ხათუნა ბარბაქაძე

ფინანსური მენეჯმენტი

(რიდერი)

თბილისი

2023

სარჩევი

თავი 1. ფინანსური მენეჯმენტისა და ფინანსური გარემოს მიმოხილვა 3

თავი 2. ფინანსური ანგარიშგება, ფულადი ნაკადები და გადასახადები 23

თავი 3. ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი და ფინანსური მოდელები 45

თავი 4. ობლიგაციების შეფასება და საპროცენტო განაკვეთი. აქციების ღირებულების განსაზღვრა...78

თავი 5. ფულის ნაკადის შეფასება და რისკის ანალიზი...98

თავი 6. პროგნოზირება და საპროგნოზო ფინანსური უწყისები 112

თავი 7. რისკი და კაპიტალის ღირებულება 129

თავი 8. კაპიტალის სტრუქტურა 144

თავი 9. კაპიტალის ბაზარი 166

თავი 10. დივიდენდური პოლიტიკა 194

1 თავი

ფინანსური მენეჯმენტისა და ფინანსური გარემოს მიმოხილვა

ამ თავში განიხილება შემდეგი საკითხები:

- ფინანსების სამოქმედო არეალი და შესაძლებლობები
- ფინანსების მართვა
- კორპორაციის ძირითადი მიზანი: ღირებულების მაქსიმიზაცია
- მენეჯერული გადაწყვეტილებები და აქციონერთა სიმდიდრის მაქსიმიზაცია
- ფინანსური ინსტრუმენტები და ფულის ღირებულება
- ფინანსური ბაზრები
- ფინანსური ინსტიტუტები

➢ ფინანსების სამოქმედო არეალი და შესაძლებლობები

ფინანსები დაკავშირებულია პროცესებთან, ინსტიტუტებთან, ბაზრებთან და ინსტრუმენტებთან, რომლებიც ჩართულია ფულადი სახსრების მოძრაობასთან სახელმწიფოს, იურიდიულ და ფიზიკურ პირებს შორის. ფინანსების სამოქმედო არეალი

ფართო და დინამიურია. ის უშუალოდ ზემოქმედებას ახდენს როგორც ფიზიკური პირის (ყოველი ჩვენთაგანის) ცხოვრებაზე, ასევე იურიდიული პირის საქმიანობაზე. ფინანსების ძირითადი პრინციპები, შესაძლებელია უნივერსალურად იქნას გამოყენებული სხვადასხვა ტიპის ბიზნესის ორგანიზაციაში. გარდა ამისა, ამ პრინციპებს შორის უმეტესი მათგანი ჩვენს საკუთარ ფინანსურ ცხოვრებაშიც გამოსადეგია. ფინანსების ძირითადი სამოქმედო არეალი შესაძლებელია ორ სფეროდ დაიყოს: ფინანსური მომსახურება და ფინანსების მართვა.

ფინანსური მომსახურება. ფინანსური მომსახურების სფერო დაკავშირებულია რჩევებისა და ფინანსური ინსტრუმენტების შემუშავება/შეთავაზებასთან სახელმწიფოს, იურიდიული და ფიზიკური პირებისათვის. ის მოიცავს სხვადასხვა საქმიანობას საბანკო სფეროსა და მასთან დაკავშირებულ ინსტიტუტებში, ასევე, ინვესტიციებს, უძრავ ქონებას და დაზღვევას.

ფინანსების მართვა. ფინანსების მართვა დაკავშირებულია იმ ფუნქციებთან, რომელიც აქვს ფინანსების მენეჯერს კომპანიაში. ფინანსური მენეჯერები აქტიურად მართავენ ფინანსურ გარიგებებს ნებისმიერ ორგანიზაციაში – ფინანსურ თუ არაფინანსურ ორგანიზაციაში, კერძო თუ საჯარო, მსხვილ თუ მცირე ზომის კომპანიაში, მოგებაზე ორიენტირებულ თუ არამომგებიან ორგანიზაციაში. ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა მიიღოს გადაწყვეტილებები კომპანიის გაფართოებისა და ამისთვის საჭირო დაფინანსების გზების შერჩევის შესახებ. ფინანსური მენეჯერი პასუხისმგებელია განსაზღვროს ის საკრედიტო პირობები, რომლითაც კომპანიის მომხმარებლები იყიდიან კომპანიის მიერ წარმოებულ პროდუქციას, განსაზღვროს რა მოცულობის მარაგები და რა რაოდენობის ფული უნდა ჰქოდეს კომპანიას. ასევე, ის პასუხიმგებელია განსაზღვროს კომპანიის მოგების რა ნაწილის რეინვესტირება მოხდეს კომპანიაში და რა ნაწილი შეიძლება გაიცეს დივიდენდებად.

ფინანსების რა სფეროშიც არ უნდა დავსაქმდეთ, უნდა ვიცოდეთ ფინანსების სამივე მიმართულების – ინვესტიციები, კაპიტალის ბაზრები და ფინანსების მართვა - თავისებურებები. მაგალითად, ბანკის საკრედიტო დეპარტამენტის ოფიცერი კარგად უნდა ერკვედეს ფინანსების მართვაში, წინააღმდეგ შემთხვევაში ვერ შეასრულებს თავის სამუშაოს, ვერ შეაფასებს რამდენად კარგად მუშაობს ბიზნესი. ანალოგიურად, კორპორაციის ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა იცოდეს ბანკის დამოკიდებულება კომპანიის საქმიანობის მიმართ და როგორ აფასებენ ინვესტორები მისი კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას.

➢ფინანსების მართვა

ფინანსების მართვა, როგორც დამოუკიდებელი დისციპილინა, 1900-იან წლებში გაჩნდა, როდესაც საჭირო გახდა ყურადღების გამახვილება კომპანიების შერწყმის

ლეგალურ ასპექტებზე, ახალი კომპანიების ჩამოყალიბების საკითხებზე და კაპიტალის მოზიდვის მიზნით სხვადასხვა სახის ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაზე. მაგრამ თეორიული დისციპლინის სახე 1950-იან წლებში მიიღო, როდესაც ფოკუსირდებოდა ისეთ მენეჯერულ გადაწყვეტილებებზე, რომლებიც მიმართულნი არიან კომპანიის ღირებულების მაქსიმიზირებასკენ.

მოგების მიღებაზე ორიენტირებული კომპანიისთვის არსებობს სამი ძირითადი ფინანსური მიზანი: ბიზნესის მფლობელების (ინვესტორების) სიმდიდრის მაქსიმიზირება ბიზნესის არსებობისას, აღებულ ვალდებულებებზე საპროცენტო გადასახადების დაკმაყოფილება და კომპანიის შემდომი ზრდა. ფინანსური მიზნების მისაღწევად, ბიზნესმენი მენეჯერიც უნდა იყოს და ლიდერიც. არ არსებობს მენეჯმენტის უნივერსალური განმარტება, მაგრამ ის შესაძლებელია განიმარტოს როგორც სხვა ადამიანებთან მუშაობის პროცესი პერსონალური ან ბიზნესის ძირითადი მიზნის მისაღწევად, რესურსების ეფექტიანი გამოყენებით.

აღნიშნული მიზნები მოითხოვს, რომ კომპანიას ჰქონდეს საერთო მიზანი: გამოიმუშავოს ფული დღეს და მომავალში. თუ თითოეული მფლობელის ინვესტიციაზე უკუგება არ არის დამაკმაყოფილებელი, მაშინ ინვესტორი სხვაგან მოინდომებს ინვესტირებას. თუ ბიზნესი არ იღებს მოგებას, მაშინ მის არსებობას პრობლემები ექნება. დამატებით, თუ საპროცენტო გადასახადი აღებულ სესხზე არ იქნა გადახდილი, ბანკი ან სხვა საკრედიტო ორგანიზაცია აიძულებს კომპანიას განაცხადოს გაკოტრების შესახებ. ბიზნესის მფლობელისთვის გაკოტრება გაართულებს - თუ საერთოდ შესაძლებელი იქნა - მომავალში კრედიტის აღებას. და ბოლოს, ბიზნესი უნდა გაიზარდოს. თუ ბიზნესი არ იზრდება, სავარაუდოდ, იგი ვერ იქნება კონკურენტული ბაზარზე და მის არსებობას პრობლემები ექნება.

ამ პრობლების თავიდან ასაცილებლად, მენეჯერმა უნდა ჩამოაყალიბოს ბიზნესის გეგმა, რომელიც ემყარება კონკრეტულ და მიღწევად მიზნებს. მას შემდეგ რაც მიზნები დასახულია, უნდა დაიწეროს ის ამოცანები, რომლებიც ამ მიზნების მიღწევის საშუალებას იძლევა. ფინანსური დაგეგმვის საწყისები მოითხოვს ფინანსური ანალიზის საფუძვლების, ფინანსური პროგნოზირების და ბიუჯეტის მომზადების ცოდნას.

ფინანსების მართვის კონტექსტში, ბიზნეს-ორგანიზაცია მოიცავს ფინანსური გეგმის მონიტორინგს და იმის განსაზღვრას, თუ როგორ მოვიზიდოთ ფინანსური რესურსები გეგმების განსახორციელებლად. მცირე ბიზენსში, კომპანია შეიძლება თვით მფლობელმა მართოს, მაგრამ ბიზნესის ზრდასთან ერთად გარკვეული სტრუქტურის ჩამოყალიბება აუცილებელი ხდება იმისათვის, რომ მოვიზიდოთ და გავაკონტროლოთ ფინანსური რესურსები.

➢ბიზნესის ორგანიზების ალტერნატიული ფორმები

ერთ-ერთი პირველი გადაწყვეტილება, რომელიც უნდა იქნას მიღებული ბიზნესის დაწყების დროს ეხება მფლობელობის ფორმას. არსებობს ბიზნესის მფლობელობის ოთხი ძირითადი ფორმა:

- ინდივიდუალური მეწარმე (ინდმეწარმე);
- პარტნიორობი (შეუზღუდავი პასუხისმგებლობით (ზოგადი პარტნიორობა) და შეზღუდული პასუხისმგებლობით (შეზღუდული პარტნიორობები);
- კორპორაციები;
- შეზღუდული პასუხისმგებლობის კომპანიები.

რაოდენობრივად, მაგალითად, აშშ-ში, ბიზნესის დაახლოებით 80% ინდმეწარმის ფორმით არსებობს, დანარჩენი ნაწილი თანაბრად ნაწილდება პარტიორობასა და კორპორაციას შორის. მაგრამ როდესაც საუბარია გაყიდვის მოცულობებზე, აქტივების, მოგებისა და ეროვნულ შემოსავალში შეტანილი წილის ოდენობაზე, მაშინ პირველი ადგილი, დაახლოებით 80% კორპორაციებზე მოდის, 13% - პარტნიორობებზე და 7% - ინდივიდუალური მეწარმეებზე.

ინდივიდუალური მეწარმე (ინდმეწარმე). ბიზნესის ფორმებს შორის ყველაზე ფართოდ გამოიყენება ინდივიდუალური მეწარმე, რომელიც ბიზნესის ორგანიზაციის უძველესი ფორმაა და რომელსაც მართავს ერთი პირი მოგების მისაღების მიზნით.

ინდივიდუალური მეწარმე (ინდმეწარმე) *- ინდივიდუალური მეწარმე, როგორც ინდივიდუალური საწარმოს მფლობელი, არის ფიზიკური პირი, რომლის სამეწარმეო საქმიანობისათვის აუცილებელია სამეწარმეო წესით მოწყობილი ორგანიზაცია, მოწესრიგებული საკასო და საბუღალტრო საქმე. სამართლებრივ ურთიერთობებში იგი გამოდის თავისი სახელით.*

ინდმეწარმის უპირატესობები. ინდმეწარმეს რამდენიმე უპირატესობა გააჩნია ბიზენსის სხვა ფორმებთან შედარებით. არ არსებობს ფორმალური, ადგილობრივი და სამართლებრივი მოთხოვნები ამ ფორმით ბიზნესის ჩამოყალიბებისთვის. ადგილობრივმა ხელისუფლებამ შესაძლებელია მოითხოვოს ლიცენზია საგადასახადო მიზნებისთვის, მაგრამ გადასახადი ძალიან მცირეა და შესაბამისი ფორმებიც მარტივი შესავსებია. ბიზნესის ქონება მფლობელის სახელზეა. ინდმეწარმე ბიზნესს ახორციელებს მარტო ან ოჯახის წევრების დახმარებით. ბიზნესი არ მოითხოვს რაიმე ფორმალურ ორგანიზაციულ სტრუქტურას.

აღრიცხვიანობის თვალსაზრისით, ინდმეწარმის საგადასახადო პროცედურები მარტივია იმიტომ, რომ ყველა შემოსავალი ბიზენსიდან აისახება მფლობელის პერსონალურ საგადასახადო დეკლარაციაში. ინდმეწარმეს შეუძლია განსაზღვროს შენატანის ტიპი და სიდიდე საპენსიო პროგრამაში. მფლობელი ჩვეულებრივ ბიზნესის

მენეჯერია და აქვს სრული კონტროლი იმაზე, თუ როგორ გამოიყენოს მენეჯერული უფლება-მოსილება ყოველდღიურად.

ინდმეწარმის ნაკლოვანებები. ინდმეწარმეს გარკვეული ნაკლოვანებებიც აქვს. ბიზნესის კაპიტალის სტრუქტურა (ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის კომბინაცია) შეზღუდულია იმიტომ, რომ მფლობელი დამოკიდებულია ინდივიდუალურ რესურსებზე ბიზნესის წარმართვისთვის. ბიზნესის ფინანსირება მთლიანად არის დამოკიდებული მფლობელის სიმდიდრეზე და მის საკრედიტო რეიტინგზე. ინდმეწარმეს გაუჭირდება სესხის აღება. დეტალური ბიზნეს-გეგმა და სესხის დაფარვის შესაძლებლობა არის აუცილებელი იმისათვის, რომ ბიზნესის მფლობელმა გადაწყვიტოს გარედან რესურსის მოზიდვა.

ინდმეწარმეს, ასევე, აქვს განუსაზღვრელი პასუხისმგებლობა. ბიზნესის ქონება მფლობელის სახელზეა. მფლობელი პასუხისმგებელია ბიზნესის ყველა ვალდებულებაზე და იგი კანონით იღებს პასუხისმგებლობას ბიზნესის ყველა პრობლემის წინაშე. მაგალითად, თუ მომხმარებელი დაზიანდა ინდმეწარმის საკუთარ მაღაზიაში, შესაძლებელია მფლობელს პირადად უჩივლონ. თუ მფლობელი დამნაშავე აღმოჩნდა და მას მსხვილი საკონპენსაციო თანხა დააკისრა დაზარალებულმა მხარემ, მფლობელს შესაძლებელია მოუწიოს საკუთარი ქონებით (სახლი, ავტომანქანა, ავეჯი) გადაიხადოს დაკისრებული თანხა. გარდა ამისა, ბიზნესის სიცოცხლის ხანგძლივობა შემოფარგლულია მფლობელის სიცოცხლის ხანგძლივობით. ბიზნესის მფლობელის გარდაცვალების შემთხვევაში, ბიზნესს სიცოცხლეს საფრთხე ემუქრება. თუ მეწარმე დაუტოვებს თავის ბიზნესს შვილს ან მეუღლეს, ეს პიროვნება გადაიწერს ბიზნესს თავის სახელზე. მფლობელობის შეცვლა დროს მოითხოვს და ბიზნესის მოშლა, ზოგადად, შეიძლება გაგრძელდეს.

ასევე, უნდა ავღნიშნოთ ინდმეწარმეს ორი სხვა ნაკლოვანებაც. პირველი, ბიზნესის მფლობელი შესაძლებელია განიცდიდეს მენეჯერული უნარ-ჩვევების ნაკლებობას, რომელიც ასე აუცილებელია ბიზნესის წაძღოლისთვის და მეორე, წამყვანი პერსონალის უუნარობამ ბიზნესის მფლობელს შესაძლებელია უბიძგოს, რომ სხვაგან ეძებოს სამსახური.

პარტიორობა ჩნდება მაშინ, როდესაც ორი ან მეტი პიროვნება უკავშირდება ერთმანეთს არაკორპორატიული ბიზნესის სამართავად.

პარტნიორობა - ორი ან მეტი ადამიანის კავშირია, რომლებიც უძღვებიან ბიზენსს მიღებული მოგების შესაბამისი განაწილებით. ძირითადად ორი სახის პარტნიორობა არსებობს: ზოგადი პარტნიორობა და შეზღუდული პარტნიორობა.

ზოგად პარტნიორობას ანუ შეუზღუდავი პასუხისმგებლობის პარტნიორობას მნიშვნელოვანი უპირატესობა აქვს ინდმეწარმესთან შედარებით. იმის გამო, რომ

მფლობელი ერთზე მეტია - უფრო მეტია ექსპერტული შეფასებებიც და მოსაზრებებიც. ხშირად, პარტნიორობა ამ ექსპერტული შეფასებების არსებობის გამო იქმნება. პარტნიორობის ერთ-ერთი წევრი შეიძლება იყოს ტექნიკური ცოდნის ადამიანი, ხოლო მეორეს არ ჰქონდეს ტექნიკური განათლება, მაგრამ დიდი გამოცდილება ჰქონდეს გაყიდვებში. პარტნიორობის წევრები შესაძლებელია თანაბრად იყოფდნენ მართვის ფუნქციებს ან ინაწილებდნენ ფუნქციებს პარტნიორული ხელშეკრულების შესაბამისად. ამიტომ პარტნიორობისათვის პარტნიორების არჩევა - მისი შექმნის საკმაოდ საპასუხისმგებლო ეტაპია.

ზოგად პარტნიორობას, ასევე აქვს გარკვეული ნაკლოვანებები, რომლებიც ინდმეწარმის ნაკლოვანებების მსგავსია. ყოველი პარტნიორი პერსონალურად არის პასუხისმგებელი პარტნიორობის ქმედებაზე. ბიზნესის დაფინანსება შეზღუდულია ყოველი პარტნიორის აქტივებით და საკრედიტო რეიტინგით. მფლობელობის ტრანსფორმირება რთულია და მოგება იბეგრება თითოეული პარტნიორის საგადასახადო დეკლარაციაში დაფიქსირებით. უმეტეს შემთხვევებში ფორმალური შეთანხმება, ან შეთანხმება პარტნიორების შესახებ, განაპირობებს თითოეული პარტნიორის უფლებებს, მოგების განაწილებას, კაპიტალის სიდიდეს, რომლის ინვესტირებაც ხდება პარტნიორების მიერ, პარტნიორობაში ახალი პარტნიორების მიღების პროცედურებს და ასევე პარტნიორობას რეორგანიზაციის პროცედურებს რომელიმე პარტნიორის სიკვდილის ან მისგან გასვლის შემთხვევაში, თუ პარტნიორულ ხელშეკრულებაში რაიმე კონკრეტული არ არის ჩაწერელი მფლობელობის ცვლილებასთან დაკავშირებით.

პარტნიორობას შეზღუდული აქვს სიცოცხლის ხანგძლივობა და იურიდიული თვალსაზრისით პარტნიორობა წყვეტს თავის არსებობას, თუ ერთ-ერთი პარტნიორი კვდება ან გამოდის პარტნიორობიდან, ამგვარ შემთხვევებში, როგორც წესი, სიტუაციის დარეგულირება უკავშირდება რიგი რთული პრობლემების გადაწყვეტის აუცილებლობას და ამიტომ, პარტნიორობას რეორგანიზაცია საკმაოდ რთულად მიმდინარეობს.

შეზღუდული პარტნიორობა შედგება ერთი ან ორი მთავარი პარტნიორის და სხვა რამდენიმე შეზღუდული პარტნიორისაგან. შეზღუდული წარმოიქნება უძრავი ქონების ბაზრის განვითარების და ჰოლდინგების შექმნის დროს. ასეთ პარტნიორობაში მთავარი პარტნიორი პასუხისმგებელია ყოველდღიურ საქმიანობაზე და პიროვნულად არის პასუხისმგებელი პარტნიორობაზე. შეზღუდული პარტნიორები არიან ინვესტორები და მათი ვალდებულებები შეზღუდულია პარტნიორობაში მათ მიერ განხორციელებული ინვესტიციების მოცულობით. თითოეულ მათგანს გააჩნია გარკვეული წილი პარტნიორობის მოგებაში, ან ზარალში პარტნიორობის შესახებ შეთანხმების პირობების

შესაბამისად. პარტნიორებმა შეზღუდული პასუხისმგებლობით არ შეიძლება დაკარგონ იმაზე მეტი, ვიდრე დააბანდეს. ისინი არ არიან ჩართული ყოველდღიურ საქმიანობაში. ამის მიუხედავად, ასეთ პარტნიორობაში უნდა იყოს მინიმუმ ერთი პარტნიორი მაინც შეუზღუდავი პასუხისმგებლობით ან მთავარი პარტნიორი. მაგალითად, დავუშვათ, რომ სურვილი მაქვს დიდი ფართის მქონე აპარტამენტების კომპლექსის შეძენა, რომელიც იყიდება 1 მლნ. $-ად. დარწმუნებული ვარ, რომ ამ აქტივის შეძენა დიდ მოგებას მომიტანს მომავალში. საინვესტიციოდ მაქვს საკუთარი 50 000$, მაგრამ მოვძებნე სხვა 19 ინვესტორი, რომელთაგან თითოეული თანახმაა მოახდინოს, ასევე, 50 000$-ის ინვესტირება. ახლა მე უკვე გვაქვს 1 მლნ. $-ი კომპლექსის შესაძენად. ამ შემთხვევაში მთავარი პარტნიორი ვიქნები მე, ხოლო დანარჩენი ინვესტორები შეზღუდული პარტნიორები იქნებიან.

ახლა დავუშვათ, რომ კომპლექსში ხანძარი გაჩნდა, რამაც ზოგიერთ დამქირავებელს ზარალი მიაყენა. მათ საჩივარი შეიტანეს პარტნიორობის წინააღმდეგ. სასამართლო გადაწყვეტილებით დამქირავებლების ზარალის საკომპენსაციო თანხა 3 მლნ. $ შეადგენს. ამ შემთხვევაში მე პიროვნულად ვარ პასუხიმგებელი, როგორც მთავარი პარტნიორი. სხვა პარტნიორებს შეზღუდული ვალდებულება აქვთ 50 000$-ის ოდენობით. ზოგადად, შეზღუდულ და ზოგად პარტნიორობას ერთი და იგივე უპირატესობები და ნაკლოვანობები გააჩიათ. შეუზღუდავი პასუხისმგებლობით გაჩენილი პრობლემის თავიდან ასაცილებლად, რასაც ამ შემთხვევაში მე წავაწყდი, შემეძლო ორგანიზაციის ფორმირება კორპორაციის ფორმით.

პარტნიორი შეზღუდული პასუხისმგებლობით *- შეზღუდული პასუხისმგებლობის პარტნიორობის წევრი, რომელსაც არ გააჩნია პერსონალური პასუხისმგებლობა ამ პარტნიორობის ვალდებულებებზე.*

შეუზღუდავი პასუხისმგებლობის პარტნიორი ანუ მთავარი პარტნიორი *- პარტნიორობის წევრი, რომელსაც გააჩნია შეუზღუდავი პასუხისმგებლობა ამ პარტნიორობის ვალდებულებებზე.*

საქართველოს კანონში „მეწარმეთა შესახებ“ განსაზღვრულია პარტნიორობის შემდეგი ფორმები[1] - სოლიდარული პასუხისმგებლობის საზოგადოება (სპს), კომანდიტური საზოგადოება (კს), შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოება (შპს).

სოლიდარული პასუხისმგებლობის საზოგადოება (სპს)[2] არის საზოგადოება, რომელშიც რამდენიმე პირი (პარტნიორი) ერთობლივად, ერთიანი საფირმო სახელწოდებით ეწევა სამეწარმეო საქმიანობას და საზოგადოების ვალდებულებებისათვის კრედიტორების წინაშე პასუხს აგებს, როგორც სოლიდარული

[1] საქართველოს კანონში „მეწარმეთა შესახებ“, 2013 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით.
[2] საქართველოს კანონში „მეწარმეთა შესახებ“, მუხლი 20. 2013 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით.

მოვალეები – მთელი თავისი ქონებით, პირდაპირ და უშუალოდ. პარტნიორს შეუძლია უარი თქვას კრედიტორის მოთხოვნათა დაკმაყოფილებაზე, სანამ საზოგადოება უფლებამოსილია იდავოს გარიგებაზე, რომელიც საფუძვლად უდევს საზოგადოების ვალდებულებას. იგივე უფლება აქვს პარტნიორს მანამ, სანამ კრედიტორის მოთხოვნა შეიძლება დაკმაყოფილდეს საზოგადოების ვადამოსული საპირისპირო მოთხოვნის შესრულებით (შემხვედრი მოთხოვნების ურთიერთჩათვლით). პარტნიორის ქონებაზე იძულებითი გადახდევინების მიქცევის მიზნით კრედიტორი ვალდებულია, საზოგადოების წინააღმდეგ მიმართულ სააღსრულებო ფურცელთან ერთად მოიპოვოს ასევე სააღსრულებო ფურცელი პარტნიორების მიმართ.

კომანდიტური საზოგადოება (კს) არის საზოგადოება[3], რომელშიც რამდენიმე პირი ერთიანი საფირმო სახელწოდებით ეწევა სამეწარმეო საქმიანობას, თუ საზოგადოების კრედიტორების წინაშე ერთი ან რამდენიმე პარტნიორის პასუხისმგებლობა განსაზღვრული საგარანტიო თანხის გადახდით შემოიფარგლება – შეზღუდული პარტნიორები (კომანდიტები), ხოლო სხვა პარტნიორების პასუხისმგებლობა შეზღუდული არ არის – სრული პარტნიორები (კომპლემენტარები). სრული პარტნიორები (კომპლემენტარები) საზოგადოების კრედიტორების წინაშე პასუხს აგებენ, როგორც სოლიდარული მოვალეები, – მთელი თავისი ქონებით, პირდაპირ და უშუალოდ. კომანდიტური საზოგადოების მიმართ ზოგადი ნაწილის წესებთან ერთად გამოიყენება სოლიდარული პასუხისმგებლობის საზოგადოების შესაბამისი წესები, თუ ამ თავით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული. კომანდიტური საზოგადოების პარტნიორი შეიძლება იყოს როგორც ფიზიკური, ისე იურიდიული პირი. საზოგადოების კაპიტალში წილები შეიძლება განაწილდეს მხოლოდ კომანდიტებს შორის, თუ პარტნიორთა შეთანხმებით სხვა რამ არ არის გათვალისწინებული.

კორპორაციები. კორპორაცია (სააქციო საზოგადოება) წარმოადგენს კანონის მიხედვით შექმნილ „ხელოვნურ ობიექტს". ის შეიძლება ფლობდეს აქტივებს და გარკვეულ ვალდებულებებს. კორპორაციის მფლობელობა ემყარება წილობრივ მონაწილეობას, ანუ აქციების ფლობას. აქციების ის რაოდენობა, რომელსაც ფლობს აქციონერი, გაყოფილი გამოშვებული აქციების საერთო რაოდენობაზე, განსაზღვრავს მფლობელობის პროცენტულ შემადგენლობას. არსებობს კორპორაციების ორი ტიპი: კერძო ან ჩაკეტილი და საჯარო. წარმოადგენს რა კანონის სუფთა წარმონაქმნს, კორპორაციას გააჩნია მხოლოდ ის თვისებები, რომელიც განსაზღვრულია წესდებაში კორპორაციის შექმნის შესახებ. კორპორაციის მფლობელობა ემყარება წილობრივ მონაწილეობას, ანუ აქციების ფლობას. აქციების ის რაოდენობა, რომელსაც ფლობს

[3] საქართველოს კანონში „მეწარმეთა შესახებ", მუხლი 34. 2013 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით.

აქციონერი, გაყოფილი გამოშვებული აქციების საერთო რაოდენობაზე, განსაზღვრავს მფლობელობის პროცენტულ შემადგენლობას.

კორპორაცია, სააქციო საზოგადოება - *ბიზნესის ორგანიზების ფორმა, რომელიც იურიდიულად გამოყოფილია მისი მფლობელებისაგან. მისთვის დამახასიათებელ თვისებებს შორის უნდა აღინიშნოს მფლობელთა შეზღუდული პასუხისმგებლობა, საკუთრების უფლების გადასვლის სიმარტივე, არსებობის დროის შეუზღუდაობა და მნიშვნელოვანი კაპიტალის მოზიდვის უნარი.*

კორპორაციის უპირატესობები. კორპორაციას მრავალი უპირატესობა გააჩნია. ბიზნესის ორგანიზების ამ ფორმის უმნიშვნელოვანეს თვისებას წარმოადგენს ის, რომ კორპორაცია არსებობს იურიდიულად განცალკევებულად და მისი მფლობელისაგან გამოყოფილად. მფლობელის პასუხისმგებლობა შემოიფარგლება საწესდებო კაპიტალში მისი დაბანდების ოდენობით. შეზღუდული პასუხისმგებლობა გამოდის კორპორაციის მნიშვნელოვან უპირატესობად ერთპიროვნულ ფლობასთან და პარტნიორობასთან შედარებით. კორპორაციას თითქმის შეუზღუდავად შეუძლია კაპიტალის მოზიდვა მის მფლობელებზე შეუზღუდავი პასუხისმგებლობის დაკისრების გარეშეც. როგორც უკვე ავღნიშნეთ, საკუთრების უფლების დამტკიცებას წარმოადგენს ჩვეულებრივი აქციები, რომლის ბრუნვა თავისუფლად ხდება საფონდო ბაზარზე, რაც წარმოადგენს ბიზნესის ორგანიზაციის კორპორაციული ფორმის კიდევ ერთ უპირატესობას. მას ასევე, შეუძლია ბანკებიდან თანხების სესხება, ან თანხების სესხება მოსახლეობისაგან ობლიგაციების გამოშვების გზით. რამდენადაც კორპორაცია არსებობს მფლობელისაგან განცალკევებულად, მისი სიცოცხლის ხანგძლივობა შეუზღუდავია, სანამ იგი არ წააწყდა ფინანსურ პრობლემებს და არ გაკოტრდა. კორპორაციას შეუძლია არსებობის გაგრძელება მას შემდეგაც კი თუ მისი რომელიმე მფლობელი მოკვდება ან გაყიდის თავის აქციებს. კორპორაციის მფლობელობა იცვლება მფლობელების მიერ აქციების გაყიდვით სხვებზე, ან გაჩუქებით.

კორპორაციის მფლობელებს შეზღუდული პასუხისმგებლობა აქვთ იმიტომ, რომ ისინი შეზღუდულები არიან მათ მფლობელობაში მყოფი აქციების რაოდენობით. დავუშვათ, თქვენ იყიდეთ 1 000$-ის ღირებულების კორპორაციის აქციები. კორპორაციის წინააღმდეგ შეიტანეს საჩივარი იმის გამო, რომ მის მიერ გამოშვებული ახალი პროდუქტის მოხმრების შედეგად რამდენიმე ადამიანი გარდაიცვალა. სასამართლომ კორპორაციას გააკისრა 100 მლნ. $, რამაც კორპორაცია გაკოტრებამდე. თქვენი პრეტენზია კორპორაციის აქტივების მიმართ მხოლოდ 1 000$-ზეა. ამიტომ თქვენ დაკარგავთ მხოლოდ ინვესტირებულ 1 000$-ს, თუ კორპორაცია შეწყვეტს არსებობას. ამგვარად, ამა თუ იმ სადაო საკითხების სასამართლო წესით მოგვარებისას,

კორპორაციის მესაკუთრეთა პირადი ქონება არ შეიძლება გამოყენებულ იქნეს დაზარალებული მხარისათვის ზარალის ანაზღაურების საშუალების სახით.

მნიშვნელოვანი უპირატესობების წყალობით, რაც განპირობებულია მფლობელთა შეზღუდული იურიდიული პასუხისმგებლობის არსებობით, საკუთრების უფლებების ჩვეულებრივი აქციების გაყიდვის გზით გადაცემის ხელსაყრელობით, არსებობის შეუზღუდავი ხანგძლივობითა და კორპორაციის უნარით მოიზიდონ კაპიტალი მისი მფლობელისაგან დამოუკიდებლად, ბიზნესის ორგანიზაციის კორპორაციულმა ფორმამ, ბოლო ასწლეულის განმავლობაში, ყოველმხრივი გავრცელება ჰპოვა. კაპიტალის უდიდესი მოთხოვნილების გათვალისწინებით, რაც თან ახლავს ნებისმიერ განვითარებულ ეკონომიკას, ერთპიროვნული საკუთრება და პარტნიორობა აღმოჩნდება ბიზნესის ორგანიზაციის არასაკმარისად ეფექტური ფორმები. ამავე დროს, ხდებოდა კორპორაციების, როგორც ყველაზე ეფექტური საორგანიზაციო ფორმის მიზანმიმართული განვითარება.

კორპორაციის ნაკლოვანებები. კორპორაციას ნაკლოვანებებიც აქვს. პირველ რიგში, ეს არის სამართლებრივი მოთხოვნები, რომლებიც მან უნდა დააკმაყოფილოს. ეს მოთხოვნები მოიცავს დამოუკიდებელი სააუდიტორო კომპანიის მიერ ჩატარებულ ყოველწლიურ გარე აუდიტს, რომელიც კორპორაციის ხარჯებს წარმოადგენს.

სხვა ნაკლოვანება იმაში მდგომარეობს, რომ კომპანიას მრავალი მფლობელი ჰყავს. აქციონერები ირჩევენ დირექტორთა საბჭოს, რომელიც, თავის მხრივ, ირჩევს მენეჯერებს საკვანძო პოზიციებზე. ამიტომ, მფლობელები განცალკევებულები არიან ბიზნესისაგან და აქვთ მცირე, ან სულაც არა აქვთ, კონტროლი ბიზნესის ყოველდღიურ საქმიანობაზე. მფლობელი, ჩვეულებრივ, მცირე მონაწილეობას იღებს ბიზენსის წარმართვაში.

ფინანსური თვალსაზრისით, კორპორაციის ყველაზე დიდი ნაკლოვანება უკავშირდება მისი მოგების გადასახადით დაბეგვრის წესს, რამდენადაც კორპორციული მოგება ექვემდებარება ორმაგ გადასახადით დაბეგრას. კომპანია გადასახადს იხდის მის მიერ გამომუშავებულ მოგებაზე, ხოლო აქციონერი ასევე იბეგრება გადასახადით, როცა მოგებას ის იღებს ფულადი დივიდენდების ფორმით. ბიზნესის ორგანიზაციის კორპორაციული ფორმის ნაკლებად მნიშვნელოვან ნაკლოვანებებს შორის შეიძლება დავასახელოთ დროის ხანგძლივობა, რომელიც საჭიროა კორპორაციის რეგისტრაციისათვის და ასევე სარეგისტრაციო მოსაკრებელი. ამგვარად, კორპორაციის დაფუძნება უფრო რთულია, ვიდრე ერთპიროვნული საკუთრების ან პარტნიორობის.

კორპორაციის ზრდა და მართვა. როდესაც ბიზნესმენი აფუძნებს კომპანიას ის, როგორც წესი, მთელ თავის დანაზოგებს და შემოსავლებს იყენებს ამ ბიზნესის დასაფინანსებლად. მაგრამ კომპანიას ზრდასთან ერთად სჭირდება მანქანა-

დანადგარები, მოწყობილობები, მარაგები და სხვა რესურსები იმისათვის, რომ უზრუნველყოს ეს ზრდა. კომპანიას მოუწევს გარედან მოიზიდოს რესურსები, მაგრამ ბანკებმა შესაძლებელია ეს კომპანია რისკიანად მიიჩნიონ, და არ დააფინანსონ ის. ამიტომ კომპანიის დამფუძნებლები გაყიდიან აქციებს, ანუ გარედან შემოიყვანენ ისეთ მოწილეებს, როგორიცაა - მეგობრები, ოჯახის წევრები, კერძო ინვესტორები (მათ ხშირად "ანგელოზებს" უწოდებენ), ან ვენჩურისტები (რისკიანი ინვესტორები). მაგრამ თუ კომპანია აგრძელებს ზრდას, მაშინ შესაძლებელია უმჯობესი იყოს სასესხო რესურსის მოზიდვა ბანკებისაგან, ან შესაძლებელია დამატებითი რესურსების მოზიდვა IPO-ს (ფინანსურ ბაზრებზე ფასიანი ქაღალდების პირველადი განთავსება) გავლით, აქციების საჯაროდ გაყიდვას მეშვეობით. IPO-ს შემდეგ, კომპანია უზრუნველყოფს თავის ზრდას ბანკებისაგან თანხების სესხებით, სავალო ინსტრუმენტების (ობლიგაციები) და დამატებითი აქციების გამოშვება/გაყიდვით.

- **კორპორაციის ძირითადი მიზანი: ღირებულების მაქსიმიზირება**

კორპორაციის მფლობელები მისი აქციონერები არიან. ისინი იმიტომ ყიდულობენ კორპორაციის აქციებს, რომ მათ უნდათ სასურველი ამონაგები მიიღონ მათ მიერ განხორციელებულ კაპიტალდაბანდებაზე, აღებული რისკის სანაცვლოდ. კორპორაციის მფლობელების მიერ დაქირავებულმა მენეჯმენტმა ისეთი პოლიტიკა უნდა გაატაროს, რომელიც გაზრდის აქციონერთა სიმდიდრეს. აქედან გამომდინარე, ჩვენ დავუშვებთ, რომ ფინანსების მართვის საკითხების განხილვისას მენეჯმენტის პირველი და მთავარი მიზანია აქციონერების სიმდიდრის მაქსიმიზირება.

აქციის საბაზრო ფასი ის ფასია, რომელიც ყალიბდება ფინანსურ ბაზრებზე. აქციების საბაზრო ღირებულება წარმოადგენს კომპანიის ხელმძღვანელობის საქმიანობის ეფექტიანობის გამომხატველ მაჩვენებელს და წარმოადგენს იმის დემონსტრირებას, თუ რამდენად წარმატებულად იცავს ხელმძღვანელობა მესაკუთრეთა ინტერესებს. კომპანიის ხელმძღვანელების საქმიანობა მესაკუთრეთა მუდმივი კოტროლის ქვეშ იმყოფება. თუ აქციონერების ნაწილს არ აკმაყოფილებს მენეჯმენტის საქმიანობა, მაშინ მათ შეუძლიათ გაყიდონ თავიანთი აქციები და შეიძინონ სხვა კომპანიის აქციები. ეს მოქმედება, თუ მას მხარს დაუჭერენ კომპანიის მუშაობით უკმაყოფილო სხვა აქციონერებიც, აისახება მისი აქციების საბაზრო ფასსზე და მათი ფასი შემცირდება. ამრიგად, კომპანიის ხელმძღვანელობა მუდმივად უნდა იყოს ორიენტირებული ისეთ გადაწყვეტილებებზე, რომლებიც ზრდიან აქციონერების სიმდიდრეს, ე.ი. მათი კუთვნილი აქციების საბაზრო ფასს. ეს გულისხმობს, რომ კომპანიის ხელმძღვანელობამ უნდა განიხილოს ინვესტირების, დაფინანსებისა და აქტივების მართვის ალტერნატიული სტრატეგიები აქციონერების სიმდიდრეზე (ანუ აქციის ფასსზე) მათი ზეგავლენის თვალსაზრისით. გარდა ამისა, კომპანიის

ხელმძღვანელობამ უნდა მოახდინოს სხვადასხვა სახის პროდუქციის საბაზრო სტრატეგიების რეალიზება, რომლებიც მიმართულია ბაზრის გარკვეული წილის მოპოვებაზე ან მომხმარებელთა დაკმაყოფილების ხარისხის ზრდაზე მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ისინი, ზრდიან საბაზრო ღირებულებას. ასევე, კომპანიის საბაზრო ფასი დაკავშირებულია იმ ინფორმაციასთან, რომელიც ხელმისაწვდომია ინვესტორებისთვის. თუ საბაზრო ფასი ასახავს ყველა არსებით (რელევანტურ) ინფორმაციას, მაშინ საბაზრო ფასს, ასევე, ფუნდამენტური ფასი ჰქვია. მაგრამ ინვესტორებს იშვიათად აქვთ შესაბამისი, რელევანტური ინფორმაცია. მაგალითად, კომპანიები ავრცელებენ ინფრომაციას მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილებების შესახებ, მაგრამ ისინი, ზოგჯერ, მალავენ კრიტიკულ ინფორმაციას იმისათვის, რომ კონკურენტებმა არ გამოიყენონ ის თავის სასარგებლოდ.

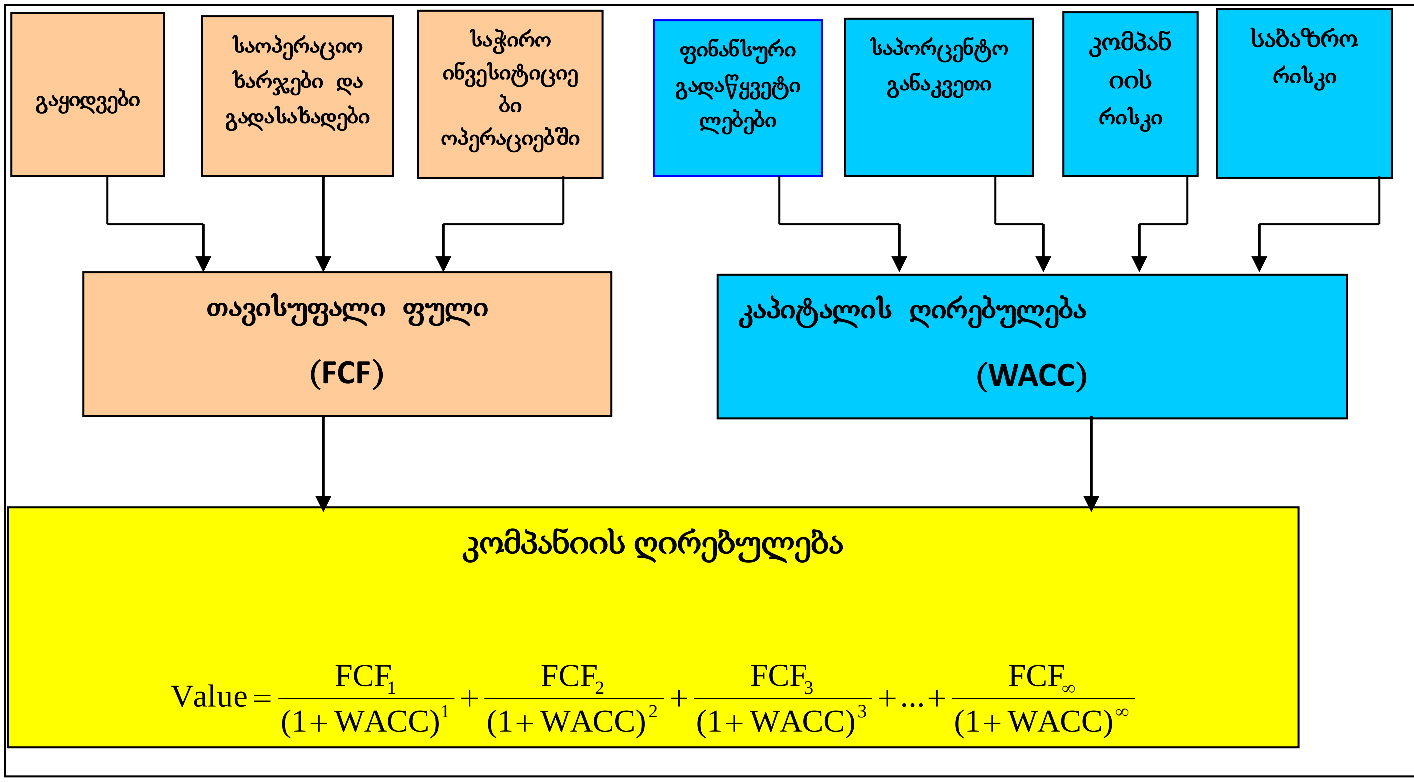
აქედან გამომდინარე, როდესაც საუბარია აქციონერთა სიმდიდრის მაქსიმიზირებაზე, მხედველობაში გვაქვს კომპანიის აქციის ფუნდამენტური ფასის მაქსიმიზირება.

- **მენეჯერული გადაწყვეტილებები და აქციონერთა სიმდიდრის მაქსიმიზირება.**

კომპანიის ღირებულებას განსაზღვრავს კომპანიის უნარი გამოიმუშავოს ფული დღეს და მომავალში. ფული, რომელსაც აქვს მნიშვნელობა, თავისუფალი ფული (*FCF*) ჰქვია. იგი ეკუთვნის ინვესტორებს: კრედიტორებს და აქციონერებს. ცხრილში 1.1. მოყვანილია თავისუფალი ფულის მთავარი დეტერმინანტები:

1. გაყიდვები - დამოკიდებულია გასაყიდი ერთეულების მიმდინარე რაოდენობაზე, გასაყიდ ფასზე და ზრდის მოსალოდნელ ტემპზე;
2. საოპერაციო ხარჯები და გადასახადები - განსაზღვრავენ დაბეგრილი მოგების სიდიდეს, რომელიც ხელმისაწვდომია ინვესტორებისათვის, მას შემდეგ რაც გასტუმრებულია მომწოდებლები და თანამშრომლები;
3. აუცილებელი ინვესტიციები ოპერაციებში, რაც ნიშნავს კაპიტალდაბანდებას ისეთ აქტივებში როგორცაა ქარხნები, მანქანა-დანადგარები, კომპიუტერული სისტემები, მარაგები და სხვა.

