრდასთან. ამასთან, ეფექტიანობის შესაფასებლად შემოსავლიანობის მოსათხოვნი ნორმის ცნების გამოყენება (ჩვენი მაგალითის მიხედვით იგი შეადგენს 20%-ს) შესაძლებლობას იძლევა გავაკეთოთ დასკვნა სერიოზულ პრობლემაზე: ორივე განხილულ პერიოდში რენტაბელობის ფაქტობრივი დონე ნაკლებია მოსათხოვნი ნორმაზე, რაც ნიშნავს გარკვეული ოდენობის ღირებულების დაკარგვას.

ფინანსური ბერკეტის ეფექტი გვიჩვენებს თუ რამდენი პროცენტით იზრდება საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა ნასესხები კაპიტალის საწარმოს ბრუნვაში მოზიდვის შედეგად. ის წარმოიქმნება ისეთ შემთხვევებში, თუ ეკონომიკური რენტაბელობა მაღალია სესხის ან კრედიტის პროცენტზე.

ფინანსური ბერკეტის ეფექტი შედგება ორი კომპონენტისაგან: იგი არის სხვაობა ინვესტირებული კაპიტალის რენტაბელობასა (გადასახადების გადახდის შემდეგ) და კრედიტზე საპროცენტო განაკვეთს შორის.

იქიდან გამომდინარე, ნასესხები კაპიტალი ითვლება უფრო იაფფასიან წყაროდ (პროცენტზე საგადასახადო ეკონომიის ეფექტი, ამასთან კრედიტორების რისკი უფრო დაბალია ვიდრე მესაკუთრეების, ამიტომ რისკის საკომპენსაციოდ მესაკუთრეებმა დაბანდებულ კაპიტალზე უნდა მიიღონ უფრო მეტი უკუგება), შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ ნასესხები კაპიტალის ზრდა და საკუთარის გამოდევნა აღნიშნული პრობლემის გადაჭრის შესაძლებლობას იძლევა.

იმავედროულად, ნასესხები კაპიტალის ხვედრითი წონის მნიშვნელოვანი გადიდება იწვევს ფინანსური რისკის ზრდას, რამდენადაც, პირველ რიგში, ნასესხები კაპიტალის უკვე არსებული მნიშვნელოვანი ხვედრითი წონა აიძულებს კრედიტორებს გაზარდონ საპროცენტო განაკვეთები; და მეორე, ნასესხები კაპიტალის ხვედრითი წონის გადიდება ზრდის მესაკუთრეთა რისკს, რაც იწვევს აუცილებლობას გაზარდონ საკუთარ კაპიტალზე შემოსავლიანობის მოსათხოვნი განაკვეთი.

ლიტერატურა:

1. Financial Management, ACCA F 9, FTC Kaplan Limited, 2018;
2. Роберт С. Хигинс. Финансовый анализ: инструменты для принятия бизнес-решений, 8-е издание, Пер. с англ. Издателский дом „Вильямс“ М., 2008;
3. jikia.M(2021). On the methodology of the analysis of business activities of enterprise. Ecoforum Journal 10 (3);

4. Jikia.M(2019).some Aspects of Improving the Methodology of Economic Analysis.Ecoforum Journal 8 (1);
5. Jikia.M,Kharabadze.E. (2018) Analyzing decisions under intlation.International Journal of Advances in Management and Economics 7(2);
6. Jikia.M,Kharabadze.E (2018)Certain aspects of account receivable and payable analysis.Archives of Buisness Research 6(6);
7. Jikia.M(2019).PECULIARITIES AND ADVANTAGES OF THE COST CALCULATION METHOD ACCORDING TO THE TYPES OF ACTIVITES.Ecoforum Journal 8(2).

In a Pandemic, at the Modern Stage of Market Economy Development: Concept- Profit Maximization or Increasing the Value of the Company!?

Merab Jikia

Doctor of Economics,

Ivane Javakhishvili Tbilisi State University Associate Profssor

SUMMARY

Management of the enterprise should know how the different structure of the capital affects the value of the additional attracted capital. Therefore ,it is quite understandable their aspiration to reduce the value of the additional attracted capital by changing the capital structure. At the same time, it is necessary to take into account the following principles:

Since the borrowed capital is considered a cheaper source(the effect of tax savings on interest,and also, a lenders' risk is lower than that of owners,so owners should receive more return on invested capital to compensate for the risk).It can be assumed that the increase in borrowed capital and the expulsion of the equity will provide an opportunity to solve this problem.

At the same time,a significant increase in the share of borrowed capital leans to an increase in financial risk,since at first,the already significant share of borrowed capital forces lenders to raise interest rates;And second,increase in the share of the borrowed capital increases the risks to owners,which necessitates an increase in the required rate of return on equity.

Therefore,in the defined ratio of borrowed and equity,the optimal structure of resources is achieved,which results in the effect of financial leverage.It shows how much the return on the equity increases as a result of attracting the borrowed capital into the enterprise.It aries in cases where economic profitability is higher than the interest rate on the loan or credit.