ნახაზი 1.1.



ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა მიიღოს გადაწვეტილება - როგორ დააფინანსოს კომპანია. კონკრეტულად, ნასესხები და საკუთარი კაპიტალის როგორი კომბინაცია უნდა გამოიყენოს, ან როგორი კონკრეტული ტიპის - სავალო ან საკუთარი კაპიტალის - ფასიანი ქაღალდი უნდა გამოუშვას? ასევე, გაუნაწილებული მოგების რა ნაწილის რეინვესტირება მოხდეს და რა ნაწილი გაიცეს დივიდენდების სახით? ამ ფინანსური გადაწყვეტილებების პირობებში, საპროცენტო განაკვეთების საერთო დონე ეკონომიკაში, კომპანიის ოპერაციების რისკი და კაპიტალის ბაზრებზე ინვესტორების დამოკიდებულება რისკისადმი განსაზღვრავს იმ უკუგების ნორმას, რომელიც დააკმაყოფილებს კომპანიის ინვესტორებს. ეს არის უკუგება ინვესტორების პოზიციიდან, მაგრამ კომპანიის პოზიციიდან ეს დანახარჯია. ამიტომ მას ჰქვია *კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება* (*WACC*).

კომპანია ყიდის საქონელს, ფარავს ხარჯებს და გადასახადებს, ახორციელებს საჭირო ინვესტიციებს აქტივებში, თავისი ზრდის უზრუნველსაყოფად. ამის შედეგია თავისუფალი ფული, რომელიც ხელმისაწვდომია ინვესტორებზე გასანაწილებად. კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურა და მისი საოპერაციო რისკი განსაზღვრავს თავისუფალი ფულის საერთო რისკს ინვესტორებისათვის. ეს რისკი, ეკონომიკაში საპროცენტო განაკვეთის საერთო დონესთან და ინვესტორების რისკისადმი დამოკიდებულებასთან ერთად იძლევა იმ უკუგების ნორმას, რომელსაც ინვესტორი

მოითხოვს და რომელიც არის კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება კომპანიისთვის. და ბოლოს, მოსალოდნელი წლიური თავისუფალი ფული, კაპიტალის ღირებულებასთან ერთად განსაზღვრავს კომპანიის ღირებულებას.

➢ ფინანსური ინსტრუმენტები და ფულის ღირებულება

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ფულადი სახსრების მიმწოდებლები დამზოგველები არიან და ის ნაწილდება მათზე, ვისაც აქვს მოთხოვნა კაპიტალზე. განაწილება საფასო სისტემის მეშვეობით ხორციელდება. ფულზე მოთხოვნის და ფულის მიწოდების ურთიერთკავშირი განსაზღვრავს ფულის ღირებულებას, რომელიც ის განაკვეთია, რასაც უხდის მთხოვნელი მიმწოდებელს. ამ ღირებულებას, ნასესხები კაპიტალის შემთხვევაში ჰქვია საპროცენტო განაკვეთი, ხოლო სააქციო კაპიტალის შემთხვევაში – სააქციო კაპიტალის ღირებულება და ის მოიცავს დივიდენდებს და აქციონერების მოსალოდნელ უკუგებას მათ კაპიტალდაბანდებაზე.

ფაქტორები, რომლებიც ზემოქმედებენ ფულის ღირებულებაზე. ოთხი ფუნდამენტური ფაქტორი განსაზღვრავს ფულის ღირებულებას:

1. საწარმოო შესაძლებლობები;
2. მოხმარების დროითი უპირატესობები;
3. რისკი;
4. ინფლაცია.

საწარმოო შესაძლებლობების ქვეშ იგულისხმება მომგებიანი კაპიტალდაბანდება. თუ ბიზნესი მოიზიდავს კაპიტალს, სარგებელი განისაზღვრება როგორც უკუგების მოსალოდნელი ნორმა. ფულის მომწოდებლებს შეეძლოთ დაეხარჯათ ფულადი სახსრები სამომხმარებლო ხარჯებში ან დაეზოგათ. დაზოგვით ისინი უარს ამბობენ მოხმარებაზე მოცემულ მომენტში - მომავალში უფრო მეტის მოხმარების მოლოდინით. თუ მათი *უპირატესობები მიმდინარე მოხმარებაზე* მყარია, მაშინ ისინი მაღალ საპროცენტო განაკვეთს მოითხოვენ იმისათვის, რომ მიმდინარე მოხმარება გაცვალონ მომავალ მოხმარებაზე. ამიტომ, *დროით უპირატესობებს* გავლენა აქვს ფულის ღირებულებაზე. თუ ინვესტიციაზე მოსალოდნელი უკუგება *რისკთან* არის დაკავშირებული, მაშინ ფულის მომწოდებლები მაღალ მოსალოდნელ უკუგებას მოითხოვენ დამატებითი რისკის აღების სანაცვლოდ, რაც გაზრდის ფულის ღირებულებას. *ინფლაცია,* ასევე, ზრდის საპროცენტო განაკვეთებს. მაგალითად, თქვენ მიიღეთ 10% უკუგება ერთი წლის შემდეგ თქვენ ინვესტიციაზე, მაგრამ ინფლაციის შედეგად ფასები გაიზრდა 20%-ით. ეს ნიშნავს, რომ ერთი წლის შემდეგ თქვენ ვერ მიიღეთ იმ ღირებულების თანხა, რომლის ინვესტირებაც მოახდინეთ თავიდან.

ფულის ღირებულება და ეკონომიკური პოლიტიკა. ეკონომიკური პირობები და ეკონომიკური პოლიტიკა, ასევე, ზემოქმედებენ ფულის ღირებულებაზე. კერძოდ:

- ცენტრალური ბანკის პოლიტიკა;
- სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი ან პრეფიციტი;
- ბიზნესის აქტიურობის დონე;
- საერთაშორის ფაქტორები, რომლებიც მოიცავს საგადამხედლო ბალანსს, საგარეო ვაჭრობას, და ვალუტის გაცვლის კურსებს.

ცენტრალური ბანკის პოლიტიკა. ფულის მიწოდებას დიდი მნიშვნელობა აქვს როგორც ეკონომიკურ აქტიურობაზე, ასევე, ინფლაციის ტემპზე. ცენტრალური ბანკი აკონტროლებს ფულის მიწოდებას. თუ ცენტრალურ ბანკს სურს ეკონომიკის სტიმულირება ის ზრდის ფულის მიწოდებას. თავიდან ეს გამოიწვევს საპროცენტო განაკვეთების დაწევას. მაგრამ ფულის მიწოდების ზრდამ შესაძლებელია გამოიწვიოს ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის ზრდაც, რომელიც უკვე გაზრდის საპროცენტო განაკვეთებს. საპირისპირო მოვლენას აქვს ადგილი, თუ ცენტრალური ბანკი შეამცირებს ფულის მიწოდებას.

სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტი ან პრეფიციტი. თუ მთავრობა უფრო მეტს ხარჯავს, ვიდრე იღებს გადასახადებიდან, მაშინ მას უჩნდება დეფიციტი და მისი დაფინანსება შესაძლებელია ან სესხის აღებით ან ფულის ემისიით. თუ მთავრობა სესხულობს, მაშინ ეს ზრდის მოთხოვნას ფულზე და საპროცენტო განაკვეთები გაიზრდება. თუ ახდენს ფულის ემისიას, მაშინ ეს ზრდის ინფლაციურ მოლოდინებს მომავალში, რაც, ასევე, ზრდის საპროცენტო განაკვეთებს. მაშასადამე, რაც უფრო მეტია ბიუჯეტის დეფიციტი, მით უფრო მაღალია საპროცენტო განაკვეთები.

ბიზნეს-აქტიურობა. ბიზნეს-აქტიურობა ციკლური მოვლენაა. რეცესიის დროს მოთხოვნა ეცემა და კომპანიები ვერ ზრდიან ფასები, რაც ამცირებს საფასო ინფლაციას. კომპანიები, ასევე, ნაკლებს ქირაობენ სამუშაო ძალას, რაც ამცირებს სახელფასო ინფლაციას. დანაზოგების დაბალი დონე ამცირებს მოსახლეობის მიერ სახლების და ავტომობილების შეძენას, რაც ამცირებს სამომხმარებლო მოთხოვნას სესხებზე. კომპანიებიც ამცირებენ ინვესტიციებს ახალ ოპერაციებში, რაც, ასევე, ამცირებს მოთხოვნას ფულად სახსრებზე. ამის კუმულატიური ეფექტია დამწევი ზეგავლენა ინფლაციაზე და საპროცენტო განაკვეთებზე. ცენტრალური ბანკი აქტიურია რეცესიის დროს და ცდილობს ეკონომიკის სტიმულირებას. ამის ერთ-ერთი საშუალებაა შეიძინოს ბანკების მფლობელობაში მყოფი სახაზინო ობლიგაციები. ამას ორი ეფექტი აქვს: ობლიგაციების გაყიდვით ბანკებს უჩნდებათ დამატებითი ფულადი სახსრები, რაც ზრდის საკრედიტო სახსრების მიწოდებას, და, შესაბამისად, დაწევს საპროცენტო განაკვეთებს. ასევე, ცენტრალური ბანკის მიერ ობლიგაციების შესყიდვა გაზრდის ობლიგაციების ფასს, რაც ამცირებს ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთს. ცენტრალური ბანკის ამ პოლიტიკის კომბინირებული ეფექტია საპროცენტო განაკვეთების დაწევა.

საგარეო ვაჭრობის დეფიციტი და პრეფიციტი. თუ ჩვენ უფრო მეტს ვყიდულობთ უცხოეთში, ვიდრე ვყიდით გარეთ, მაშინ ჩვენი სავაჭრო ბალანსი დეფიციტურია. როდესაც ჩნდება სავაჭრო დეფიციტი საჭიროა მისი დაფინანსება და ამის ძირითადი წყაროა ვალი. სხვა სიტყვებით, თუ ჩვენ შემოვიტანეთ $200 მილიონის საქონელი გარედან და, ამავე დროს, გაგვაქვს მხოლოდ - $90 მილიონის, მაშინ ჩვენი სავაჭრო დეფიციტი $110 მილიონია და ჩვენ, სავარაუდოთ უნდა ვისესხოთ $110 მილიონი. აქედან გამომდინარე, რაც უფრო დიდია სავაჭრო დეფიციტი, მით მეტი უნდა ვისესხეთ, რაც ზრდის მოთხოვნას საკრედიტო რესურსზე და, შესაბამისად, საპროცენტო განაკვეთები გაიზრდება. უცხოელი ინვესტორები იმ შემთხვევაში გვასესხებენ თანხებს, თუ ჩვენს ვალდებულებებზე (სახაზინო ობლიგაციები) გადავიხიდთ ისეთ საპროცენტო განაკვეთს, რასაც ისინი სხვა ქვეყნების დაფინანსებისას მიიღებდნენ. ამიტომ, თუ ცენტალური ბანკი შეეცდება შეამციროს საპროცენტო განაკვეთები, რაც გამოიწვევს ჩვენი განაკვეთების დაწევას უცხოელებთან შედარებით (გაცვლის კურსში მოსალოდნელ ცვლილებებზე დაკორექტირების შემდეგ), მაშინ უცხოელები გაყიდიან ჩვენს ობლიგაციებს, რის გამოც, დაიწევს ობლიგაციის ფასები და აიწევს საპროცენტო განაკვეთები. მაშასადამე, თუ სავაჭრო დეფიციტი შედარებით დიდია ქვეყნის ეკონომიკის ზომებთან შედარებით, მაშინ ის ამცირებს ცენტრალური ბანკის უნარს მოთოკოს რეცესია საპროცენტო განაკვეთების შემცირებით.

ქვეყნის რისკი. ინვესტორმა უნდა გაითვალისწინოს დამატებითი რისკები ინვესტიციების განხილვის დროს. პირველ რიგში, ეს არის ქვეყნის რისკი, რომელიც დამოკიდებულია ქვეყნის პოლიტიკურ, ეკონომიკურ და სოციალურ გარემოზე. ის ქვეყნები, სადაც სტაბილურია ეკონომიკური, სოციალური და მარეგულირებელი სისტემები, ინვესტირებისთვის ჯანსაღ გარემოს სთავაზობენ ინვესტორებს, და შესაბამისად, აქვთ დაბალი ქვეყნის რისკი, ვიდრე ნაკლებად სტაბილურ ქვეყნებს. ქვეყნის რისკების მაგალითები მოიცავს რისკებს, რომლებიც დაკავშირებულია ცვლილებებთან საგადასახადო განაკვეთებში, მარეგულირებელ ნორმებში, ვალუტის გაცვლის კურსში. ქვეყნის რისკი, ასევე, მოიცავს რისკს საკუთრების ექსპორირებისა ყოველგვარი კომპენსაციის გარეშე, ახალი წესების შემოღებას ადგილობრივ წარმოებაზე, დაფინანსების და დაქირავების პრაქტიკას, და საწარმოო საშუალებების დანგრევას და მოსპობას "შიდა გარჩევების" შედეგად.

სავალუტო რისკი. საერთაშორისო ფასიანი ქაღალდები სხვადასხვა ვალუტაში არიან ნომინირებული, ამიტომ თქვენი ინვესტიციის ღირებულება დამოკიდებულია სავალუტო კურსზე. ამას ჰქვია ვალუტის გაცვლის კურსის რისკი. ამიტომ, ვალუტის გაცვლის კურსის რისკი გასათვალისწინებელია. მაგალითად, თუ ამერიკელი ინვესტორი ყიდულობს იაპონურ ობლიგაციას, იგი სარგებელს მიიღებს იენებში, რომელიც უნდა

გადაიცვალოს დოლარებში, თუ მას უნდა მისი დახარჯვა აშშ-ში. თუ იენის გაცვლის კურსი დაეცა დოლარის მიმართ, მაშინ ინვესტორი მიიღებს ნაკლებ დოლარებს.

ეკონომიკური ფაქტორებიდან საპროცენტო განაკვეთებზე ზემოქმედებენ შემდეგი ფაქტორები:

- ცენტრალური ბანკის მიერ გატარებული მონეტარული პოლიტიკა;
- ბიუჯეტის დეფიციტი ან პრეციფიტი;
- საგარეო ვაჭრობის დეფიციტი ან პრეფიციტი.

➢ ფინანსური ბაზრები

ბიზნესს ხშირად სჭირდება ფულადი სახსრები ზრდის გეგმების განსახორციელებლად, სახელმწიფოს სჭირდება ფულადი სახსრები სხვადასხვა სამშენებლო პროექტების დასაფინანსებლად; მოსახლეობას სჭირდება სესხი ავტომანქანის, სახლის ან სწავლის დასაფინანსებლად. სად შეუძლიათ მათ მიიღონ საჭირო ფულადი სახსრები? ფინანსური ბაზრები აკავშირებს იმ ფიზიკურ პირებს და ორგანიზაციებს ვისაც სჭირდება ფული, მათთან - ვისაც იგი ზემდეტი აქვს.

ბაზრების ტიპები. რამდენიმე სახის ფინანსური ბაზარი არსებობს. ისინი ერთმანეთისგან განსხვავდებიან ფინანსური ინსტრუმენტების გამოყენებით, მომხმარებლებით ან გეოგრაფიული მდებარეობით.

1. ფიზიკური აქტივების ბაზრები (სხვაგვარად მათ რეალური აქტივების ბაზრებს უწოდებენ) ისეთი ბაზრებია, სადაც იყიდება ისეთი საქონელი როგორცაა ხორბალი, ავტომობილები, უძრავი ქონება, კომპიუტერები და მანქანა-დანადგარები. ფინანსური აქტივების ბაზრები დაკავშირებულია ისეთ ფინანსურ ინსტრუმენტებთან როგორცაა აქციები, ობლიგაციები, თამასუქები, იპოტეკა და სხვა. ყოველი ასეთი ინსტრუმენტი უბრალოდ ქაღალდია, საკონტრაქტო პირობით, რომელიც მის მფლობელს უფლებას აძლევს პრეტენზია ჰქონდეს გარკვეული რეალური აქტივების მიმართ. ცნობილი ფინანსური ინსტრუმენტებისაგან განსხვავებით დერივატივების (წარმოებულები) საკონტრაქტო უზრუნველყოფა არ წარმოადგენენ პირდაპირ პრეტენზიას რეალური აქტივის, ან ფულის მიმართ. დერივატივები ისეთ პრეტენზიას წარმოადგენენ, რომელთა ღირებულება დამოკიდებულია სხვა რომელიმე აქტივის ღირებულებაზე.
2. სპოტ ბაზრები და ფიუჩერსული ბაზრები (სპოტ ანდ ფუტურეს მარკეტს) ისეთი ბაზრებია, სადაც აქტივები იყიდება ადგილზე (ონ-ტჰე-სპოტ), ან მომავალში დათქმულ ვადაში (ექვსი თვე, ან ერთი წელი) მიწოდებით.

3. ფულის ბაზრები მოკლევადიანი, მაღალლიკვიდური სავალო ფასიანი ქაღალდების ბაზრებია. კაპიტალის ბაზრები საშუალოვადიანი და გრძელვადიანი სავალო ფასიანი ქაღალდების და აქციების ბაზრებია.
4. იპოთეკური ბაზრები დაკავშირებულია კომერციული, საცხოვრებელი, ინდუსტრიული და სასოფლო-სამეურნეო დანიშნულების უძრავ ქონებაზე გაცემულ სესხებთან. სამომხმრებლო სესხების ბაზარი მოიცავს ავტომობილებზე, ავეჯზე, სწავლებაზე და შვებულებაში წასვლაზე გაცემულ სესხებს.
5. პირველადი ბაზრები ის ბაზრებია, სადაც კორპორაციები მოიზიდავენ ახალ სახსრებს. თუ კომპანიამ Мიცროსოფტ გაყიდა აქციების ახალი გამოშვება კაპიტალის მოსაზიდათ, ეს წარმოადგენს პირველადი ბაზრის ტრანსაქციას.
6. ფასიანი ქაღალდების საწყისი საჯარო განთავსება (IPO) პირველადი ბაზრის ნაწილია. ასე ეწოდება კომპანიის პირველ გამოსვლას "ღია ბაზარზე" კაპიტალის მოსაზიდათ.
7. მეორადი ბაზრები ისეთი ბაზრებია, სადაც ხდება უკვე არსებული და მიმოქცევაში მყოფი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა ინვესტორებს შორის.
8. კერძო ბაზრები ისეთი ბაზრებია, სადაც გარიგებები უშუალოდ ორ მონაწილეს შორის წარმოებს, რაც განსხვავდება საჯარო ბაზრებისაგან, სადაც სტანდარტიზირებული კონტრაქტები იყიდება ორგანიზებული ფორმით.

- **ფინანსური ინსტიტუტები**

კაპიტალის ტრანსფერი (გადასვლა) დამზოგველებს (რესურსის მომწოდებლები) და მათ შორის, ვისაც მოთხოვნა აქვს კაპიტალზე შესაძლებელია მოხდეს როგორც უშუალოდ, პირდაპირი ტრანსფერის გზით, ყოველგვარი შუამავლის გარეშე, ასევე, ფინანსური შუამავლების დახმარებით. ტრანსფერი შესაძლებელია განხორციელდეს საინვესტიციო ბანკის მეშვეობით, რომელიც უზრუნველყოფს (უნდერწრიტე) ფასიანი ქაღალდების გამოშვების განთავსებას ბაზარზე. ანდერვრაიტერი ემსახურება ფასიანი ქაღალდის გამომშვებს როგორც შუამავალი და ხელს უწყობს ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას. კომპანია ყიდის აქციას ან ობლიგაციას საინვესტიციო ბანკზე, რომელიც თავის მხრივ გადაყიდის მათ დამზოგველებზე.

ტრანსფერი შესაძლებელია განხორციელდეს ისეთი ფინანსური შუამავლის მეშვეობით, როგორცაა ბანკი ან ერთობლივი საპაიო ფონდები. ამ შემთხვევაში შუამავლი მოიზიდავს ფულად სახსრებს დამზოგველებისაგან, მის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდის სანაცვლოდ. ამ ფულად სახსრებს შუამავალი იყენებს ბიზნესის მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების შესაძენად და ფლობისათვის.

ქვემოთ მოყვანილია ფინანსური შუამავლების მაგალითები:

- კომერციული ბანკები;
- სასესხო და დამზოგველთა ასოციაცია. დამზოგველებს ემსახურება ძირითადად იპოთეკური სესხებით;
- საკრედიტო კავშირები – კოოპერატიულ გაერთიანებას წარმოადგენს, რომელიც წევრებს ერთი დამახასიათებელი ნიშანი აქვთ, მაგალითად, ერთი სამსახურის თანამშრომლები;
- სადაზღვევო კომპანიები – დანაზოგებს იღებს სადაზღვევო პრემიების ფორმით; ახდენს ამ თანხების ინვეტირებას აქციებში, ობლიგაციებში, უძრავ ქონებაში; და სარგებელს უხდის ბენეფიციარებს;
- ერთობლივი საპაიო ფონდები. ეს კორპორაციები დამზოგველების ფულად სახსრებს იყენებს ძირითადად ფინანსური ინსტრუმენტების შესაძენად;
- საპენსიო ფონდები – როგორც წესი, პანსიაზე გაცლვის გეგმებს წარმოადგენს, რომელსაც აფინანსებენ კომპანიები ან სახელმწიფო თავისი თანამშრომლებისათვის, და მათი ადმინისტრირება ხდება კომერციული ბანკების სატრასტო დეპარტამენტების მეშვეობით ან სიცოცხლის დამზღვევი სადაზღვევო კომპანიების მიერ;
- ჰეჯირების ფონდები – იზიდავს თანხებს ინვესტორებისგან და აბანდებს მათ სხვადასხვა საინვესტიციო საქმიანობაში. ერთობლივი საპაიო ფონდებისაგან განსხვავებით, სადაც შესაძლებლია ათასობით ინვესტორი იყოს, ჰეჯირების ფონდები იზღუდებიან მდიდარი ადამიანების ან ინსტიტუციონალური ინვესტორების რაოდენობით.

სავაჭრო პროცედურები ფინანსურ ბაზრებზე. ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის უდიდესი წილი მეორად ბაზრებზე მოდის. მეორადი ბაზრები შესაძლებელია იყოს ფიზიკური ადგილმდებარეობის ან/და კომპიუტერულ/სატელეფონო ქსელი. მაგალითად, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა, ლონდონის საფონდო ბიჟა და სხვა ფიზიკური ადგილმდებარეობის ბაზრებია. მაგრამ ნასდაქი საკომპიუტერო ქსელია. სხვა მაგალითია, აშშ-ის სახაზინო ვალდებულებების და სავალუტო ოპერაციების ბაზარი, სადაც ოპერაციები ასევე კომპიუტერულ/სატელეფონო ქსელის მეშვეობით წარმოებს. ამ ბაზრების მონაწილეები ერთმანეთს ვერ ხედავენ.

იმის გამო, რომ ფინანსური მენეჯმენტის ძირითადი მიზანია კომპანიის აქციის ფასის მაქსიმიზირება, ამიტომ საფონდო ბირჟების ცოდნა მნიშვნელოვანია მათთვის ვინც მართავს ბიზნესს. ჩვენ შეგვიძლია საფონდო ტრანსაქციები სამ კატეგორიად დავყოთ.

თუ კომპანია პირველად სთავაზობს თავის აქციებს ბაზარს, ეს ნიშნავს, რომ კომპანია საჯარო კომპანია ხდება. ამ საბაზრო ტრანსაქციას აქციების პირველადი

განთავსება (IPO) ჰქვია. თუ კომპანიამ გადაწყვიტა გაყიდოს დამატებითი აქციები ახალი სააქციო კაპიტალის მოსაზიდათ, ესეც პირველადი საბაზრო ტრანსაქციია, მაგრამ მას სააქციო კაპიტალის სეზონური შეთავაზება (სეასონედ ექუიტყ ოფფერინგ) ჰქვია. საჯარო კომპანიის მიერ გამოშვებული აქციებით ვაჭრობა მეორადი ბაზრის ტრანსაქციაა. მაგალითად, თუ რომელიმე საჯარო კომპანიის 100 აქციის მფლობელი გაყიდის ამ აქციებს, ეს გარიგება მეორად ბაზარზე ხდება. მაშასადამე, უკვე გამოშვებული, მიმოქცევაში მყოფი აქციებით ვაჭრობა მეორადი ბაზარია. კომპანია არ იღებს დამატებით სახსრებს ამ გარიგებების შედეგად.

მიუხედავას იმისა, რომ უცხოური აქციები შეიცავს გადაცვლის კურსის რისკებს, ეს არ ნიშნავს, რომ ინვესტორებზმე უარი უნდა თქვან მათ შეძენაზე. მათი შეძენით გაიუმჯობესებენ საკუთარი საინვესტიციო პორტფელის დივერციფიცირების ხარისხს, იმიტომ რომ არის პერიოდები როდესაც უცხოური აქციები უფრო მეტ უკუგებას იძლევიან, ვიდრე ადგილობრივი აქციები.

საკონტროლო კითხვები

1. დაასახელეთ ბიზნესის ორგანიზაციის სამი ძირითადი ფორმა? რა რა ძირითადი განსხვავებებია მათ შორის?
2. რა მიზანს უნდა ისახავდეს კორპორაციის ხელმძღვანელობა ფინანსების მართვისას?
3. რაში მდგომარეობს ღირებულების მაქსიმიზაციის არსი?
4. რა არის კომპანიის ღირებულება?
5. რა არის კაპიტალის შეწონილი საშუალო ღირებულება?
6. როგორ მოქმედებს თავისუფალი ფულადი ნაკადები და კაპიტალის შეწონილი საშუალო ღირებულება კომპანიის ღირებულებაზე?
7. ჩამოთვალეთ თავისუფალი ფულის მთავარი დეტერმინანტები
8. დაასახელეთ ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ ფულის ღირებულებაზე
9. დაასახელეთ ეკონომიკური პირობები, რომლებიც გავლენას ახდენს საპროცენტო განაკვეთებზე და ახსენით მათი შედეგები.
10. აღწერეთ სხვადასხვა გზა, რომლის საშუალებითაც შესაძლებელია კაპიტალის გადაცემა კაპიტალის მიმწოდებლებისგან მათზე, ვინც ითხოვს კაპიტალს.
11. ვინ არიან კაპიტალის მიმწოდებლები (შემნახველები) და მომხმარებლები (მსესხებლები)? როგორ ხდება კაპიტალის გადაცემა შემნახველებსა და მსესხებლებს შორის?
12. ჩამოთვალეთ და დაახასიათეთ ფინანსური ინსტიტუტების ძირითადი ტიპები
13. როგორ არის ორგანიზებული მეორადი ბაზრები?
14. აღწერეთ სავაჭრო პროცედურები ფინანსურ ბაზრებზე

2 თავი

ფინანსური ანგარიშგება, ფულადი ნაკადები და გადასახადები

ამ თავში განიხილება შემდეგი საკითხები:

- ფულადი ნაკადის ციკლი
- ფინანსური უწყისები და ანგარიშები
- ფულადი ნაკადების მოძრაობის უწყისი
- საბალანსო მონაცემების მოდიფიცირება მენეჯერული გადაწყვეტილებებისთვის
- საბაზრო დამატებული ღირებულება (MVA) და დამატებული ეკონომიკური ღირებულება (EVA)
- გადასახადები

კომპანიის მენეჯმენტის უპირველესი მიზანია კომპანიის აქციის ფასის მაქსიმიზირება. ფასი, თავის მხრივ, დამოკიდებულია კომპანიის უნარზე გამოიმუშავოს ფული დღეს და მომავალში.

ბიზნესის ნებისმიერი აქტივის – ფინანსური (აქცია და ობლიგაცია), თუ ფიზიკური (მიწა, შენობა და მოწყობილობა) – ღირებულება დამოკიდებულია ამ აქტივის მიერ გამომუშავებულ დაბეგრილ მოსალოდნელ ფულად ნაკადზე.

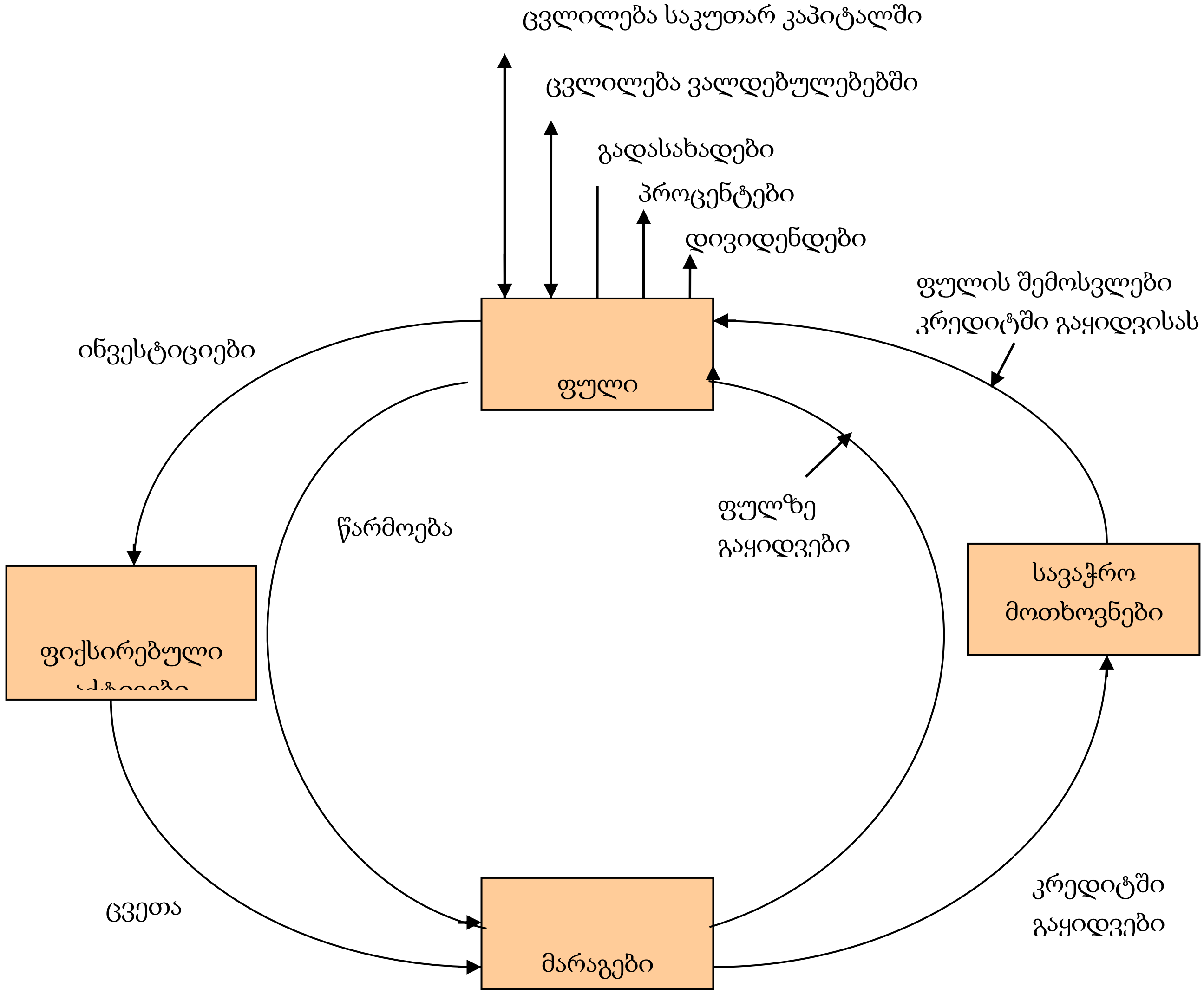
ფულადი ნაკადის ციკლი

კომპანიის საქმიანობა, მუშაობის მეთოდები და კონკურენტული სტრატეგია – განსაზღვრავს კომპანიის ფინანსურ სტრუქტურას. ფინანსების მართვასთან დაკავშირებულმა გადაწყვეტილებებმა, შესაძლებელია მნიშვნელოვანი ზემოქმდება იქონიონ კომპანიის საქმიანობაზე. მაგალითად, ის თუ როგორ აფინანსებს კომპანია თავის აქტივებს იმოქმედებს იმ ინვესტიციებზე, რომლის განხორციელებასაც კომპანია შეძლებს მომავალში.

ფულადი ნაკადის საწარმოო ციკლი, მოცემული ნახაზზე 1, როლმელიც გვიჩვენებს მჭიდრო კავშირს კომპანიის საქმიანობასა და მის ფინანსებს შორის.

სიმარტივისთვის, დავუშვათ, რომ ეს კომპანია ახალი შექმნილია, მიიღო ფულადი სახსრები თავისი მფლობელებისაგან და კრედიტორებისაგან, შეიძინა საწამოო აქტივები და მზად არის მუშაობის დასაწყებად. თავდაპირველად, კომპანია იყენებს ფულად სახსრებს ნედლეულის შესაძენად და მუშა-ხელის დასაქირავებლად; ნაყიდ ნედლეულს დროებით ინახავს მარაგების სახით. ის რაც დაიწყო როგორც ფულადი სახსრები, ახლა უკვე რეალურ მარაგებად გადაიქცა. როდესაც კომპანია ყიდის საქონელს, მისი მარაგები ისევ ფულად სახსრებად გადაიქცა. თუ გაყიდვები ფულზე წარმოებს, ეს იმ მომენტშივე ხდება; წინააღმდეგ შემთხვევაში, ფული არ შემოდის მანამ, სანამ არ დაიფარება დებიტორული დავალიანება. ფულადი სახსრების გადაცვლა მარაგებში, შემდეგ დებიტორულ დავალიანებებში და ისევ ფულად სახსრებში, წარმოადგენს კომპანნის საოპერაციო, ანუ საბრუნავი, კაპიტალის ციკლს.

ნახაზი 1. ფულადი სახსრების მოძრაობა



საქმიანობის კიდევ ერთი უწყვეტი მიმართულება (იხ. ნახაზი 1) ინვესტიციებია. დროის გარკვეულ პერიოდში კომპანიის ფიქსირებული აქტივები „იხარჯება“ პროდუქციის საწამოებლად. შეიძლება ითქვას, რომ ნებისმიერი საქონელი, რომელიც გაივლის ბიზნეს ციკლს, იყენებს ფიქსირებული აქტივების ღირებულების გარკვეულ ნაწილს. ბუღალტერი ითვალისწინებს ამას იმით, რომ მუდმივად ამცირებს ფიქსირებული აქტივების საბუღალტრო ღირებულებას და ზრდის პროდუქციის ღირებულებას იმ სიდიდით, რომელიც ცნობილია როგორც ცვეთა. საწარმოო სიმძლავრეების შესანარჩუნებლად და დამატებითი ზრდის დასაფინანსებლად, კომპანიამ უნდა მოახდინოს მიღებული ფულადი სახსრების

ინვესტირება ახალ ძირითად აქტივებში. ამ პროცესის მიზანია, საბრუნავი კაპიტალის ციკლიდან და საინვესტიციო ციკლიდან მიღებული ფულადი სახსრები მეტი იყოს კომპანიის ფულად სახსრებზე ბიზნესის საწყის ეტაპზე.

შეიძლებოდა ნახაზის 1 კიდევ უფრო გართულება, სავაჭრო ვალდებულებების, ნასესხების კაპიტალის (ვალი) და საკუთარი კაპიტალის დამატებით ფულადი სახსრების მოსაზიდათ, მაგრამ ნახაზი ისედაც ასახავს ორ ძირითად პრინციპს. პირველი მათგანი: ***ფინანსური ანგარიშგება – რეალობის მნიშვნელოვანი ასახვაა.*** კომპანიის საოპერაციო პოლიტიკა, საწარმოო ტექნოლოგია, მარაგების და კრედიტების კონტროლის სისტემა მნიშვნელოვან წილად განსაზღვრავენ კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას. მაგალითად, თუ კომპანიას უნდა, რომ კრედიტის გადახდები უფრო სწრაფი გახდეს, მაშინ მისი ფინანსური უწყისები ასახავენ შემცირებულ ინვესტიციებს სავაჭრო მოთხოვნებში და შესაძლოა ცვლილებებს შემოსავლებში და მოგებაში. ჩვენ გვჭირდება ვიცოდეთ კომპანიის საქმიანობა და განვსაზღვროთ კომპანიის საქმიანობაში ყოველი ახალი ცვლილებების შედეგები.

მეორე პრინციპი, რომელიც, ასევე, ნაჩვენებია ნახაზზე 1, - ***მოგება არ ემთხვევა ფულად ნაკადს.*** ფულადი სახსრები და მათი გარდაქმნა მარაგებში, შემდეგ სავაჭრო მოთხოვნებში და შემდეგ ისევ ფულად სახსრებში – წარმოადგენს ნებისმიერი კომპანიის „სასიცოცხლო ძალას". თუ ეს ფულადი ნაკადი იწურება ან დიდი ხნით შეწყდება, ამან შეიძლება კომპანიის გადახდისუუნარობა გამოიწვიოს. და კიდევ ერთხელ, კომპანიის მომგებიანობა არ იძლევა იმის გარანტიას, რომ კომპანიის ფულადი ნაკადი საკმარისი იქნება მისი გადახდისუნარიანობის შესანარჩუნებლად. საილუსტრაციოდ, დავუშვათ, რომ კომპანიამ დაკარგა კონტროლი მის სავაჭრო მოთხოვნებზე, როდესაც საშუალებას აძლევს მის კლიენტებს გადაავადონ ფულადი გადახდი, ან უფრო მეტ პროდუქციას აწარმოებს, ვიდრე ყიდის. იმ შემთხვევაშიც კი, თუ ბუღალტრის პოზიციიდან, კომპანია მომგებიანად ყიდის თავის პროდუქციას, მისი გაყიდვები ვერ გამოიმუშავებს საკმარის ფულს საწარმოო ხარჯების დასაფარად და ინვესტიციების განსახორციელებლად. როდესაც კომპანიას არ გაჩნია საკმარისი ფული ვალდებულებების დროულად დასაფარად - ეს გადახდისუუნარობაა. მაგალითისთვის, დავუშვათ, რომ კომპანია საკმაოდ ყურადღებით მართავს მარაგებს და სავაჭრო მოთხოვნებს, გაყიდვების სწრაფი ზრდა მოითხოვს მსხვილ ინვესტიციებს ამ აქტივებში. მიუხედავად იმისა, რომ კომპანია მომგებიანია, მას შესაძლოა ძალიან ცოტა ფული ჰქონდეს ვალდებულებების დასაკმაყოფილებლად. ამ მარტივი მაგალითებიდან ჩანს, თუ რატომ უნდა იყოს კომპანიის ხელმძღვანელობა დაინტერესებული ფულადი ნაკადებით იმდენად, რამდენადაც არის დაინტერესებული მოგებით.

კომპანიის წლიური ანგარიში ჩვეულებრივ იწყება გასული წლის განმავლობაში კომპანიის საქმიანობის შედეგების აღწერით და ახალი მოვლენების განხილვით, რაც გავლენას მოახდენს მომავალ ოპერაციებზე.

ამ საკითხების უფრო დეტალური განხილვისთვის და კომპანიის მუშაობის შესაფასებლად, საჭიროა ძირითადი ფინანსური უწყისების შესწავლა.

ფინანსური უწყისები და ანგარიშები. კომპანიის მიერ აქციონერებისათვის მომზადებულ ანგარიშებს შორის წლიური ანგარიში ყველაზე მნიშვნელოვანია. ამ ანგარიშებში ორი ტიპის ინფორმაცია არის წარმოდგენილი. პირველ რიგში, აქ არის ვერბალური ნაწილი, სადაც კომპანიის პრეზიდენტის მიერ წერილობითი ფორმით აღწერილია კომპანიის საქმიანობის შესახებ გასულ წელს, და განხილულია ის გეგმები, რომლებიც აისახება კომპანიის სამომავლო საქმიანობაში. მეორე მხრივ, ფინანსური უწყისების ნაწილი - წლიური ანგარიში, მოიცავს ოთხი სახის ფინანსურ უწყისს: საბალანსო უწყისს, მოგება/ზარალის უწყისს, ფულადი სახსრების მოძრაობის უწყისს და გაუნაწილებული მოგების უწყისს. ერთად აღებული ეს უწყისები ასახავენ კომპანიის საქმიანობის საბუღალტრო სურათს და ფინანსურ პოზიციებს.

ფინანსური უწყისები აღწერენ თუ რეალურად რა მოუვიდა აქტივებს, შემოსავლებს და დივიდენდებს განვლილი წლების განმავლობაში, მაშინ როდესაც ვერბალური უწყისები ცდილობენ ახსნან რატომ მოხდა ის - რაც მოხდა.

ნებიმიერ შემთხვევაში, წლიურ ანგარიშში მოყვანილ ინფორმაციას იყენებენ ინვესტორები იმისათვის, რომ ჩამოიყალიბონ მოლოდინები სამომავლო დივიდენდების და მოგებების შესახებ.

საბალანსო უწყისი

ცხრილში 1 მოყვანილია კომპანიის საბანალსო უწყისები, რომელიც წარმოადგენენ კომპანიის ფინანსური მდგომარეობას წლის ბოლოს.

ცხრილი 1 საბალანსო უწყისები, 31 დეკემბერი (მილიონი დოლარი)

აქტივები	**2014**	**2013**	**ვალდებულებები და საკუთარი კაპიტალი**	**2014**	**2013**
ფული და ეკვივალენტები	$ 10	$ 15	სავაჭრო ვალდებულებები	$ 60	$ 30
მოკლევადიანი ინვესტიციები	0	65	სათამასუქე ვალდებულებები	110	60
სავაჭრო მოთხოვნები	375	315	დაგროვილი ვალდებულებები	140	130
მარაგები	615	415	საერთო მიმდინარე ვალდებულებები	310	220
სულ მიმდინარე აქტივები	1,000	810	გრძელვადიანი სესხი	754	580

წმინდა ფიქსირებული აქტივები	1,000	870	სულ ვალდებულებები	1,064	800
			პრივილიგირებული აქციები (400,000 აქცია)	40	40
			ჩვეულებრივი აქციები (50,000,000 აქცია)	130	130
			გაუნაწილებული მოგება	766	710
			სულ საკუთარი კაპიტალი	896	840
სულ აქტივები	2,000	1,680	სულ ვალდებ. და საკ. კაპიტალი	2,000	1,680

მართალია, საბალანსო უწყისი გვიჩვენებს კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას წლის ბოლოს, მაგრამ რეალურად იგი იცვლება როგორც კი მარაგებიდან გავა ან შემოვა საქონელი, კომპანია დაფარავს ან აიღებს საბანკო სესხს, გაყიდის ფიქსირებული აქტივის გარკვეულ ნაწილს. გარდა ამისა, საცალო ვაჭრობაში უფრო მეტი მარაგია საჭირო საშობაოდ, ვიდრე გაზაფხულზე, ამიტომ საბალანსო უწყისი ერთი და იგივე კომპანიისთვის განსხვავდება დროის სხვადასხვა პერიოდებისთვის.

საბალანსო უწყისის მარცხენა მხარე აქტივების ჩამონათვალს წარმოადგენს, რომლებსაც ფლობს კომპანია. ისინი დალაგებულია "ლიკვიდობის", ანუ მათი ფულში გადაქცევის სისწრაფის მიხედვით. საბალანსო უწყისის მარჯვენა მხარე იმ პრეტენზიების ჩამონათვალს წარმოადგენს, რომლებიც ადამიანთა სხვადასხვა ჯგუფებს გააჩნიათ კომპანიის ღირებულების მიმართ. მაგალითად, მომწოდებელებს შესაძლებელია ჰქონდეთ პრეტენზია სავაჭრო ვალდებულებების სახით, რომელიც უნდა დაიფაროს 30 დღეში; ბანკებს შესაძლებელია ჰქონდეთ პრეტენზიები სათამასუქო ვალდებულებების სახით, რომელიც 90 დღის განმავლობაში უნდა დაკმაყოფილდეს; ასევე, ობლიგაციის მფლობელებსაც აქვთ პრეტენზიები კომპანიის ღირებულების მიმართ, რომელიც 20 წელიწადში უნდა დაკმაყოფილდეს. აქციონერები ამ რიგის ბოლოში დგანან - ორი მიზეზის გამო. პირველ რიგში, ეს პრეტენზიები მფლობელობას ასახავს და სრულად "არ უნდა იყოს დაკმაყოფილებული". მეორეც, მათი პრეტენზიები "ნარჩენი" პრეტენზიებია იმ აზრით, რომ ისინი უნდა დაკმაყოფილდეს ყველა სხვა ვალდებულების დაკმაყოფილების შემდეგ. საბალანსო უწყისში ნაჩვენებ სიდიდეებს საბალანსო ღირებულება ეწოდებათ.

აქტივები

ფული, მოკლევადიანი ინვესტიციები, სავაჭრო მოთხოვნები და მარაგები, საბალანსო უწყისში ნაჩვენებია როგორც მიმდინარე აქტივები. კომპანია მოელის, რომ ამ აქტივების ფულად გადაქცევა შესაძლებელია ერთ წელიწადში. ფულის ეკვივალენტების ქვეშ

გაიგება ზოგიერთი ფასიანი ქაღალდი. მათი ფულად გადაცევა ძალიან სწრაფადაა შესაძლებელი იმ ფასად, რომელიც ახლოს არის მის საბალანსო ღირებულებასთან. ასეთ ფასიან ქაღალდებს "ფულის ეკვივალენტები" ჰქვია. სხვა ფასიან ქაღალდებს განაღდების უფრო გრძელი ვადა აქვთ და მათი ფასი უფრო ნაკლებად არის პროგნოზირებადი. ამიტომ, ისინი მოკლევადიანი ინვესტიციების სახელით არის ასახული საბანალსო უწყისში.

როდესაც კომპანია ყიდის თავის პროდუქციას ის არ აყენებს მოთხოვნებს გადახდის შესახებ, ამიტომ მას უჩნდება მოთხოვნები მისი მყიდველების მიმართ, რასაც სავაჭრო მოთხოვნები ჰქვია. სავაჭრო მოთხოვნები გაყიდვებია, რომლებიც ჯერ არ არის ფულის გადახდით ანაზღაურებული.

მარაგებში შედის ნედლეული, პროდუქცია სამუშაო პროცესში, მზა პროდუქცია და სხვადასხვა დამხმარე მასალები. მარაგების ღირებულების დასათვლელად კომპანია იყენებს სხვადასხვა მეთოდებს. კომპანის იყენებს FIFO (*First-in, first-out*) მეთოდს მარაგების ღირებულების დასათვლელად. მას შეეძლო გამოეყენებინა LIFO (*last-in, first-out*) მეთოდი. ფასების მატების პერიოდში ძველი, უფრო იაფი მარაგის ამოღებით, და ახალი უფრო ძვირი მარაგის დატოვებით, FIFO მეთოდით მარაგის ღირებულება უფრო მაღალია საბალანსო უწყისში, მაგრამ იგი ამცირებს თვითღირებულებას მოგება/ზარალის უწყისში. ამის გამო, კომპანია იყენებს FIFO მეთოდს, თუ ინფლაციას აქვს ადგილი, მისი საბალანო უწყისის მარაგები უფრო მაღალია, ვიდრე LIFO მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში, მაგრამ თვითღირებულება ნაკლებია, და კომპანიის მოგება მეტია. თუ კომპანიამ გადაწყვიტა გადავიდეს LIFO მეთოდზე, მისი საბალანსო უწყისი უფრო ნაკლები ღირებულების მარაგებს აღწერს, $585 მილიონის მარაგებს $615 მილიონის ნაცვლად და მისი მოგება შემცირდება $18 მილიონით. მაშასადამე, მარაგების აღწერის მეთოდს მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს ფინანსურ უწყისზე, კომპანიების ერთმანეთთან შედარებისას.

ვალდებულებები

სავაჭრო ვალდებულებები, სათამასუქო ვალდებულებები, დაგროვილი ვალდებულებები აღიწერება როგორც მიმდინარე ვალდებულებები. კომპანია მოელის, რომ მოახერხებს მათ დაკმაყოფილებას ერთი წლის მანძილზე. როდესაც კომპანია ყიდულობს ნედლეულს მომწოდებლებისაგან ის იმ მომენტში არ იხდის; ის იღებს ვალდებულებას მომავალში გადახდაზე, რასაც სავაჭრო ვალდებულება ჰქვია. ანალოგიურად, როდესაც კომპანია იღებს სესხს ის იღებს ვალდებულებას, რომელსაც ჰქვია სათამასუქო ვალდებულება და კომპანია იღებს ვალდებულებას, რომ დაფარავს ამ სესხს ერთი წლის განმავლობაში. კომპანია ყოველ დღე არ იხდის გადასახადებს და არ არიგებს ხელფასებს, ამიტომ თანხის ის ოდენობა, რომელიც ამ თვალსაზრისით მის

ვალდებულებას წარმოადგენს მათ მიმართ, დაგროვილი ვალდებულებებია. გრძელვადიანი ობლიგაციები, ასევე ვალდებულებებია იმიტომ, რომ ასახავს გარე პირების პრეტენზიებს, აქციონერების გარდა.

პრივილეგირებული აქცია ჩვეულებრივი აქციის და ობლიგაციის ჰიბრიდს წარმოადგენს. გაკოტრების შემთხვევაში, პრივილეგირებული აქცია, პრეტენზიების დაკმაყოფილების თვალსაზრისით, ჩვეულებრივი აქციაზე მაღლა იმყოფება, მაგრამ გამსესხებლების ქვევით. ასევე, პრივილეგირებული დივიდენდი ფიქსირებულია, ამიტომ მისი მფლობელი ვერაფერს იგებს, როდესაც კომპანიის მოგებები იზრდება.

როდესაც კომპანია ყიდის აქციებს მიღებული ფული აღიწერება როგორც ჩვეულებრივი აქცია. გაუნაწილებელი მოგება დაგროვილი, კუმულატიური მოგებებია, რომლებიც არ განაწილდა დივიდენდების სახით. ჩვეულებრივი აქციის და გაუნაწილებელი მოგების ჯამი საკუთარი კაპიტალია, ან სააქციო კაპიტალი. თუ კომპანიის აქტივები შეიძლება საბალანსო ღირებულებით გაიყიდოს, და თუ ვალდებულებები და პრივილეგირებული აქციები რეალურად მისი აქტივების საბალანსო ღირებულების ტოლი იყო, მაშინ კომპანიას შეუძლია გაყიდოს მისი აქტივები, დააკმაყოფილოს ვალდებულებები და პრივილეგირებული აქციები, ხოლო დარჩენილი თანხა ეკუთვნის აქციონერებს. ამიტომ, სააქციო კაპიტალს ხშირად წმინდა სიმდიდრე ჰქვია.

მოგება/ზარალის უწყისი

მოგება/ზარალის უწყისი გვიჩვენებს რა შემოსავლები და ხარჯები ჰქონდა ბიზნესს საანგარიშო პერიოდის განმავლობაში. ჩვეულებრივ, საანგარიშო პერიოდი ერთი წელია; მაგრამ, როგორც წესი, კომპანიები ამზადებენ მოგება/ზარალის უწყისს ყოველთვიურად იმისათვის, რომ განისაზღროს როგორ მუშაობს კომპანია და შედარდებს კონკრეტული თვე წინა წლის იგივე თვეს და ამავე წლის წინა თვეს.

გარე სამყაროსთვის, კომპანია, როგორც წესი, ამზადებს კვარტლურ მოგება/ზარალის უწყისს. პროგნოზისა და აუდისთვის ის იყენებს ყოველთვიურ უწყისებს. გარდა ამისა, სესხის ასაღებად, კრედიტორი მოითხოვს პირველი წლის საპროგნოზო მოგება/ზარალის უწყისებს და კვარტლურ უწყისებს მეორე და მესამე წლისთვის. საპროგნოზო ფინანსური უწყისები მზადდება ბიზნესის მომავლის პროგნოზირებისთვის. ეს უწყისები აპროგნოზებენ მომავალ საოპერაციო შემოსავლებს და ხარჯებს.

მოგება/ზარალის უწყისი იყოფა სამ სექციად:

- პირველი სექცია გვიჩვენებს საერთო გაყიდვებს მინუს უკან მობრუნებული საქონელი და ფასდათმობები, რომელიც უდრის წმინდა გაყიდვებს; წმინდა გაყიდვებს მინუს რეალიზებული პროდუქციის ღირებულება, რომელიც უდრის საერთო მოგებას;
- მეორე სექცია გვიჩვენებს საერთო მოგებას მინუს საოპერაციო ხარჯები, რომელიც უდრის საოპერაციო მოგებას (წმინდა მოგება პროცენტისა და გადასახადის გადახდამდე);

- მესამე სექცია გვიჩვენებს საოპერაციო მოგებას მინუს საპროცენტო ხარჯები, რომელიც უდრის მოგებას დაბეგვრამდე, ხოლო კორპორაციის შემთხვევაში, მინუს გადასახადი უდრის წმინდა მოგებას.

ცხრილში 2. მოცემულია კომპანიის მოგება/ზარალის უწყისი.

ცხრილი 2. კომპანიის მოგება/ზარალის უწყისი (მლნ).

	2014	2015
წმინდა გაყიდვები	$3,000	$2.850
საოპერაციო ხარჯები ამორტიზაციის გამოკლებით	2,616.2	2,497.0
მოგება საპროცენტო ხარჯების, ამორტიზაციის და გადასახადების გადახდამდე (EBITDA)	$383.8	$353.0
ცვეთა	100.0	90.0
ამორტიზაცია	0.0	0.0
ცვეთა&ამორტიზაცია	100.0	90.0
მოგება პროცენტის და გადახადების გადახდამდე (EBIT)	283.8	263.0
მინუს პროცენტი	88.0	60.0
მოგება გადასახადის გადახდამდე (EBT)	195.8	203.0
წმინდა მოგება პრივილიგირებულ დივიდენდამდე	78.3	81.2
გადასახადები (40%)	117.5	121.8
პრივილეგირებული დივიდენდები	4.0	4.0
წმინდა მოგება	113.5	117.8
ჩვეულებრივი დივიდენდები	57.5	53.0
დამატება გაუნაწილებელ მოგებაზე	56.0	64.8
მონაცემები აქციის შესახებ		
ჩვეულებრივი აქციის ფასი	$23.00	$26.00
მოგება აქციაზე (*EPS*)	2.27	2.36
დივიდენდები აქციაზე (*DPS*)	1.15	1.06
საბალანსო ღირებულება აქციაზე (*BVPS*)	17.92	16.80
ფული აქციაზე (*CFPS*)	4.27	4.16

საბალანსო ღირებულება აქციაზე=საკუთარი კაპიტალი/გამოშვებული აქციების რაოდენობა

ფული აქციაზე=(წმინდა მოგება+ცვეთა&ამორტიზაცია)/გამოშვებული აქციების რაოდენობა

გაუნაწილებელი მოგების უწყისი

გაუნაწილებელი მოგება არის პრეტენზია აქტივების მიმართ და არა თვით აქტივი. მისი ფორმა მოცემულია ცხრილში 3.

ცხრილში 3. გაუნაწილებელი მოგების უწყისი 2014 წ. 31 დეკემბერი (მლნ)

გაუნაწილებელი მოგება 2013 წლის 31 დეკემბერი	$710.0
პლუს: წმინდა მოგება	113.5
მიუს დივიდენდები	(57.5)
გაუნაწილებელი მოგება 2014 წლის 31 დეკემბერი	$766.0

2014 წელს აქციონერებმა მოახდინეს $56 მლნ რეინვესტირება, ანუ არ გაიტანეს ეს თანხა დივიდენდების სახით. ამ თანხით კომპანიამ შეიძინა გარკვეული აქტივები. ამიტომ გაუნაწილებელი მოგება არ წარმოადგენს ფულს და არ არის ხელმისაწდომი დივიდენდების ან სხვა რამის გადასახდელად.

წმინდა ფული

ფინანსური ანალიტიკოსები ხშირად ამახვილებენ ყურადღებას ***წმინდა ფულზე.*** ბიზნესის წმინდა ფული განსხვავდება საბუღალტრო მოგებისაგან იმიტომ, რომ ზოგიერთი შემოსავალი და ხარჯი, რომელიც ფიგურირებს მოგება/ზარალში არ არის რეალურად მიღებული ან რეალურად გაწეული ფული ამ წლის განმავლობაში. კავშირი წმინდა ფულსა და წმინდა მოგებას შორის შეიძლება შემდეგი ფორმულით გამოისახოს:

წმინდა ფული=წმინდა მოგება–არაფულადი შემოსავლები+არაფულადი ხარჯები (1)

არაფულადი ხარჯების მაგალითია ცვეთა და ამორტიზაცია. იგი ამცირებს მოგებას, მაგრამ არ არის რეალური ფულადი გასავალი, ამიტომ ჩვენ მას ისევ უმატებთ წმინდა მოგებას წმინდა ფულის მისაღებად. არაფულადი ხარჯის სხვა მაგალითია გადატანილი გადასახადები. კომპანიებს აქვთ იმის საშუალება, რომ გადაიტანონ გადასახადების გადახდა მოგვიანებით, თუმცა ის აისახება მოგება/ზარალის უწყისში, ანუ აკლდება შემოსავლებს. ამიტომ ის უნდა დაემატოს წმინდა მოგებას წმინდა ფულის გამოთვლის დროს. ამავე დროს, ზოგიერთი შემოსავალი ვერ იქნება მიღებული მიმდინარე წლის განმავლობაში და ამიტომ იგი უნდა გამოაკლდეს წმინდა მოგებას წმინდა ფულის დასათვლელად.

ხშირ შემთხვევაში, ამორტიზაციის და ცვეთის გარდა სხვა არაფულადი ხარჯები მცირეა და ისინი უგულვებელყოფილები არიან. ამიტომ, ზოგიერთი ანალიტიკოსი წმინდა ფულს ითვლის წმინდა ფულს დამატებული ცვეთა და ამორტიზაცია.

ფულადი სახსრების მოძრაობის უწყისი

იმ შემთხვევაშიც კი, როდესაც კომპანია წმინდა მოგების მაღალ დონეს უჩვენებს თავის უწყისში, ფულის ოდენობა საბალანსო წლის ბოლოს შეიძლება არ დაემთხვეს მის ოდენობას საბალანსო წლის დასაწყისში, ან ნაკლებიც კი იყოს მასზე. ამის მიზეზი ის არის, რომ კომპანია იყენებს წმინდა მოგებას სხვადასხვა მიზნებისთვის და არ აჩერებს მას საბანკო ანგარიშზე. მაგალითად, კომპანიამ შეიძლება წმინდა მოგება გამოიყენოს დივიდენდების გასაცემას, მარაგების შესაძენად, ფიქსირებული აქტივების შესაძენად,

სესხის დასაფარად, სავაჭრო მოთხოვნების დასაფინანსებლად, ან გამოისყიდოს საკუთარი აქციები. კომპანიის ფულის პოზიციას მრავალი ფაქტორი განსაზღვრავს, კერძოდ:

- წმიდა მოგება პრივილეგირებული დივიდენდების გაცემადე;
- წმინდა მოგების არაფულადი კორექტირებები;
- ცვლილებები საბრუნავ კაპიტალში;
- ფიქსირებული აქტივები;
- ფასიანი ქაღალდები და დივიდენდები.

აღნიშნული ფაქტორები აისახება ფულადი სახსრების უწყისში, რომელიც აჯამებს კომპანიის ფულის პოზიციას. ფულადი სახსრების მოძრაობის უწყისი გამოყოფს სამი ტიპის საქმიანობას:

1. *საოპერაციო საქმიანობა* – მოიცავს წმინდა მოგებას, ცვეთას, ცვლილებებს მიმდინარე აქტივებში და ვალდებულებებში, მოკლევადიან ინვესტიციებს და მოკლევადიან სესხებს;
2. *საინვესტიციო საქმიანობა* – მოიცავს ინვესტიციებს ფიქსირებულ აქტივებში და მათ გაყიდვას;
3. *საფინანსო საქმიანობა* – მოიცავს ფულს, მოკლევადიანი ინვესტიციების გაყიდვის, მოკლევადიანი და გრძელვადიანი სესხის აღებას, აქციების გამოშვებას. ასევე, დივიდენდების გაცემას, აქციების და ობლიგაციების გამოსყიდვას.

ფულადი სახსრების უწყისმა პასუხი უნდა გასცეს კითხვებს: გამოიმუშავებს კომპანია საკმარის ფულს იმისათვის, რომ შეიძინოს დამატებითი აქტივი, რომელიც საჭიროა დაგეგმილი ზრდის უზრუნველსაყოფად? გამოიმუშავებს კომპანია საკმარის ფულს სესხის მომსახურებისთვის და ახალი პროდუქტის განვითარებაში ინვესტირებისთვის? ეს ინფორმაცია მნიშვნელოვანია როგორც მენეჯერებისათვის, ასევე - ინვესტორებისათვის. ცხრილში 4 მოცემულია ფულადი სახსრების მოძრაობის უწყისის მაგალითი.

ცხრილი 4. ფულადი სახსრების მოძრაობის უწყისი (მლნ)

	ფული
საოპერაციო საქმიანობა:	
წმინდა მოგება პრივილიგირებულ დივიდენდებამდე	$117.5
კორექტირებები:	
არაფულადი კორექტირებები	
ცვეთა	100.0
ცვლილებები საბრუნავ კაპიტალში	

სავაჭრო მოთხოვნების ზრდა	(60.0)
მარაგების ზრდა	(200.0)
სათამასუქო ვალდებულებების ზრდა	30.0
დაგროვილი ვალდებულებების ზრდა	10.0
წმინდა ფული საოპერაციო საქმიანობიდან	($ 2.5)
გრძელვადიანი საინვესტიციო საქმიანობა:	
ფიქსირებული აქტივების შეძენა	($230.0)
საფინანსო საქმიანობა:	
მოკლევადიანი ინვესტიციების გაყიდვა	$65.0
სათამასუქო ვალდებულებების ზრდა	50.0
ობლიგაციების გამოშვება	174.0
პრივილეგირებული და ჩვეულებრივი დივიდენდების გადახდა	(61.5)
წმინდა ფული საფინანსო საქმიანობიდან	$227.5
შეჯამება:	
წმინდა ცვლილება ფულში	($ 5.0)
ფული წლის დასაწყისში	15.0
ფული წლის ბოლოს	10.0

საბალანსო მონაცემების მოდიფიცირება მენეჯერული გადაწყვეტილებებისთვის

ზემოთ მოყვანილი უწყისები, კრედიტორების და საგადასახადო მიზნებისთვის უფრო არის განკუთვნილი, ვიდრე მენეჯერებისთვის და ანალიტიკოსებისათვის. ამიტომ, ამ უწყისების გარკვეული მოდიფიცირება იქნება საჭირო მენეჯერული გადაწყვეტილებებისთვის.

საოპერაციო აქტივები და წმინდა საოპერაციო კაპიტალი. როგორც წესი, კომპანიებს განსხვავებული ფინანსური სტრუქტურა, განსხვავებულია საგადასახადო პოზიცია და არასაოპერაციო აქტივების განსხვავებული მოცულობა აქვთ. ეს განსხვავებები ასახავენ საბალანსო მაჩვენებელს - როგორცაა საკუთარ კაპიტალზე უკუგების ნორმა. ამიტომ, მენეჯმენტის მუშაობის შედეგების შესაფასებლად ჩვენ გვჭირდება მენეჯერების საოპერაციო მოგების (*EBIT*) გენერირების უნარი შევადაროთ მათი კონტროლის ქვეშ მყოფ საოპერაციო აქტივებს.

მოდიფიცირების მიზნით აქტივები ორ ნაწილად იყოფა: ***საოპერაციო აქტივები,*** ისეთი აქტივებია, რომელიც აუცილებელია ბიზნესის წარმოებისთვის; ***არასაოპერაციო***

აქტივები ისეთი აქტივებია, რომლებიც მოიცავს ინვესტიციებს ფილიალებში და მიწაში - სამომავლო გამოყენებისთვის. შედეგ, საოპერაციო აქტივები იყოფა ორ ჯგუფად: ***საოპერაციო მიმდინარე აქტივები,*** როგორცაა მარაგები, და ***გრძელვადიანი საოპერაციო აქტივები,*** როგორცაა ქარხანა და მანქანა-დანადგარები. ცხადია, რომ თუ მენეჯერს შეუძლია მოცემული მოგების მიღება და ფულის გენერირება შედარებით მცირე ზომის ინვესტიციებით საოპერაციო აქტივებში, მაშინ ინვესტორების მიერ ინვესტირებული კაპიტალის მოცულობა მცირდება და კაპიტალზე უკუგება იზრდება.

ბიზნესში გამოყენებული კაპიტალის უმეტეს ნაწილს აწვდიან ინვესტორები - აქციონერები, ობლიგაციის მფლობელები და ისეთი დამფინანსებელები, როგორიცაა ბანკები. ინვესტორები უნდა იყვნენ დაკმაყოფილებულები მათი თანხების გამოყენებისთვის - პროცენტის სახით, სესხის შემთხვევაში, და დივიდენდებს პლუს კაპიტალდაბანდების ამონაგების სახით - აქციის შემთხვევაში. ამიტომ, თუ კომპანია სულ უფრო მეტ აქტივს ყიდულობს, რომელიც მას რეალურად სჭირდება, და მაშასადამე, ზრდის კაპიტალს, მაშინ მისი კაპიტალის ღირებულება არ არის აუცილებელი მაღალი იყოს.

კომპანიებს მარტო ინვესტორები არ აწვდიან რესურსებს აქტივების შესაძენად, რადგან დაფინანსების გარკვეული ნაწილი ოპერაციების ბუნებრივი შედეგია. მაგალითად, გარკვეული რესურსი მოდის მომწოდებლებისაგან და მათ სავაჭრო ვადლებულებები ჰქვია, გარკვეული რესურსი წარმოიქმნება დაგროვილი ხელფასების და გადასახადების სახით, რომელიც თავისი შინაარსით მოკლევადიანი სესხია მუშების და საგადასახადო უწყების მიმართ. ასეთ რესურსს ***საოპერაციო მიმდინარე ვალდებულებები*** ჰქვია.

იმ მიმდინარე აქტივებს, რომლებიც გამოიყენება ოპერაციებში საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალი ჰქვია, ხოლო საოპერაციო საბრუნავ კაპიტალს დაკლებული საოპერაციო მიმდინარე ვალდებულებები ***წმინდა საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალი*** ჰქვია.

წმინდა საოპერაციო = საოპერაციო მიმდინარე საოპერაციო მიმდინარე
საბრუნავი კაპიტალი კაპიტალი - ვალდებულებები

იმის გამო, რომ ფულადი გასავალი და ფულის შემოსვლა ზუსტად არ ემთხვევა ერთმანეთს, კომპანიამ უნდა იქონიოს ფულის გარკვეული ოდენობა საბანკო ანაგარიშზე. სხვა სიტყვებით, ფულის გარკვეული რაოდენობა არის საჭირო ოპერაციების განსახორციელებლად. იგივეს აქვს ადგილი, სხვა მიმდინარე აქტივების მიმართ, როგორცაა მარაგები და სავაჭრო მოთხოვნები, რომლებიც ასევე აუცილებელია ნორმალური ფუნქიონირებისთვის. მაგრამ ზოგიერთ მოკლევადიან ინვესტიციებს ფლობს კომპანია მენეჯერის საინვესტიციო გადაწყვეტილების შედეგად, რომლებიც არ

წარმოადგენს კომპანიის ძირითად საქმიანობას და არ არის ჩართული წმინდა საოპერაციო საბრუნავ კაპიტალში.

ზოგიერთი მიმდინარე ვალდებულება წარმოიქნება ძირითადი საოპერაციო საქმიანობის შედეგად. ამ გზით მიღებული ყოველი დოლარი არ წარმოადგენს ინვესტორებისაგან მიღებულ დოლარს. ამიტომ წმინდა მიმდინარე საბრუნავი კაპიტალის დათვლისას ჩვენ ვაკლებთ მას მიმდინარე საბრუნავ კაპიტალს. სხვა მიმდინარე ვალდებულებები, როგორიცაა საბანკო სესხი, განიხილება როგორც ინვესტორის მიერ მოწოდებული რესურსი და არ აკლდება წმინდა საბრუნავ კაპიტალს.

წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT)

თუ ორ კომპანიას ვალის (ნასესხები კაპიტალის) განსხვავებელი მოცულობა აქვს, და შესაბამისად, საპროცენტო ხარჯის განსხვავებულ ოდენობას იხდის, მათ შესაძლებელია ჰქონდეთ ერთი და იგივე საოპერაციო შედეგები, მაგრამ წმინდა მოგება განსხვავებული იქნება; ის კომპანია, რომელიც იყენებს მეტ ნასესხებ კაპიტალს, უფრო დაბალი წმინდა მოგება ექნება. წმინდა მოგება მნიშვნელოვანია, მაგრამ იგი ვერ ასახავს კომპანიის რეალურ საოპერაციო მდგომარეობას, ან მისი საოპერაციო მენეჯერების ეფექტინობას. მენეჯმენტის მუშაობის შედეგიანობის გასაზომად უკეთესი საზომია დაბეგრილი წმინდა საოპერაციო მოგება (NOPAT), რომელიც კომპანიის მოგებაა ვალის გარეშე და ფინანსური აქტივების ქონის გარეშე. დაბეგრილი წმინდა საოპერაციო მოგება განისაზღვრება შემდეგნაირად:

$$NOPAT = EBIT(1 - T) \qquad (2)$$

თავისუფალი ფული (FCF)

განვსაზღვრეთ წმინდა ფული როგორც წმინდა მოგებას დამატებული არაფულადი კორექტირებები, რაც ჩვეულებრივ ნიშნავს წმინდა მოგებას დამატებული ცვეთა და ამორტიზაცია. ეს ფული ვერ იქნება შენარჩუნებული მანამ, სანამ გაცვეთილი ფიქსირებული აქტივი არ შეიცვლება, ამიტომ მენეჯმენტი არ არის თავისუფალი ამ ფულის გამოყენებაში. ამიტომ, შემოდის ფულის სხვა განმარტება - ***თავისუფალი ფული,*** რომელიც ხელმისაწვდომი ფულია ინვესტორებზე გასანაწილებლად, მას შემდეგ რაც კომპანიამ *განახორციელა ყველა ინვესტიცია ფიქსირებულ აქტივებში და საბრუნავ კაპიტალში იმისათვის, რომ უზრუნველყოს ოპერაციები.*

მოგება/ზარალის უწყისის განხილვისას, ჩვენ ყურადღება გავამახვილეთ კომპანიის წმინდა მოგებაზე, რომელსაც საბუღალტრო მოგება ჰქვია. მაგრამ კომპანიის ოპერაციების ღირებულება განისაზღვრება როგორც ფულადი ნაკადი, რომელსაც ოპერაციები გამოიმუშავებენ მოცემულ მომენტში და მომავალში. უფრო კონკრეტულად,

ოპერაციების ღირებულება დამოკიდებულია მომავალში მოსალოდნელ ფულის ნაკადზე (FCF), რომელიც განისაზღვრება როგორც დაბეგვრის შემდეგ საოპერაციო მოგებას დაკლებული ახალი ინვესტიციები საბრუნავ კაპიტალში და ფიქსირებულ აქტივებში, და რომლებიც აუცილებელია ბიზნესის წარმართვისთვის. მაშასადამე, თავისუფალი ფული წარმოადგენს ფულს, რომელიც რეალურად ხელმისაწვდომია ინვესტორებისათვის გასანაწილებლად. ამიტომ, ის საშუალება მენეჯმენტისთვის, რომელიც კომპანიას უფრო ღირებულს გახდის არის თავისუფალი ფულის ზრდა.

თავისუფალი ფულის დასათვლელად, პირველ რიგში, გამოვითვალოთ წმინდა ინვესტიციები საოპერაციო კაპიტალში. 2014 წლის განმავლობაში კომპანიამ მოახდინა $345 მილიონის ინვესტიცია საოპერაციო კაპიტალში:

წმინდა ინვესტიცია საოპერაციო კაპიტალში= $1,800 - $1,455=$345.

მაშინ

თავისუფალი ფული = NOPAT – წმინდა ინვესტიცია საოპერაციო კაპიტალში (3)
= $170.3 – $345 = - $174.7 მილიონი

სხვაგვარად შეიძლება თავისუფალი ფულის დათვლა, როგორც:

საერთო ინვესტიციები = წმინდა ინვესიტიციები + ცვეთა

(FCF) = (NOPAT + ცვეთა) – საერთო ინვესტიციები.

თავისუფალი ფულის გამოყენება

არსებობს თავისუფალი ფულის გამოყენების ხუთი კარგი საშუალება, კერძოდ:

1. პროცენტის გადახდა ობლიგაციის მფლობელებისთვის, გვახსოვდეს, რომ წმინდა ხარჯები კომპანიისთვის არის დაბეგვრის შემდეგ საპროცენტო ხარჯები;
2. ობლიგაციის განაღდება, ან სესხის სრულად დაფარავა;
3. აქციონერებისათვის დივიდენდების გაცემა;
4. აქციონერებისაგან აქციების გამოსყიდვა;
5. ფასიანი ქაღალდების შეძენა და სხვა არასაოპერაციო აქტივების შეძენა.

სამწუხაროდ, ზოგიერთი კომპანია, რომელსაც დიდი FCF აქვს, არასაჭირო ინვესტიციებს ახორციელებს, სხვა კომპანიების შეძენის სახით, რაც არ ზრდის კომპანიის ღირებულებას. მაშასადამე, დიდმა FCF-მა შესაძლებელია გამოიწვიოს ფულის ფლანგვა,

თუ მენეჯმენტი არ მოქმედებს მფლობელების ინტერესების გათვალსწინებით. ამ სიტუაციას მენეჯმენტთან დაკავშირებული დანახარჯები ჰქვია.

FCF და საოპერაციო კაპიტალი

ჩვენი კომპანიის მაგალითზე გამოვიდა, რომ FCF უარყოფითია. იმის გამო, რომ FCF ინვესტორებისთვის ხელმისაწვდომი ფულია, ამიტომ მათ ამ შეთხვევაში დამატებითი ფული უნდა მიაწოდონ კომპანიას ბიზნესის ხელშესაწყობად. ინვესტორები ამ ახალ ფულს სესხის სახით მიაწვდიან.

ყოველთვის ცუდია უარყოფითი FCF? ეს დამოკიდებულია იმაზე, თუ რატომ იყო FCF უარყოფითი. თუ FCF უარყოფითია იმის გამო, რომ NOPAT არის უარყოფითი, მაშინ კომპანიას სავარაუდოდ საოპერაციო პრობლემები აქვს. მაგრამ სწრაფად მზარდ კომპანიებს, რომლებსაც დადებითი NOPAT აქვთ, მსხვილი ინვესტიციების გამო მათი FCF შესაძლებელია უარყოფითი იყოს.

ერთ-ერთი საზომი მომგებიანობის განსაზღვრისთვის – არის ***უკუგება ინვესტირებულ კაპიტალზე (ROIC),*** რომელიც არის NOPAT-ის შეფარდება საერთო საოპერაციო კაპიტალზე.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{საოპერაციო კაპიტალი}}. \qquad (4)$$

თუ უკუგება ინვესტირებულ კაპიტალზე აღემატება კომპანიის კაპიტალის ღირებულებას, მაშინ კომპანია ქმნის დამატებით ღირებულებას.

(MVA) და (EVA)

როგორც აღვნიშნეთ, ნებისმიერი კომპანიის მიზანია ღირებულების მაქსიმიზირება, ანუ აქციის ფასის მაქსიმიზირება. ეს მიზანი აქციონერებს ბენეფიტებს აძლევს, მაგრამ, ასევე, უზრუნველყოფს შეზღუდული რესურსების ეფექტიანად განაწილებას. აქციონერების სიმდიდრის მაქსიმიზირება მიიღწევა იმ განსხვავებით, რომელიც არსებობს კომპანიის აქციის ფასსა და აქციონერების მიერ შეთავაზებული სააქციო კაპიტალის ოდენობას შორის. ამ ***განსხვავებას საბაზრო დამატებული ღირებულება*** ჰქვია (MVA). რაც მეტია MVA, მით უფრო კარგად მუშაობს მენეჯმენტი აქციონერებისთვის.

(MVA) = სააქციო კაპიტალის საბაზრო ღირებულება - სააქციო კაპიტალის საბალანსო ღირებულება
= (გამოშვებული აქციების რაოდენობა)(ფასი) – საერთო სააქციო კაპიტალი (5)

კომპანიების უმეტესობისათვის, ინვესტორების მიერ მიწოდებული კაპიტალი წარმოადგენს საკუთარი კაპიტალის, ვალის და პრივილეგირებული აქციის ჯამს. ამ კაპიტალის ღირებულების დადგენა პირდაპირ შეიძლება საბალანსო უწყისიდან, ხოლო საკუთარი კაპიტალის საბაზრო ღირებულების დადგენა შესაძლებელია აქციის ფასით. უფრო რთულია ვალის (ნასესხები კაპიტალის) საბაზრო ღირებულების დადგენა. ამიტომ, ანალიტიკოსები იყენებენ ვალის იმ ღირებულებას, რომელიც მოცემულია საბალანსო უწყისში, ან ვალის საბალანსო ღირებულებას, რომელიც შეფასებულია, როგორც მისი საბაზრო ღირებულება.

დამატებული ეკონომიკური ღირებულება (EVA)

თუ დამატებითი საბაზრო ღირებულება MVA ასახავს მენეჯმენიტის გადაწყვეტილებების შედეგებს, ეკონომიკური დამატებითი ღირებულება EVA ფოკუსირდება მოცემული წლის მენეჯერულ ეფექტიანობაზე. EVA-ს საბაზისო ფორმულა შემდეგია:

EVA= (NOPAT)–(საერთო წმინდა საოპერაციო კაპიტალი)X(კაპიტალის ღირებულება)
= (EBIT)(1-T) – (საერთო წმინდა საოპერაციო კაპიტალი)X(WACC)
= (საოპერაციო კაპიტალი)X(ROIC-WACC)

EVA აფასებს ბიზნესის რეალურ ეკონომიკურ მოგებას მოცემულ წელს და განსხვავდება საბუღალტრო მოგებისაგან. იგი წარმოადგენს ნარჩენ მოგებას, რომელიც რჩება კაპიტალის მოზიდვასთან დაკავშირებული ყველა ხარჯის გასტუმრების შემდეგ, საკუთარი კაპიტალის ჩათვლით, მაშინ როცა საბუღალტრო მოგება არ ითვალისწინებს მას.

EVA-ს დათვლისას ჩვენ არ დავუმატეთ მას ცვეთა. მართალია, იგი არ წარმოადგენს ფულად გასავალს, მაგრამ ცვეთა ხარჯია იმიტომ, რომ გაცვეთილი აქტივი უნდა გამოიცვალოს და ამიტომ იგი აკლდება შემოსავალს, როდესაც გამოითვლება წმინდა მოგება და EVA. EVA-ს გამოთვლისას დაშვებულია, რომ კომპანიის ფიქსირებული აქტივების ეკონომიკური ცვეთა ზუსტად იმ ცვეთის ტოლია, რომელიც გამოიყენება საბუღალტრო აღრიცხვაში და საგადასახადო მიზნებისთვის.

EVA ზომავს იმ სიდიდეს, რომლითაც კომპანიამ გაზარდა აქციონერების ღირებულება. ამიტომ, თუ მენეჯმენტი ფოკუსირებულია EVA-ზე, მაშინ იგი დარწმუნებული უნდა იყოს, რომ მისი საქმიანობა შეესაბამება აქციონერების სიმდიდრის მაქსიმიზირებას. EVA-ს გამოთვლა იძლება მენეჯმენტის მუშაობის შეფასების საშუალებას კომპანიის ნებისმიერ დონეზე. ცხრილში 5 მოცემულია კომპანიის MVA-ს და EVA-ს დათვლის შემთხვევა.

ცხრილი 5. კომპანიის MVA და EVA

	2014	2013
MVA-ს გამოთვლა		
აქციის ფასი	$ 23.0	$ 26.0
აქციების რაოდენობა	50.0	50.0
საკუთარი კაპიტალის საბაზრო ღირებულება =(აქციის ფასი)(აქციების რაოდენობა)	$ 1,150	$ 1,300
საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულება	$ 896.0	$ 840.0
MVA = საბაზრო ღირებულება-საბალანსო ღირებულება	254.0	460.0
EVA-ს გამოთვლა		
EBIT	$ 283.8	$ 263.0
საგადასახადო განაკვეთი	40%	40%
NOPAT= EBIT(1-T)	$170.3	$ 157.8
საერთო საოპერაციო კაპიტალი	$ 1,800.0	$ 1,455.0
საშუალო შეწონილი კაპიტალის ღირებულება (WACC)	11.0%	10.8%
კაპიტალის თანხობრივი ღირებულება =საოპერაციო კაპიტალი (WACC)	$ 198.0	$ 157.1
EVA = NOPAT – კაპიტალის ღირებულება	($ 27.7)	$ 0.70
ROIC=NOPAT/საოპერაციო კაპიტალი	9.46%	10.85%
ROIC – კაპიტალის ღირებულება = ROIC-WACC	(1.54%)	0.05%
EVA = (საოპერაციო კაპიტალი)(ROIC – WACC)	($ 27.7)	$ 0.7

ამრიგად, არსებობს კავშირი ამ ორ მაჩვენებელს შორის, მაგრამ იგი არ არის პირდაპირი. თუ კომპანიას უარყოფითი EVA-ს გამოცდილება აქვს, მაშინ MVA-ც უარყოფითი იქნება, და პირიქით, თუ კომპანიას ჰქონდა დადებითი EVA, მაშინ მისი MVA დადებითი იქნება, მაგრამ აქციის ფასი, რომელიც MVA-ს მნიშვნელოვანი შემადგენელია, დამოკიდებულია უფრო მოლოდინებზე, ვიდრე ისტორიულ მონაცემებზე. ამიტომ, თუ კომპანიას უარყოფითი EVA ჰქონდა შესაძლებელია მას დადებითი MVA ჰქონდეს, რომელიც აქციონერებს უქმნის მოლოდინებს იმის თაობაზე, რომ მომავალში სიტუაცია შემობრუნდება.

ასევე, როდესაც EVA ან MVA გამოიყენება იმისათვის, რომ შეფასდეს მენეჯმენტის მუშაობა, როგორც მისი საკომპენსაციო პროგრამის ნაწილი, ამისათვის, როგორც წესი, გამოიყენება EVA. მიზეზი იმაში მდგომარეობს, რომ EVA გვიჩვენებს დამატებულ ღირებულებას მიღებულს მოცემული წლის განმავლობაში, მაშინ როდესაც MVA ასახავს კომპანიის საფინანსო შედეგებს კომპანიის მთელი სასიცოცხლო პერიოდის განმავლობაში; EVA შესაძლებელია გამოყენებულ იქნას ნებისმიერი კომპანიის მიმართ,

რაც არ უნდა მსხვილი იყოს კომპანია, მაშინ როცა MVA უნდა იქნას გამოყენებული მთელი კომპანიის მიმართ.

გადასახადები

გადასახადებთან დაკავშირებით, ჩვენ განვიხილავთ ზარალის გადატანის შესაძლებლოებას უკან 2 წლით და წინ 5 წლით, ამ წლების განმავლობაში მიღებული დასაბეგრი მოგების საკომპენსაციოდ. მაგალითად, 2014 წლის საოპერაციო ზარალი შესაძლებელია გადატანილ იქნას უკან 2012 და 2013 წლების მოგების შესამცირებლად, და წინ, თუ ეს აუცილებელია, და გამოყენებულ იქნას 2015, 2016 და ა.შ. 2019 წლამდე. ორი წლით უკან გადატანის შემდეგ ნებისმიერი დარჩენილი ზარალი, შესაძლებელია გადატანილ იქნას წინ მანამ, სანამ არ იქნება ამოწურული გადატანის ლიმიტი.

საილუსტრაციოდ, დავუშვათ, რომ კორპორაციას ჰქონდა $2 მლნ. მოგება დაბეგვრამდე 2012 და 2013 წლებში და 12 მლნ. ზარალი 2014 წელს. ასევე, დავუშვათ, რომ კომპანია იბეგრება 40%-ით. ქვემოთ მოყვანილ ცხრილში 6 ნაჩვენებია, რომ კომპანიამ უნდა გამოიყენოს ზარალის უკან და წინ გადატანა იმისათვის, რომ გადაითვალოს გადასახადები 2012-თვის. 2014 წლის ზარალის $2 მილიონი აბათილებს 2012 წლის მოგებას. ეს საშუალებას მისცემს კომპანიას დაიბრუნოს 2012 წელს გადახდილი გადასახადები. ამიტომ, 2014 წელს კომპანია დაიბრუნებს 2012 წელს გადახდილ გადასახადებს, 2014 წელს მიღებული ზარალის გამო. მაგრამ $10 მილიონი ზარალი ჯერ კიდევ დაუფარავია, ამიტომ კომპანია გაიმეორებს ამ პროცედურას 2013 წელსაც. მაშასადამე, 2014 წელს კომპანია ნულოვან ბეგარას იხდის 2014 წლისთვის და, ასევე, დაიბრუნებს 2012 და 2013 წლებში გადახდილ გადასახადებს. კომპანიას კიდევ დარჩა $8 მილიონის ზარალი. ეს თანხა შესაძლებელია გამოყენებულ იქნას მომავალი დასაბეგრი მოგების გასაბათილებლად. ზარალის მიმართ ასეთი დამოკიდებულების მიზანია თავიდან ავიცილოთ იმ კომპანიების დაჯარიმება, რომელთა შემოსავლები მნიშვნელოვან რყევებს განიცდის.

ცხრილი 6.

	წინა წელი 2012	წინა წელი 2013	მიმდინარე წელი 2014
საწყისი დასაბეგრი მოგება	$2,000,000	$2,000,000	-$12,000,000
უკან გადატანილი კრედიტი	2,000,000	2,000,000	
დაკორექტირებული მოგება	$ 0	$ 0	
წინათ გადახდილი გადასახადი (40%)	$ 800,000	$ 800,000	
სხვაობა = დაბრუნებული გადასახადს	$ 800,000	$ 800,000	

საერთო დაბრუნებული გადასახადი			$ 1,600,000
ზარალის წინ გადასატანი თანხა			
მიმდინარე ზარალი			-$12,000,000
უკან გადატანილი ზარალი			4,000,000
წინ გადასატანი თანხა			-$8,000,000

საკონტროლო კითხვები

1. რა არის წლიური ანგარიში და რა ტიპის ინფორმაციაა მოცემული მასში?
2. რა ტიპის ინფორმაციას შეიცავს წლიური ანგარიშში?
3. რა არის ბალანსი და რა ინფორმაციას გვაწვდის იგი?
4. რა განსაზღვრავს ბალანსში ნაჩვენები ინფორმაციის თანმიმდევრობას?
5. კომპანიას აქვს $8 მილიონი მთლიანი აქტივები. მას აქვს 3 მილიონი აშშ დოლარი მიმდინარე ვალდებულებებში, 2 მილიონი აშშ დოლარი გრძელვადიან დავალიანებაში და 1 მილიონი აშშ დოლარი მარაგით. რა არის კაპიტალის მთლიანი კაპიტალი?
6. რა ინფორმაციას გვაწვდის მოგება/ზარალის უწყისი?
7. კომპანიას აქვს $2 მილიონი შემოსავალი გადასახადების გადახდამდე, საპროცენტო ხარჯი $300 000 და ამორტიზაცია $200 000. რა არის მისი EBITDA?
8. რა განსხვავებაა წმინდა ფულად ნაკადებსა და საბუღალტრო მოგებას შორის?
9. კომპანიას აქვს 5 მილიონი დოლარის წმინდა შემოსავალი. თუ ვივარაუდებთ, რომ 1 მილიონი აშშ დოლარის ამორტიზაცია მისი არაფულადი ხარჯია, რა არის კომპანიის წმინდა ფულადი ნაკადი?
10. რა კითხვებს პასუხობს ფულადი სახსრების მოძრაობის ანგარიშგება?
11. დაახასიათეთ ფულადი ნაკადების ანგარიშგებაში ნაჩვენები საქმიანობის სამი განსხვავებული კატეგორია.
12. კომპანიის მარაგები წინა წელს $2 მლნ იყო, ხოლო მიმდინარე წელს $1,5 მილიონი. რა გავლენას მოახდენს საოპერაციო საქმიანობის წმინდა ფულად ნაკადზე?
13. რა არის მთლიანი წმინდა საოპერაციო კაპიტალი?
14. რატომ არის წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT) უკეთესი საზომი, ვიდრე მთლიანი მოგება?
15. რა არის თავისუფალი ფული (FCF) და რატომაა მნიშვნელოვანი?
16. განსაზღვრეთ ”დამატებითი ღირებულების საბაზრო ღირებულება (MVA)” და ”დამატებული ეკონომიკური ღირებულება” (EVA).
17. ახსენით როგორ ხდება საგადასახადო ზარალის გადატანის პროცედურების მუშაობა.

ამოცანები

1. კომპანიას აქვს შედეგი ინფორმაცია წინა წლის შესახებ: წმინდა მოგება=$400; წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შედეგ (NOPAT)=$500; საერთო აქტივები =$2 000; და საერთო წმინდა საოპერაციო კაპიტალი = $1 700. ინფორმაცია მიმდინარე წლის შესახებ შემდეგია: წმინდა მოგება=$800, წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT)=$700; საერთო აქტივები=$2 300, და საერთო წმინდა საოპერაციო კაპიტალი=$2 100. რა არის თავისუფალი ფული მიმდინარე წელს?
2. კომპანიას აქვს შემდეგი ინფორმაცია: წმინდა მოგება=$600; წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შედეგ (NOPAT)= $500; სააქციო კაპიტალი = $2 000, ვალი=$1 000, და საერთო წმინდა საოპერაციო კაპიტალი=$2 500. რა იქნება უკუგება ინვესტირებულ კაპიტალზე (ROIC)?
3. კომპანიას აქვს შედეგი ინფორმაცია: წმინდა მოგება=$600; წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შედეგ (NOPAT)= $500; საერთო აქტივები = $4,000; მოკლევადიანი ინვესტიციები = $500; სააქციო კაპიტალი=$2 000; ვალი=$1 000 და საერთო წმინდა საოპერაციო კაპიტალი=$2 500. თუ კომპანიის კაპიტალის ღირებულება=10%-ია, რა იქნება მისი დამატებითი ეკონომიკური ღირებულება (EVA)?
4. კომპანია აფართოებს თავის საქმიანობას. კომპანიის შეფასებით გაყიდვები გაიზრდება $1 000 000-ით და თვითღირებულება გაიზრდება $700 000-ით. ცვეთის ხარჯები გაიზრდება $50 000-ით, და საპროცენტო გადასახადი $150 000-ით. კომპანიის საგადასახადო განაკვეთი 40% არ შეიცვლება. თუ კომპანიის პროგნოზი სწორია, რამდენით გაიზრდება ან შემცირდება წმინდა მოგება, როგორც გაფართოების შედეგი?
5. კომპანიას დაბეგვრის ცხრილი აქვს:

დასაბეგრი შემოსავალი	საბაზისო თანხა	განაკვეთი
$50 000-მდე	$0	15%
$50 000 - $75 000	7 500	25%
$75 000 - $100 000	13 750	34%
$100 000 - $335 000	22 250	39%
$335 000 - $10 000 000	113 900	34%
$10 000 000 - $15 000 000	3 400 000	35%
$15 000 000 - $18 333 333	5 150 000	38%
$18 333 333-ის ზევით	6 416 667	35%

ბოლო წელს კომპანიამ მიიღო $10 000 000-ის საოპერაციო მოგება (EBIT). მისი წლიური საპროცენტო ხარჯები $1 500 000-ის ტოლია. რა იყო კომპანიის წმინდა მოგება ამ წელს?

6. კომპანია აპროგნოზებს შემდეგი წლის მონაცემებს:

გაყიდვები	$ 1 000 000
თვითღირებულება	600 000
საპროცენტო ხარჯები	100 000
წმინდა მოგება	180 000

კომპანიის საგადასახადო განაკვეთია 40%. მისი თვითღირებულება ყოველთვის გაყიდვების 60%-ს შეადგენს. კომპანიის მენეჯმენტი არ არის კმაყოფილი პროგნოზის შედეგებით და უნდა რომ წმინდა მოგება იყოს $240 000. დავუშვათ, რომ კომპანიის საპროცენტო ხარჯები არ იცვლება. წმინდა მოგების ამ ახალი დონის მისაღწევად, გაყიდვების რა დონე უნდა დაგეგმოს კომპანიამ?

3 თავი

ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი და ფინანსური მოდელები

ამ თავში განიხილება შემდეგი საკითხები:

- კოეფიციენტების ანალიზი
- ვერტიკალური და ჰორიზონტალური ანალიზი
- დიუ პონის სისტემა
- კოეფიციენტების გაუმჯობესების ეფექტი
- კოეფიციენტების ანალიზის გამოყენების სფერო და მისი შეზღუდულობა

კოეფიციენტების ანალიზი

ფინანსური უწყისები გვაძლევს ინფორმაციას კომპანიის მდგომარეობის შესახებ დროის მოცემულ მომენტში და მისი საქმიანობის შესახებ წარსულის გარკვეულ პერიოდში. მაგრამ ფინანსური უწყისების რეალური ღირებულება იმაში მდგომარეობს, რომ შესაძლებელია მათი გამოყენება მომავალი შემოსავლების, დივიდენდების და თავისუფალი ფულის დასათვლელად. ინვესტორის პოზიციიდან, მომავლის პროგნოზირება არის ის, რასაც ამბობს ფინანსური უწყისების ანალიზი ყველაფრის შესახებ, ხოლო მენეჯმენტის პოზიციიდან ფინანსური უწყისების ანალიზი გვეხმარება მომავლის შეფასებაში, მაგრამ რაც უფრო მნიშვნელოვანია, ეს არის სასტარტო მდგომარეობა იმ დაგეგმილი საქმიანობისთვის, რომელიც გააუმჯობესებს კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას.
ფინანსური კოეფიციენტები დგინდება იმისათვის, რომ შეფასდეს ფინანსური უწყისები.

ლიკვიდობის კოეფიციენტები

ლიკვიდური აქტივი არის აქტივი, რომელიც იყიდება აქტიურ ბაზარზე და შესაბამისად, საკმაოდ სწრაფად შეიძლება მისი გადაქცევა ფულში, მიმდინარე საბაზრო ფასში. კომპანიის ლიკვიდობის კოეფიციენტები პასუხობენ კითხვას: რამდენად შეძლებს კომპანია გაისტუმროს აღებული ვალდებულება მომავალ წელს? ცხრილში 1 მოყვანილი ინფორმაციის მიხედვით კომპანიის მიმდინარე ვალდებულებები $310 მილიონს შეადგენს. ექნება კომპანიას პრობლემები ამ ვალდებულებების დაფარვასთან დაკავშირებით?
ცხრილი 1.

მონაცემები

	2014	2013
აქციის ფასი წლის ბოლოს	$23.00	$26.00
გამოშვებული აქციების რაოდენობა (მილიონებში)		50
საგადასახადო განაკვეთი	40%	40%
დაბეგრილი კაპიტალის ღირებულება	11.0%	10.8%
ლიზინგის გადასახადი	$28	$28
მოთხოვნილი დაფარვის ფონდი	$20	$20

საბალანსო უწყისი (მილიონ დოლარებში)		
აქტივები	2014	2013
ფული და ეკვივალენტები	$10	$15
მოკლევადიანი ინვესტიციები	$0	$65
სავაჭრო მოთხოვნები	$375	$315
მარაგები	$615	$415
სულ მიმდინარე აქტივები	$1,000	$810
წმინდა ფიქსირებული აქტივები	$1,000	$870
სულ აქტივები	$2,000	$1,680

ვალდებულებები და სააქციო კაპიტალი		
სავაჭრო ვალდებულებები	$60	$30
სათამასუქო ვალდებულებები	$110	$60
დაგროვილი ვალდებულებები	$140	$130
სულ მიმდინარე ვალდებულებები		$220
გრძელვადიანი ობლიგაციები	$754	$580
სულ ვალდებულებები	$1,064	$800
პრივილეგირებული აქცია (400,000 ცალი)		
ჩვეულებრივი აქცია (50,000,000 ცალი)		$130
გაუნაწილებელი მოგება	$766	$710
სულ სააქციო კაპიტალი		$840
სულ ვალდებულებები და სააქციო კაპიტალი		

მოგება/ზარალის უწყისი *(მილიონ დოლარებში)*	2014	2013
წმინდა გაყიდვები	$3,000.0	$2,850.0
საოპერაციო ხარჯები	$2,616.2	$2,497.0
მოგება პროცენტამდე, ზეგარამდე&ცვეთამდე (*EBITDA*)		$353.0
ცვეთა&ამორტიზაცია	$100.0	$90.0
საოპერაციო მოგება (*EBIT*)		$263.0
მინუს საპროცენტო ხარჯები	$88.0	$60.0
დასაბეგრი მოგება (*EBT*)	$195.8	$203.0
გადასახადები (40%)	$78.3	$81.2
წმინდა მოგება პრივილეგ. დივიდენდებამდე	$117.5	$121.8
პრივილეგირებული დივიდენდები	$4.0	$4.0
წმინდა მოგება ჩვეულ. აქციონერებისთვის		$117.8
ჩვეულებრივი დივიდენდები	$57.5	$53.0
დამატება გაუნაწილებელ მოგებაზე	$56.0	$64.8

საოპერაციო მაჩვენებლები და ფულადი ნაკადი	2014	2013
წმინდა საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალი (*NOWC*)	$800.0	$585.0
საერთო საოპერაციო კაპიტალი	$1,800.0	$1,455.0
წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შემდეგ (*NOPAT*)	$170.3	$157.8
წმინდა ფული (წმინდა მოგება+ცვეთა&ამორტიზაცია)	$213.5	$207.8
საოპერაციო ფული (*OCF*)	$270.3	$247.8
თავისუფალი ფული (*FCF*)	($174.7)	N/A

ინფორმაცია აქციაზე	2014	2013
მოგება აქციაზე (*EPS*)	**$2.27**	**$2.36**

დივიდენდი აქციაზე (*DPS*)	$1.15	$1.06
საბალანსო ღირებულება აქციაზე (*BVPS*)	$17.92	$16.80
ფული აქციაზე (*CFPS*)	$4.27	$4.16
თავისუფალი ფული აქციაზე (FCFPS)	($3.49)	N/A

ლიკვიდობის ხარისხის გასაზომად გამოიყენება ორი კოეფიციენტი:

$$\text{მიმდინარე კოეფიციენტი} = \frac{\text{მიმდინარე აქტივები}}{\text{მიმდინარე ვალდებულებები}}$$

$$\text{სწრაფი კოეფიციენტი} = \frac{\text{მიმდინარე აქტივები} - \text{მარაგები}}{\text{მიმდინარე ვალდებულებები}}$$

აქტივების მართვის კოეფიციენტები

კოეფიციენტების მეორე ჯგუფია აქტივების მართვის კოეფიციენტები, რომელიც ზომავს, რამდენად ეფექტიანად იყენებს კომპანია აქტივებს.

მარაგების შეფასება: მარაგების ბრუნვის კოეფიციენტი

$$\text{მარაგების ბრუნვა} = \frac{\text{გაყიდვები}}{\text{მარაგები}}$$

განხილული კომპანიისთვის, მარაგების ბრუნვა=4.9, რაც ნიშნავს, რომ მარაგები ივსება 4.9-ჯერ წლის განმავლობაში. ეს კოეფიციენტი, როგორც ყველა დანარჩენი კოეფიციენტი, კომპანიამ უნდა შეადაროს საშუალო ინდუსტრიულ მაჩვენებელს.

სავაჭრო მოთხოვნების შეფასება: დღიური გაყიდვები

$$\text{ფულის აკრეფის პერიოდი} = \frac{\text{სავაჭრო მოთხოვნები}}{\text{საშუალო დღიური გაყიდვები}} = \frac{\text{სავაჭრო მოთხოვნებიi}}{\text{წლიური გაყიდვები}/365}$$

ჩვენი კომპანიის შემთხვევაში, ფულის აკრეფის პერიოდი=45.6 დღეს.

ფიქსირებული აქტივების შეფასება: ფიქსირებული აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი

$$\text{ფიქსირებული აქტივების ბრუნვა} = \frac{\text{გაყიდვები}}{\text{ფიქსირებული აქტივები}}$$

განხილული კომპანიის შემთხვევაში ფიქსირებული აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი=3.

საერთო აქტივების შეფასება: საერთო აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი

$$საერთო\ აქტივების\ ბრუნვა = \frac{გაყიდვები}{საერთო\ აქტივები}$$

განხილული კომპანიისთვის საერთო აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი = 1.5

ვალდებულებების მართვის კოეფიციენტები

ნასესხები კაპიტალით (ვალი) დაფინანსების შესაძლებლობას, რასაც ფინანსური ლევერიჯი ჰქვია, სამი მნიშვნელოვანი შედეგი აქვს:

- ვალით დაფინანსების შესაძლებლობის გამო, აქციონერებს შეუძლიათ კომპანიაზე კონტროლის შენარჩუნება დამატებითი ინვესტიციების მოზიდვის გარეშე;
- თუ კომპანია უფრო მეტ მოგებას იღებს ინვესტიციაზე, რომელიც შეიცავს ნასესხებ კაპიტალს, ვიდრე იხდის პროცენტს, მაშინ აქციონერების უკუგება იზრდება, მაგრამ, ასევე, იზრდება რისკი;
- კრედიტორები უყურებენ სააქციო კაპიტალს იმისათვის, რომ უზრუნველყონ უსაფრთხოების მარჟა, ამიტომ რაც უფრო მაღალია სააქციო კაპიტალის წილი დაფინანსებაში, მით ნაკლებია კრედიტორების რისკი.

საერთო ვალდებულებების და საერთო აქტივების თანაფარდობა

$$ვალის\ კოეფიციენტი = \frac{საერთო\ ვალდებულებები}{საერთო\ აქტივები}$$

განხილული კომპანიისთვის ვალის კოეფიციენტი = 53.2%

პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტი (*TIE*)

$$პროცენტის\ დაფარვის\ კოეფიციენტი = \frac{\mathrm{EBIT}}{საპროცენტო\ გადასახადი}$$

ჩვენი კომპანიისთვის პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტი (*TIE*)=3.2

ვალის მომსახურების უნარი: EBITDA დაფარვის კოეფიციენტი

$$\mathrm{EBITDA}\ დაფარვის\ კოეფიციენტი = \frac{\mathrm{EBITDA}}{პროცენტი + ძირითადი\ თანხა}$$

კომპანიისთვის EBITDA დაფარვის კოეფიციენტი = 3.0

მომგებიანობის კოეფიციენტები

მომგებიანობა კომპანიაში გატარებული პოლიტიკისა და მიღებული გადაწყვეტილებების შედეგია. მომგებიანობის კოეფიციენტები საოპერაციო შედეგებზე ლიკვიდობის, აქტივების მართვისა და ნასესხები კაპიტალის კომბინირებულ გავლენას გვიჩვენებს.

მოგების მარჟა

$$მოგების\ მარჟა\ = \frac{წმინდა\ მოგება\ ჩვეულებრივი\ აქციონერებისათვის}{გაყიდვები}$$

განხილული კომპანიისთვის მოგების მარჟა (*PM*)=$113.5/$3,000=3.8%

მოგების მიღების უნარი (BEP)

$$მოგების\ მიღების\ უნარიანობა\ = \frac{\text{EBIT}}{საერთო\ აქტივები}$$

მოგების მიღების უნარიანობა განხილული კომპანიისთვის (*BEP*) = $283.8/$2,000=14.2%

უკუგება საერთო აქტივებზე

$$უკუგება\ საერთო\ აქტივებზე = \text{ROA} = \frac{წმინდა\ მოგება\ ჩვეულებრივი\ აქციონერებისთვის}{საერთო\ აქტივები}$$

განხილული კომპანიისთვის უკუგება საერთო აქტივებზე (*ROA*)=$113.5/$2,000=5.7%

უკუგება სააქციო კაპიტალზე

$$უკუგება\ სააქციო\ კაპიტალზე = \text{ROE} = \frac{წმინდა\ მოგება\ ჩვეულებრივიაქციონერებისთვის}{სააქციო\ კაპიტალი}$$

კომპანიისთვის ROE=$113.5/$896 = 12.7%

საბაზრო კოეფიციენტები

კოეფიციენტების ეს ჯგუფი კომპანიის აქციის ფასს უკავშირებს მოგებას, ფულად ნაკადს, დივიდენდებს და საბალანსო ღირებულებას.

კოეფიციენტი ფასი/მოგებაზე (P/E)

$$\textit{ფასი/მოგებაზე}\ (\mathrm{P/E}) = \frac{\textit{აქციის ფასი}}{\textit{წმინდა მოგება აქციაზე}\ (\mathrm{EPS})}$$

განხილული კომპანიისთვის P/E=$23.00/$2.27=10.1

კოეფიციენტი აქციის ფასი/ფულზე (P/CF)

$$\textit{ფასი/ფული} = \frac{\textit{აქციის ფასი}}{\textit{ფულადი ნაკადი აქციაზე}}$$

განხილული კომპანიისთვის აქციის ფასი/ფულზე (P/CF) =$23.0/$4.27= 5.4

კოეფიციენტი საბაზრო ღირებულება/საბალანსო ღირებულება (M/B)

ის კომპანიები, რომლებსაც სააქციო კაპიტალზე შედარებით მაღალი უკუგება აქვთ, ზოგადად, საბალანსო ღირებულებასთან შედარებით რამდენჯერმე უფრო მეტად იყიდებიან, ვიდრე დაბალი უკუგების მქონე კომპანიები.

$$\textit{საბალანსო ღირებულება აქციაზე} = \frac{\textit{სააქციო კაპიტალის საბლანსო ღირებულება}}{\textit{გამოშვებული აქციების რაოდენობა}}$$

ჩვენს მიერ განხილული კომპანიისთვის საბალანსო ღირებულება აქციაზე=$89 6/50=$17.9 2

$$\textit{საბაზრო/საბალანსო} = \frac{\textit{აქციის საბაზრო ფასი}}{\textit{საბალანსო ღირებულება აქციაზე}}$$

განხილული კომპანიისთვის კოეფიციენტი საბაზრო/საბალანსო=$23.0/17.9 2=1.3

ეს კოეფიციენტი უნდა შედარდეს საფონდო ბირჟის ინდექსებს. ჩვეულებრივ, ეს კოეფიციენტი აღემატება 1.0-ს რაც ნიშნავს, რომ ინვესტორები თანახმა არიან მეტი გადაიხადონ კომპანიის აქციაში, ვიდრე მისი საბალანსო ღირებულებაა. საბალანსო ღირებულება წარსულს ასახავს, ხოლო საბაზრო ფასი მომავალს უყურებს და ინვესტორების

მოლოდინებს ასახავს. ცხრილში 2 მოყვანილია კომპანიის კოეფიციენტების საბოლოო ჯამური მონაცემები.

ცხრილი 2

კოეფიციენტები	2014	2013	ინდუსტრიის საშუალო
ლიკვიდობის კოეფიციენტები			
მიმდინარე კოეფიციენტი	3.23	3.68	4.2
სწრაფი კოეფიციენტი	1.24	1.80	2.1
აქტივების მართვის კოეფიციენტი		6.87	9
მარაგების ბრუნვა		40.34	36
დღიური გაყიდვები		3.28	3
ფიქსირებული აქტივების ბრუნვა		1.70	1.8
საერთო აქტივების ბრუნვა			
	53.20%	47.62%	40.00%
ვალის მართვის კოეფიციენტები		4.38	6
ვალის კოეფიციენტი		3.53	8
პროცენტის მიღების ჯერადობა			
EBITDA დაფარვის			
კოეფიციენტი	3.78%	4.13%	5.00%
		15.65%	17.20%
მომგებიანობის			
კოეფიციენტები	5.67%	7.01%	9.00%
მოგების მარჟა	12.67%	14.02%	15.00%
მოგების მიღების სიმძლავრე			
უკუგება აქტივებზე		11.04	12.5
უკუგება სააქციო კაპიტალზე		6.26	6.8
		1.55	1.7

დიუპონის ანალიზი		ROE =	x PM. x	TATO x.	
კომპანია	2014	12.67%	3.78%	1.50	2.23
კომპანია	2013	14.02%	4.13%	1.70	2.00
ინდუსტრიის საშუალო		15.00%	5.00%	1.80	1.67

ვერტიკალური და ჰორიზონტალური ანალიზი

ვერტიკალურ ანალიზში მოგება/ზარალის ყველა მუხლი იყოფა გაყიდვებზე, ხოლო საბალანსო უწყისის ყველა მუხლი იყოფა საერთო აქტივებზე.

ვერტიკალური ანალიზი

საბალანსო უწყისი					
(მლნ. დოლარი)			ვერტიკალური ანალიზი		
					2014
აქტივები	2013	2014	2013	2014	ინდუსტ
ფული და ექვივალენტები	$15	$10	0.9%	0.5%	1.0%
მოკლევადიანი ინვესტიციები	$65	$0	3.9%	0.0%	2.2%
სავაჭრო მოთხოვნები	$315	$375	18.8%	18.8%	17.8%
მარაგები	$415	$615	24.7%	30.8%	19.8%
სულ მიმდინარე აქტივი	$810	$1,000	48.2%	50.0%	40.8%
წმინდა ფიქსირებული აქტივი	$870	$1,000	51.8%	50.0%	59.2%
სულ აქტივი	$1,680	$2,000	100.0%	100.0%	100.0%
ვალდებულებები და სააქციო კაპიტალი					
სავაჭრო ვალდებულბები	$30	$60	1.8%	3.0%	1.8%
სათამასუქო ვალდებულებები	$60	$110	3.6%	5.5%	4.4%
დაგროვილი ვალდებულებები	$130	$140	7.7%	7.0%	3.6%
სულ მიმდინარე ვალდებულებები	$220	$310	13.1%	15.5%	9.8%
გრძელვადიანი ობლიგაციები	$580	$754	34.5%	37.7%	30.2%
სულ ვალდებულებები	$800	$1,064	47.6%	53.2%	40.0%
პრივილეგირებული აქცია (400 000 ცალი)	$40	$40	2.4%	2.0%	0.0%
ჩვეულებრივი აქცია (50 000 000 ცალი)	$130	$130	7.7%	6.5%	8.5%
გაუნაწილებელი მოგება	$710	$766	42.3%	38.3%	51.5%
სულ სააქციო კაპიტალი	$840	$896	50.0%	44.8%	60.0%
სულ ვალდებულებები და სააქციო კაპიტალი	$1,680	$2,000	100.0%	100.0%	100.0%

მოგება/ზარალის უწყისი			ვერტიკალური ანალიზი		
(მლნ. დოლარი)					2014
	2013	2014	2013	2014	ინდუსტ
წმინდა გაყიდვები	$2,850.0	$3,000.0	100.0%	100.0%	100.0%
საოპერაციო ხარჯები	$2,497.0	$2,616.2	87.6%	87.2%	87.6%
მოგება პროცენტამდე, გადასახადამდე&ამორტიზაცია (EBITDA)	$353.0	$383.8	12.4%	12.8%	2.8%
ცვეთა&ამორტიზაცია	$90.0	$100.0	3.2%	3.3%	90.4%
საოპერაციო მოგება (EBIT)	$263.0	$283.8	9.2%	9.5%	9.6%
მინუს პროცენტი	$60.0	$88.0	2.1%	2.9%	1.3%
დასაბეგრი მოგება (EBT)	$203.0	$195.8	7.1%	6.5%	8.3%
გადასახადები (40%)	$81.2	$78.3	2.8%	2.6%	3.3%
წმინდა მოგება პრივილეგირებულ დივიდენდამდე	$121.8	$117.5	4.3%	3.9%	5.0%
პრივილეგირებული დივიდენდები	$4.0	$4.0	0.1%	0.1%	0.0%
წმინდა მოგება ჩვეულებრივი აქციონერებისათვის	$117.8	$113.5	4.1%	3.8%	5.0%

ჰორიზონტალურ ანალიზში ფინანსური უწყისების ყველა მუხლი გამოისახება როგორც პირველი წლის (საბაზისო წელი) პროცენტული მაჩვენებელი.

ჰორიზონტალური ანალიზი

საბალანსო უწყისი				
(მლნ. დოლარი)			პროცენტული ცვლილება	
			ბაზა	
აქტივები	2013	2014	2013	2014
ფული და ექვივალენტები	$15	$10	0.0%	-33.3%
მოკლევადიანი ინვესტიციები	$65	$0	0.0%	-100.0%
სავაჭრო მოთხოვნები	$315	$375	0.0%	19.0%
მარაგები	$415	$615	0.0%	48.2%
სულ მიმდინარე აქტივი	$810	$1,000	0.0%	23.5%
წმინდა ფიქსირებული აქტივი	$870	$1,000	0.0%	14.9%
სულ აქტივი	$1,680	$2,000	0.0%	19.0%
ვალდებულებები და სააქციო კაპიტალი				
სავაჭრო ვალდებულბები	$30	$60	0.0%	100.0%
სათამასუქო ვალდებულებები	$60	$110	0.0%	83.3%
დაგროვილი ვალდებულებები	$130	$140	0.0%	7.7%
სულ მიმდინარე ვალდებულებები	$220	$310	0.0%	40.9%
გრძელვადიანი ობლიგაციები	$580	$754	0.0%	30.0%
სულ ვალდებულებები	$800	$1,064	0.0%	33.0%
პრივილეგირებული აქცია (400 000 ცალი)	$40	$40	0.0%	0.0%
ჩვეულებრივი აქცია (50 000 000 ცალი)	$130	$130	0.0%	0.0%
გაუნაწილებელი მოგება	$710	$766	0.0%	7.9%
სულ სააქციო კაპიტალი	$840	$896	0.0%	6.7%
სულ ვალდებულებები და სააქციო კაპიტალი	$1,680	$2,000	0.0%	19.0%

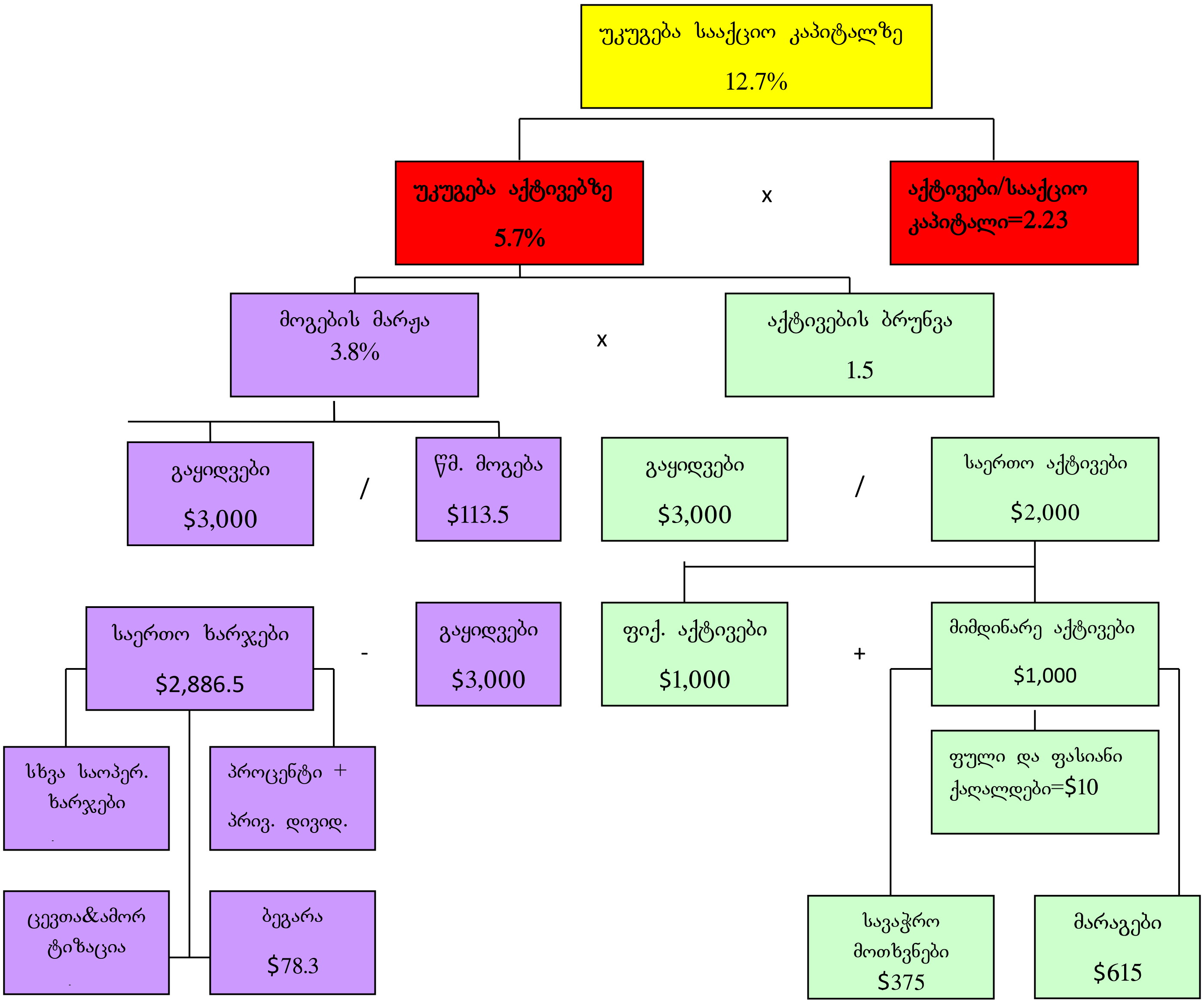
მოგება/ზარალის უწყისი			პროცენტული ცვლილება	
(მლნ. დოლარი)			ბაზა	
	2013	2014	2013	2014
წმინდა გაყიდვები	$2,850.0	$3,000.0	0.0%	5.3%
საოპერაციო ხარჯები	$2,497.0	$2,616.2	0.0%	4.8%
მოგება პროცენტამდე, გადასახადამდე&ამორტიზაცია (EBITDA)	$353.0	$383.8	0.0%	8.7%
cveTa&amortizacia	$90.0	$100.0	0.0%	11.1%
საოპერაციო მოგება (EBIT)	$263.0	$283.8	0.0%	7.9%
მინუს პროცენტი	$60.0	$88.0	0.0%	46.7%
დასაბეგრი მოგება (EBT)	$203.0	$195.8	0.0%	-3.5%
გადასახადები (40%)	$81.2	$78.3	0.0%	-3.5%
წმინდა მოგება პრივილეგირებულ	$121.8	$117.5	0.0%	-3.5%

დივიდენდამდე				
პრივილეგირებული დივიდენდები	$4.0	$4.0	0.0%	0.0%
წმინდა მოგება ჩვეულებრივი აქციონერებისათვის	$117.8	$113.5	0.0%	-3.7%

დიუპონის სისტემა

დიუპონტის სისტემა უზრუნველყოფს ჩარჩოს, რომელიც ერთმანეთთან აკავშირებს კომპანიის მომგებიანობას, აქტივების ეფექტურობას და სესხის გამოყენებას. ეს სისტემა ასევე გვიჩვენებს, თუ რამდენად განსაზღვრავს ეს ფაქტორები ROE-ს.

ROE=(მოგების მარჟა)(აქტივების ბრუნვა)(ფინანსური ლევერეჯი)



კოეფიციენტების ანალიზის გამოყენების სფერო და მისი შეზღუდულობა

როგორც აღვნიშნეთ, კოეფიციენტების ანალიზი გამოიყენება ძირითადად, სამი დაინტერესებული მხარისთვის:

1. მენეჯერები, რომელიც იყენებენ კოეფიციენტებს ანალიზისთვის, კონტროლისთვის, და კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის გაუმჯობესებისთვის;
2. საკრედიტო ანალიტიკოსები, როგორც საბანკო კრედიტოფიცრებისთვის, ასევე, ობლიგაციების სარეინტიგო ანალიტიკოსებისათვის;
3. საფონდო ბირჟების ანალიტიკოსებისათვის, რომლებიც დაინტერესებულები არიან კომპანიის ეფექტიანობით, რისკიანობით და ზრდის პერსპექტივებით.

მაგრამ არსებობს პრობლემები, რომლებიც დაკავშირებულია კოეფიციენტების გამოყენებასთან, კერძოდ:

1. ზოგიერთი მსხვილი კომპანიები სხვადასხვა ინდუსტრიებში საქმიანობენ, ამიტომ ამ კომპანიისთვის რთული იქნება ინდუსტრიული მაჩვენებელების ერთობლიობის შექმნა;
2. კომპანიების უმეტესობა ცდილობს საშუალო ინდუსტრიულ მაჩვენებელზე უკეთესად იმუშაოს, მაგრამ ეს არ არის აუცილებლად კარგი შედეგი. იმ კომპანიის მაჩვენებლები იქნება სამიზნე მაჩვენებელები, რომლებიც მაღალი დონის შედეგებს აჩვენებენ;
3. ინფლაციამ შესაძლოა დაამახინჯოს კომპანიის საბალანსო უწყისი – ანგარიშში მოყვანილი ციფრები მნიშვნელოვნად განსხვავდებიან ''რეალური'' ღირებულებისაგან. ამიტომ სხვადასხვა კომპანიების კოეფიციენტების ანალიზი უნდა იქნას ინტერპრეტირებული გარკვეულწილად ზედაპირულად;
4. სეზონური ფაქტორები ასევე ამახინჯებენ კოეფიციენტების ანალიზს. მაგალითად, მარაგების ბრუნვის კოეფიციენტი ძალიან განსხვავებული იქნება საკვები პროდუქციის მწარმოებლისთვის კონსერვირების პერიოდის დასაწყისში და ბოლოს;
5. კომპანიებმა შესაძლებელია გამოიყენონ ''ღია ფანჯრების'' ტექნიკა იმისათვის, რომ ფინანსური უწყისები უფრო ძლიერად გამოიყურებოდნენ. საილუსტრაციოდ, დავუშვათ, რომ ერთ-ერთმა საამშენებლო კომპანიამ დეკემბრის ბოლოს ისესხა თანხა ორი წლით, ამის გამო, ეს სესხი არ მოხვდება მიმდინარე ვალდებულებებში. სესხის თანხას კომპანია ფლობდა ფულის სახით. ამან გააუმჯობესა მისი მიმდინარე და სწრაფი კოეფიციენტები, და მისი საბალანსო უწყისი წლის ბოლოს კარგად გამოიყურება. ერთი კვირის შემდეგ კომპანია დაფარავს აღებულ სესხს და მისი ბალანსი დაუბრუნდება საწყის მდგომარეობას;
6. განსხვავებული სააღრიცხვო პრაქტიკა, ასევე, ამახინჯებს შედარებებს. თუ რომელიმე კომპანია თავისი ძირითადი საშუალებების მსხვილ ნაწილს ლიზინგის ფორმით იყენებს, მაშინ მისი აქტივები შედარებით ნაკლები დონის იქნება გაყიდვების მიმართ იმიტომ რომ ლიზინგით აღებული აქტივი არ არის ჩართული საბალანსო

უწყისში. ამასთან ლიზინგით გამოიწვეული ვალდებულებები შესაძლოა არ იყოს ასახული როგორც ვალი. ამიტომ, ლიზინგი ერთდროულად აუმჯობესებს როგორც ბრუნვის კოეფიციცენტებს, ასევე - ვალის კოეფიციენტებს;

7. ძალიან რთულია, ზოგადად, იმის თქმა, რომ ზოგიერთი კოეფიციენტი "კარგია", ხოლო ზოგიერთი – "ცუდი". მაგალითად, მიმდინარე კოეფიცინეტის მაღალი დონე, ერთი მხრივ, კარგია, მაგრამ ჭარბი ფული – ცუდია. ასევე, ფიქსირებული აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტის მაღალი დონე შეიძლება ნიშნავდეს, რომ კომპანია ეფექტიანად იყენებს აქტივებს, მაგრამ ეს ასევე ნიშნავს დაბალ კაპიტალიზაციას და რომ მას არ შეუძლოა იყიდოს საკმარისი აქტივი.

კოეფიციენტიების ანალიზი სასარგებლოა, მაგრამ ანალიტიკოსმა უნდა იცოდეს ამ პრობლემების შესახებ და მოახდინოს გარკვეული კორექტირებები თუ ეს აუცილებელია.

Case Study:

ფინანსური ანალიზი კომპანია Harley-Davidson (HD) მაგალითზე

განვიხილოთ კომპანია HD-ის ზოგიერთი კოეფიციენტის გამოყენების სფერო, ზოგადად, მენეჯერული გადაწყვეტილების დროს.

ცხრილი 3. კომპანია Harley-Davidson (HD), ბალანსი (მლნ $)

	31.12		ცვლილება
	2013	2014	
აქტივები			
ფული	329.3	275.2	(54.10)
ფასიანი ქაღალდები	993.3	1336.9	343.60
დებიტორული დავალიანება, მინუს მოსალოდნელი დანაკარგების რეზერვი	1114.4	1328.4	214.00
მარაგები	207.7	226.9	19.20
წინასწარ გადახდილი მოგების გადასახადი	51.2	60.5	9.30
სხვა მიმდინარე აქტივები	33.2	38.3	5.10
საერთო მიმდინარე აქტივები	**2729.1**	**3266.2**	
უძრავი ქონება, მოწყობილობები	2191.2	2193.4	2.20
დაგროვილი ცვეთა	1144.9	1168.7	23.80
სუფთა უძრავი ქონება და მოწყობილებები	1046.3	1024.7	(21.60)
წმინდა საფინანსო დებიტორული დავალინება	735.9	905.2	169.30
არამატერიალური აქტივები	53.7	59.5	5.80
სხვა აქტივები	358.1	227.7	(130.40)
საერთო აქტივები	**4923.1**	**5483.3**	
ვალდებულებები და აქციონერთა კაპიტალი			
მოკლევადიანი ვალდებულებები	324.3	495.4	171.10
საკრედიტო დავალიანება	223.9	244.4	20.50
გადასახდელი მოგების გადასახადი	54.8	53.5	(1.30)

დარიცხული ხარჯები	197.2	197.1	(0.10)
სხვა მიმდინარე ვალდებულებები	155.6	182.4	26.80
საერთო მიმდინარე ვალდებულებები	**955.8**	**1172.8**	
გრძელვადიანი სესხები	670	800	130.00
სამედიცინო დაზღვევა პენსიაზე გასვლის შემდეგ	127.4	149.8	22.40
გადავადებული მოგების გადასახადი	125.8	51.4	(74.40)
სხვა გრძელვადიანი ვალდებულებები	86.3	90.8	4.50
საერთო ვალდებულებები	**1965.3**	**2264.8**	
ჩვეულებრივი აქციები	3.3	3.3	
ემისიური შემოსავალი	419.5	533.1	
გაუნაწილებელი მოგება	3,121.2	3,832.5	
მინუს ამოღებული კაპიტალი	(586.20)	(1150.40)	
საერთო აქციონერთა კაპიტალი	**2,957.8**	**3,218.5**	**260.70**
საერთო ვალდებულებები & აქციონერთა კაპიტალი	**4923.1**	**5483.3**	

ცხრილი 4. მოგება/ზარალის უწყისი Harley-Davidson (HD), (მლნ $)

	31 დეკემბერი	
	2013	**2014**
წმინდა გაყიდვები პროდუქციის რეალიზაციიდან	4903.7	5320.5
რეალიზებული პროდუქციის ღირებულება	2855.7	2995.5
საერთო მოგება	2048	2325
გაყიდვების და ადმინისტრაციული ხარჯები	684.2	726.6
ცვეთის ხარჯები	196.9	214.1
საერთო საოპერაციო ხარჯები	881.1	940.7
საოპერაციო მოგება	1166.9	1384.3
საპროცენტო ხარჯები	21.5	22.7
სხვა არასაოპერაციო შემოსავლები	20.7	18
საერთო არასაოპერაციო ხარჯები	0.8	4.7
მოგება დაბეგვრამდე	1166.1	1379.6
რეზერვები მოგების გადასახადზე	405.1	489.7
წმინდა მოგება	**761**	**889.9**

ცხრილი 5. ფულადი სახსრების მოძრაობის უწყისი უწყისი Harley-Davidson (HD), (მლნ $)

ფული საოპერაციო საქმიანობიდან

წმინდა მოგება 889.8

წმინდა მოგების დაკორექტირება ფულად ნაკადთან

ცვეთა	214.1
გადავადებული მოგების გადასახადი	(42.0)
აქტივების და ვალდებულებების ცვლილება	
დებიტორების ზრდა	(212.4)
მარაგების ზრდა	(19.2)
კრედიტორების შემცირება	39.6
სსვა აქტივები და ვალდებულებები, წმინდა ცვლილებები	(45.3)
საგადასახადო შეღავათები ოპციონებთან დაკავშირებით	51.5
სხვა	93.6
წმინდა ფული საოპერაციო საქმიანობიდან	**969.7**
ფული საინვესტიციო საქმიანობიდან	
კაპიტალდაბანდებები	(213.6)
ინვესტიციები სეკურიტიზირებულ დებიტორულ დავალიანებაში, წმინდა ცვლილება	(146.3)
ფასიანი ქაღალდების წმინდა შესყიდვა	(349.0)
სხვა	1.2
წმინდა ფული საინვესტიციო საქმიანობიდან	**(707.7)**
ფული საფინანსო საქიანობიდან	
გრძელვადიანი ვალდებულების წმინდა ზრდა	305.0
გადახდილი დივიდენდები	(119.2)
ჩვეულებრივი აქციების ხელახალი გამოსყიდვა	(564.1)
ჩვეულებრივი აქციები თანამშრომელბისთვის	62.2
წმინდა ფული საფინანსო საქმიანობიდან	**(316.1)**
ფულადი სახსრების წმინდა ზრდა (შემცირება)	**(54.1)**
ფული წლის დასაწყისში	329.3
ფულის წლის ბოლოს	**275.2**

საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა

დღეისათვის, ყველაზე პოპულარულ ფინანსურ მაჩვენებელად ინვესტორებს და მენეჯერებს შორის რჩება უკუგება საკუთარ კაპიტალზე, ანუ საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა (ROE), რომელიც გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$\text{უკუგება საკუთარი კაპიტალზე} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}}$$

2014 წელს კომპანია HD-ს ROE შეადგენდა:

$$ROE = \frac{\$\,889.9}{\$3{,}218.5} = 27.6\%$$

ROE-ს დონე გვიჩვენებს რამდენად ეფექტიანად იყენებს კომპანია საკუთარ კაპიტალს. არსებითად, ეს არის საკუთარ კაპიტალში ერთი დოლარის ინვესტირებაზე უკუგების საზომი, ანუ შემოსავლის პროცენტული გამოსახულება, რომელსაც აქციონერები მიიღებენ თავიანთ ინვესტიციებზე.

ROE-ს სამი დეტერმინანტი

იმისათვის, რომ უკეთ გავიგოთ როგორ შეუძლია მენეჯერს ROE-ს გაზრდა, გადავწეროთ ეს მაჩვენებელი სამი მისი ძირითადი კომპონენტების გათვალისწინებით:

$$ROE = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{გაყიდვები}}\,x\,\frac{\text{გაყიდვები}}{\text{აქტივები}}\,x\,\frac{\text{აქტივები}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}}$$

ამ სამი კომპონენტიდან პირველს ჰქვია მოგების მარჟა, მეორეს – აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი და მესამეს – ფინანსური "ბერკეტი" (ლევერიჯი).

ამ მაჩვენებლის ასეთი ფორმა ნიშნავს, რომ მენეჯერი ფლობს ROE-ზე ზემოქმდების სამ ბერკეტს:

1. მოგება, რომელიც მიიღება გაყიდვების ყოველ დოლარზე, ან **მოგების მარჟა;**
2. გაყიდვები, რომელიც მიიღება აქტივების ყოველი ერთი დოლარის ამოქმედებით, ანუ **აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი;**
3. საკუთარი კაპიტალის მოცულობა, რომელიც გამოყენებულია აქტივების დასაფინანსებლად, ანუ **ფინანსური ლევერიჯი.**

ზოგიერთი გამონაკილისის გარდა, მენეჯმენტის ძალისხმევა, რომელიც მიმართულია ამ კომპონენტების გაზრდაზე, გაზრდის ROE-საც.

კომპანიის მართვის ბერკეტებსა და კომპანიის ფინანსურ უწყისებს შორის არსებობს მჭიდრო კავშირი. მოგების მარჟა აჯამებს კომპანიის მოგება/ზარალის უწყისში მოყვანილ მონაცემებს, გვიჩვენებს მოგების რა წილი რჩება შემოსავლის ყოველ დოლარზე. აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი გვეუბნება რამდენად ეფექტიანად მართავს კომპანიის მენეჯმენტი აქტივებს, და გვიჩვენებს რამდენი აქტივია საჭირო გაყიდვების მოცემული დონის შესანარჩუნებლად. და ბოლოს, ფინანსური ლევერიჯი აჯამებს მენეჯმენტის მუშაობას ბალანსის ვალდებულებების მხარეს და გვიჩვენებს საკუთარი კაპიტალის იმ მოცულობას, რომელიც აფინანსებს აქტივებს.

კომპანია HD-ს ROE განისაზღვრება შემდეგნაირად:

$$\frac{\$\,889.9}{\$3{,}218.5} = \frac{\$888.9}{\$5{,}320.5} \times \frac{\$5{,}320.5}{\$5{,}483.3} \times \frac{\$5{,}483.2}{\$3{,}218.5}$$

$$27.6\% = 16.67\% \times 1.0\% \times 1.7\%$$

ცხრილში 6 მოცემულია ROE-ს მნიშვნელობები ათი სხვადასხვა კომპანიისთვის. ამ მონაცემებიდან ნათლად სჩანს, რომ ROE-ს მნიშვნელობები თითქმის ერთნაირია, მაგრამ მკვეთრად განსხვავებულია მისი კომპონენტები.

როგორც ვხედავთ, უკუგება საკუთარ კაპიტალზე იცვლება ყველაზე მაღალი დონიდან - 33.6%, ფარმაცევტული კომპანიისთვის *Merck*, ყველაზე დაბალ დონემდე - 11.6%, ინტერნეტ კომპანია *eBy*-სთვის, ხოლო გაყიდვები მარჟა იცვლება 3.5%-დან 24.8%-მდე. ROE-ს ყველაზე მაღალი დონე სამჯერ აღემატება მის ყველაზე დაბალ დონეს, ხოლო გაყიდვების მარჟა შესაბამის კომპანიებს შვიდჯერ უფრო მეტად განსხვავდება ერთმანეთისაგან. აქტივების ბრუნვის და ფინანსური ლევერიჯის შედარება გვიჩვენებს თანაფარდობას 42/1 და 9/1, შესაბამისად.

რატომ აქვთ სხვადასხვა კომპანიებს ერთი და იგივე ROE, ხოლო მათი მოგების მარჟა, აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი და ფინანსური ლევერიჯი უმეტეს შემთხვევაში მკვეთრად განსხვავებულია ერთმანეთისაგან? პასუხია - კონკურენცია. თუ რომელიმე კომპანია აჩვენებს მაღალი დონის ROE-ს, ეს იზიდავს კონკურენტებს, რომლებიც ცდილობენ გაზარდონ ეს მაჩვენებელი. მაგრამ გამძაფრებული კონკურენცია დაწევს კომპანიის ამ მაჩვენებელს საშუალო დონეზე. და პირიქით, ROE-ს დაბალი დონე არ იზიდავს პოტენციურ კონკურენტებს, ხოლო არსებული კომპანიები ვერ აღწევენ წარმატებებს და ტოვებენ ბიზნესს, ამიტომ დარჩენილი კომპანიების ROE აიწევს საშუალო დონემდე.

ცხრილი 6. ROE და ეფექტიანობის ბერკეტი 2014

	უკუგება საკუთარ კაპიტალზე (%)	=	მოგების მარჟა (%)	x	აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი (%)	x	ფინანსური ლევერეჯი
Bank of America	14.2	=	21.6	x	0.06	x	11.17
Chevron Texaco	29.5	=	9.3	x	1.53	x	2.06
e Bay	11.6	=	23.8	x	0.41	x	1.19
Florida Power and	11.8	=	8.4	x	0.37	x	3.76
Genentech	11.6	=	17.0	x	0.49	x	1.39
Harley-Davidson	27.6	=	16.7	x	0.97	x	1.7
Merck	33.6	=	24.8	x	0.55	x	2.46
Netflix	13.8	=	4.3	x	2.01	x	1.61
Norfolk Southern	11.6	=	12.6	x	0.3	x	3.1
Whole Foods Market	13.9	=	3.5	x	2.54	x	1.54

მოგების მარჟა

მოგების მარჟა აფასებს შემოსავლის ყოველი ერთი დოლარის რა წილი რჩება მოგების სახით. ეს კოეფიციენტი განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია საოპერაციო მენეჯერებისათვის

იმიტომ, რომ ის ასახავს კომპანიის საფასო პოლიტიკას და მის უნარს აკონტროლოს საოპერაციო ხარჯები. ცხრილი 6 გვიჩვენებს, რომ მოგების მარჟა განსხვავდება ინდუსტრიების მიხედვით და მეტწილად დამოკიდებულია სარეალიზაციო პროდუქციის ბუნებაზე და კომპანიის კონკურენტულ სტრატეგიაზე.

მოგების მარჟა და აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია ერთმანეთთან. კომპანიებს მაღალი მოგების მარჟით დაბალი აქვთ აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი, და – პირიქით. ეს არ არის შემთხვევითი. ის კომპანიები, რომლებიც ქმნიან მნიშვნელოვან დამატებულ ღირებულებას თავიანთი პროდუქციისთვის, შეუძლიათ მოითხოვონ მაღალი მოგების მარჟა. მაგრამ იმის გამო, რომ ღირებულების დამატება მოითხოვს უფრო მეტ აქტივს, ამიტომ ასეთ კომპანიებს დაბალი აქვთ აქტივების ბრუნვა. მეორე მხრივ, სუპერმარკეტებს შემოაქვს საქონელი თავის მაღაზიაში, ყიდის მას ფულზე და მომხმარებელს თვითონ მიაქვს შეძენილი საქონელი. ეს კომპანიები დაბალ დამატებით ღირებულებას ქმნიან და ამიტომ დაბალი აქვთ მოგების მარჟა, და შესაბამისად მაღალი აქვთ აქტივების ბრუნვა. აქედან გამომდინარე, მოგების მაღალი ან დაბალი მარჟა არც კარიგი და არც ცუდია, ყველაფერი დამოკიდებულია მოგების მარჟის და აქტივების ბრუნვის საერთო ზეგავლენაზე.

უკუგება აქტივებზე

მარჟის და ბრუნვის საერთო ზეგავლენის გასაგებათ, ჩვენ შეგვიძლია გამოვთვალოთ უკუგება აქტივებზე (*ROA*):

$$\mathrm{ROA} = \frac{\textit{წმინდა მოგება}}{\textit{აქტივები}} = \textit{მოგების მარჟა x აქტივების ბრუნვა}$$

2014 წელს კომპანია HD-ს ROA იყო:

$$\mathrm{ROA} = \frac{\$889.9}{\$5{,}483.3} = 16.2\%$$

ეს ნიშნავს, რომ კომპანიამ გამოიმუშავა $0.162, ბიზნესში ჩადებულ ყოველ ერთ დოლარზე.

ROA - ეს არის ეფექტიანობის ძირითადი კრიტერიუმი, რომლითაც კომპანია ანაწილებს და მართავს რესურსებს. ეს მაჩვენებელი განსხვავდება ROE-გან იმით, რომ გვიჩვენებს მოგებას როგორც იმ სახსრების პროცენტს, რომლებიც მოწოდებული იქნა ორივე დამფინანსებლის, როგორც მფლობელების, ასევე კრედიტორების მიერ.

ზოგიერთი კომპანია, იღებს თავის ROA-ს მაღალი მოგების მარჟის და საშუალოზე დაბალი აქტივების ბრუნვის კომბინირებით; სხვები კი მიმართავენ საწინააღმდეგო სტრატეგიას. მაღალი მოგების მარჟა და მაღალი აქტივების ბრუნვა ეს იდეალური ვარიატია, მაგრამ უნდა მოველოდეთ, რომ ის მძაფრ კონკურენციას გააჩენს. და პირიქით, დაბალი მოგების მარჟა და დაბალი აქტივების ბრუნვა მოიზიდავს მხოლოდ იურისტებს კომპანიის გაკოტრებასთან დაკავშირებული საკითხების გამო.

ფინანსური ლევერიჯი

ROE-ზე ზემოქმედების მესამე ბერკეტია ფინანსური ლევერიჯი. კომპანიისთვის გაიზრდება ეს მაჩვენებელი, როდესაც ზრდის ნასესხები სახსრების თანაფარდობას საკუთარ კაპიტალთან ბიზნესის დაფინანსებისთვის. მოგების მარჟისა და აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტისაგან განსხვავებით, რომელიც, როგორც წესი, რაც მაღალია კარგია, კომპანიის ხელმძღვანელობა ყოველთვის არ მიისწრაფვის ფინანსური ლევერიჯის გაზრდისკენ, ეს რომც ზრდიდეს ROE-ს. პირიქით, ფინანსურ ლევერიჯთან დაკავშირებით ძირითადი საკითხია, შენარჩუნებულ იქნას გონივრული ბალანსი ნასესხები სახსრებით დაფინანსების უპირატესობებსა და ნაკლოვანობებს შორის. ამ ეტაპზე საკმარისია იმის აღიარება, რომ მაღალი ლევერიჯი ყოველთვის არ სჯობია - დაბალს, და მართალია კომპანიებს დიდი არჩევანი აქვთ ამ საკითხთან დაკავშირებით, გარკვეული ეკონომიკური და ორგანიზაციული შეზღუდვები მაინც არსებობს.

როგორც ცხრილიდან 6 ჩანს, კომპანიის საქმიანობის ბუნება და მისი აქტივები ზემოქმედებენ ფინანსურ ლევერიჯზე, რომლითაც კომპანიას შეუძლია ისარგებლოს. ზოგადად, იმ ბიზნესს, რომელსაც კარგად პროგნოზირებადი და სტაბილური საოპერაციო ფულის ნაკადი აქვს, შეუძლია გაზარდოს ფინანსური ლევერიჯი, ვიდრე იმ კომპანიებს, რომლებიც მაღალი დონის საბაზრო განუსაზღვრელობებს აწყდებიან.

ასევე, ცხრილი 6-დან ჩანს, რომ ROA და ფინანსური ლევერიჯი უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია ერთმანეთთან. ის კომპანიები, რომლებსაც დაბალი ROA აქვთ, უფრო მეტ ლევერიჯს იყენებენ, და - პირიქით. დაცულ, სტაბილურ და ლიკვიდურ ინვესტიციებს უფრო ნაკლები უკუგებები მოაქვთ, მაგრამ მათ მნიშვნელოვანი სასესხო პოტენციალი გააჩნიათ.

ბალანსის კოეფიციენტები

ფინანსური ლევერიჯის შეფასების ყველაზე გავრცელებული მეთოდი კომპანიის ვალდებულებების საბალანსო ღირებულებას ადარებს კომპანიის აქტივების ან საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულებას. შედეგად გამოითვლება ***ვალის კოეფიციენტი*** (ვალდებულების თანფარდობა აქტივებთან) და ***ვალის და საკუთარი კაპიტალის თანფარდობის კოეფიციენტი,*** რომლებიც შემდეგნაირად განისაზღვრებიან:

$$\text{ვალის კოეფიციენტი} = \frac{\text{საერთო ვალდებულებები}}{\text{საერთო აქტივები}} = \frac{\$2,264.6}{\$5,483.3} = 41.3\%$$

$$\text{ვალის და საკუთარი კაპიტალის თანფარდობის კოეფიციენტი} = \frac{\text{საერთო ვალდებულებები}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}} = \frac{\$2,264.6}{\$3,218.5} = 70.4\%$$

პირველი კოეფიციენტი გვიჩვენებს, რომ კომპანია HD-ს აქტივების საბალანსო ღირებულების 41.3% დაფინანსებულია სხვადასხვა სახის კრედიტორების მეშვეობით. მეორე კოეფიციენტი გვეუბნება იგივეს, ოღონდ სხვა სიტყვებით: კრედიტორები 70.4 ცენტს აწვდიან ყოველ ერთ დოლარზე მიღებულს აქციონერებისაგან.

ვალის მომსახურების კოეფიციენტი

ფინანსური ლევერიჯის შესაფასებლად რამდენიმე საბალანსო კოეფიციენტი არსებობს. კომპანიის ფინანსური ტვირთი, რომელიც აქტივების დაფინანსებაში სესხის გამოყენებით არის გამოწვეული, დამოკიდებულია არა მხოლოდ ვალის მოცულობაზე, საკუთარ კაპიტალთან შედარებით, არამედ კომპანიის შესაძლებლობებზე მოემსახუროს სესხს, ანუ დააკმაყოფილოს ყოველწლიური ფულადი გადახდები სესხზე. დავუშვათ, რომ კომპანიებს A და B ერთი და იგივე ვალის კოეფიციენტი აქვთ, მაგრამ კომპანია A მომგებიანია, ხოლო კომპანია B ზარალობს. სავსებით შესაძლებელია, რომ B კომპანიას პრობლემები ექნება ყოველწლიური საპროცენტო გადასახადების და სესხის თანხის დაფარვასთან დაკავშირებით, ხოლო კომპანიას A – არა. აქედან გამომდინარე, შემდეგი დასკვნის გამოტანა შეიძლება: საბალანსო კოეფიციენტები ძალიან მნიშვნელოვანია ბიზნესის ლიკვიდაციის დროს, როდესაც კომპანიის აქტივების გაყიდვით მიღებული თანხები უნდა გადანაწილდეს კრედიტორებსა და მფლობელებს შორის. სხვა შემთხვევებში, ჩვენ უფრო გვაინტერესებს საერთო ვალდებულებების იმ ფულად სახსრებთან შედარება, რომელიც ვალის მომსახურების საშუალებას გვაძლევს.

ამის გამო, ჩნდება ვალის მომსახურების კოეფიციენტები, რომელთა შორის ყველაზე გავრცელებულია ***პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტი*** და ***სესხის დაფარვის კოეფიციენტი***. კოეფიციენტები შემდეგნაირად გამოითვლება:

$$\textit{პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტი} = \frac{\text{EBIT}}{\textit{საპროცენტო ხარჯი}} = \frac{\$1,402.3}{\$22.7} = 61.8$$

$$\textit{სესხის დაფარვის კოეფიციენტი} = \frac{\text{EBIT}}{\textit{პროცენტი} + \left(\frac{\textit{სესხის თანხა}}{(1 - \textit{საგადასახადო განაკვეთი})}\right)} = \frac{\$1,402.3}{\$22.7 + \$495.4/(1 - \$489.7/\$1,379.6)} = 1.8$$

სადაც EBIT საოპერაციო მოგებაა პროცენტისა და გადასახადის გადახდამდე.

ორივე მაჩვენებელი ვალის მომსახურებისთვის ხელმისაწვდომ წყაროს ადარებს ფინანსური ვალდებულებების ამა თუ იმ წლიურ მაჩვენებლებს. ორივე კოეფიციენტისთვის, ხელმისაწვდომი შემოსავალი EBIT-ია. ეს არის კომპანიის მიერ გამომუშავებული შემოსავალი, რომელიც შესაძლებელია გამოყენებულ იქნას საპროცენტო ხარჯების დასაფარად. EBIT დაბეგვრამდე შემოსავალია იმიტომ, რომ საპროცენტო ხარჯები

დაბეგვრამდე გაწეულ ხარჯებს წარმოადგენენ. პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტი კომპანიაში HD 61.8-ს შეადგენს, რაც ნიშნავს, რომ საოპერაციო მოგება 61.8-ჯერ აღემატება საპროცენტო ხარჯებს აღებულ ვალდებულებებზე.
თუ კომპანიას დადგენილ ვადაში არ შეუძლია ვალის ძირითადი თანხის დაფარვა, მაშინ შედეგი იგივეა რაც იმ შემთხვევაში, როდესაც კომპანია ვერ შეძლებდა საპროცენტო ხარჯების გასტუმრებას. ორივე შემთხვევაში, კომპანია გადახდისუუნარო ხდება (დეფოლტი) და კრედიტორებს შეუძლიათ აიძულონ ის გამოაცხადოს თავი გაკოტრებულად. სესხის დაფარვის კოეფიციენტი ასახავს ამ რეალობას, იმიტომ, რომ აფართოებს წლიური ფინანსური ვალდებულების ცნებას და საპროცენტო ვალდებულებასთან ერთად, მასში რთავს ვალის ძირითადი თანხის გადახდას. ვალის ძირითადი თანხის დაფარვის, როგორც ფინანსური ვალდებულების ნაწილის, განხილვისას უნდა გვახსოვდეს, რომ ის დარდება პროცენტებს და EBIT-ს, ამიტომ ისიც დაბეგვრამდე უნდა გამოითვალოს. საპროცენტო ხარჯებისაგან განსხვავებით, ვალის ძირითადი თანხის დაფარვა – ფულადი გასავალია, რომელიც არ ამცირებს დასაბეგრ ბაზას. სხვა სიტყვებით, თუ კომპანიის მოგება 50%-ით იბეგრება, მაშინ დაბეგვრამდე მოგება მინიმუმ $2 მილიონს მაინც უნდა შეადგენდეს, რომ გადასახადის გადახდის შემდეგ $1 მილიონი დარჩეს კრედიტორებისთვის გადასახდელად.
თუ კომპანიას შეუძლია მუდმივად გაანახლოს სესხი ძველის დასაფარად, მაშინ წმინდა დავალიანება მხოლოდ საპროცენტო გადასახადის ტოლი იქნებოდა, ამიტომ მნიშვნელოვანი იქნებოდა პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტი. მაგრამ აქ პრობლემა იმაშია, რომ ძველი სესხის დაფარვა ახლით კაპიტალის ბაზარზე არ ხდება ავტომატურად. ზოგიერთ შემთხვევაში, როდესაც ბაზრები არასატაბილურია ან კომპანიის გაყიდვები ეცემა კრედიტორები შეიძლება არ დაეთანხმნენ გადახდების გადავადებას. მაშინ დავალიანება პროცენტის გარდა მოიცავს სესხის ძირითად თანხასაც და მნიშვნელობას იძენს სესხის დაფარვის კოეფიციენტი.
თუ კომპანიას ადვილად შეუძლია სახსრების მოზიდვა გამოუყენებელი სასესხო პოტენციალის, მნიშვნელოვანი ფულადი ბალანსის ან მაღალ ლიკვიდობის აქტივების გამო, ის შეიძლება დაკმაყოფილდეს დაფარვის დაბალი კოეფიციენტით. დაფარვის კოეფიციენტი უნდა იზრდებოდეს კომპანიის ბიზნესის რისკის ზრდასთან ერთად. მაგალითად, თუ კომპანია მუშაობს დინამიურ ინდუსტრიაში, სადაც ტექნოლოგიები სწრაფად იცვლება და პროდუქციაც სწრაფად ძველდება, კომპანიის რისკის მაღალი დონის გათვალისწინებით არ ღირს დამატებით ფინანსურ რისკზე წასვლა, რომელსაც მისდევს დაფარვის დაბალი კოეფიციენტები. სხვა სიტყვებით, საკვები პროდუქტების მწარმოებელი, რომლის ფულის ნაკადი სტაბილური და პროგნოზირებადია, შესაძლებელია დაკმაყოფილდეს უფრო დაბალი კოეფიციენტებით, ვიდრე კომპანია, რომელიც მუშაობს დინამიურ ინდუსტრიაში, რომელსაც არ შეუძლია აკეთოს პროგნოზიები სამ-ოთხ წელზე მეტი ხნით.

რამდენად სანდო მაჩვენებლია ROE?

კომპანიის მენეჯმენტს ყოველთვის უნდა საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის გაზრდა და განვიხილეთ სამი ბერკეტი, რომელთა მეშვეობითაც შესაძლებელია ამის მიღწევა:

გაყიდვების მარჟა, აქტივების ბრუნვა და ფინანსური ლევერიჯი. ამ ბერკეტების გონივრული მართვა დადებით ზეგავლენას ახდენს ROE-ზე. გარდა ამისა, ამ ბერკეტების განსაზღვრა და მათი შესაბამისი მნიშვნელობების შენარჩუნება – არ არის მარტივი ამოცანა, რომელიც კომპანიის ბიზნესის, მისი კონკურენტული ბრძოლის თავისებურებებისა და თვით ამ ბერკეტებს შორის ერთიერთკავშირების გაგებას მოითხოვს. რამდენად სანდოა ROE, როგორც ფინანსური კრიტერიუმი. თუ A კომპანიის ROE მეტია B კომპანიის ROE-ზე, მაშინ ეს აუცილებლად ნიშნავს, რომ A კომპანია უკეთესია B-ზე? თუ B კომპანია გაზრდის თავის ROE-ს, მაშინ ეს უტყუარი მტკიცებულებაა იმისა, რომ კომპანიამ გააუმჯობესა მისი მდგომარეობა და ეფექტიანობა?

ROE-ს როგორც ფინანსურ კრიტერიუმს აქვს სამი ძირითადი ნაკლოვანება, რომელსაც ერთდროულობის, რისკისა და ღირებულების პრობლემას უწოდებენ. ამ პრობლემების არსებობა ნიშნავს, რომ ROE-ს იშვიათ შემთხვევებში თუ შეგვიძლია დავარქვათ ეფექტიანობის ერთადერთი კრიტერიუმი. ROE – სასარგებლო და მნიშვნელოვანი ინდიკატორია, მაგრამ მისი ინტერპრეტაცია საჭიროა მისთვის დამახასიათებელ შეზღუდვების ფონზე, არასდროს არ უნდა ვამტკიცოთ, რომ მაღალი ROE უკეთესია - დაბალზე.

ერთდროულობის პრობლემა

როგორც ცნობილია, წარმატებულმა მენეჯერებმა უნდა განსაზღვრონ მომავალი და შეისწავლონ სიტუაცია გრძელვადიან პერსპექტივაში. ამ ფონზე მაჩვენებელი ROE მისი საწინააღმდეგოა, რადგან ის წარსულს უყურებს, უფრო ზუსტად ერთ-ერთ წელს წარსულში. ROE ზოგჯერ ითვლება ეფექტიანობის არაობიექტურ საზომად. მაგალითად, თუ კომპანია დიდ ზარალს განიცდის, ახალი და სენსაციური პროდუქტის დასანერგად, მაშინ თავიდან ROE შემცირდება. მაგრამ ეს დაცემა არ მიუთითებს ფინანსური მდგომარეობის გაუარესებაზე. იმის გამო, რომ ROE მოიცავს ერთი წლის მოგებას, ამიტომ ის ვერ ასახავს იმ გადაწყვეტილებების შედეგებს, რომლებიც მოიცავენ რამდენიმე პერიოდს.

რისკის პრობლემა

ROE-სთან დაკავშირებული პრობლემა იმაშია, რომ ის არაფერს ამბობს რისკის შესახებ, რომლის აღებაც მოუწია კომპანიას. მაგალითად, თუ „რისკიანი“ კომპანია აჩვენებს აქტივებზე 6%-იან უკუგებას ნავთობის დაზურღვითი სამუშაოების ჩატარებისათვის, რაც აქტივების საკუთარ კაპიტალთან თანაფარდობისთან ერთად, რომელიც 5-ს ტოლია, გვაძლევს 30%-იან (=6%X5.0) ROE-ს. ამავე დროს, თუ კომპანიამ „სტაბილური“ მიიღო 10%-იანი ამონაგები სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებზე, რომელსაც ის აფინანსებს საკუთარი და ნასესხები კაპიტალის თანაბარი წილებით, რის გამოც ROE აღწევს 20%-ს (=10%X2.0). რომელი კომპანია აჩვენებს უკეთეს ფინანსურ მდგომარეობას? სავარაუდო პასუხია – კომპანია „სტაბილური”. კომპანიის “რისკიანი” ROE მაღალია, მაგრამ მაღალი რისკის და მაღალი ლევერიჯის გამო ის ვერ უზრუნველყოფს სტაბილურობას. შესაძლებელია ზოგიერთი ინვესტორისთვის უფრო მისაღები იყოს დაბალი, მაგრამ ROE-ს უფრო სტაბილური დონე, რომელსაც აჩვენებს კომპანია „სტაბილური”. საფონდო ბირჟების ანალიტიოსები ალბათ დათანხმებოდნენ, იმას, რომ კომპანია „რისკიანის” ROE უფრო მაღალია, მაგრამ ეს მაჩვენებელი ჩამორჩება ხარისხით კომპანია „სტაბილურის”

მაჩვენებელს იმიტომ, რომ დაკავშირებულია მაღალ რისკთან. მოკლედ, იმის გამო, ROE ითვალისწინებს მხოლოდ მოგებას და არა რისკს, ეს მაჩვენებელი არ შეიძლება იყოს სრულყოფილი ფინანსური კრიტერიუმი.

უკუგება საინვესტიციო კაპიტალზე

იმისათვის, რომ თავიდან ავიცილოთ ფინანსური ლევერიჯის უარყოფითი გავლენა ROE-ზე და ROA-ზე, რეკომენდირებულია გამოვითვალოთ ***უკუგება ინვესტირებულ კაპიტალზე*** (*ROIC*), რომელსაც, ასევე, ჰქვია ***უკუგება წმინდა აქტივებზე*** (*RONA*).

$$ROIC = \frac{EBIT(1-T)}{\text{პროცენტიანი ვალდებულებები} + \text{საკუთარი კაპიტალი}}$$

2014 წელს კომპნია HD–სთვის ROIC შეადგენს:

$$\frac{\$1{,}402.3(1-\$489.7/\$1{,}379.6)}{\$495.6+\$800.0+\$3{,}218.5} = 20.0\%$$

მრიცხველში ფიგურირებს მოგება გადასახდის გადახდის შემდეგ, რომელის თაობაზეც განაცხადებდა კომპანია, ის რომ მხოლოდ საკუთარი კაპიტალით იყოს დაფინანსებული, ხოლო მნიშვნელში – ყველა ფულადი სახსრების ჯამია, რომლის საფუძველზეც კომპანიას შეუძლია შემოსავლის გენერირება. მაშასადამე, კრედიტორული დავალიანება, მართალია ფულადი სახსრების ერთ-ერთი წყაროა, მაგრამ ის არ გაითვალიწინება მოცემულ კოეფიციენტში იმიტომ, რომ მას არ გაჩნია ცხადი ღირებულება. არსებითად, ROIC - ეს არის უკუგების ნორმა ბიზნესში საერთოდ ინვესტირებულ კაპიტალზე მიუხედავად იმისა, კაპიტალი ნასესხებია ის, თუ - საკუთარი.

მაგალითად, კომპანიები A და B იდენტურებია ყველა პარამეტრით, გარდა იმ, რომ კომპანია A აქტიურად იყენებს ფინანსურ ლევერიჯს, ხოლო კომპანია B მთლიანად ფინანსდება საკუთარი კაპიტალით. იმის გამო, რომ ეს ორი კომპანია მხოლოდ დაფინანსების სტრუქტურით განსხვავდება ერთმანეთსაგან, ჩვენ გვინდა მომგებიანობის ისეთი კრიტერიუმი, რომელიც ასახავს ამ თავისებურებას. ქვემოთ მოყვანილ ცხრილში ნაჩვენებია, რომ მაჩვენებელები ROE და ROA, ამ მოთხოვნებს ვერ აკმაყოფილებენ. მხოლოდ მაჩვენებელი ROIC არ არის დამოკიდებული დაფინანსების ფორმებზე, და ორივე შემთხვევაში ის 7.2%-ია. მაშასადამე, ეს მაჩვენებელი ასახავს კომპანიის ფუნდამენტურ პოტენციალს მოგების მიღების თვალსაზრისით, და არა განსხვავებებს ფინანსურ სტრატეგიაში.

	კომპანიები	
	A	B
ნასესხები კაპიტალი (10%-ად)	900	0
საკუთარი კაპიტალი	100	1000

საერთო აქტივები	1,000	1,000
EBIT	120	120
-საპროცენტო ხარჯები	90	0
მოგება დაბეგვრამდე	30	120
-გადასახადები	12	48
დაბეგრილი მოგება	18	72
ROE	18.0%	7,2%
ROA	1.8%	7.2%
ROIC	7.2%	7.2%

ღირებულების პრობლემა

ROE ზომავს უკუგებას აქციონერების მიერ განხორციელებულ ინვესტიციებზე. მაგრამ ამ შემთხვევაში ინვესტირებული კაპიტალის მაჩვენებლის როლში გამოდის საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულება, და არა მისი საბაზრო ღირებულება. მაშინ როცა მათ შორის განსხვავება საკმაოდ არსებითია. 2014 წელს კომპანია HD-ს ROE 27.6% შეადგენდა და, სინამდვილეში, ეს ის უკუგება იყო რასაც თქვენ მიიღებდით თუ შეძლებდით კომპანიის კაპიტალის შეძენას მის საბალანსო ფასად, $3 218.5 მილიონად. მაგრამ ეს შეუძლებელი იყო იმიტომ, რომ კომპანიის საკუთარი კაპიტალის საბაზრო ღირებულება $17 879.9 მილიონს შეადგენდა. ამ ფასისთვის კომპანიის წლიური მოგება იქნებოდა მხოლოდ 5% (=$889.9/$17 879.9). კაპიტალის საბაზრო ღირებულება უფრო მნიშვნელოვანია ინვესტორებისთვის იმიტომ, რომ აჩვენებს აქციის მიმდინარე ფასს, მაშინ როცა საბალანსო ღირებულება წარსულია. ამიტომ, თუ ROE მაინც გამოიყენება ფინანსურ ეფექტიანობის საზომად ეს მაჩვენებელი არ ნიშნავს მაღალ უკუგებას მფლობელების ინვესტიციებზე. ამიტომ ინვესტორებისთვის არ არის საკმარისი ეძებონ მაღალი ROE–ს მქონე კომპანიები. ეს კომპანიები არ უნდა იყოს ცნობილი სხვებისთვის იმიტომ, რომ როდესაც მათ შესახებ გახდება ცნობილი, მაშინ ინვესტორებისთვის მიიღონ მაღალი უკუგებები შემცირდება აქციების ფასის ზრდასთან ერთად.

ROE თუ საბაზრო ღირებულება?

ეკონომისტები აკრიტიკებენ ROE-ს ზემოთ მოყვანილი მიზეზების გამო და ამტკიცებენ, რომ ყველაზე სწორია კომპანიის აქციების ფასის გამოყენება. გარდა ამისა, ისინი აცხადებენ, რომ კომპანიის ხელმძღვანელობის მიზანი უნდა იყოს აქციის ფასის მაქსიმიზირება. ეს ლოგიკა დამაჯერებელია. აქციის ფასი მფლობელების მიერ განხორციელებული ინვესტიციების ღირებულებას წარმოადგენს, და თუ მენეჯმენტს სურს აქციონერების სიმდიდრის გაზრდა მაშინ მან უნდა იმოქმედოს აქციონერთა სიმდიდრის გაზრდის მიზნით. ცნება "ღირებულების შექმნა" გახდა ძირითადი ცნება ბოლო წლების ეკონომიკურ ლიტერატურაში.

პრაქტიკოსები აღიარებენ ამ მსჯელობის ლოგიკურობას, მაგრამ ეჭვი ეპარებათ მის გამოყენებით მხარეში. ერთ-ერთი პრობლემაა ის სირთულე, რომელიც დაკავშირებულია აქციის ფასზე საოპერაციო გადაწყვეტილებების გავლენის ზუსტ განსაზღვასთან. თუ ჩვენ არ ვართ დარწმუნებულები რა გავლენა ექნება აქციის ფასზე, მაგალითად, კომპანიის ერთ-ერთი ფილიალის ბიზენსის სტრატეგიის ცვლილებას, მაშინ ასეთი გადაწყვეტილების დროს, არ შეიძლება მიზანი იყოს აქციის ფასის მაქსიმიზირება. მეორე პრობლემა – მენეჯერებმა, როგორც წესი, მეტი იციან კომპანიის შესახებ, ვიდრე ინვესტორებმა. ამიტომ, ასეთ სიტუაციაში, რატომ უნდა მიაქციონ მათ ყურადღება ნაკლებად ინფორმირებული ინვესტორების შეფასებას გადაწყვეტილების მიღებისას? მესამე პრაქტიკული პრობლემა აქციის ფასთან, როგორც ეფექტიანობის კრიტერიუმთან, დაკავშირებით იმაში მდგომარეობს, რომ ის დამოკიდებულია სხვადასხვა ფაქტორებზე, რომლებიც არ ექვემდებარებიან კომპანიის კონტროლს. დარწმუნებით ვერასდროს ვიტყვით, აქციის კურსის ზრდა რამდენად ასახავს კომპანიის ეფექტიანობის ზრდას ან ეკონომიკურ ზრდას მთლიანობაზე.

კოეფიციენტების ანალიზი HD კომპანიაში

კოეფიციენტიების ანალიზი განვიხილოთ კომპანია **HD** მაგალითზე. ცხრილ 7-ში მოყვანილია უკვე ნახსენები კოეფიციენტები ამ კომპანიისთვის 2010-2014 წლების განმავლობაში, და ასევე საშუალო ინდუსტრიული მაჩვენებლები 2014 წელს.

ცხრილი 7 კოეფიციენტების ანალიზი HD კომპანიაში 2010-2014

	2010	2011	2012	2013	2014	საშუალო ინდუსტრია
მოგებიანობის კოეფიციენტები						
უკუგება საკუთარ კაპიტალზე (%)	24.7	24.9	26	25.7	27.6	27.2
უკუგება აქტივებზე (%)	14.3	14.0	15.0	15.5	16.2	13.2
უკუგება ინვესტირებულ კაპიტალზე (%)	18.7	19.0	19.6	19.6	20.0	26.7
მოგების მარჟა (%)	11.4	12.3	13.5	15.5	16.7	5.9
საერთო მარჟა (%)	39.4	40.7	39.8	41.8	43.7	26.0
კოეფიციენტი P/E	34.5	37.6	24.1	18.8	20.1	18.6
ბრუნვის კოეფიციენტები						
აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი	1.3	1.1	1.1	1.0	1.0	2.3
ძირითადი აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი	4.0	4.0	4.2	4.7	5.2	9.3
მარაგების ბრუნვის კოეფიციენტი	9.6	11.6	11.9	13.7	13.2	7.2
ფულის აკრეფის პერიოდი (დღე)	75.4	79.4	81.8	82.9	91.1	15.1
ფულზე გაყიდვები (დღე)	50.3	65.4	67.5	98.4	110.6	34.9
კრედიტორების ბრუნვის კოეფიციენტი (დღე)	33.6	33.8	32.0	28.6	29.8	27.3

ფინანსური ლევერიჯის და ლიკვიდობის კოეფიციეტები						
აქტივები/საკუთარ კაპიტალზე	1.7	1.8	1.7	1.7	1.7	2.0
ვალის კოეფიციენტი (%)	42.3	43.7	42.2	39.9	41.3	48.8
ვალი/საკუთარ კაპიტალზე (%)	73.3	77.6	72.9	66.4	70.4	95.4
პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტი	18.0	27.8	50.3	55.2	61.8	85.1
სესხის დაფარვის კოეფიციენტი	3.2	1.9	1.5	2.3	1.8	85.1
ვალი/აქტივებზე (საბაზრო ღირებ., %)	7.9	7.6	10.4	12.1	11.2	12.9
ვალი/საკუთ. კაპიტალზე (საბაზრო ღირ.%)	8.6	8.3	11.6	13.7	12.7	14.8
მიმდინარე კოეფიციენტი (%)	2.6	2.3	2.1	2.9	2.8	2.6
სწრაფი კოეფიციენტი (%)	2.2	2.1	1.9	2.6	2.6	1.3

ინდუსტრიული საშუალოს გამოსათვლელად გამოყენებულია ინდუსტრიაში მოქმედი ხუთი კომპანიის კოეფიციენტები.

თუ დავიწყებთ უკუგებით საკუთარ კაპიტალზე ჩვენ ვხედავთ ზრდას ნელი, მაგრამ სტაბილური ტემპით 24.7%-დან 2010 წელს 27.6%-მდე 2014 წელს. ის სულ რამდენიმე ათობითი პროცენტით აღემატება საშუალო ინდუსტრიულ მაჩვენებელს, მაგრამ 14.6%-ით აღემატება 2014 წლის ამერიკის 500 საუკეთესო კომპანიის ამავე მაჩვენებელს. საინვესტიციო კაპიტალზე უკუგებაც აჩვენებს ტენდენციებს გაუმჯობესებისკენ და 2014 წელს აღწევს 20%-იან ნიშნულს, მაგრამ ეს ნაკლებია ვიდრე საშუალო ინდუსტრიული მაჩვენებელი. ზოგიერთი ანალიტიკოსის აზრით, ეს გამოწვეული იყო იმით, რომ კომპანიას HD აქვს საფინანსო შვილობილი კომპანია, რაც არა აქვთ კონკურენტებს. ამ შვილობილ კომპანიას დაბალი, მაგრამ სტაბილური, მოგებები მოაქვს კომპანიისთვის, სხვა საწარმოო ქვეგანყოფილებებთან შედარებით. მართლაც, თუ კომპანიის მაჩვენებლებს მოვაცილებთ საფინანსო შვილობილი კომპანიის მაჩვენებლებს, მაშინ მისი უკუგება ინვესტირებულ კაპიტალზე ROIC იქნება 24.3%, რაც გაცილებით უფრო ახლოს არის საშუალო ინდუსტრიულ მაჩვენებელთან.

განვიხილოთ კომპანიის ეფექტიანობის ბერკეტებს. მოგების მარჟა აჩვენებს ამ ბრენდის სიძლიერეს. 2014 წელს კომპანიის მოგების მარჟა გაიზარდა 16.7%-მდე, რაც სამჯერ აღემატებოდა საშუალო ინდუსტრიულ მაჩვენებელს. თუ ამ მაჩვენებელს შევხედავთ პერსპქტივაში და დავტოვებთ მას უცვლელს 11.4%-ის დონეზე, როგორიც ის იყო 2010 წელს, მაშინ 2014 წელს ROE 30%-ით დაბალი იქნებოდა მიღებული შედეგზე (11.4%x1.0x1.7=19.4%). აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი საანალიზო პერიოდის განმავლობაში მუდმივად მცირდება და კონკურენტების დონის ნახევარს შეადგენს. ფინანსური ლევერიჯი გვეუბნება, რომ ვალის კოეფიციენტი სტაბილურად 1.7-ის დონეზეა, რაც მცირედ ჩამორჩება ინდუსტრიულ მაჩვენებელს, რომელიც 2-ს ტოლია. მაშასადამე, კომპანიის ROE უფრო ხარისხიანია კონკურენტებთან შედარებით.

თუ უფრო ღრმად შევისწავლით ამ ტენდენციებს, დავინახავთ, რომ მოგების მარჟის მკვეთრი გაუმჯობესება აიხსნება, პირველ რიგში, საერთო მარჟის ზრდით, რომელიც 2010 წლიდან 4%-ზე უფრო მეტად გაიზარდა. ასეთი გაუმჯობესება მიუთითებს აგრესიულ საფასო პოლიტიკაზე და წარმოების კონტროლის გაუმჯობესებაზე. გაყიდვების ზრდის ტემპის შემცირების ფონზე მოგების მარჟის ზრდა აგრესიული საფასო პოლიტიკის შედეგი უნდა იყოს. აქტივების ბრუნვის დაბალი კოეფიციენტი კონკურენტებთან შედარებით, შეიძლება სამი მიზეზით აიხსნას:

1. ძირითადი აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტის დაწევა;
2. ფულის აკრეფის საშუალო პერიოდის ზრდა;
3. ფულზე გაყიდვების მნიშვნელოვანი ზრდა.

ძირითადი აქტივების დაბალი ბრუნვა დამაფიქრებელია. შესაძლოა ის გამოწვეულია ძალიან კაპიტალტევადი საწარმოო პროცესებით ან შიდა წარმოების დიდი მოცულობით კონკურენტებთან შედარებით, მაშინ ეს არ არის საშიში, მაგრამ ამავე დროს, ეს შეიძლება აიხსნას აქტივების დაბალი ბრუნვით. მეორე მიზეზი – ფულის აკრეფის საშუალო პერიოდის მკვეთრი ზრდა – პრაქტიკულად წარმოიქმნა იმის გამო, რომ კომპანია, კონკურენტებისგან განსხვავებით, სთავაზობს მომსახურებას სამომხმარებლო დაფინანსებაზე. ასევე, შვილობილი საფინანსო კომპანიის არსებობით აიხსნება აქტივების ბრუნვადობის შენელება გრძელვადიანი დებიტორული დავალიანების სახით, $905.5 მილიონის ოდენობით. მესამე მიზეზის, ფულზე გაყიდვების გაზრდის, შესახებ ცოტა მოგვიანებით ვისაუბრებთ. აქტივების ბრუნვის კოეფიციენტი არა მხოლოდ დაბალია კონკურენტებთან შედარებით, არამედ აგრძელებს ვარდნას. ამ ვარდნაში იმალება ორი წინააღმდეგობრივი ტენდენცია: ძირითადი აქტივების ზრდა და მარაგების ბრუნვადობის ზრდა, რასაც წინ უსწრებდა ფულის აკრეფის საშუალო პერიოდის და ფულზე გაყიდვების ზრდა. განსაკუთრებულ ყურადღებას იწვევს მარაგების ბრუნვადობის ზრდა, რომელიც ორჯერ აღემატება კონკურენტების მაჩვენებლებს. დამამშვიდებელია ის ფაქტი, რომ აქტივების ბრუნვადობის და მარაგების ბრუნვადობის ზრდა მიუთითებს წარმოების ეფექტიანობის ზრდაზე.

ფინანსური ლევერიჯის და ლიკვიდობის კოეფიციენტი მიუთითებს იმაზე, რომ კომპანია HD სულ უფრო კონსერვატიული ხდება. ლიკვიდობა, როგორც ეს სჩანს მიმდინარე და სწრაფი კოეფიციენტებიდან, აღემატება კონკურენტების მონაცემებს და ზოგადად იზრდება. ფინანსური ლევერიჯის კოეფიციენტები გარკვეული აზრით წინააღმდეგობრივ ინფორმაციას გვაწვდიან, როდესაც საბალანსო ღირებულება ადასტურებს მნიშვნელოვან სტაბილურობას, ხოლო საბაზრო ღირებულების კოეფიციენტები მიუთითებენ მზარდ დავალიანებაზე. ამ წინააღმდეგობის მიზეზია კომპანიის აქციის ფასი, რომელიც არ გაიზარდა საკუთარი კაპიტალის ან აქტივების საბალანსო ღირებულებასთან ერთად. აქციის ფასის ჩამორჩენა იწვევს იმას, რომ კომპანიის ვალი იზრდება საბაზრო ღირებულებასთან ერთად, მაგრამ საბალანსო ღირებულების მიმართ უცვლელი რჩება. ამ წინააღმდეგობაში გასარკვევად განვიხილოთGპროცენტის დაფარვის კოეფიციეტი. კომპანიის პროცენტის დაფარვის

კოეფიციენტი იზრდებოდა 18.1-დან 2010 წელს 61.8-მდე 2014 წელს მიუხედავად იმისა, რომ ვალის ზრდა ხელს უშლის ამ ტენდენციას.

ცხრილი 8. ფინანსური უწყისების ჰორიზოტალური და ვერტიკალური ანალიზი, 2010-2014, კომპანია HD

	2010	2011	2012	2013	2014	საშუალო ინდუსტრია
აქტივები						
ფულადი სახსრები	17.2%	14.1%	7.3%	6.7%	5.0%	25.6%
ფასიანი ქაღალდები	-	6.3	13.3	20.2	24.4	
დებიტორები, წმინდა	25.8	24.9	25	22.6	24.2	9.0
მარაგები	7.9	5.8	5.7	4.2	4.1	23.6
სხვა მიმდინარე აქტივები	2.4	2.4	2.3	1.7	1.8	6.4
სულ მიმდინარე აქტივები	53.3	53.4	53.5	55.4	59.6	64.6
უძრავი ქონება და მანქანა-დანადაგარები (ძირითადი კაპიტალი)	58.4	54.7	52.0	44.5	40.0	48.6
მინუს: დაგროვილი ცვეთა	27.5	26.1	25.2	23.3	21.3	27.1
წმინდა ძირითადი აქტივი	31.0	28.6	26.7	21.3	18.7	21.5
წმინდა დებიტორული დავალიანება	9.6	12.2	15.3	15	16.5	21.5
საქმიანი რეპუტაცია	2.2	1.6	1.3	1.1	1.1	5.7
სხვა აქტივები	4.0	4.2	3.2	7.3	4.2	6.2
სულ აქტივები	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
ვალდებულებები და საკუთარი კაპიტალი						
მოკლევადიანი სესხები	3.7%	7.0%	9.9%	6.6%	9.0%	0.0%
კრედიტორული დავალიანება	7.0	6.2	5.9	4.6	4.5	11.1
გადასახდელი მოგების გადასახადი	2.1	2.1	1.8	1.1	1.0	1.0
დაგროვილი ხარჯები	4.6	4.5	4.9	4.0	3.6	17.4
სხვა მიმდინარე ვალდებულებები	3.0	3.1	3.2	3.2	3.3	0.6
სულ მიმდინარე ვალდებულებები	20.4	23.0	25.6	19.4	21.4	30.2
გრძელვადიანი დავალიანება	14.6	12.1	9.8	13.6	14.6	3.8
გადავადებული გადასახადები	0.6	0.6	0.8	2.6	0.9	2.4
სხვა გრძელვადიანი ვალდებულებები	6.7	8.0	5.9	4.3	4.4	7.5
საერთო ვალდებულებები	42.3	43.7	42.2	39.9	41.3	43.8
საერთო საკუთარი კაპიტალი	57.7	56.3	56.8	60.1	58.7	56.2
სულ ვალდებულებები და საკუთარი კაპიტალი	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**	**100%**
მოგება/ზარალის უწყისი						
წმინდა გაყიდვები	100%	100%	100%	100%	100%	100%

რეალიზებული პროდუქციის ღირებულება	60.6	59.3	60.2	58.2	56.3	75.8
საერთო მოგება	39.4	40.7	39.8	41.8	43.7	24.2
საერთო და საწარმოო ხარჯები	17.2	17.0	14.9	14.0	13.7	12.3
ცვეთის ხარჯები	4.4	4.3	4.1	4.0	4.0	2.5
საერთო საოპერაციო ხარჯები	21.6	21.3	19.0	18.0	17.7	14.9
საოპერაციო მოგება	17.9	19.4	20.9	23.8	26.0	9.4
საპროცენტო ხარჯები	1.0	0.7	0.4	0.4	0.3	0.4
სხვა არასაოპერაციო მოგება	1.1	0.3	0.1	0.4	0.3	0.4
მოგება დაბეგვრამდე	18.0	19.0	20.6	23.8	25.9	9.5
მოგების გადასახადის რეზერვი	6.6	6.7	7.1	8.3	9.2	3.4
წმინდა მოგება	11.4%	12.4%	13.5%	15.5%	16.7%	6.2%

ცხრილში 8 მოყვანილია კომპანია HD-ს ფინანსური უწყისები, და საშუალო ინდუსტრიული მონაცემები 2014 წელს. საბალანსო უწყისში ყველა მუხლი მოცემულია როგორც საერთო აქტივების პროცენტი, ხოლო მოგება/ზარალის უწყისში - როგორც წმინდა გაყიდვების პროცენტი. ფინანსური უწყისების ასეთი ფორმით მოცემის მიზანია დამალული ტენდენციების გამოვლენა, რომლებიც გამოწვეულია ზოგადად ეკონომიკური ცვლილებებით. ასევე, ასეთი უწყისები სასარგებლოა ერთნაირი ზომის კომპანიების შედარებისას მასშტაბზე ეფექტის გაუთვალისწინებლად.

კომპანია HD-ს საბალანსო უწყისში, ყველაზე დიდი ცვლილებები აქტივებში ეხება ფულად სახსრებს და ფასიან ქაღალდებს, რომელიც გაიზარდა აქტივების 17.1%-დან 20.4%-მდე, ხოლო წმინდა ძირითადი აქტივები 31.0%-დან 18.7%-მდე. კონკურენტებთან შედარებით კომპანიამ უფრო მეტი ინვესტირება მოახდინა დებიტორულ და ფინანსურ დავალიანებებში და გაცილებით ნაკლები ჩადო მარაგებში. ასევე, კომპანიის აქტივების თითქმის 60% - მოკლევადიანია. ასეთი პროცენტული თანფარდობა მიუთითებს საბრუნავი კაპიტალის მართვის მნიშვნელობაზე. როდესაც კომპანიის ინვესტიციების მნიშვნელოვანი ნაწილი მოდის ისეთ არასტაბილურ აქტივებზე, როგორცაა მარაგები და დებიტორები, აუცილებელია ამ კაპიტალდაბანდებებზე განსაკუთრებული ყურადღების მიქცევა.

რაც შეეხება ვალდებულებებს კომპანიის ბალანსში, სტაბილური თანაფარდობაა ვალდებულებებისა აქტივებთან, რომელიც პრაქტიკულად კონკურენტების მაჩვენებლების ტოლია. ამასთან, შესამჩნევია პროცენტული ვალდებულებების მატება. სავარაუდოთ, ეს აიხსნება იმით, რომ კომპანია HD-ს შვილობილი ფინანსური კომპანია დაფინანსებას საჭიროებს.

მოგება/ზარალის უწყისი ისევ ამტკიცებს საოპერაციო მარჟის მაღალ დონეს და სტაბილურ ზრდას, რაც ნაწილობრივ ეკონომიკის სტაბილიზაციით არის გამოწვეული იმ პერიოდში. კიდევ ერთი - ზოგიერთი პროცენტული მაჩვენებლის მცირედი ცვლილებები შესაძლოა უმნიშვნელო მოგვეჩვენოს, მაგრამ ისინი მნიშვნელოვან როლს თანაშობენ. მაგალითად, კომპანიის საერთო და

საწარმოო ხარჯების მუდმივი კლება შესაძლოა უმნიშვნელო მოგვეჩვენოს გაყიდვების ზრდის ფონზე. იმის გამო, რომ კომპანიის მოგებამ დაბეგვრამდე 2014 წელს 15.9% შეადგინა, საერთო და საწარმოო ხარჯების შემცირებამ გაზარდა კომპანიის მოგება 13.5%-ით (=3.5/25.9). ეს ეფექტი უფრო შესამჩნევია უფრო დაბალი საოპერაციო მარჟის მქონე კომპანიისთვის. დაბეგვრამდე მოგების თანფარდობა გაყიდვებთან უმსხვილეს 500 ამერიკულ კომპანიებს შორის მხოლოდ 11.8%-ს შეადგენდა, რაც ნიშნავს, რომ გაყიდვების 1%-ით შემცირება ამცირებს მოგებას 8.5%-ით (=1/11.8).

ზოგიერთი ახალბედა მენეჯერი თვლის, რომ ყველა საოპერაციო ხარჯი ფიქსირებულია და ადანაშაულებს ხელმძღვალენობას იმაში, რომ ეს ხარჯები იზრდებიან გაყიდვებთან ზრდასთან ერთად. სად არის მასშტაბის ეფექტი? – კითხულობენ ისინი. პასუხი ის არის, რომ მასშტაბის ეფექტი არც თუ ისე მარტივი საკითხია. სხვაგვარად რომ იყოს, მაშინ ძალიან მსხვილი კომპანიები, სწრაფად გაასწრებდნენ მცირე ზომის კონკურენტებს და მოახდენდნენ ბაზრის მონოპოლიზირებას. სინამდვილეში, თუ ზოგიერთი სახის საქმიანობას ახასიათებს მასშტაბის ეფექტი, სხვა სახის საქმიანობებში ის მცირდება. სხვა სიტყვებით, კომპანია ნაკლებად ეფექტიანი ხდება, როდესაც იზრდება მისი ზომები. გარდა ამისა, საქმიანობის მრავალ სახეებს ახასიათებს მასშტაბის ეფექტი გარკვეულ მომენტამდე, რის შემდეგაც საჭიროა მსხვილი ინვესტიციები იმისათვის, რომ ის კიდევ უფრო გაიზარდოს. ამიტომ, ბალანსთან დაკავშირებით, არ არსებობს საფუძველი გავაკრიტიკოთ კომპანია HD იმისთვის, თუ როგორ მართავს ის თავის საოპერაციო ხარჯებს.

კომპანია HD-ის კოეფიციენტების ანალიზიდან ჩანს, რომ ეს არის მომგებიანი კომპანია დაფინანსების კონსერვატიული სტრატეგიით, რომელიც ცვლილებების პიკზე იმყოფება. კომპანიის გაყიდვები 18.0%-თ იზრდებოდა ყოველწლიურად. მაგრამ ეკონომიკის სტაბილიზაციის და დაბალი საპროცენტო განაკვეთების მიუხედავად 2013 წელს ზრდის ტემპი დაეცა 14.0%-მდე, ხოლო 2014 წელს – კიდევ 8.5%-მდე. ცხრილი 5-დან სჩანს, რომ კოეფიციენტი P/E მკვეთრად დაეცა 37.6-დან 2011 წელს, 20.1-მდე 2013 წელს.

მაღალი მომგებიანობის ფინანსური ეფექტი და გაყიდვების ვარდნა – ჭარბი ფულის დაგროვებაა. ზრდისთვის მუდმივი ინვესტიციები არის საჭირო დებიტორებში, მარაგებში და ძირითად აქტივებში, რაც უზრუნველყოფს გაყიდვების ზრდას, ხოლო როდესაც გაყიდვები მცირდება, მაშინ ფულადი სახსრები იწყებს დაგროვებას, რომელიც უნდა დაიხარჯოს ინვესტიციებში. კომპანია HD-ს მაგალითზე ნათლად სჩანს ეს დინამიკა. ფულადი სახსრების მოძრაობის უწყისი გვიჩვენებს, რომ 2013 წელს მაშინ, როდესაც დაიწყო გაყიდვებმა კლება, კომპანიამ დაამატა თავის დივიდენდებს $78 მილიონი და გამოისყიდა $668 მილიონის აქციები. მიუხედავად ამისა, ფულადი სახსრების და ფასიანი ქაღალდები მაინც გაიზარდა ორჯერ უფრო მეტად და მიაღწია $1.6 მილიარდს. ცხადია, რომ კომპანია ძალიან დიდ ფულს გამოიმუშავებს, ვიდრე მას შეუძლია გამოიყენოს. თუ მენეჯმენტმა ვერ მონახა ამ ფულის დახარჯვის მომგებიანი პროექტები, მაშინ ეს უარყოფითად იმოქმედებს აქციის ფასზე.

საკონტროლო კითხვები

1. დაახასიათეთ კომპანიის ლიკვიდურობის მდგომარეობის გასაანალიზებლად გამოყენებული კოეფიციენტები და დაწერეთ მათი განტოლებები.
2. კომპანიის მიმდინარე ვალდებულებაა 800$ მლნ და მისი ლიკვიდობის კოეფიციენტია 2.5. როგორია მისი მიმდინარე აქტივების დონე? თუ ამ კომპანიის სწრაფი კოეფიციენტია 2, რა არის მარაგების დონე?
3. ჩამოთვალეთ და განმარტეთ კოეფიციენტები, რომლებიც ზომავს რამდენად ეფექტიანად იყენებს კომპანია აქტივებს და დაწეროთ მათი განტოლებები.
4. როგორ გავლენას ახდენს ფინანსური ლევერეჯის გამოყენება აქციონერების პოზიციაზე?
5. დაასახელეთ კოეფიციენტები, რომლებიც გამოიყენება იმის დასადგენად, თუ რამდენად იყენებს კომპანია ფინანსურ ლევერეჯს და ჩამოწერეთ მათი განტოლებები.
6. დაახასიათეთ და დაწერეთ მომგებიანობის კოეფიციენტები
7. რას ზომავს ROA და ROE?
8. რა გავლენას ახდენს ვალის გამოყენება ROA-ზე და ROE-ზე?
9. დაახასიათეთ საბაზრო კეოფიციენტები და დაწერეთ მისი განტოლებები
10. რას აჩვენებს ფასი/მოგება (P/E) თანაფარდობა?
11. როგორ გამოითვლება აქციის ფასი/ფულზე (P/CF) კოეფიციენტი
12. როგორ გამოითვლება საბაზრო ღირებულება/საბალანსო ღირებულება (M/B) კოეფიციენტი
13. რა არის ვერტიკალური ანალიზი და რა მნიშვნელოვან ინფორმაციას გვაწვდის იგი?
14. რა არის ჰორიზონტალური ცვლილების ანალიზი?
15. დიუპონის განტოლების მიხედვით ახსენით ROE–ის ძირითადი განმსაზღვრელი ფაქტორები.
16. დაახასიათეთ კოეფიციენტების გამოყენების სფეროები
17. ჩამოთვალეთ პოტენციური პრობლემები, რომლებიც დაკავშირებულია კოეფიციენტების გამოყენებასთან.

ამოცანები

1. კომპანიის მიმდინარე აქტივებია \$1 312 500 და მიმდინარე ვალდებულებებია \$525 000. კომპანიის მარაგების საწყისი დონე \$375 000-ია და ის მოიზიდავს რესურსებს სათამასუქო ვალდებულებების სახით და გამოიყენებს მას მარაგების გასაზრდელად. რამდენით შეუძლია კომპანიას გაზარდოს მოკლევადიანი სესხი (თამასუქები) ისე რომ მისი მიმდინარე კოეფიციენტი არ დაეცეს 2.0-ზე დაბლა?
   როგორი იქნება სწრაფი კოეფიციენტი?
2. კომპანიას აქვს შემდეგი ინფორმაცია:

წლიური გაყიდვები	\$1 200 000
მიმდინარე ვალდებულებები	\$ 375 000
ფულის აკრეფის პერიოდი (DSO)	40
მარაგების ბრუნვის კოეფიციენტი	4.8
მიმდინარე კოეფიციენტი	1.2

რა იქნება ფული საბალანსო უწყისში?

3. კომპანიას აქვს შემდეგი ინფორმაცია:

წმინდა მოგება = $500 000
ROA = 10%
საპროცენტო ხარჯები = $200 000.
კომპანია საშუალოდ იბეგრება 40%-ით. რა არის კომპანიის მოგების მიღების შესაძლებლობა (BEP)?

4. კომპანიამ გამოაქვეყნა რომ მისი წმინდა მოგება $1 500 000-ია. კომპანიას გამოშვებული აქვს 300 000 აქცია. აქციის მიმდინარე ფასია $60. კომპანია აგრძელებს ზრდას და მან შეაფასა რომ ერთი წლის შემდეგ მისი წმინდა მოგება იქნება $2 500 000 და დამატებით გამოუშვებს 100 000 აქციას და მას ექნება სულ 400 000 აქცია მიმოქცევაში. თუ დავუშვებთ, რომ კომპანიის კოეფიციენტი აქციის ფასი/მოგება (P/E) მიმდინარე დონეზე რჩება, მაშინ რა იქნება კომპანიის აქციის ფასი ერთი წლის შემდეგ?
5. კომპანიას აქვს შემდეგი ინფორმაცია:

ფული	$ 50 000	მიმდინარე ვალდებულებები	$ 125 000
დებიტორები	100 000	გრძელვადიანი სესხი	175 000
მარაგები	150 000	სააქციო კაპიტალი	200 000
წმინდა ფიქს. აქტივები	200 000		
სულ აქტივები	$500 000	სულ ვალდებ.&საკ.კაპიტალი	$ 500 000

გაყიდვები შეადგენს $600 000-ს. კომპანიის პრეზიდენტს მიაჩნია, რომ კომპანიას ზემდეტი მარაგები აქვს. მას სურს, რომ მარაგების ბრუნვის კოეფიციენტი იყოს 8-ის ტოლი და გამოთავისუფლებული ფული გამოიყენოს მიმდინარე ვალდებულებების შესამცირებლად. თუ კომპანია გაითვალიწინებს პრეზიდენტის რეკომენდაციებს და გაყიდვები იგივე დარჩება, რა იქნება სწრაფი კოეფიციენტი.

6. კომპანიას აქვს საბალანსო უწყისის შემდეგი პროგნოზი:

აქტივები		***ვალდებულებები და სააქციო კაპიტალი***	
ფული და ფასიანი ქაღალდები	$ 300	თამასუქები	$ 800
მარაგები	500	სავაჭრო ვალდებულებები	400
დებიტორები	700	საერთო მიმდინარე ვალდებულებები	$ 1 200
სულ მიმდ. აქტივები	$ 1 500	გრძელვადიანი სესხი	3 000
წმინდა ფიქს. აქტივები	5 000	სააქციო კაპიტალი	2 300
სულ აქტივები	$6 500	სულ ვალდებ.&საკ.კაპიტალი	$6 500

კომპანიის პროგნოზით ფულის აკრეფის პერიოდი 365 დღის ბაზაზე იქნება 35.486. ახლა დავუშვათ, რომ კომპანიას შეუძლია ფულის აკრეფის პერიოდის შემცირება საშუალო ინდუსტრიულ დონემდე 30.417, ისე რომ არ შეამციროს გაყიდვები. ამ სცენარის მიხედვით, სავაჭრო მოთხოვნების შემცირება გამოიმუშავებს დამატებით ფულს. ეს დამატებითი ფული გამოიყენება სავაჭრო ვალდებულებების შესამცირებლად. თუ ეს იქნა განხორციელებული, მაშინ რა იქნება მიმდინარე კოეფიციენტი?

7. ქვემოთ მოყვანილია კომპანიის მონაცემები:

საბალანსო უწყისი, 2017 წ. 31 დეკემბერი (ათასებში)			
ფული	$ 77 500	კრედიტორები	$ 129 000
დებიტორები	336 000	თამასუქები	84 000
მარაგები	241 000	სხვა მიმდ. ვალდებულებები	117 000
სულ მიმდ. აქტივები	$ 655 000	სულ მიმდ. ვალდებულებები	$ 330 000
წმინდა ფიქს. აქტივები	292 000	გრძელვადიანი სესხი	256 000
		საკუთარი კაპიტალი	361 000
სულ აქტივები	$ 947,000	სულ ვალდებ.&საკ.კაპიტალი	$ 947 000

მოგება/ზარალის უწყისი, 2017 წ. 31 დეკემბერი (ათასებში)	
გაყიდვები	$ 1 607 500
თვითღირებულება	1 392 500
ადმინისტრაციული ხარჯები	145 000
საოპერაციო მოგება (EBIT)	70 000
საპროცენტო ხარჯები	24 500
დასაბეგრი მოგება	45 500
ბეგარა (40%)	18 200
წმინდა მოგება	27 300

გამოთვალეთ ქვემოთ ჩამოთვლილი კოეფიციენტები

კოეფიციენტი	**კომპანია**
მიმდინარე კოეფიციენტი	
ფულის აკრეფის პერიოდი	
გაყიდვები/მარაგები	
გაყიდვები/ფიქსირებული აქტივები	
გაყიდვები/საერთო აქტივები	
წმინდა მოგება/გაყიდვები	
წმინდა მოგება/საერთო აქტივები	
წმინდა მოგება/საკუთარი კაპიტალი	
ვალი/საერთო აქტივები	

8. კომპანიის გაყიდვებმა ბოლო წელს $75 მილიონი შეადგინა, საიდანაც 80% კრედიტში გაყიდვები იყო. ფულის აკრეფის საშუალო პერიოდი ამ კომპანიაში 60 დღეს შეადგენს. როგორი იყო კომპანიის დებიტორული დავალიანება წლის ბოლოს?

4 თავი

ობლიგაციების შეფასება და საპროცენტო განაკვეთი. აქციების ღირებულების განსაზღვრა

ამ თავში განიხილება შემდეგი საკითხები:

- ობლიგაციის მნიშვნელოვანი მახასიათებლები. ობლიგაციის სარგებლიანობა, ღირებულება და პროცენტი. ობლიგაციის რისკიანობის შეფასება
- საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების დეტერმინანტები
- საპროცენტო განაკვეთების სტრუქტურა
- აქციების შეფასება. დივიდენდები და მოგება კაპიტალის ნაზრდზე. სხვადასხვა ტიპის აქციების ღირებულება და მათი გამოთვლა
- დივიდენდების ზრდის მოდელი
- საფონდო ბირჟის წონასწორობა.

ობლიგაცია არის გრძელვადიანი კონტრაქტი, რომლის მიხედვით მსესხებელი თანახმაა გამსესხებელს გადაუხადოს საპროცენტო სარგებელი და სესხის ძირითადი თანხა გარკვეული პერიოდის განმავლობაში. მაგალითად, კომპანიამ ისესხა $50 მლნ ობლიგაციის გამოშვებით. სიმარტივისთვის, დავუშვათ, რომ კომპანიამ გამოუშვა 50 000 ცალი ობლიგაცია და თითოეულის ნომინალური ფასი იყო $1 000. კომპანიამ აიღო ვალდებულება გადაიხადოს ყოველწლიური საპროცენტო გადასახადი და დააბრუნოს $50 მილიონი წინასწარ დასახელებულ კონკრეტულ თარიღში. არსებობს ოთხი ტიპის ობლიგაცია:

- სახაზინო;
- კორპორატიული;
- მუნიციპალური;
- უცხოური.

სახაზინო ობლიგაციას უშვებს სახელმწიფო იმისათვის, რომ მთავრობამ დააფინანსოს თავისი პროექტები. ამ ობლიგაციას არ აქვთ გადახდისუუნარობის (დეფოლტის) რისკი. მაგრამ მისი ფასი იკლებს საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებასთან ერთად, და ამიტომ იგი არ არის თავისუფალი ყველა რისკისაგან.

კორპორატიულ ობლიგაციას უშვებს კორპორაცია. სახაზინო ობლიგაციისაგან განსხვავებით იგი შეიცავს დეფოლტის რისკს, თუ მის გამომშვებ კომპანიას გაუჩნდა პრობლემები და იგი ვერ შეძლებს აღებული ვალდებულების გადახდას. დეფოლტის რისკს საკრედიტო რისკსაც უწოდებენ.

მუნიციპალურ ობლიგაციებს, ან **"მუნი"**, უშვებს ადგილობრივი მთავრობა (მერია და სხვა ადგილობრივი ადმინისტრაციული ერთეული). იგი სახაზინო ობლიგაციებისაგან განსხვავებით შეიცავს დეფოლტის რისკს, მაგრამ გააჩნია გარკვეული უპირატესობა დაბეგვრის თვალსაზრისით: მასზე მიღებული საპროცენტო სარგებელი არ იბეგრება.

უცხოური ობლიგაციებს უშვებს უცხო ქვეყნის მთავრობები.

ობლიგაციის მნიშვნელოვანი მახასიათებლები

ნომინალური ღირებულება. ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება ის ღირებულებაა, რომელსაც ობლიგაციის გამომშვები (ემიტენტი) გადაიხდის წინასწარ დათქმულ დღეს, ანუ ობლიგაციის განაღდების მომენტში.

საკუპონე საპროცენტო განაკვეთი (კუპონი). ობლიგაცია ავალდებულებს მის გამომშვებს ყოველწლიურად გადაიხადოს ფიქსირებული თანხა საპროცენტო სარგებლის (პროცენტი) სახით. თუ ამ გადასახადს, რომელსაც საკუპონე გადასახადი ჰქვია, გავყოფთ ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებაზე მივიღებთ საკუპონე საპროცენტო განაკვეთს. მაგალითად, თუ კომპანიის MD ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება $1 000 და ის იხდის $100-ს ყოველ წელს საპროცენტო გადასახადის სახით, მაშინ ობლიგაციის

საკუპონე გადახადი იქნება $100, ხოლო საკუპონე საპროცენტო განაკვეთი - 10%=($100/$1 000). სხვაგვარად, $100 არის $1 000-იანი სესხის წლიური რენტა.

ზოგჯერ, ობლიგაციის საკუპონე გადასახადი იცვლება დროთა განმავლობაში. ასეთი მცოცავი განაკვეთის მქონე ობლიგაციისათვის, საკუპონე განაკვეთი დგინდება საწყისი ექვსი თვის მანძილზე და შემდეგ ის გადაიხედება ყოველ ექვს თვეში ერთხელ, საბაზრო განაკვეთის საფუძველზე.

ზოგიერთი ობლიგაცია არ იხდის საკუპონე გადასახადს, მაგრამ თვით ობლიგაციის შეთავაზება ხდება მნიშვნელოვანი ფასდაკლებით (დისკაუნტით). ამ ობლიგაციებს ზერო ობლიგაციები ჰქვია.

განაღდების ვადა. ობლიგაციას აქვს კონკრეტული განაღდების ვადა, როდესაც უნდა დაიფაროს მისი ნომინალური ღირებულება. როგორც წესი, განაღდების ვადა იცვლება 1-დან 40 წლამდე. ცხადია, რომ ყოველწლიურად იკლებს განაღდების ვადის ხანგძლივობა.

ობლიგაციის გამოსყიდვა. კორპორატიული ობლიგაციების უმეტესობა შეიცავს გამოსყიდვის შესაძლებლობას, რაც ობლიგაციის გამომშვებს უფლებას აძლევს გამოისყიდოს ობლიგაცია. გამოსყიდვის უფლება, ზოგადად ადგენს, რომ კომპანიამ ნომინალურ ღირებულებაზე უფრო მეტი უნდა გადაიხადოს, თუ ის გამოიყენებს გამოსყიდვის უფლებას. ამ დამატებით თანხას *გამოსყიდვის საფასური* ჰქვია და ის ერთი წლის საპროცენტო გადახადის ტოლ სიდიდეს წარმოადგენს, თუ ობლიგაცია გამოისყიდეს პირველი წლის განმავალობაში და საფასური იკლებს მუდმივი *INT/N* სიდიდით ყოველ წელს შემდეგი წლებში, სადაც *INT* წლიური პროცენტია, ხოლო N განაღდებამდე დარჩენილი წლების რაოდენობაა. მაგალითად, 10-წლიანი, 10%-იანი კუპონის, $1 000-ს ნომინალური ღირებულების ობლიგაციისთვის გამოსყიდვის საფასური იქნება $100, თუ ის გამოისყიდეს პირველ წელს, $90 - თუ იგი გამოისყიდეს მეორე წელს (დათვლილი, როგორც $100 შემცირებული 10%-ით), და ასე შემდეგ. მაგრამ ობლიგაციის გამოსყიდვა, როგორც წესი, არ ხდება მათი გამოშვებიდან გარკვეული წლების გასვლამდე (5 ან 10 წელი).

საპროცენტო განაკვეთების კლების შედეგად კომპანიას მოუწევს უფრო მეტი საპროცენტო სარგებლის გადახდა. ამიტომ გამოსყიდვის უფლება კომპანიას საშუალებას აძლევს ძველი გამოშვება შეცვალოს ახალი, უფრო დაბალპროცენტიანი გამოშვებით.

დაფარვის სარეზერვო ფონდი. ზოგიერთი ობლიგაცია შეიცავს დაფარვის სარეზერვო ფონდს, რომელიც ხელს უწყობს ობლიგაციის განაღდებას. იშვიათ შემთხვევებში, კომპანიას შეიძლება მოეთხოვოს თანხის დაზოგვა ნდობით აღჭურვილი პირის მეშვეობით, რომელიც მოახდენს ამ თანხის ინვესტირებას, და გამოიყენებს აკუმულირებულ თანხას ობლიგაციის გასანაღდებლად, განაღდების ვადის დადგომისას. ჩვეულებრივ, დაფარვის ფონდი გამოიყენება ყოველ წელს გამოშვების გარკვეული ნაწილის გამოსყიდვისთვის. დაფარვის ფონდის მოთხოვნების არ დაკმაყოფილება გამოიწვევს ობლიგაციის დეფოლტში ჩავარდნას, რამაც შესაძლოა აიძულოს კომპანია

გამოაცხადოს გაკოტრების შესახებ. ცხადია, რომ დაფარვის სარეზერვო ფონდმა შესაძლებელია გამოიწვიოს მნიშვნელოვანი ფულადი სახსრების გასვლა კომპანიიდან. უმეტეს შემთხვევებში, კომპანიას აქვს უფლება დაფარვის სარეზერვო ფონდი იქონიოს შემდეგი ორი ფორმით:

1. კომპანიას შეუძლია გამოისყიდოს (ნომინალური ღირებულებით) ობლიგაციის გარკვეული ნაწილი ყოველ წელს; მაგალითად, მას შეუძლია გამოისყიდოს საერთო ღირებულების 5% ყოველ წელს;
2. კომპანიამ შესაძლებელია შეიძინოს ობლიგაციების მოთხოვნილი რაოდენობა ღია ბაზარზე.

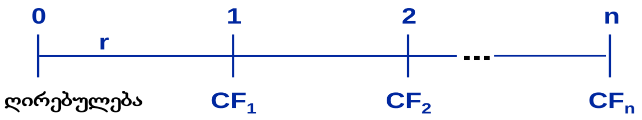
კომპანია აირჩევს იმ მეთოდს, რომელიც დაბალხარჯიანია. თუ საპროცენტო განაკვეთებმა მოიმატა, რაც გამოიწვევს ობლიგაციის ფასის კლებას, კომპანია იყიდის ობლიგაციებს ღია ბაზარზე დისკაუნტით; თუ საპროცენტო განაკვეთები დაეცა, მაშინ ის გამოისყიდის ობლიგაციებს. შევნიშნოთ, რომ გამოსყიდვა დაფარვის სარეზერვო ფონდის მიზნებისთვის საკმაოდ განსხვავდება ზემოთ მოყვანილი რეფინანსირებისგან. დაფარვის სარეზერვო ფონდის გამოსყიდვა არ ითვალისწინებს გამოსყიდვის საფასურს, მაგრამ, როგორც წესი, გამოშვების ძალიან მცირე პროცენტი გამოისყიდება ყოველ წელს. მართალია, დაფარვის ფონდი იქმნება ობლიგაციის მფლობელების დასაცავად განაღდების პრობლემებისაგან, მაგრამ უნდა ვიცოდეთ, რომ დაფარვის ფონდი ობლიგაციის მფლობელების საზიანოდ მუშაობს. მაგალითად, ობლიგაცია იხდის 10%-ს და ანალოგიურ ობლიგაციებზე ამონაგების ნორმა შემცირდა 7.5%-მდე. დაფარვის სარეზერვო ფონდის მოთხოვნებით ინვესტორმა უნდა გაყიდოს ობლიგაცია, რომელიც იხდის $100-ს და იყიდოს ობლიგაცია, რომელიც იხდის $75-ს. ცხადია, ეს აზარალებს გამოსყიდვის უფლების მქონე ობლიგაციის მფლობელებს.

ობლიგაციის შეფასება

ნებისმიერი ფინანსური აქტივის – აქციის, ობლიგაციის, ლიზინგის, ისეთი ფიზიკური აქტივისაც კი, როგორიცაა შენობები ან მანქანა-დანადგარების - ღირებულება უბრალოდ წარმოადგენს აქტივის მიერ გამომუშავებული ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულებას.

სურათი 1

ფინანსური აქტივის ღირებულება



$$PV = \frac{CF_1}{(1+r)^1} + \frac{CF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{CF_n}{(1+r)^n}.$$

თუ კომპანიამ გამოუშვა $1 000-იანი ნომინალური ღირებულების, 15-წლიანი, 10%-იანი კუპონის ობლიგაცია, მაშინ მისი ფასი გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$V_B = \frac{\text{INT}}{(1+r_d)^1} + \frac{\text{INT}}{(1+r_d)^2} + \dots + \frac{\text{INT}}{(1+r_d)^N} + \frac{M}{(1+r_d)^N}$$

$$= \sum_{t=1}^{N} \frac{\text{INT}}{(1+r_d)^t} + \frac{M}{(1+r_d)^N} = \text{INT}\left(\frac{1-\frac{1}{(1+r_d)^N}}{r_d}\right) + \frac{M}{(1+r_d)^N} \qquad (1)$$

სადაც,

INT = (კუპონი)x (ნომინალური ღირებულება).

M = განაღდების ღირებულება, ანუ ნომინალური ღირებულება.

r_d = ობლიგაციის საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი=10%. ეს ის სადისკონტო განაკვეთია, რომლითაც ხდება ობლიგაციის ფულადი ნაკადის დისკონტირება. მას, ასევე, ეწოდება „მოქმედი საპროცენტო განაკვეთი". იგი არ არის საკუპონე განაკვეთი. თუ საკუპონე განაკვეთი მისი ტოლია, მაშინ ობლიგაცია ნომინალურ ღირებულებით გაიყიდება.

N = განაღდებამდე დარჩენილი წლების რაოდენობა.

ამ ფორმულის გამოყენებით, კომპანიის მიერ გამოშვებული ობლიგაციის ფასი იქნება:

$$V_B = \sum_{t=1}^{15} \frac{\$100}{(1.10)^t} + \frac{\$1,000}{(1.10)^{15}} = \$1,000$$

ობლიგაციის ღირებულების ცვლილება დროში. ობლიგაციის გამოშვების მომენტში, როგორც წესი, საკუპონე საპროცენტო განაკვეთი დგინდება იმ დონეზე, რომ

ობლიგაციის საბაზრო ფასი გაუტოლდეს მის ნომინალურ ღირებულებას. თუ საკუპონე განაკვეთი უფრო დაბალ დონეზე დაწესდა, მაშინ ინვესტორები არ იქნებიან თანახმა მასში გადაიხადონ 1 000$, მაშინ როცა საკუპონე განაკვეთის უფრო მაღალ დონეზე დაწესების დროს, ინვესტორები გაზრდიან მოთხოვნას ობლიგაციაზე, რაც გამოიწვევს მისი ფასის ზრდას 1 000$-ზე ზემოთ.

ახლად გამოშვებულ ობლიგაციას ახალი გამოშვება ჰქვია. უკვე გამოშვებული ობლიგაციას განთავსებული ობლიგაცია ჰქვია. ახლად გამოშვებული ობლიგაცია, როგორც წესი, ნომინალურ ღირებულებასთან მიახლოებულ ფასად იყიდება. მაგრამ განთავსებული ობლიგაციის ფასი ძალიან განსხვავდება ნომინალური ღირებულებისაგან.

კომპანიის ობლიგაცია, 10%-იანი კუპონით, გამოშვების მომენტში ნომინალურ ფასად გაიყიდა. თუ r_d არ შეიცვალა, ანუ 10%-ის დონეზეა, მაშინ რა იქნება ობლიგაციის ფასი ერთი წლის შედეგ? ახლა უკვე განაღდების ვადამდე დარჩა 14 წელი, ამიტომ N=14. ფინანსური კალკულატორის ან Excel-ს გამოყენებით გამოყენებით მივიღებთ, რომ PV=$1 000. თუ გავარგძელებთ გამოთვლებს და გამოვთვლით ობლიგაციის ფასს N=13, N=12 ა.შ, პერიოდებისთვის ვნახავთ, რომ ყოველთვის PV=1 000$ მანამ, სანამ მოქმედი საპროცენტო განაკვეთი უცვლელია, ანუ 10%-ია.

ახლა დავუშვათ, რომ საპროცენტო განაკვეთები დაეცა, 10-დან 5%-მდე, მას შემდეგ რაც კომპანიამ გამოუშვა ობლიგაციები. მაშინ 5%-ით დისკონტირების შედეგად ობლიგაციის ფასი იქნება:

$$V_B = \$100\left(\frac{1-\frac{1}{(1.05)^{14}}}{0.05}\right)+\frac{\$1{,}000}{(1.05)^{14}} = \$1{,}494$$

მაშასადამე, როდესაც r_d ნაკლებია საკუპონე განაკვეთზე, ობლიგაცია უნდა გაიყიდოს ნომინალურ ფასზე უფრო მაღალ ფასად, ანუ პრემიით.

ის ფაქტი, რომ საპროცენტო განაკვეთი დაეცა 5%-მდე ნიშნავს, რომ თუ თქვენ გქონდათ $1 000 ინვესტირებისთვის, თქვენ შეგეძლოთ ახალი ობლიგაციის ყიდვა. მიუხედავად იმისა, რომ ეს ახალი ობლიგაცია იხდის $50-ს საპროცენტო სარგებლის სახით, და არა - $100-ს. ბუნებრივია, თქვენ ამჯობინებთ $100-ს მიღებას, ამიტომ თანახმა იქნებოდით $1 000-ზე მეტი გადაგეხადათ კომპანიის ობლიგაციაში იმისათვის, რომ მაღალი პროცენტი მიიღოთ. ყველა ინვესტორი ამასვე მოინდომებს, რაც გაზრდის კომპანიის ობლიგაციის ფასს $1 494-მდე; ამ ფასისთვის ობლიგაციას იგივე უკუგების ნორმა ექნება, ანუ 5%.

დავუშვათ, რომ საპროცენტო განაკვეთი უცვლელი დარჩება შემდეგი 14 წლის მანძილზე, რა მოუვა კომპანიის ობლიგაციის ფასს? იგი თანდათან დაეცემა დღევანდელი $1 494-დან $1 000-მდე განაღდების მომენტში. ამის დანახვა მარტივად შეიძლება ფინანსური კალკულატორის, ან Excel-ის გამოყენებით.

შევნიშნოთ, რომ თუ თქვენ იყიდეთ ობლიგაცია $1 494-ად და გაყიდეთ ერთი წლის შემდეგ, როდესაც r_d უცვლელია და 5%-ის დონეზეა, მაშინ თქვენ ზარალი იქნება $25.25 იმიტომ, რომ ერთი წლის შემდეგ ობლიგაციის ფასი იქნება $1,469.68, აქედან გამომდინარე, საერთო უკუგება იქნება $100-$25.25=$74.75. თქვენი საერთო უკუგების ნორმა შედგება სადივიდენდო ამონაგებს (მას, ასევე, ჰქვია მიმდინარე მოგების ნორმა) პლუს უკუგების ნორმა კაპიტალდაბანდებაზე, რომელიც გამოითვლება შემდეგნაირად:

მიმდინარე მოგების ნორმა = $100/1,494.93 = 0.0669 = 6.69%
კაპიტალდაბანდებაზე უკუგების ნორმა =-25.25/1,494.93=0.0169= -1.69%
საერთო უკუგების ნორმა = 74.75/1,494.93 = 0.0500 = 5.00%
თუ, პირიქით, საპროცენტო განაკვეთი ეკონომიკაში გაიზარდა 10-დან 15%-მდე, მაშინ ობლიგაციის ფასი დაიკლებს $713.78-მდე. ამ შემთხვევაში, ამბობენ, რომ ობლიგაცია იყიდება დისკაუნტით, და საერთო უკუგების ნორმა ისევ მიმდინარე მოგების ნორმის და კაპიტალდაბანდებაზე უკუგების ნორმის ჯამია. მაგრამ ამ შემთხვევაში, კაპიტალდაბანდებაზე უკუგების ნორმა დადებითია იმიტომ, რომ ყოველ წელს ობლიგაციის ფასი იმატებს და განაღდების მომენტში გახდება 1 000$. მაგალითად, ერთი წლის შემდეგ ობლიგაციის ფასი იქნება 720.84$, ანუ კაპიტალდაბანდებაზე უკუგება $7.06=(720.84$-713.78$). საბოლოოდ, საერთო უკუგება შეიძლება შემდეგნაირად გამოითვალოს:

მიმდინარე მოგების ნორმა =$100/713.78 = 0.1401 = 14.1%
კაპიტალდაბანდებაზე უკუგების ნორმა =$7.06/713.78 = 0.0099 = 0.99%
საერთო უკუგების ნორმა = 107.06/713.78= 0.1500 = 5.00%

აქედან გამომდინარე, შესაძლებელია გამოვყოთ შემდეგი მნიშვნელოვანი მომენტები:

1. მანამ, სანამ მოქმედი საპროცენტო განაკვეთი საკუპონე განაკვეთის ტოლია, ობლიგაცია გაიყიდება ნომინალურ ფასად. ჩვეულებრივ, ობლიგაციის გამოშვების მომენტში საკუპონე განაკვეთი უდრის მოქმედ განაკვეთს, რაც იწვევს ობლიგაციის ნომინალში გაყიდვას.
2. საპროცენტო განაკვეთები ყოველთვის იცვლება, მაგრამ საკუპონე განაკვეთი უცვლელია ობლიგაციის განაღდების ვადამდე. თუ მოქმედი საპროცენტო განაკვეთი გადააჭარბებს საკუპონე განაკვეთს, მაშინ ფიქსირებულ განაკვეთიანი ობლიგაციის ფასი ეცემა ნომინალზე დაბლა. ასეთ ობლიგაციას ჰქვია დისკაუნტ-ობლიგაცია.
3. როდესაც მოქმედი საპროცენტო განაკვეთი დაეცემა საკუპონე განაკვეთის დაბლა, ფიქსირებულ-განაკვეთიანი ობლიგაციის ფასი იზრდება ნომინალზე ზევით. ამ ობლიგაციას ჰქვია პრემიუმ-ობლიგაცია.

4. მაშასადამე, საპროცენტო განაკვეთების ზრდა გამოიწვევს ობლიგაციის ფასის კლებას და, პირიქით - საპროცენტო განაკვეთების შემცირება გამოიწვევს ობლიგაციის ფასის ზრდას.
5. ობლიგაციის საბაზრო ფასი უახლოვდება მის ნომინალურ სიდიდეს, $1 000-ს, ობლიგაციის განაღდების თარიღის მოახლოებასთან ერთად.

ობლიგაციის მოგებები

ობლიგაციასთან დაკავშირებით მოგება არსებობს:

მოგების ნორმა განაღდების მომენტისთვის. დავუშვათ, რომ თქვენ შემოგთავაზეს 14-წლიანი, 10%-იანი კუპონის, $1 000-ის ნომინალის ობლიგაცია, $1 494.93-ად. რა საპროცენტო სარგებელს მიიღებთ, თუ თქვენ იყიდით ასეთ ობლიგაციას და იქონიებთ მას განაღდებამდე? ამ განაკვეთს, *განაღდების ამონაგები* (*YTM*) ჰქვია და წარმოადგენს შემდეგი განტოლების სადისკონტო განაკვეთს:

$$V_B = \$1{,}494.93 = \frac{\$100}{(1+r_d)^1} + \ldots + \frac{\$1{,}100}{(1+r_d)^{14}}$$

ამ განტოლების ამოსხნა სადისკონტო განაკვეთის მიმართ გვაძლევს პასუხს: r_d=5%.

ამონაგები განაღდებამდე იგივეა, რაც საერთო უკუგების ნორმა.

მოგების ნორმა გამოსყიდვის მომენტში. თუ თქვენ ფლობთ ობლიგაციას გამოსყიდვის უფლებით და კომპანია გამოისყიდის მას განაღდებამდე, მაშინ თქვენ ვერ მიიღებთ ამონაგებს განაღდებამდე. მაგალითად, თქვენი ობლიგაციის კუპონი 10%-ია და საპროცენტო განაკვეთი დაეცა 5%-მდე, კომპანია გამოიძახებს თქვენ ობლიგაციას იმისათვის, რომ გამოუშვას ახალი 5%-იანი ობლიგაცია, რითაც დაზოგავს $100-$50=$50 საპროცენტო გადასახადს ყოველ წელს.

ამ შემთხვევაში, ინვესტორები ითვლიან *გამოსყიდვის ამონაგებს* (*YTC*), და არა განაღდების ამონაგებს (*YTM*). შესაბამის ფორმულას აქვს შემდეგი სახე:

$$ობლიგაციის\ ფასი = \sum_{t=1}^{N} \frac{\text{INT}}{(1+r_d)^t} + \frac{გამოძახების\ ფასი}{(1+r_d)^N} \qquad (2)$$

აქ N არის გამოსყიდვამდე ობლიგაციის ფლობის წლების რაოდენობა; გამოსყიდვის ფასი არის ის ფასი, რომელიც კომპანიამ უნდა გადაიხადოს იმისათვის, რომ გამოისყიდოს ობლიგაცია (როგორც წესი, იგი უდრის ნომინალს პლუს ერთი წლის პროცენტი), ხოლო r_d არის ამონაგების ნორმა გამოსყიდვის მომენტში.

საპროცენტო განაკვეთის რისკი. ობლიგაციის ფასის ცვლილებას საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების შედეგად, ***საპროცენტო განაკვეთის რისკი*** ჰქვია.

როგორც სურათი 2-დან ჩანს, საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას 10-წლიანი ობლიგაციის ფასები უფრო მკვეთრი ცვლილებით პასუხობენ, ვიდრე 1-წლიანი ობლიგაციის ფასები, ამიტომ 10-წლიანი ობლიგაცია უფრო რისკიანია.

სურათი 2.

1-წლიანი ობლიგაცია უფრო მეტად რისკიანია 10-წლიანთან შედარებით, თუ საკუპონე განაკვეთი 10%-ია?

<u>საპროცენტო განაკვეთის რისკი</u>: r_d ზრდა იწვევს ფასის კლებას.

r_d	1-წელი	ცვლილება	10-წელი	ცვლილება
5%	$1,048		$1,386	
10%	1,000	4.8%	1,000	38.6%
15%	956	4.4%	749	25.1%

სხვადასხვა განაღდების ვადის მქონე (გრძელვადიანი და მოკლევადიანი) ობლიგაციების ფასების რეაგირების ხარისხი საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებზე სხვადასხვაა. მაგალითად, თქვენ იყიდეთ 14-წლიანი, 10%-იანი ობლიგაცია. ახლა დავუშვათ, რომ საპროცენტო განაკვეთები შესადარისი რისკის მქონე ობლიგაციებზე გაიზარდა 15%-მდე. თქვენ შემდეგი 14 წლის მანძილზე მიიღებთ მხოლოდ 100$-ს. მეორე მხრივ, თუ თქვენ იყიდეთ 1-წლიანი ობლიგაცია, თქვენ მხოლოდ ერთი წლის მანძილზე მიიღებთ 100$-ს. ერთი წლის თავზე თქვენ უკან დაიბრუნებდით 1 000$-ს, და შეგეძლოთ მისი ინვესტირება 15%-იან ობლიგაციაში, ანუ 150$-ის მიღება ყოველ წელს შემდეგი 13 წლის მანძილზე.

რეინვესტირების რისკი. ჩვენ ვნახეთ, რომ საპროცენტო განაკვეთის ზრდა “ცუდათ” იმოქმედებს ობლიგაციის მფლობელებზე იმიტომ, რომ გამოიწვევს ობლიგაციის ფასის შემცირებას. მაგრამ საპროცენტო განაკვეთის კლება, ასევე, უარყოფითად იმოქმედებს ობლიგაციის მფლობელებზე? პასუხი დადებითია იმიტომ, რომ შეამცირებს ობლიგაციის მფლობელის შემოსავალს. საპროცენტო განაკვეთის შემცირების შემთხვევაში, მაგალითად, 10%-იანი ობლიგაციების გამოსყიდვა მოხდება და ისინი შეიცვლება 5%-იანი ობლიგაციებით, რაც ნიშნავს, რომ ობლიგაციის მფლობელები

ნაკლები შემოსავალს მიიღებენ. ობლიგაციის გამოსყიდვა რომც არ მოხდეს, მისი განაღდების შემთხვევაში, იგი მაინც დაბალ-შემოსავლიანი ობლიგაციებით შეიცვლება.

საპროცენტო განაკვეთების შემცირებით გამოწვეული შემოსავლების კლების რისკს ***რეინვესტირების განაკვეთის რისკი*** ჰქვია. როგორც წესი, რეინვესტირების განაკვეთის რისკი მაღალია გამოსყიდვის ობლიგაციებზე, ასევე, მოკლევადიან ობლიგაციებზე, იმიტომ რომ მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდში არის შესაძლებელი ჯერ კიდევ მაღალი შემოსავლების მიღება და ვადის გასვლის შემდეგ იძულებული გახდებით დაბალ-შემოსავლიანი ობლიგაციები შეიძინოთ. აქედან გამომდინარე, გრძელვადიანი ობლიგაციების მფლობელი უფრო მოგებულია ამ სიტუაციაში.

საპროცენტო განაკვეთის და რეინვეტირების განაკვეთის რისკის შედარება. საპროცენტო განაკვეთის რისკი დაკავშირებულია ობლიგაციის ფასთან პორტფელში, ხოლო რეივესტირების განაკვეთის რისკი კი - პორტფელის მიერ გამომუშავებულ შემოსავალთან. თუ თქვენ გაქვთ გრძელვადიანი ობლიგაცია, მაშინ თქვენ აწყდებით *საპროცენტო განაკვეთის რისკს,* ხოლო თუ თქვენ გაქვთ მოკლევადიანი ობლიგაცია, მაშინ თქვენ აწყდებით *რეინვესტირების განაკვეთის რისკს.*

საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების დეტერმინანტები.

სავალო ინსტრუმენტის ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი r, მოიცავს: ურისკო საპროცენტო განაკვეთს r*, პლუს ინფლაციის საფასური, პლუს რისკიანობა და ლიკვიდობა. ეს კავშირი შეიძლება შემდეგნაირად გამოისახოს:

$$\text{საპროცენტო განაკვეთი} = r^* + \text{IP} + \text{DPR} + \text{LP} + \text{MRP} \qquad (3)$$

სადაც

r = ნომინალური საპროცენტო განაკვეთია. არსებობენ სხვადასხვა ფასიანი ქაღალდები და შესაბამისად, არსებობენ სხვადასხვა საპროცენტო განაკვეთები.

r* = რეალური ურისკო საპროცენტო განაკვეთი. ის წარმოადგენს იმ განაკვეთს, რომელიც არსებობს ურისკო ფასიან ქაღალდზე თუ ინფლაცია არ არის მოსალოდნელი. ამ განაკვეთის ქვეშ იგულისხმება მოკლევადიან სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდზე საპროცენტო განაკვეთი, ისეთ გარემოში სადაც არ არის ინფლაცია. რეალური საპროცენტო განაკვეთი ყოველთვის იცვლება და დამოკიდებულია ეკონომიკურ სიტუაციებზე, კერძოდ: კორპორაციების და სხვა მსესხებლების უკუგების ნორმაზე, რომლის მიღებასაც ისინი მოელიან საწარმოო აქტივებზე, და მოსახლეობის დროით უპირატესობებზე (პრეფერენციები) დღევანდელ და მომავალ მოხმარებას შორის.

$r_{RF} = r^* + IP$, წარმოადგენს ნომინალურ ურისკო საპროცენტო განაკვეთს ისეთ ფასიან ქაღალდზე, როგორცაა სახაზინო თამასუქი, რომელიც ძალიან ლიკვიდურია და თავისუფალია უმეტესი სახის რისკებისაგან. შევნიშნოთ, რომ იგი შეიცავს ინფლაციის საფასურს.

DRP =გადახდისუუნარობის რისკის საფასური. ეს საფასური ასახავს იმის ალბათობას, რომ ფასიანი ქაღალდის გამომშვები (ემიტენტი) არ გადაიხდის პროცენტს ან ძირითად თანხას დადგენილ ვადაში. DRP ნულის ტოლია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისათვის, მაგრამ იგი იზრდება როდესაც იზრდება ემიტენტის რისკიანობა. მაღალრეიტინგიანი კორპორაციებისთვის დაბალია გადახდისუუნარობის რისკი, ამიტომ მათი საპროცენტო განაკვეთი დაბალია. ერთი და იგივე თვისებების მქონე (განაღდების ვადა, ლიკვიდობა და სხვა) სახელმწიფო და კორპორატიული ობლიგაციებისთვის, სხვაობა საპროცენტო განაკვეთებს შორის არის გადახდისუუნარობის რისკის საფასური (DRP).

LP = ლიკვიდობის საფასური. ამ საფასურს ადგენს გამსესხებელი იმ ფაქტის ასახვისთვის, რომ ზოგიერთი ფასიანი ქაღალდის ფულში გადაქცევა მოკლე ვადაში "გონივრულ" ფასად შეუძლებელია. LP ძალიან დაბალია სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისთვის და მსხვილი და სტაბილური კომპანიების მიერ გამოშვებული ფასიანი ქაღალდებისთვის, მაგრამ იგი მაღალია მცირე ზომის კომპანიების მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებზე. ლიკვიდობის საფასურის ზუსტად გაზომვა ძალიან ძნელია, მაგრამ 0.04 ან 0.05%-იანი სხვაობა მაინც არსებობს ყველაზე სწრაფად ლიკვიდურ და ყველაზე ძნელად ლიკვიდურ ფინანსურ აქტივებს შორის.

MRP=ვადიანობის რისკის საფასური. რაც უფრო გრძელვადიანია ობლიგაცია, სახელმწიფო ობლიგაციების ჩათვლით, მით უფრო მეტად განიცდიან ისინი ფასების მნიშვნელოვანი კლების რიკს, ამიტომ გამსესხებელი აწესებს ვადიანობის რისკის საფასურს ამ ფაქტის ასახვისთვის. სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები არ განიცდიან გადახდისუუნარობის რისკს რადგან ითვლება, რომ სახელმწიფო ყოველთვის შეასრულებს თავის ვალდებულებას. ამიტომ, გადახდისუუნარობის რისკის საფასური სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდებისთვის ნულის ტოლია. მაგრამ ნებისმიერი ობლიგაციის ფასი დამოკიდებულია საპროცენტო განაკვეთზე, ამიტომ საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება იმოქმედებს მის ფასზეც. განსაკუთრებით, გრძელვადიანი ობლიგაციები განიცდიან ***საპროცენტო განაკვეთის რისკს.***

ვადიანობის რისკის საფასური ზრდის საპროცენტო განაკვეთს გრძელვადიან ობლიგაციებზე მოკლევადიან განაკვეთებთან შედარებით. უნდა აღინიშნოს, რომ თუ გრძელვადიანი ობლიგაცია უფრო საპროცენტო განაკვეთის რისკის ქვეშ ვარდება, მოკლევადინი ობლიგაცია ექვემდებარება ***რეინვესტირების განაკვეთის რისკს.*** თუ მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდი განაღდდა და მიღებული თანხა რეინვესტირებულია, მაშინ საპროცენტო განაკვეთების დაცემა გამოიწვევს უფრო დაბალპროცენტიან ინვესტირებას, რაც შეამცირებს საპროცენტო შემოსავალს.

აქცია და მისი ფასი

ჩვეულებრივი აქციის მფლობელები, აქციონერები, კომპანიის მფლობელები არიან, ამის გამო მათ გარკვეული უფლებები და პრივილეგიები გააჩნიათ.

კომპანიის კონტროლი. აქციონერებს უფლება აქვთ აირჩიონ დირექტორები, რომლებიც, თავის მხრივ, აირჩევენ მენეჯერებს კომპანიის სამართავად. ყოველი აქცია ერთ ხმას ნიშნავს.

აქციების შეძენის უპირატესი უფლება. აქციონერებს აქვთ უფლება იყიდონ დამატებითი აქციები, რომელსაც აქციების შეძენის უპირატესი უფლება ჰქვია. ეს უფლება საშუალებას აძლევს არსებულ აქციონერებს შეინარჩუნონ კონტროლი კომპანიაზე, რაც იცავს მათ არსებული აქციონერებისაგან სიმდიდრე არ გადავიდეს ახალ აქციონერებზე. ამ უფლების არარსებობის პირობებში მენეჯმენტს შეუძლია გამოუშვას აქციების დიდი პაკეტი უფრო დაბალ ფასად და თვითონ შეიძინოს ის და გახდეს კომპანიის საკონტროლო პაკეტის მფლობელი. მაგალითად, დავუშვათ, რომ კომპანიას გამოშვებული აქვს 1 000 ცალი აქცია, რომელიც იყიდება $100-ად, მაშინ კომპანიის საბაზრო ღირებულება $100 000-ია. თუ დამატებით 1 000 ცალი აქცია გაიყიდა $50-ად, მაშინ კომპანიის ღირებულება გაიზრდება $150 000-მდე, მაგრამ კომპანიის ღირებულება აქციაზე იქნება $75, რაც ნიშნვს, რომ ძველმა აქციონერებმა დაკარგეს $25, ხოლო ახალმა აქციონერებმა მოიგეს $25. ***აქციის შეძენის უპირატესი უფლება*** იცავს არსებულ აქციონერებს ასეთი შემთხვევისაგან.

აქციების ბაზარი. ზოგიერთი კომპანია იმდენად მცირე ზომისაა, რომ მისი აქციები ინტენსიურად არ იყიდება, მათ მხოლოდ რამდენიმე ადამიანი ფლობს, რომლებიც ძირითადად, კომპანიის მენეჯერები არიან. ასეთ კომპანიებს კერძო კომპანიები ჰქვია. იმ კომპანიებს, რომლებიც საჯაროდ ყიდიან თავიანთ აქციებს საჯარო კომპანიები ჰქვია.

აქციის საბაზრო ტრანსაქციების ტიპები.

1. *საჯარო კომპანიის მიერ გამოშვებული აქციები: მეორადი ბაზარი.* უკვე გამოშვებული აქციების, ანუ გამოყენებული აქციების ბაზარი არის მეორადი ბაზარი. თუ კომპანიის ერთ-ერთი აქციონერი ყიდის საკუთარ 100 ცალ აქციას, ეს გარიგება განხორციელდება მეორად ბაზრებზე. კომპანია არ იღებს დამატებით თანხებს ამ გარიგებით.
2. *საჯარო კომპანიის მიერ აქციების ახალი გამოშვების განთავსება (IPO): პირველადი ბაზარი.* თუ კომპანია გადაწყვეტს ახალი აქციების გამოშვებას ახალი სააქციო კაპიტალის მოზიდვის მიზნით, ამ გარიგებას ადგილი აქვს პირველად ბაზარზე.
3. *აქციების თავდაპირველი განთავსება (IPO).* როდესაც კერძო კომპანია პირველად გადის ბაზარზე და საჯაროდ აპირებს აქციების გაყიდვას, ამ გარიგებას ჰქვია საჯაროება, და იმ აქციების ბაზარს, რომელიც პირველად გამოვიდა საჯარო გაყიდვებში ჰქვია აქციების თავდაპირველი საჯარო განთავსება (IPO).

აქციების შეფასება. ჩვეულებრივი აქცია მფლობელობის ინტერესს წარმოადგენს კომპანიაში, მაგრამ ტიპიური ინვესტორისთვის აქციას ორი მახასიათებელი აქვს:

1. აქცია მის მფლობელს აძლევს დივიდენდების მიღების შესაძლებლობას, მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ კომპანიამ მიიღო გაუნაწილებელი მოგება, გასაცემი დივიდენდის გარდა, და მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მენეჯმენტი გადაწყვეტს გასცეს დივიდენდები იმის ნაცვლად, რომ მოახდინოს ამ თანხის რეინვესიტრება კომპანიაში. ობლიგაციისაგან განსხვავებით, რომელიც შეიცავს საპროცენტო სარგებლის გადახდის დაპირებას, ჩვეულებრივი აქცია არ იძლევა ასეთ დაპირებას. თუ თქვენ ფლობთ ჩვეულებრივ აქციას თქვენ შეიძლება მოელოდეთ დივიდენდის მიღებას.
2. აქცია შესაძლებელია გაიყიდოს მომავალში იმ იმედით, რომ მისი ფასი მეტი იქნება შესყიდვის ფასზე. თუ აქცია მართლაც გაიყიდა უფრო მაღალ ფასად, ინვესტორი მიიღებს დადებით ამონაგებს. ზოგადად, ინვესტორები თუ არ მოელიან დადებით უკუგებას, ისინი არ იყიდიან აქციას.

აქციის ფასის გამოთვლაში გამოყენებული ცვლადები

D_t = დივიდენდი, რომლის მიღებასაც მოელის ინვესტორი t-ური წლის ბოლოს. D_0 არის უკვე გაცემული დივიდენდი. D_1 არის პირველი მოსალოდნელი დივიდენდი, და ის გაიცემა პირველი წლის ბოლოს; D_2 მეორე წლის ბოლოს მოსალოდნელი დივიდენდია და ა.შ. ამიტომ მათი შეფასება შეიძლება განსხვავდებოდეს ინვესტორებს შორის.

P_0 = აქციის მიმდინარე საბაზრო ფასი.

$\hat{P}_t$ = აქციის მოსალოდნელი ფასი t–ური წლის ბოლოს. არის ფუნდამენტური ფასი; $\hat{P}_1$ არის მოსალოდნელი ფასი პირველი წლის ბოლოს, და ა.შ. შევნიშნოთ, რომ აქციის ფუნდამენტური ფასია დღეს, რომელიც ეფუძნება კონკრეტული ინვესტორის შეფასებას აქციის მოსალოდნელი დივიდენდების ნაკადის და ამ ნაკადის რისკიანობის შესახებ. მაშინ როცა, საბაზრო ფასი P_0 ფიქსირებულია და იდენტურია ყველა ინვესტორისთვის, $\hat{P}_0$ განსხვავებულია ინვესტორებს შორის და დამოკიდებულია იმაზე რამდენად ოპტიმისტურად უყურებენ ინვესტორები ამ კომპანიას. "ქუდი" ამ სიმბოლოში აღნიშნავს იმ ფაქტს, რომ ის შეფასებითი სიდიდეა. $\hat{P}_0$ არის კონკრეტული ინვესტორის ფუნდამენტური ღირებულების შეფასება მოცემულ მომენტში, იგი შესაძლებელია P_0-ზე მეტი ან ნაკლები იყოს, მაგრამ ინვესტორი მაშინ იყიდის ამ აქციას, თუ $\hat{P}_0$ მეტი ან ტოლი იქნება P_0-ზე.

D_1/P_0 = მოსალოდნელი დივიდენდის ამონაგები მომდევნო წლის მანძილზე.

$\frac{P_1 - P_0}{P_0}$ = მოსალოდნელი ამონაგების ნორმა კაპიტალზე მომდევნო წლის მანძილზე.

g = დივიდენდების მოსალოდნელი ზრდის ტემპი, ისე როგორც ამას აპროგნოზებს ზღვრული ინვესტორი. სხვადასხვა ინვესტორებს განსხვავებული შეფასებები აქვთ ამ ზრდის ტემპის შესახებ, მაგრამ საბაზრო ფასი დგინდება ზღვრული ინვესტორის მიერ შეფასებული g-ს საფუძველზე.

r_s = მინიმუმ მისაღები, ანუ უკუგების მოთხოვნილი ნორმა

$\hat{r}_s$ = უკუგების მოსალოდნელი ნორმა, რომლის მიღებასაც ინვესტორი მოელის აქციის ყიდვის შედეგად. უკუგების მოთხოვნილი ნორმა მეტი ან ტოლი უნდა იყოს r_s-ზე იმისათვის, რომ ინვესტორმა იყიდოს აქცია. $= D_1/P_0 + \frac{P_1 - P_0}{P_0}$.

$\overline{r_s}$ = უკუგების რეალიზებული ნორმა. თქვენ შესაძლოა მოელით რომ მიიღებთ $\hat{r}_s$=15%-ს, მაგალითად, თუ იყიდეთ, კომპანიის აქციას დღეს, მაგრამ ბაზარი ჩავარდა, მაშინ თქვენს მიერ რეალიზებული უკუგება ნაკლები იქნება მოსალოდნელზე, შესაძლოა უარყოფითიც კი.

მოსალოდნელი დივიდენდები როგორც აქციის ფასის შეფასების საფუძველი. ნებისმიერი ფინანსური აქტივის შემთხვევაში, აქციის წონასწორული ფასი წარმოადგენს ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულებას. რა ფულად ნაკადს მოელის აქციის მფლობელი? ის ფულადი ნაკადი, რომელსაც მიიღებთ აქციის ფლობით არის დივიდენდების ნაკადი და ამიტომ აქციის ფასი განისაზღვრება შემდეგნაირად:

$$\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1+r_s)^t} \qquad (4)$$

რა შეიძლება ითქვას უფრო ტიპიურ შემთხვევაზე, როდესაც თქვენ ფლობთ აქციას გარკვეული პერიოდის განმავლობაში და შემდეგ გაყიდით, რა იქნება მისი ფასი $\hat{P}_0$ ამ დროს? თუ გამოვრიცხავთ იმ შემთხვევას, რომ კომპანია ლიკვიდირებულ უნდა იქნას ან უნდა გაიყიდოს, მისი აქციის ფასი განისაზღვრება (3) განტოლებით. ამაში რომ დავრწმუნდეთ გავითვალისწინოთ, რომ ყოველი ინვესტორისთვის მოსალოდნელი ფულადი ნაკადი შეიცავს მოსალოდნელ დივიდენდებს პლუს აქციის მოსალოდნელი გასაყიდი ფასი. მაგრამ, გასაყიდი ფასი, რომელსაც არსებული, მიმდინარე ინვესტორი მიიღებს დამოკიდებული იქნება იმ დივიდენდებზე, რომელსაც მომავალი ინვესტორი მოელის. ამიტომ, ყველა დღევანდელი და მომავალი ინვესტორისთვის საერთოდ,

მოსალოდნელი ფულადი ნაკადი უნდა ეფუძნებოდეს მოსალოდნელ მომავალ დივიდენდებს.

(4) ფორმულის სანდოობა შესაძლებელია შემოწმდეს შემდეგ კითხვაზე პასუხის გაცემით: დავუშვათ, თქვენ იყიდეთ აქცია და ვარაუდობთ, რომ ერთი წლის განმავლობაში არ გაყიდით. თქვენ ერთი წლის განმავლობაში მივიღებთ დივიდენდებს პლუს $\hat{P}_1$ როდესაც გაყიდით აქციას წლის ბოლოს. მაგრამ რა განსაზღვრავს $\hat{P}_1$-ს? პასუხი ის არის, რომ იგი განისაზღვრება როგორც მიმდინარე ღირებულება მეორე წლის განმავლობაში მოსალოდნელ დივიდენდებს პლუს აქციის ფასი მეორე წლის ბოლოს, რომელიც, თავის მხრივ, განისაზღვრება როგორც მესამე წლის განმავლობაში მოსალოდნელ დივიდენდებს პლუს აქციის ფასი მესამე წლის ბოლო და ა.შ. ამ პროცესის ამსახველია ფორმულა (4).

მუდმივი ზრდის ტემპის აქციები. თუ ფორმულაში (4), დავუშვებთ, რომ ყოველი მომდევნო წლის დივიდენდი იზრდება მუდმივი g განაკვეთით, მაშინ ფორმულა მიიღებს სახეს, რომელსაც *მუდმივი ზრდის მოდელი* ჰქვია.

$$\hat{P}_0 = \frac{D_0(1+g)}{(1+r_s)^1} + \dots + \frac{D_0(1+g)^{\infty}}{(1+r_s)^{\infty}} =$$

$$= D_0 \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r_s)^t} = \frac{D_0(1+g)}{r_s - g} = \frac{D_1}{r_s - g} \qquad (5)$$

ამ ფორმულის არსებობის აუცილებელი პირობაა, რომ r_s აღემატებოდეს g-ს.

დივიდენდი და მოგებების ზრდა. დივიდენდების ზრდას ადგილი აქვს როგორც აქციაზე მოგების (*EPS*) ზრდის შედეგს. მოგებების ზრდას იწვევს სხვადასხვა ფაქტორები, კერძოდ:

- ინფლაცია
- კომპანიის მიერ გაუნაწილებელი და რეინვესტირებული მოგების ნაწილი
- სააქციო კაპიტალზე მიღებული უკუგების ნორმა (*ROE*).

მიუხედავად იმისა, რომ აქციის ფასს განსაზღვრავს დივიდენდების მოსალოდნელი ნაკადი, ეს არ ნიშნავს, რომ კომპანიას შეუძლია გაზარდოს აქციის ფასი მიმდინარე დივიდენდების უბრალოდ გაზრდით. მფლობელები ყურადღებას აქცევენ ყველა დივიდენდს - მიმდინარეს და მომავალში მოსალოდნელად მისაღებს. უფრო მეტიც, არსებობს არჩევანი მიმდინარე და მომავალ დივიდენდებს შორის. ის კომპანიები, რომლებიც მსხვილ დივიდენდებს გასცემენ და თავისი მოგებიდან მცირე ნაწილს იტოვებენ რეინვესტირებისთვის, ამცირებენ მომავალ მოგებებს და დივიდენდებს. ასე რომ საკითხი შემდეგია: რა ურჩევნიათ აქციონერებს: მაღალი მიმდინარე დივიდენდები, დაბალი მომავალი დივიდენდების ხარჯზე, თუ პირიქით, ისინი ინდიფერენტულები

არიან ამის მიმართ? პასუხი ამ კითხვაზე არ არის მარტივი. მასზე და სხვა საკითხებზე ჩვენ მოგვიანებით ვისაუბრებთ.

მოსალოდნელი უკუგების ნორმა მუდმივი ზრდის აქციაზე. თუ ამოვხსნით (5) განტოლებას $\hat{r}_s$-ს მიმართ მივიღებთ, რომ თუ იყიდეთ აქცია P_0=\$23-ად და თუ თქვენ მოელით D_1=\$1.242 დივიდენდის მიღებას ერთი წლის შემდეგ, ხოლო მომავალში ზრდის ტემპი g=8%-ია, მაშინ თქვენი მოსალოდნელი უკუგების ნორმა არის 13.4%: $\hat{r}_s$= \$1.242/\$23+8%=5.4%+8%=13.4%. ჩვენ ვხედავთ, რომ უკუგების მოსალოდნელი ნორმა $\hat{r}_s$ შეიცავს დივიდენდის ამონაგებს $\frac{D_1}{P_o}$=5.4%-ს პლუს მოსალოდნელი ამონაგების ნორმა კაპიტალზე g=8%.

მოსალოდნელი უკუგების ნორმა	=	*მოსალოდნელი დივიდენდის მოგების ნორმა*	+	*მოსალოდნელი ზრდის ტემპი ამონაგების ნორმა*

$$\hat{r}_s = \frac{D_1}{P_o} + g$$

რა იქნება აქციის ფასი ერთი წლის შემდეგ, ზუსტად მას შემდეგ რაც გაიცა დივიდენდი D_1?

ფორმულა (5) გამოყენებით მივიღებთ:

$$\hat{P}_1 = \frac{D_2}{r_s - g} = \frac{1.3414}{0.134 - 0.08} = \$24.84$$

გავიხსენოთ, რომ D_2=D_1(1+ g)=\$1.242(1.08)=\$1.3414.
აქციის ფასი \$24.84, 8%-ით აღემატება \$23-ს. მაშასადამე, ჩვენ მოველით ამონაგებს \$1.84-ს, მეორე წლის განმავლობაში, რაც წარმოადგენს 8%-ს ამონაგების ნორმას: \$1.84/\$23=0.08.

აქციის ფასი ზრდის არათანაბარი ტემპის დროს. კომპანიები თავიანთ სასიცოცხლო ციკლებს გადიან. საწყის ეტაპზე, ისინი უფრო სწრაფად იზრდებიან, ვიდრე მთლიანად ეკონომიკა. შემდეგ კი ისინი მიჰყვებიან ბაზრის დინამიკას. ასეთი სწრაფი ზრდის მაგალითები მრავალია. ასეთ კომპანიებს *ზრდის არათანაბარი ტემპის* კომპანიები ჰქვია.
ზრდის არათანაბარი ტემპის კომპანიის ღირებულება, ისევე როგორც სხვა კომპანიის ღირებულება, ასევე, წარმოადგენს დივიდენდების მიმდინარე ღირებულებას, რომელიც (4) ფორმულით გამოითვლება. დივიდენდების მუდმივი ტემპით ზრდის შემთხვევაში, ფორმულა (4) მიიღებს (5) ფორმულის სახეს, რომელსაც ჩვენ ვერ გამოვიყენებთ

არათანაბარი ზრდის ტემპის შემთხვევაში. მაგრამ (4) და (5) ფორმულის კომბინირება ჩვენ მოგვცემს ახალ ფორმულას ზრდის არათანაბარი ტემპის შემთხვევაში. პირველ რიგში, დავუშვათ, რომ დივიდენდები იზრდება არათანაბარი ტემპით N პერიოდის განმავლობაში, და ამის შემდეგ ზრდა მუდმივი, g ტემპით წარმოებს. N-ს საბოლოო, ჰორიზონტული თარიღი ჰქვია.
ჩვენ შეგვიძლია მუდმივი ზრდის ფორმულა (5) გამოვიყენოთ აქციის ჰორიზონტული ფასის, საბოლოო ფასის დასადგენად, რომელიც წარმოადგენს აქციის ფასს N პერიოდის ბოლოს:

$$\text{ჰორიზონტალური ფასი} = \hat{P}_N = \frac{D_{N+1}}{r_s - g} = \frac{D_N(1+g)}{r_s - g}$$

აქციის დღევანდელი ფუნდამენტური ღირებულება $\hat{P}_0$ გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + . + \frac{D_N}{(1+r_s)^N} + \frac{D_{N+1}}{(1+r_s)^{N+1}} + \cdots . + \frac{D_\infty}{(1+r_s)^\infty} \qquad (6)$$

$$\hat{P}_0 = \frac{D_1}{(1+r_s)^1} + \frac{D_2}{(1+r_s)^2} + . + \frac{D_N}{(1+r_s)^N} + \frac{\hat{P}_{N+1}}{(1+r_s)^N}$$

საფონდო ბირჟის წონასწორობა

რომელიმე *i*–ური აქციის უკუგების მოთხოვნილი ნორმა r_i, შესაძლებელია გამოითვალოს ფასიანი ქაღალდის წრფის მოდელის (*SML*) მეშვეობით.

$$r_i = r_{RF} + (RP_M)b_i.$$

თუ ურისკო განაკვეთი, r_{RF}=8%, საბაზრო რისკის საფასური RP_M=4%, და აქციის ბეტა=2.0, მაშინ r_i=8%+(4%)2=16%.
ნებისმიერ ინვესტორს მოუნდება აქციის შეძენა, თუ მისი მოსალოდნელი უკუგება მეტი იქნება 16%-ზე, ხოლო მოუნდება აქციის გაყიდვა თუ მოსალოდნელი უკუგება ნაკლები იქნება 16%-ზე, და ინვესტორი ნეიტრალური იქნება ამ აქციის მიმართ თუ მოსალოდნელი უკუგება 16%-ის ტოლი იქნება. დავუშვათ, რომ ინვესტორის პორტფელი შეიცავს *i*–ურ აქციას, და ინვესტორმა გაანალიზა ამ აქციის პერსპექტივები და დაასკვნა, რომ აქციაზე უკუგება, დივიდენდები და ფასი მოსალოდნელია, რომ გაიზრდება მუდმივი 5%-ით წელიწადში. ბოლო გადახდილი დივიდენდი იყო D_0=\$2.8571, ასე რომ შემდეგი მოსალოდნელი დივიდენდი იქნება

$$D_1 = D_0(1+0.05) = \$2.8571(1.05) = \$3$$

აქციის მიმდინარე ფასი P_0=$30-ია. რა უნდა მოიმოქმედოს ინვესტორმა კიდევ იყიდოს *i*–ური აქცია, გაყიდოს იგი, თუ იდიფერენტული იყოს მის მიმართ?
ინვესტორმა უნდა დათვალოს უკუგების მოსალოდნელი ნორმა აქციაზე შემდეგნაირად:

$$\hat{r}_i = \frac{D_1}{P_o} + g = \frac{\$3}{\$30} + 5\% = 15\%$$

ეს უკუგება ნაკლებია მოთხოვნილ უკუგებაზე, ამიტომ ინვესტორმა აქცია უნდა გაყიდოს. ასევე მოიქცევიან სხვა ინვესტორები, მაგრამ ბაზარზე მხოლოდ რამდენიმე მყიდველი თუ მოინდომებს ამ აქციის $30-ად ყიდვას, ამიტომ აქციის ფასი დაიკლებს, და ეს კლება გააგრძელდება მანამ, სანამ ფასი არ მიაღწევს წონასწორულ ფასს, $27.27-ს, ანუ ისეთ ფასს, რომლისთვის მოსალოდნელი უკუგება არ დაემთხვევა 16%-ს.

$$\hat{r}_i = \frac{\$3}{\$27.27} + 5\% = 11\% + 5\% = 16\%$$

პირიქით, თუ აქცია იყიდებოდა $27.27-ზე უფრო დაბალ ფასად, ვთქვათ $25-ად, მაშინ საწინააღმდეგო პროცესს ექნება ადგილი. ინვესტორებს მოუნდებათ *i*–ური აქციების შეძენა იმიტომ, რომ უკუგების მოსალოდნელი ნორმა აქციაზე უფრო მაღალია, ვიდრე უკუგების მოთხოვნილი ნორმა. ეს გამოიწვევს აქციის ფასის მატებას, $27.27-ზე ზევით.
თუ შევაჯამებთ შეგვიძლია ვთქვათ, რომ, წონასწორობაში ორი ურთიერთდაკავშირებულ პირობას უნდა ჰქონდეს ადგილი:

1. ზღვრული (ერთი დამატებითი) ინვესტორის უკუგების მოსალოდნელი ნორმა ტოლია უკუგების მოთხოვნილი ნორმისა.
2. აქციის საბაზრო ფასი მისი ფუნდამენტური ღირებულების ტოლი უნდა იყოს როგორც ამას აფასებს ზღვრული ინვესტორი: $P_0 = \hat{P}_0$

პრივილეგირებული აქცია

პრივილიგირებული აქცია ჰიბრიდია – ზოგიერთი თვისებებით ჰგავს ობლიგაციას და ზოგიერთი თვისებებით - აქციას. ობლიგაციის მსგავსად, პრივილეგირებულ აქციას აქვს ნომინალური ღირებულება და დივიდენდის ფიქსირებული სიდიდე, რომელიც უნდა იქნას გადახდილი ჩვეულებრივი აქციის დივიდენდების გადახდამდე. მაგრამ, თუ პრივილეგირებული დივიდენდი არ იქნა მიღებული, დირექტორებს შეუძლიათ "გამოტოვოს" ის იმის გარეშე, რომ კომპანია გაუშვას გაკოტრებაზე. ასე, რომ მართალია პრივილეგირებულ აქციას აქვს ფიქსირებული გადასახადი ობლიგაციის მსგავსად, მაგრამ მის არ გადახდას არ მივყავართ გაკოტრებამდე.
პრივილეგირებული აქციის ღირებულება გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$V_p = \frac{D_p}{r_p} \qquad (7)$$

თუ ვიცით მიმდინარე ფასი და პრივილეგირებული დივიდენდი ამ ფორმულის დახმარებით შეგვიძლია გამოვთვალოთ უკუგების ნორმა.

ზოგიერთ პრივილეგირებულ აქციას დადგენილი აქვს განაღდების ვადა, მაგალითად, 50 წელი. ვთქვათ, კომპანია აფიქსირებს განაღდების ვადას - 50 წელი, დივიდენდს - $10, და მოთხოვნილ უკუგებას - 8%, მაშინ პრივილეგირებული აქციის ფასის გამოსათვლელად: შევიყვანოთ კალკულატორში N N=50, I=8%, PMT =0 და FV =100, მაშინ PV=$124,47.

პრივილეგირებული აქციების უმეტესობა კვარტლურად იხდის დივიდენდებს. მაშინ ჩვენ შეგვიძლია ვიპოვით ეფექტური განაკვეთი. კომპანიის მაგალითზე, რომელსაც r_p=10%, გვექნება, რომ:

$$\text{EFF\%} = (1+\frac{r_{nom}}{m})^m - 1 = \left(1+\frac{0.10}{4}\right)^4 - 1 = 10.38\%$$

თუ ინვესტორს სურს ერთმანეთს შეადაროს უკუგება კომპანიის ობლიგაციაზე და პრივილეგირებული აქციაზე, უმჯობესია ყოველი ფასიანი ქაღალდის ნომინალური განაკვეთი გადაყვანილ იქნას ეფექტურ განაკვეთში და შემდეგ შედარდეს "წლიური ეკვივალენტური განაკვეთები".

საკონტროლო კითხვები

1. განმარტეთ ობლიგაცია და დაახასიათეთ ობლიგაციის ძირითადი სახეობები
2. ჩამოთვალეთ ობლიგაციის მნიშვნელოვანი მახასიათებლები
3. განსაზღვროთ მცოცავი განაკვეთის მქონე ობლიგაციები და ზერო ობლიგაციები.
4. დაახასიათეთ დაფარვის სარეზერვო ფონდის მართვის მეთოდები.
5. სარეზერვო ფონდის მართვის რომელ მეთოდს აირჩევს კომპანია, თუ საპროცენტო განაკვეთები გაიზარდა? თუ საპროცენტო განაკვეთები დაეცა?
6. დაახასიათეთ ობლიგაციის ღირებულების ცვლილება დროში, როდესაც საპროცენტო განაკვეთები გაიზრდება, შემცირდება და უცვლელი დარჩა.
7. ინფლაციის მოლოდინი ზრდის თუ ამცირებს ობლიგაციების ფასს? ახსენით პასუხი
8. რატომ აქვთ ფასის მეტი ცვალებადობა ობლიგაციებს გრძელვადიანი სიმწიფის დროს, ვიდრე ობლიგაციებს, რომლებსაც აქვთ სიმწიფის ნაკლები ვადა, როდესაც მათ აქვთ მსგავსი ცვლილებები სიმწიფემდე მომგებიანობაში?
9. რა არის ფასდაკლებული ობლიგაცია? რა არის პრემია?
10. ახსენით განსხვავება *გამოსყიდვის ამონაგებს* (*YTC*) და განაღდების ამონაგებს (*YTM*) შორის
11. განასხვავეთ საპროცენტო განაკვეთის რისკი და რეინვესტირების განაკვეთის რისკი
12. რას წარმოადგენს რეალური ურისკო საპროცენტო განაკვეთი

13. განმარტეთრას ნიშნავს აქციების შეძენის უპირატესი უფლება
14. ჩამოთვალეთ ძირითადი ცვლადები, რომელიც გამოიყენება აქციის ფასის გამოთვლაში
15. მოსალოდნელი დივიდენდები არის აქციის ფასის შეფასების საფუძველი? ახსენით პასუხი.

ამოცანები

1. ობლიგაცია, რომლის განაღდებამდე დარჩენილია 6 წელი, ყოველწლიურად იხდის სარგებელს 80$-ს. ნომინალური ღირებულება 1 000$-ია, ხოლო საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი 9%. რა არის ამ ობლიგაციის ფასი?
2. ობლიგაციის სიმწიფემდე დარჩენილია 18 წელი, რომლის ნომინალური ღირებულება 1000$, წლიური საკუპონე განაკვეთი კი 10% და საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი 7%. რა არის ობლიგაციის ფასი?
3. გასულ წელს კომპანიამ გამოუშვა 30-წლიანი, 8% წლიური კუპონის ობლიგაციები, 1 000$ ნომინალური ღირებულების.
   ა). დავუშვათ, რომ 1 წლის შემდეგ საპროცენტო განაკვეთი 6%–მდე შემცირდება. რა არის ობლიგაციის ფასი, თუ ვივარაუდებთ, რომ სიმწიფემდე დარჩენილია 29 წელი?
   ბ). დავუშვათ, რომ გაცემიდან 1 წლის შემდეგ, საპროცენტო განაკვეთი იზრდება 10%-მდე. რა არის ობლიგაციის ფასი?
4. ობლიგაციას აქვს 25 წლიანი სიმწიფის ვადა, ყოველწლიურად 8%-იანი საკუპონე განაკვეთით, რომლის ნომინალური ღირებულება 1 000$-ია, ხოლო საბაზრო საპროცენტო სარგებელი (r_d) არის 6%. რა არის ობლიგაციები ფასი?
5. ამჟამად ობლიგაცია 850$ დოლარად იყიდება. მას აქვს 8 წლიანი სიმწიფის ვადა, წლიური სარგებელი 80$, და ნომინალური ღირებულება 1 000$. როგორია საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი?
   რა არის მისი მიმდინარე სარგებელი?
6. ამჟამად ობლიგაცია 1 250$-ად იყიდება. იგი იხდის წლიურ კუპონს 110$ და აქვს 20 წლიანი სიმწიფის, მაგრამ მას შეიძლება 5 წელიწადში გამოსყიდვა 1 110$-ად. რა არის მისი YTM და მისი YTC?
7. კორპორაციამ გადაიხადა დივიდენდი \$1.00 აქციაზე (D_0=\$1.00). ანალიტიკოსები მოელიან, რომ კომპანიის დივიდენდი გაიზრდება 20%-ით ამ წელს (D_1=\$1.20) და 15%-ით შემდეგ წელს. ორი წლის შემდეგ მოსალოდნელია რომ დივიდენდი გაიზრდება მუდმივი 5%-ით. კომპანიის აქციაზე უკუგების მოთხოვნილი ნორმა არის 12%. რა უნდა იყოს კომპანიის აქციის მიმდინარე ფასი?

5 თავი

ფულის ნაკადის შეფასება და რისკის ანალიზი

ამ თავში განიხილება შემდეგი საკითხები:

- ფულადი ნაკადის შეფასება
- არსებითი (რელევანტური) ფულადი ნაკადის იდენტიფიცირება
- პროექტების შეფასება
- ინფლაციაზე დაკორექტირება
- პროექტის რისკიანობის ანალიზი
- პროექტის რისკი
- პროექტის რისკის ჩართვა კაპიტალდაბანდებების შეფასებაში

ფულადი ნაკადის შეფასება

ინვესტიციების შეფასებასა და ბიუჯეტირებაში ყველაზე მნიშვნელოვანი და რთული პროექტის მიერ გამომუშავებული ფულის ნაკადის შეფასებაა – საწყისი ინვესტირების თანხა (პროექტის ღირებულება) და ყოველწლიური წმინდა ფულადი ნაკადი პროექტის მოქმედების პერიოდში. კომპანიაში სხვადასხვა პირები და დეპარტამენტები მონაწილეობენ ამ პროცესში. მაგალითად, გაყიდვების პროგნოზირება და ფასების დადგენა, როგორც წესი, ხდება მარკეტინგული ჯგუფის მიერ. ისინი ითვალისწინებენ ინფორმაციას საფასო ელასტიურობაზე რეკლამის ზეგავლენას, ეკონომიკის საერთო მდგომარეობას, კონკურენტების რეაქციას და სამომხმარებლო ტენდენციებს. ანალოგიურად, ახალი პროდუქტის შექმნასთან დაკავშირებული კაპიტალდაბანდების მოცულობა დგინდება ინჟინრებისა და ტექნიკოსების მიერ, მაშინ როდესაც საოპერაციო ხარჯები შეფასებულია ბუღალტრების, საწარმოო ექსპერტების და შესყიდვების აგენტების მიერ.

ანალიზის საწყისი ეტაპი მოიცავს შემდეგ ნაბიჯებს:

1. ინფორმაციის მიღება მარკეტინგისა და წარმოების დეპარტამენტებისაგან;
2. პროგნოზირების პროცესში ჩართული ყველა პიროვნება უნდა იყენებდეს ეკონომიკური დაშვებების თანმიმდევრულ ერთობლიობას;
3. პროგნოზებში არანაირ გადახრას არ უნდა ქონდეს ადგილი.

არსებითი (რელევანტური) ფულადი ნაკადის იდენტიფიცირება

ინვესტიციების შეფასებაში პირველი ნაბიჯია რელევანტური ფულადი ნაკადის განსაზღვრა, როგორც ფულადი ნაკადის სპეციალური ერთობლიობა, რომელიც განიხილება გადაწყვეტილებაში. იმის გამო, რომ წმინდა შემოსავალი არ ემთხვევა ფულად ნაკადს, ინვესტიციების შეფასების პროცესში გამოიყენებენ ფულად ნაკადს და არა საბუღალტრო მოგებას, ასევე, მხოლოდ ზღვრული ფულადი ნაკადი არის რელევანტური. ამრიგად, პროექტის შეფასებისას ფოკუსირება უნდა გააკეთეს წმინდა ფულადი ნაკადის მიმართ, კერძოდ გასათვალისწინებელია:

ფიქსირებული აქტივების ღირებულება. პროექტების უმეტესობა მოითხოვს ფიქსირებული აქტივის შეძენას, ხოლო აქტივების შეძენა წარმოადგენს ფულად გასავალს, ანუ უარყოფით ფულს. მიუხედავად იმისა, რომ აქტივის შეძენა ფულადი გასავალია, ბუღალტერი არ აკლებს ამ თანხას საბუღალტრო მოგებას. ამის ნაცვლად, ის აკლებს აქტივის ცვეთას ყოველ წელს აქტივის სასიცოცხლო ციკლის განმავლობაში.

ფიქსირებული აქტივის საერთო ხარჯები მოიცავს გადაზიდვის და დანერგვის ხარჯებსაც. ეს ხარჯები შედის საამორტიზაციო ბაზაში, ანუ ისინი გაითვალისწინება ცვეთის ხარჯების სიდიდის განსაზღვრისას.

არაფულადი ხარჯები. საბუღალტრო მოგების განსაზღვრისას ბუღალტერი შემოსავალს აკლებს ცვეთას, მაგრამ ის არ წარმოადგენს ფულად გასავალს. ამიტომ ცვეთა ემატება დაბეგრილ საოპერაციო მოგებას (NOPLAT) პროექტის ფულის ნაკადის დათვლისას.

ცვლილებები წმინდა საოპერაციო საბრუნავ კაპიტალში. ახალ ოპერაციებს მარაგები სჭირდება და გაყიდვების ზრდა გაზრდის სავაჭრო მოთხოვნებს. ამასთან, ზრდასთან ერთად იზრდება კრედიტორები და დაგროვილი ხარჯები, ეს კი ამცირებს საჭირო ფულს მარაგების და დებიტორების დასაფინანსებლად. განსხვავება საოპერაციო მიმდინარე აქტივის საჭირო ზრდასა

და საოპერაციო მიმდინარე ვალდებულებების ზრდას შორის წარმოადგენს ცვლილებას წმინდა საოპერაციო საბრუნავ კაპიტალში (NOWC). თუ ეს სხვაობა დადებითია (ჩვეულებრივ ასე ხდება გაფართოების პროექტებისთვის), მაშინ დამატებითი დაფინანსება (ფიქსირებული აქტივების ღირებულების ზევით) იქნება საჭირო.

პროექტის დასრულებისკენ მარაგები საჭიროა, მაგრამ მათი განახლება არ იქნება საჭირო; ასევე, დებიტორები განაღდდება, მაგრამ მათი განახლება არ იქნება საჭირო. ამ ცვლილებების შედეგად, კომპანია მიიღებს ფულს და შესაბამისად, ინვესტიციები წმინდა საბრუნავ კაპიტალში პროექტის ბოლო წელს უკან იქნება დასაბრუნებელი.

საპროცენტო ხარჯები არ უნდა იყოს ჩართული პროექტის ფულის ნაკადში. დისკონტირების განაკვეთის როლში გამოდის კაპიტალის ღირებულება (WACC), რომელიც შეიცავს ვალის ღირებულებას. ამიტომ საპროცენტო ხარჯების გათვალისწინება ფულის ნაკადში ორმაგ ანგარიშს გამოიწვევს.

ზღვრული ფულადი ნაკადი

შეუქცევადი ხარჯები. შეუქცევადი ხარჯები უკვე გაწეული ხარჯებია, ამიტომ ისინი არ ზემოქმედებენ გადაწყვეტილებებზე. აქედან გამომდინარე, ისინი არ არის ჩართული პროექტის ფულის ნაკადის ანალიზში. საილუსტრაციოდ, დავუშვათ, რომ 2014 წელს, ბანკი ADD განიხილავს ახალ რაიონში ფილიალის გახსნის საკითხს. ამის შესაფასებლად მან ჯერ კიდევ 2013 წელს, დაიქირავა საკონსულტაციო ფირმა, რომელსაც გადაუხადა $100 000, რაც 2013 წელს დაბეგვრის ობიექტს წარმოადგენდა. არის თუ არა ეს ხარჯები რელევანტური 2014 წლის ინვესტიციების შეფასების გადაწყვეტილებისთვის? პასუხი უარყოფითია; $100 000 შეუქცევადი ხარჯია და იგი არ მოქმედებს ბანკის სამომავლო ფულის ნაკადზე, იმის მიუხედავად ბანკი გასხნის თუ არა ფილიალს.

ალტერნატიული დანახარჯები. მეორე პოტენციური პრობლემა დაკავშირებულია ალტერნატიულ დანახარჯებთან, რომლებიც ის ფულის ნაკადია, რომლის გენერირებაც შეუძლია კომპანიას უკვე არსებულ აქტივს, თუ ის არ გამოიყენება მოცემულ პროექტში. საილუსტრაციოდ, დავუშვათ, რომ ბანკი ფლობს მიწის ნაკვეთს, რომლის გამოყენებაც შესაძლებელია ახალი ფილიალის ადგილმდებარეობისთვის. ფილიალის გახსნის შესაფასებისას არ უნდა იქნას გათვალიწინებული ამ მიწის ნაკვეთის ღირებულება იმიტომ, რომ ის არ ითხოვს დამატებით ფულად ხარჯებს? პასუხი უარყოფითია იმიტომ, რომ არსებობს ამ საკუთრების გამოყენების ალტერნატიული ღირებულება. ამ შემთხვევაში, ამ მიწის ნაკვეთის გაყიდვა შესაძლებელია $150 000-ად დაბეგვრის შემდეგ. ამ მიწის ნაკვეთის გამოყენება ფილიალის პროექტში ნიშნავს მისი გაყიდვით მიღებულ დაბეგრილ თანხაზე უარის თქმას.

კომპანიის სხვა ნაწილების გავლენები: ექსტერნალიები. მაგალითად, ბანკის ზოგიერთი კლიენტი, რომელიც გამოიყენებს ახალ ფილიალს, უკვე სარგებლობდა ბანკის სათაო ოფისის მომსახურებით: სესხები და დეპოზიტები, და საერთოდ მოგება, რომელსაც ეს კლიენტები მისცემენ ბანკს არ არის ახალი ბანკისთვის; ისინი გადავიდნენ სათაო ოფისიდან - ფილიალში. მაშასადამე, ამ კლიენტების მიერ გამომუშავებული წმინდა მოგება არ უნდა მივაკუთნოთ ზღვრულ ფულის ნაკადს ინვესტიციის შეფასებაში. მეორე მხრივ, რომელიმე ფილიალმა გარეუბანში შესაძლებელია ახალი კლიენტები გაუჩინოს ბანკს იმიტომ, რომ

ზოგიერთ კლიენტს სურს, რომ ახლოს ჰქონდეს ბანკი როგორც სახლთან, ასევე სამსახურთან. ამ შემთხვევაში, დამატებითი შემოსავალი, რომელიც სინამდვილეში მიემართება სათაო ოფისში, ფილიალს უნდა მივაკუთნოთ.

განახლება. თუ პროექტი გულისხმობს ძველი აქტივის ახლით შეცვლას, ჩვენ უნდა შევაფასოთ ფულადი ნაკადი ზღვრულ ბაზაზე. მაგალითად, დავუშვათ, რომ უფრო რენტაბელური მანქანა-დანადგარი $100 000 ღირს, მაგრამ ის ზრდის გაყიდვებს. გარდა ამისა, კომპანია მიიღებს დაბეგრილ $40 000-ს ძველი მანქანა-დანადგარის გაყიდვით, რაც ამცირებს ზღვრულ ინვესტიციას $60 000-მდე. ახალი მანქანა-დანადგარი $40 000-მდე გაზრდის გაყიდვებს, ძველი $25 000-ის ნაცვლად. ამიტომ ზღვრული შემოსავალი იქნება $15 000 და ახალი საოპერაციო ხარჯები იქნება $10 000 ძველი $15 000-ის ნაცვლად. აქედან გამომდინარე, ზღვრული ხარჯები იქნება -$5 000, რაც დანაზოგებს ნიშნავს. და ბოლოს, ცვეთის ხარჯი ახალი დანადგარისთვის იქნება $20 000, ძველი $8 000-ის ნაცვლად, რაც ნიშნავს +$12 000 ზღვრულ ცვეთას. საბოლოო ზღვრული ფულადი ნაკადი მოყვანილია ცხრილში 1

ცხრილი 1

	ახალი	ძველი	ზღვრული
საწყისი ინვესტიცია	$100 000	$40 000	$60 000
წლიური შემოსავლები და ღირებულება			
გაყიდვები	$ 40 000	$25 000	$ 15 000
საოპერაციო ხარჯები	(10 000)	(15 000)	5 000
ცვეთა	(20 000)	(8 000)	(2 000)
დასაბეგრი მოგება	10 000	2 000	8 000
ბეგარა (40%)	4 000	800	3 200
წმინდა მოგება	6 000	1 200	4 800
დამატებული ცვეთა	20 000	8 000	2 000
წმინდა ფული	26 000	9 200	6 800
WACC=10%			
სასიცოცხლო ციკლი = 5 წელი			
NPV	($1 440)		$3 685
IRR	9.40%		12.40%

პროექტების შეფასება

პროექტის ზღვრულ ფულად ნაკადზე ზემოქმედებს პროექტის ბუნება – ის შეიძლება იყოს გაფართოების პროექტი ან განახლების პროექტი. ***ახალი გაფართოების პროექტი*** განისაზღვრება როგორც კომპანიის მიერ ახალ აქტივში ინვესტირება, გაყიდვების გაზრდის მიზნით. ამ დროს პროექტის ფულადი ნაკადი ფულადი გასავლები და შემოსავლებია. პირიქით, ***განახლების პროექტები*** მაშინ ჩნდება, როდესაც არსებული აქტივი იცვლება ახლით. ამ დროს პროექტის ფულადი ნაკადი ის დამატებითი ფულადი გასავლები და შემოსავლებია, რომლებიც ახალ პროექტში ინვესტირების შედეგად მიიღება. განახლების პროექტის ანალიზში კომპანია ადარებს

მის ღირებულებას ახალი პროექტის აღების შემთხვევაში მის ღირებულებასთან არსებული აქტივის გამოყენების გაგრძელების შემთხვევაში.

ნებისმიერ შემთხვევაში, ფულის ნაკადი მოიცავს შემდეგ პუნქტებს:

1. საწყისი საინვესტიციო ხარჯები;
2. პროექტის წლიური ფულის ნაკადი;
3. ბოლო ფული. პროექტის ბოლო წელს გარკვეული ფულადი სახსრები შეიძლება გაჩნდეს ორი წყაროდან: ერთი, ფიქსირებული აქტივის დაბეგრილი სალიკვიდაციო ღირებულება, თუ აქტივი არ გაიყიდა საბალანსო ფასად, და მეორე, საბრუნავი კაპიტალის აღდგენა.

ფულადი ნაკადის შეფასება განვიხილოთ ტექნოლოგიური კომპანია RIC-ის მაგალითზე. კომპანია RIC-ის მეცნიერული კვლევების და განვითარების განყოფილებამ შექმნა მცირე ზომის კომპიუტერი საოჯახო ელექტრომოწყობილობების სამართავად. ეს კომპიუტერი ავტომატურად მართავს კონდიცირების სისტემას, დაცვის სისტემას, ცხელი წყლის დონეს, და ისეთ მცირე ზომის მოწყობილობასაც კი როგორცაა ყავის ასადუღებელი მოწყობილობა. ელექტროენერგიის ეკონომიკური გამოყენების გამო, კომპიუტერი ამცირებდა ხარჯებს იმდენად, რომ თავის თავს იღებდა რამდენიმე წელიწადში.

კომპანიის მარკეტინგის განყოფილების შეფასებით წლიური გაყიდვები იქნებოდა 20 000 ცალი თითო $3 000-ად, ანუ წლიური შემოსავალი $60 მილიონი. კომპანია არ მოელოდა გაყიდვების რაოდენობის ზრდას, მაგრამ მოელოდა, რომ ფასი გაიზრდებოდა 2%-ით ყოველწლიურად. საინჟინრო განყოფილებამ შეაფასა, რომ პროექტს დასჭირდებოდა დამატებითი ფართი, და კომპანიას ჰქონდა ალტერნატივა ეყიდა არსებული ფართი $12 მილიონად. შენობა ნაყიდი და მასში თანხა გადახდილი იყო 2005 წლის 31 დეკემბერს და მას ცვეთა 40-წლიან საამორტიზაციო გადახდების ცხრილის მიხედვით დაერიცხა.

ამ პროექტის განხორციელებისთვის საჭირო მოწყობილობები ნაყიდი და დანერგილი იყო უფრო მოგვიანებით იმავე 2005 წელს და თანხა გადახდილი იქნა 2005 წლის 31 დეკემბერს. მოწყობილობას მოერგო 5 წლიანი საამორტიზაციო განაკვეთი. ამ მოწყობილობის ღირებულება $8 მილიონია, რომელიც შეიცავს გადაზიდვას და გაშვებას.

პროექტის სასიცოცხლო ციკლი შეფასდა 4 წლით. ბოლო წელს შენობის ღირებულება იქნება $7.5 მილიონი და საბალანსო ღირებულება $10.5 მილიონი, ხოლო მოწყობილობის საბაზრო ღირებულება იქნება $2 მილიონი, ხოლო საბალანსო ღირებულება იქნება $1.36 მილიონი.

წარმოების განყოფილებამ შეაფასა წარმოების ცვლადი ხარჯები როგორც $2 100 ერთეულზე, და ფიქსირებული ხარჯები, ცვეთის გარდა, $8 მილიონი წელიწადში. მათ, ასევე, შეაფასეს ცვლადი ხარჯების ზრდა წელიწადში 2%-ით, და ფიქსირებული ხარჯების ზრდა 1%-ით.

კომპანიის საგადასახადო განაკვეთი 40%-ია, ხოლო მისი კაპიტალის ღირებულება 12%-ია, და ინვესტიციის შეფასებისას, კომპანიამ დაუშვა, რომ საოპერაციო ფული წარმოიქნება ყოველი წლის ბოლოს. იმის გამო, რომ ქარხანა გაეშვა 2006 წლის დასაწყისში, პირველი საოპერაციო ფული შემოვიდა 2006 წლის 31 დეკემბერს.

ცხრილში 2 მოყვანილია საწყისი ინფორმაცია, სადაც პირველ რიგში მოთავსებულია საწყისი მონაცემები.

ცხრილი 2

ნაწილი1. შემავალი მონაცემები (ათასობით დოლარებში)			
		NPV =	$0
შენობის ღირებულება(=საამორტიზაცია ბაზა)	$12,000		
მოწყობილობის ღირებულება(=საამორტიზაციო ბაზა)	$8,000	შენობის საბაზრო ღირებულება 2009 წელს	$7,500
წმინდა საბრუნავი კაპიტალი/გაყიდვები	10%	მოწყობილობის საბაზრო ღირებულება 2009 წელს	$2,000
პირველი წლის გაყიდვები (ერთეულები)	20,000	საგადასახაო განაკვეთი	40%
გაყიდვების ერთეულების ზრდის ტემპი	0.0%	WACC	12%
ერთეულის გასაყიდი ფასი	$3.00	ინფლაცია: ზრდა გასაყიდ ფასში	2.0%
ცვლადი ხარჯები ერთეულზე	$2.10	ინფლაცია: ზრდა VC-ში ერთეულზე	2.0%
ფიქსირებული ხარჯები	$8,000	ინფლაცია: ზრდა ფიქსირებულ ხარჯებში	1.0%

ნაწილი 2. ცვეთის ცხრილი	წლები				კუმულ. ცვეთა
	1	2	3	4	
შენობის ცვეთის განაკვეთი	1.3%	2.6%	2.6%	2.6%	
შენობის ცვეთა	$156	$312	$312	$312	$1,092
ბოლო საბალ. ღირებულება: (ღირებულება - კუმულ. ცვეთა)	11,844	11,532	11,220	$10,908	
მოწყობილობის ცვეთის განაკვეთი	20.0%	32.0%	19.0%	12.0%	
მოწყობილობის ცვეთა	$1,600	$2,560	$1,520	$960	$6,640
ბოლო საბალ. ღირებულება: (ღირებულება – კუმულ. ცვეთა)	6,400	3,840	2,320	$1,360	

ნაწილი 3. წმინდა სალიკვიდაციო ღირებულება 2009 წელს	შენობა	მოწყობილობა	საერთო
შეფასებული საბაზრო ღირებულება 2009 წელს	$7,500	$2,000	
საბალანსო ღირებულება 2009 წელს[b]	10,908	1,360	
მოსალოდნელი მოგება/ზარალი[c]	-3,408	640	
გადახდილი გადასახადები ან საგადასახადო კრედიტი	-1,363	256	
წმინდა ფული სალიკვიდაციო ღირებულებიდან	$8,863	$1,744	$10,607

[b] საბალანსო ღირებულება ტოლია საწყის ხარჯს დაკლებული აკუმულირებული ცვეთა. შენობისთვის, აკუმულირებული ცვეთა ტოლია $1,092, ამიტომ საბალანოს ღირებულება = $12,000 - $1,092 = $10,908. მოწყობილობისთვის აკუმულირებული ცვეთა ტოლია $6,640, ამიტომ საბალანსო ღირებულება = $8,000 - $6,640 = $1,360.

[c] შენობა: $7,500 საბაზრო ღირებულება - $10,908 საბალანსო ღირებულება = -$3,408 ზარალი. ეს არის არჩეული ცვეთის უკმარაისობა “რეალურ” ცვეთასთან შედარებით, ამიტომ ის განიხილება როგორც საოპერაციო ხარჯი 2009 წელს. მოწყობილობა: $2,000 საბაზრო თირებულება - $1,360 საბალანსო ღირებულება = $640 მოგება. აქ დარიცხული ცვეთა აღემატება “რეალურ” ცვეთას და ამ სხვაობას ჰქვია "ცვეთის უკან დაბრუნება”. ის ჩვეულებრივ იბერება როგორც 2009 წელს შემოსავალი.

ნაწილი 3. წმინდა სალიკვიდაციო ღირებულება 2009 წელს

შეფასებული საბაზრო ღირებულება 2009 წელს

ნაწილი 4. პროგნოზირებული წმინდა ფულის	წელი				
ნაკადი (წლიური ფულის დროითი ღერძი)	0	1	2	3	4
	2005	2006	2007	2008	2009
საინვესტიციო ხარჯები: გრძელვადიანი აქტივები					
შენობა	-$12,000				
მანქანა-დანადგარი	-$8,000				
საოპერაციო ფული პროექტის მოქმედების პერიოდში					
გაყიდვები ერთეულებში		20 000	20 000	20 000	20 000
გასაყიდი ფასი		$3,00	$3,06	$3,12	$3,18
შემოსავალი გაყიდვებიდან		$60 000	$61 200	$62 424	$63 672
ცვლადი ხარჯები		42 000	42 840	43 697	44 571
ფიქსირებული საოპერაციო ხარჯები		8 000	8 080	8 161	8 242
ცვეთა (შენობა)		156	312	312	312
ცვეთა (მანაქანა-დანადგარი)		1 600	2 560	1 520	960
საოპერაციო მოგება დაბეგვრამდე (EBIT)		8 244	7 408	8 734	9 587
გადასახადები (40%)		3 298	2 963	3 494	3 835
წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT)		4 946	4 445	5 241	5 752
ცვეთის დამატება		1 756	2 872	1 832	1 272
საოპერაციო ფულის ნაკადი		$6 702	$7 317	$7 073	$7 024
ფული წმინდა საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალში					
წმინდა საოპერაციო საბრუნავი კაპიტალი (NOWC) (ეფუძნება გაყიდვებს)			$6 242	$6 367	$0
ინვესტიციების NOWIC-ში		($120)	($122)	($125)	$6 367
სალიკვიდაციო ფული: გრძელვადიანი აქტივები					
წმინდა ნარჩენი ფული: შენობა					$8 863
წმინდა ნარჩენი ფული: მანქანა-დანადგარები					1 744
სულ ნარჩენი ფული					$10 607
წმინდა ფულის ნაკადი				$6 948	$23 999

ნაწილი 5. პროექტის შეფასების შედეგები

NPV (at 12%)			$5,809					
IRR			20.12%					
MIRR			17.79%	წლები				
				0	1	2	3	4
კუმულატიური ფულის გადახდის პერიოდისთვის				(26,000)	(19,418)	(12,223)	(5,275)	37,447
კუმულატ. CF > 0, ამიტომ გადახდის წელი:				FALSE	FALSE	FALSE	FALSE	3.22
გადახდის ვადის გამოთვლა Exel-ით =			3.22					
შემოწმება: გადახდის ვადა = 3 + 5,275/23,999 =			3.22					

ინფლაციაზე დაკორექტირება

შევნიშნოთ, რომ ინფლაციის არ არსებობის შემთხვევაში, რეალური განაკვეთი ნომინალური განაკვეთის ტოლია. უფრო მეტიც, რეალური და ნომინალური მოსალოდნელი ფულადი ნაკადი – RCF და NCF – ასევე, ერთმანეთის ტოლი უნდა იყოს. გავიხსენოთ, რომ რეალური საპროცენტო განაკვეთი და ფულის ნაკადი არ შეიცავს ინფლაციის გავლენას, ხოლო ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი და ფულის ნაკადი ასახავს ინფლაციის გავლენას. კერძოდ, ინფლაციის საფასური ჩართულია ყველა ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთში.

დავუშვათ, რომ მოსალოდნელი ინფლაციის ტემპი დადებითია, და ჩვენ მოველით, რომ ნებისმიერი თანხა პროექტის ფულად ნაკადში – იზრდება i განაკვეთით. დავუშვათ, ასევე, რომ იგივე ინფლაციის ტემპი i, შესულია საბაზრო კაპიტალის ღირებულებაში, როგორც ინფლაციის საფასური, IP=i, მაშინ ნომინალური ფულადი ნაკადი გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$NCF_{t,}= RCF_t\,(1+i)^t$$

რეალური განაკვეთის (r_r) ნომინალურ განაკვეთში (r_n) გადასაყვანად უნდა გამოვიყენოთ ფორმულა:

$$(1+r_n)=(1+r_r\,)(1+i)$$

მაშასადამე, თუ ფულადი ნაკადი იზრდება i განაკვეთით წელიწადში და თუ იგივე ინფლაციის საფასური ჩართულია კომპანიის კაპიტალის ღირებულებაში, მაშინ NPV გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$\text{NPV}\ (\textit{ინფლაციის გათვალისწინებით}) \ = \sum_{t=0}^{n} \frac{\text{NCF}_t}{(1+r_n)^t} = \sum_{t=0}^{n} \frac{\text{RCF}_t(1+i)^t}{(1+r_r)^t(1+i)^t} \qquad (1)$$

მრიცხველის და მნიშვნელის შეკვეცით, მივიღებთ, რომ

$$\text{NPV} = \sum_{t=0}^{n} \frac{\text{RCF}_t}{(1+r_r)^t}$$

ინფლაციაზე დაკორექტირება ხდება ორნაირად: პირველ რიგში, პროექტის ყველა ფული შესაძლებელია გამოისახოს როგორც რეალური (გაუკორექტირებული) ფული, რომელიც არ ითვალისწინებს ინფლაციას, და შემდეგ კაპიტალის ღირებულება უნდა დაკორექტირდეს რეალურ განაკვეთამდე, ანუ ამოღებულ უნდა იქნას ინფლაციის საფასური კომპონენტის ღირებულებიდან. ეს მეთოდი მარტივია თეორიაში, მაგრამ NPV-ს გამოთვლა მოითხოვს, რომ 1. ყველა ფული, ცვეთის ჩათვლით, განიცდის თანაბარად ინფლაციის გავლენას, და 2. ზრდის ეს განაკვეთი ინფლაციის ტოლია, რომელიც ჩართულია ინვესტორის მოთხოვნილ უკუგებაში. ეს მეთოდი ზოგადად არ გამოიყენება იმიტომ, რომ არ არის აუცილებელი ამ დაშვებებს ჰქონდეს ადგილი პრაქტიკაში.
მეორე მეთოდი, ტოვებს კაპიტალის ღირებულებას მის ნომინალურ მნიშვნელობაში, და დაკორექტირებული ფულის ნაკადი ასახავს მოსალოდნელ ინფლაციას.

პროექტის რისკიანობის ანალიზი.

პროექტები განსხვავდება რისკის მიხედვით, რაც აისახება კაპიტალის ბიუჯეტირების შესახებ გადაწყვეტილებებში. არსებობს რისკის სამი ცალკეული და განსხვავებული ტიპი.

1. ***ავტონომიური რისკი*** არის პროექტის რისკი, როდესაც ის წარმოადგენს კომპანიის ერთადერთ აქტივს და არ ითვალისწინებს არც კომპანიის და მფლობელების დივერსიფიკაციას. ავტონომიური რისკი ემყარება გაურკვევლობას პროექტის ფულადი ნაკადების შესახებ და იზომება NPV-ს, IRR-ს და MIRR-ს σ ან CV-ით;
2. ***კორპორატიული რისკი*** ასახავს პროექტის გავლენას კორპორაციის მოგებების სტაბილურობაზე. განიხილავს კომპანიის სხვა აქტივებს (დივერსიფიკაცია კომპანიის შიგნით) და დამოკიდებულია პროექტის σ-ზე და მის კორელაციაზე კომპანიის სხვა აქტივების უკუგებასთან;
3. ***საბაზრო რისკი*** ასახავს პროექტის გავლენას კარგად დივერსიფიცირებულ აქციების პორთფელზე. იგი ითვალისწინებს მფლობელების სხვა აქტივებს, დამოკიდებულია პროექტის σ-ზე და მის კორელაციაზე აქციების ბაზართან, და იზომება პროექტის საბაზრო ბეტათი.

ავტონომიური რისკის გაზომვის ტექნიკა

პროექტის ავტონომიური რისკი მნიშვნელოვანია ორი მიზეზის გამო:

1. პროექტის ავტონომიური რისკის შეფასება უფრო მარტივია, ვიდრე კორპორაციული რისკის გაზომვა და, ასევე, საბაზრო რისკის გაზომვა;
2. უმეტეს შემთხვევაში, რისკების სამივე ტიპი მაღალი კორელაციის არის – თუ საერთო ეკონომიკური მდგომარეობა კარგია, მაშინ კომპანიის საქმიანობაც წარმატებული იქნება და მისი პროექტების უმეტესობაც წარმატებით განხორციელდება. მაღალი კორელაციის გამო, ავტონომიური რისკი კორპორატიული და საბაზრო რისკებისთვის კარგი შეფასებაა.

პროექტის ფულადი ნაკადის რისკიანობის გასაანალიზებლად პირველი ნაბიჯია ამ ფულთან დაკავშირებული განუსაზღვრელობის დონის დადგენა/განსაზღვრა. ჩვენს მიერ განხილულ მაგალითში, კომპანიის მიერ გაკეთებული დაშვებები სავარაუდო მნიშვნელობებია; ეს ეხება როგორც გაყიდვების პროგნოზს (20 000 ცალი), ასევე, გასაყიდი ფასის პროგნოზს ($3 000). ამიტომ შეგვიძლია ვთქვათ, რომ გასაყიდი ფასი და გაყიდვების ერთეულები მოსალოდნელი სიდიდეებია, რომლებიც ეფუძნებიან ალბათობათა გარკვეულ განაწილებას, ისე როგორც ყველა

სხვა მნიშვნელობები, რომელიც ნაჩვენებია ცხრილში 2. განაწილებები შეიძლება იყოს შედარებით “ვიწრო”, რაც ასახავს დაბალ რისკს, ან “გაშლილი”, რაც ასახავს განუსაზღვრელობის მაღალ ხარისხს რეალიზებული სიდიდის შესახებ და, შესაბამისად, ავტონომიური რისკის მაღალ დონეს.

მგრძნობიარობის ანალიზი

ჩვენთვის გასაგები ხდება, რომ ზოგიერთი შემავალი პარამეტრის ცვლილება შეცვლის NPV–ს. მგრძნობიარობის ანალიზი არის ტექნიკა, რომელიც გვიჩვენებს, თუ რამდენად შეიცვლება NPV შემავალი პარამეტრების მოცემული ცვლილების შედეგად, როდესაც სხვა პარამეტები უცვლილია.

მგრძნობიარობის ანალიზი იწყება საბაზისო შემთხვევის განხილვით, რომელიც გამოითვლება ყოველი შემავალი პარამეტრის მოსალოდნელი სიდიდის გამოყენებით. შემდეგ მას ედრება ის შემთხვევა, რომელიც დათვლილია რომელიმე არჩეული პარამეტრის შეცვლილი სიდიდის გამოყენებით. თუ დავუბრუნდებით, იმ შემთხვევას რომელიც მოყვანილია ცხრილში 2, სადაც მოყვანილი მონაცემები მოიცავს გაყიდვების რაოდენობას, გასაყიდ ფასს, ფიქსირებულ ხარჯებს და ცვლად ხარჯებს, ეს არის საბაზისო შემთხვევა და შედეგად მივიღეთ NPV=$5 809, რასაც საბაზისო NPV ჰქვია. ამის შემდეგ, ჩვენ დავსვამთ შეკითხვებს: რა მოხდება თუ გაყიდვები შემცირდება 15%-ით? რა მოხდება თუ დაეცემა გასაყიდი ფასი? და სხვა. მგრძნობიარობის ანალიზი დაგვეხმარება ამ კითხვებზე პასუხის გაცემად გადაწყვეტილების მიღებისას.

სცენარების ანალიზი

მიუხედავად იმისა, რომ მგრძნობიარობის ანალიზი ფართოდ გამოყენებადი ტექნიკაა, იგი არ არის საბოლოო ჭეშმარიტება. მაგალითად, ჩვენ წინა მაგალითში კომპიუტერული კომპანიის შესახებ აღმოჩნდა, რომ პროექტის NPV მგრძნობიარეა გასაყიდი ფასის და ცვლადი ხარჯების ცვლილების მიმართ. ეს მგრძნობიარობა გვიჩვენებს, რომ პროექტი რისკიანია. დავუშვათ, რომ კომპანია Home Depot თანახმაა შეიძინოს ახალი პროექტი და მოაწერა ხელი კონტრაქტს 20 000 ცალზე, ოთხი წლის განმავლობაში და თითოეულ კომპიუტერში გადაიხდის $3 000-ს. ასევე, დავუშვათ, რომ კომპანია Intal თანახმაა მიაწოდის კომპიუტერის ნაწილი ისეთ ფასად, რომელიც არ გაზრდის ცვლად ხარჯებს $2.2-ზე მეტად, რაც უკვე იმას ნიშნავს, რომ პროექტი არ არის ისე რისკიანი, თუმცა მგრძობიარობის ანალიზი ამას გვიჩვენებს.

ჩვენ ვხედავთ, რომ საჭირო ხდება მგრძნობიარობის ანალიზის გაფართოება იმ მიზნით, რომ გავითვალისწინოთ შემავალი პარამეტრების ალბათობათა განაწილება. სცენარების ანალიზი გვაძლევს ამ გაფართოებას, მასში გათვალისწინებულია ძირითადი ცვლადების ალბათობები, იგი საშუალებას გვაძლევს ვცალოთ ერთზე მეტი ცვლადი. სცენარის ანალიზში, ფინანსური ანალიტიკოსი იწყებს საბაზისო შემთხვევით, ან შემავალი პარამეტრების ყველაზე ალბათური ერთობლიობით. შემდეგ ის ეკითხება მარკეტინგის, წარმოების და სხვა საოპერაციო მენეჯერებს დააკონკრეტონ “ცუდი” სცენარი (დაბალი ფასები, დაბალი გაყიდვები, მაღალი ცვლადი ხარჯები და სხვა) და “კარგი” სცენარი (მაღალი ფასები, მაღალი გაყიდვები და დაბალი ცვლადი ხარჯები). სცენარების ანალიზი მოყვანილია შემდეგ ცხრილში 3

ცხრილი 3

სცენარი	ალბათობა	ფასი	გაყიდვები (ერთეული)	ცვლადი ხარჯები	ზრდის ტემპი	NPV
კარგი	25%	$3.90	26,000	$1.47	30%	$146,180
საბაზისო	50%	3.00	20,000	2.10	0	5,809
ცუდი	25%	2.10	14,000	2.73	-30%	(37,257)
		მოსალოდნელი NPV =				$30 115
		სტანდარტული გადახრა =				$69 267
		ვარიაციის კოეფიციენტი =				2.30

სცენარების ალბათობები და NPV-ს მნიშვნელობები გვაძლევს მოსალოდნელი NPV-ს მნიშვნელობას:

$$\text{მოსალოდნელი NPV} = \sum_{t=1}^{n} P_i (NPV_i)$$
$$= 0.25(\$146{,}180) + 0.5(\$5{,}809) + 0.25(-\$37{,}257)$$
$$= \$30{,}135.$$

NPV-ს სტანდარტული გადახრა = $69,267:

$$\sigma_{NPV} = \sqrt{\sum_{i=1}^{3} P_i (NPV_i - \text{მოსალოდნელი NPV})^2}$$
$$= \sqrt{0.25(\$146{,}180 - \$30{,}135)^2 + 0.5(\$5{,}809 - \$30{,}135)^2 + 0.25(-\$37{,}257 - \$30{,}135)^2}$$
$$= \$69{,}276.$$

პროექტის ვარიაციის კოეფიციენტი შეიძლება შედარდეს კომპანიის საშუალო პროექტის ვარიაციის კოეფიციენტს, იმისათვის, რომ გავიგოთ პროექტის შედარებით რისკიანობა. თუ კომპანიის RIC საშუალო პროექტის ვარიაციის კოეფიციენტი 1.0-ის ტოლია, მაშინ ეს მოცემული პროექტი უფრო რისკიანია, ვიდრე საშუალო პროექტი.
სცენარების ანალიზი გვაძლევს სასარგებლო ინფორმაციას პროექტის ავტონომიური რისკის შესახებ. მაგრამ ის შეზღუდულია იმით, რომ განიხილავს სულ რამდენიმე დისკრეტულ შედეგს (NPV) მიუხედავად იმისა, რომ ალბათობების უსასრულო რაოდენობა არსებობს.

დასკვნები პროექტის რისკის შესახებ

კაპიტალდაბანდების შეფასებაში ჩვენ სამი ტიპის რისკი – ავტონომიური, კორპორატიული და საბაზრო - განვიხილეთ. მაგრამ ორი მნიშვნელოვანი საკითხი მაინც რჩება: უნდა აინტერესებდეს კომპანიას ავტონომიური ან კორპორატიული რისკი ინვესტიციების შეფასებაში, და რა უნდა ვქნათ როდესაც ამ რისკებს სხვადასხვა დასკვნებამდე მივყავართ?

ამ კითხვებს მარტივი პასუხები არ აქვს. თეორიული თვალსაზრისით, კარგად დივერსიფიცირებულ ინვესტორს მხოლოდ საბაზრო რისკი უნდა აინტერესებდეს, მენეჯრებს მხოლოდ აქციის მაქსიმიზირების საკითხი, და ამან უნდა მიგვიყვანოს იმ დასკვნამდე, რომ საბაზრო რისკი (ბეტა) ფაქტიურად უნდა იყოს მოცემული მთელი სისრულით საინვესტიციო გადაწყვეტილებაში. მაგრამ თუ ინვესტორები არ არიან კარგად დივერსიფიცირებულნი, და თუ CAPM მოდელი არ მუშაობს ისე ზუსტად როგორც უნდა მუშაობდეს თეორიის მიხედვით, ან თუ გამოთვლების პრობლემები CAPM მოდელში მენეჯმენტს დაეჭვების საფუძველს აძლევს, მაშინ მან უფრო მეტი წონა უნდა მიანიჭოს ავტონომიურ და კორპორატიული რისკებს, ვიდრე ამას ფინანსური თეორია გვთავაზობს. ასევე, CAPM მოდელი იგნონირებას უკეთებს გაკოტრების ხარჯებს მიუხედავად იმისა, რომ ისინი შესაძლებელია მნიშვნელოვანი იყოს და გაკოტრების ალბათობა დამოკიდებულია კომპანიის კორპორატიულ რისკზე და არა საბაზრო რისკზე. ამიტომ, კარგად დივერსიფიცირებულ ინვესტორსაც კი უნდა უნდოდეს, რომ კომპანიის მენეჯმენტმა სათანადო ყურადღება დაუთმოს პროექტის კორპორატიულ რისკს იმის ნაცვლად, რომ მთლიანად იყო კონცენტრირებული საბაზრო რისკზე.
აქედან გამომდინარე, ყველაზე კარგი რისი გაკეთებაც ჩვენ შეგვიძლია პრაქტიკაში ეს არის პროექტის რისკის შეფასება გარკვეუწილად ბუნდოვანი, შესაბამისი აზრით. მაგალითად, ჩვენ ზოგადად, შეგვიძლია საკმარისი დამაჯერებლობით ვთქვათ, რომ კონკრეტულ პროექტს აქვს მეტი ან ნაკლები ავტონომიური რისკი, ვიდრე კომპანიის საშუალო პროექტს. შემდეგ, დავუშვით რა, რომ ავტონომიური და კორპორატიული რისკი მაღალი კორელაციის არიან ერთმანეთთან (რაც ჩვეულებრივი მოვლენაა), პროექტის ავტომონომიური რისკი კორპორატიული რისკის კარგი საზომი იქნება. და ბოლოს, თუ დავუშვებთ, რომ საბაზრო რისკი და კორპორატიული რისკი მაღალი კორელაციის არიან (რაც სამართლიანია კომპანიების უმეტესობისათვის), საშუალოზე უფრო მაღალი კორპორატიული რისკის მქონე პროექტს, ასევე, მაღალი ექნება საბაზრო რისკი, და საწინააღმდეგოს აქვს ადგილი დაბალი კორპორატიული რისკის შემთხვევაში.

პროექტის რისკის ჩართვა კაპიტალდაბანდების შეფასებაში

კომპანიების უმეტესობა თავისი ფილიალის კაპიტალის ღირებულების დასათლელად ეფუძნება ფილიალის საბაზრო რისკს და კაპიტალის სტრუქტურას. ეს არის ინვესტიციების შეფასებაში რისკის ანალიზის ჩართვის პირველი ნაბიჯი, მაგრამ იგი შეზღუდულია იმით, რომ ითვალისწინებს მხოლოდ საბაზრო რისკს. იმის ნაცვლად, რომ პირდაპირ შეაფსოს პროექტის კორპორატიული რისკი, კომპანიის რისკის დეპარტამენტი, მიმდინარე და პოტენციური პროექტების საფუძველზე, აფასებს კომპანიის ფინანსური სირთულეების შესაძლებლობას. სხვა სიტყვებით, ისინი აფასებენ კომპანიის კორპორატიულ რისკს, პროექტების მოცემული პორთფელისთვის. ეს შეფასების პროცესი გამოყოფს იმ პროექტებს, რომლებიც მნიშვნელოვნად ზრდიან კორპორატიულ რისკს.
დავუშვათ, რომ პოტენციურ პროექტს არა აქვს მნიშვნელოვანი გავლენა კომპანიის ფინანსური სირთულეების გაჩენის შესაძლებლობაზე, მაგრამ მას უფრო მაღალი ავტონომიური რისკი აქვს, ვიდრე ტიპიურ პროექტს ფილიალში. პროექტის რისკის ჩასართავად ინვესტიციის შეფსებაში ორ მეთოდს იყენებენ. ერთ-ერთი მათგანია, გარანტირებული ეკვივალენტის მეთოდი. ამ

მეთოდის მიხედვით, ნებისმიერი შემოსული ფული, რომელიც ზუსტად არ არის ცნობილი მცირდება და რაც უფრო რისკიანია ნაკადი, მით უფრო ნაკლებია მისი გარანტირებული ევივალენტი. მეორე მეთოდი არის რისკზე დაკორექტირებული სადისკონტო განაკვეთის მეთოდი, რომლის მიხედვით პროექტის განსხვავებული რისკი დაკავშირებულია სადისკონტო განაკვეთის ცვლილებასთან. საშუალო რისკიანი პროექტის დისკონტირება ხდება კომპანიის საშუალო კაპიტალის ღირებულებით, მაღალ-რისკიანი პროექტები დისკონტირდება უფრო მაღალი სადისკონტო განაკვეთით, და დაბალ-რისკიანი პროექტები უფრო დაბალი სადისკონტო განაკვეთით. სამწუხაროდ არ არსებობს გზა იმის დასაკონკრეტებლად ზუსტად რამდენად მაღალი ან დაბალი უნდა იყოს ეს სადისკონტო განაკვეთები.

საკონტროლო კითხვები

1. დაახასიათეთ ფულადი ნაკადების შეფასების საწყისი ეტაპები
2. რატომ უნდა გამოიყენონ კომპანიებმა პროექტის წმინდა ფულადი ნაკადები და არა საბუღალტრო მოგება პროექტის NPV განსაზღვრის დროს?
3. დაახასიათეთ წმინდა ფულადი ნაკადები, რომელიც გასათალისწინებელია პროექტის ანალიზისას: ფიქსირებული აქტივების ღირებულება, არაფულადი ხარჯები, ცვლილებები წმინდა საოპერაციო საბრუნავ კაპიტალში, საპროცენტო ხარჯები არ უნდა იყოს ჩართული პროექტის ფულის ნაკადში.
4. განიხილეთ და დაახასიათეთ ზღვრული ფულადი ნაკადები: შეუქცევადი ხარჯები, ალტერნატიული დანახარჯები, კომპანიის სხვა ნაწილების გავლენები: ექსტერნალიები, განახლება.
5. რა განსხვავებაა გაფართოების პროექტსა და განახლების პროექტს შორის?
6. დაახასიათეთ პროექტის რისკის ტიპები.
7. პროექტის რისკის რომელი ტიპია თეორიულად ყველაზე აქტუალური? რატომ?
8. დაახასიათეთ ავტონომიური რისკის გაზომვის ტექნიკა
9. რა არის მგრძნობელობის ანალიზი?
10. რა არის სცენარის ანალიზი?
11. დიფერენცირება მგრძნობელობის ანალიზისა და სცენარის ანალიზს შორის.
12. რა უპირატესობა აქვს სცენარის ანალიზს მგრძნობელობის ანალიზთან შედარებით?

ამოცანები

1. კომპანია ცდილობს შეაფასოს შემოთავაზებული პროექტის პირველი წლის (t=1) საოპერაციო ფული. კომპანიას აქვს შემდეგი ინფორმაცია:

საპროგნოზო გაყიდვები	$10 მილიონი
საოპერაციო ხარჯები (ცვეთის გარეშე)	7 მილიონი
ცვეთა	2 მილიონი
საპროცენტო ხარჯი	2 მილიონი

კომპანიის საგადასახადო განაკვეთი 40%-ია. რა იქნება კომპანიის საოპერაციო ფული პირველი წლისთვის (t=1)?

2. კომპანია მოცემულ მომენტში იმყოფება პროექტის ბოლო წელს. მოწყობილობის საწყისი ღირებულება $20 მილიონია, საიდანაც 80% გაცვეთილია. კარტერს შეუძლია გამოყენებული მოწყობილების გაყიდვა დღეს სხვა კომპანიისთვის $5 მილიონად, და მისი დაბეგვრის განაკვეთი 40%-ია. რა იქნება დაბეგრილი წმინდა სალიკვიდაციო ღირებულება?
3. კომპანია განიხილავს ახალი დანადგარის შეძენას. დანადგარის საბაზო ფასი $108 000-ია და საჭირო იქნება დამატებით $12 000 მისი მოდიფიცირებისთვის. დანადგარი ექვემდებარება ოთხწლიან საამორტიზაციო ჯგუფს შემდეგი განაკვეთებით: 1 წელი - 33%, 2 წელი 45%, 3 წელი – 15%, მე-4 წელი - 7%. დანადგარი გაიყიდება 3 წლის შემდეგ $65 000-ად. დანადგარი მოითხოვს წმინდა საბრუნავი კაპიტალის (მარაგები) გაზრდას $5 500-ით. ეს დანადგარი დაზოგავს კომპანიისთვის დაბეგვრამდე საოპერაციაო ხარჯებს $44 000-ის ოდენობით ყოველწლიურად. დაბეგვრის განაკვეთი 35%-ია.
   ა. რა იქნება დანადგარის წმინდა საწყისი საინვესტიციო თანხის მოცულობა, ანუ ფულის ნაკადი t=0-ში?
   ბ. რა იქნება წმინდა საოპერაციო ფული 1, 2 და 3 წლებში?
4. კომპანია განიხილავს პროექტს მისი საინვესტიციო ბიუჯეტისთვის. კომპანიამ შეაფასა, რომ პროექტის NPV=$12 მილიონს. ეს შეფასება უშვებს, რომ ეკონომიკა და საბაზრო პირობები საშუალო დონეზე იქნება მომავალი რამდენი წლის მანძილზე. მაგრამ კომპანიის აღმასრულებელი დირექტორის პროგნოზის მიხედვით არსებობს მხოლოდ 50%-იანი შანსი იმისა, რომ ეკონომიკა იქნება საშუალო დონეზე. ამ მომენტის გათვალისწინებით, მან წარმოადგინდა შემდეგი სცენარების ანალიზი:

სცენარები	შედეგის ალბათობა	NPV
რეცესია	0.05	($70 მილიონი)
საშუალოზე დაბალი	0.20	(25 მილიონი)
საშუალო	0.5	12 მილიონი
საშუალოზე მაღალი	0.20	20 მილიონი
ეკონომკური ბუმი	0.05	30 მილიონი

რა იქნება პროექტის NPV, მისი სტანდარტული გადახრა და ვარიაციის კოეფიციენტი?

5. კომპანიამ უნდა გააკეთოს არჩევანი ორ საინვესტიციო პროექტებს შორის. თითოეული პროექტის ღირებულება $6 750-ია და მათი მოსალოდნელი სასიცოცხლო ვადა 3 წელია. საწყისი ინვესტიციის განხორციელების შემდეგ ერთი წლის თავზე გამოთვლილია წმინდა ფული და აქვს შემდეგი ალბათობების განაწილება:

პროექტი A		პროექტი B	
ალბათობა	წმინდა ფული	ალბათობა	წმინდა ფული
0.2	$ 6,000	0.2	$ 0
0.6	6,750	0.6	6,750
0.2	7,500	0.2	18,000

ა. რა იქნება წმინდა ფულის მოსალოდნელი მნიშვნელობა ყოველი პროექტისთვის?

ბ. რა იქნება ვარიაციის კოეფიციენტი (CV)?

6 თავი

პროგნოზირება და საპროგნოზო ფინანსური უწყისები

ამ თავში განიხილება შემდეგი საკითხები:

- პროგნოზირება
- პროგნოზირების მოდელების ტიპები
- ფინანსური დაგეგმვის მიმოხილვა
- ფინანსური უწყისების პროგნოზი
  - ✓ მოგება/ზარალის საორიენტაციო უწყისი
  - ✓ ფულის საორიენტაციო ბიუჯეტი
  - ✓ საორიენტაციო საბალანსო უწყისი

პროგნოზირება

პროგნოზი მომავალი მოთხოვნის რაოდენობრივი შეფასებაა. *პროგნოზირება* კი ჩვენი პროდუქტის და მომსახურების მომავალი მოთხოვნის შეფასების პროცესია. პროგნოზირება ფინანსების მენეჯერისაგან მოითხოვს, ასევე, მომავალი საპროცენტო განაკვეთების შეფასებას. ჩვენ წინასწარ ვიცით, რომ შეფასებების გამო ჩვენი პროგნოზი ზუსტი ვერ იქნება. პროგნოზირების პროცესი მოიცავს შემდეგ ნაბიჯებს:

- პროგნოზირების მოდელის ტიპის განსაზღვრა;
- პროგნოზირების პერიოდის განსაზღვრა;
- ერთი ან მეტი პროგნოზირების მოდელის შერჩევა;
- მოდელების შეფასება;
- შერჩეული მოდელის გამოყენება;
- მოდელის მონიტორინგი და კონტროლი.

თუ შერჩეული მოდელი არ არის შესაბამისი, მაშინ უნდა დავბრუნდეთ უკან პირველი ნაბიჯისკენ.

1. პროგნოზირების მოდელის ტიპის განსაზღვრა. პროგნოზირების მოდელის შერჩევის კრიტერიუმი მოითხოვს პასუხი გავცეთ შემდეგ კითხვებს:

- ✓ ვინ გამოიყენებს პროგნოზს და რა ინფორმაციას მოითხოვს ის?
- ✓ რამდენად რელევანტურია (არსებითი, შესაბამისი) ისტორიული მონაცემები?
- ✓ რამდენად ზუსტი უნდა იყოს პროგნოზი?
- ✓ როგორია დროის პერიოდი პროგნოზისთვის?
- ✓ რა დრო არის საჭირო პროგნოზის გასაკეთებლად?
- ✓ რა სარგებლიანობა და დანახარჯები მოაქვს ამ პროგნოზს თქვენი კომპანიისთვის?

რაც უფრო მეტი სიზუსტე გვინდა, მით უფრო მაღალი იქნება მონაცემების მოგროვებისთან დაკავშირებული დანახარჯები. გრძელვადიანი პროგნოზი ჩვეულებრივ უფრო მეტ ცვლადებს შეიცავს. ინფორმაციის შეგროვება უფრო მეტი ცვლადისთვის უფრო მეტ დანახარჯებთან არის დაკავშირებული და მეტ დროსაც მოითხოვს.

2. პროგნოზირების პერიოდის განსაზღვრა. რამდენიმე ფაქტორი ზემოქმედებს საპროგნოზო პერიოდის ხანგძლივობაზე. ძირითადი მოსაზრება იმაში მდგომარეობს, რომ არსებობს უარყოფითი კავშირი პროგნოზის სიზუსტესა და პროგნოზირების პერიოდს შორის. რაც უფრო გრძელია პროგნოზის პერიოდი, მით უფრო ნაკლებად ზუსტი იქნება პროგნოზი. დროის პერიოდი არ უნდა იყოს სტატეგიული გეგმის პერიოდზე ნაკლები. პროდუქტის სასიცოცხლო ციკლი ზემოქმედებს პროგნოზის ხანგძლივობაზე. ტექნოლოგიური პროდუქტის გაყიდვებს მოკლე საპროგნოზო პერიოდი აქვს. (მაგ. ვიდეოკასეტები), მაგრამ რძის პროდუქტების გაყიდვებს, პირიქით, უფრო გრძელი საპროგნოზო პერიოდი აქვთ.

3. ერთი ან რამდენიმე პროგნოზირების მოდელის შერჩევა. მოდელის შერჩევის დროს მნიშვნელოვანია წინა კრიტერიუმების (ექვსი კითხვა) გათვალისწინება. ზოგიერთ შეთხვევაში შესაძლებელია მიზანშეწონილი იყოს მოდელების კომბინარება.

4. მოდელების შეფასება. ჩვენ შეგვიძლია პროგნოზირების მოდელების შედარება ცდომილებათა აბსოლუტური სიდიდეების საშუალოს (MAD) გამოყენებით. MAD იმის საზომია, თუ რამდენად ზუსტად ასახავს პროგნოზირების მოდელი გაყიდვების რეალურ მონაცემებს. გახსოვდეთ, რომ მოდელი გვეხმარება ბიზნესის მართვაში - ის არ იღებს გადაწყვეტილებას. საბაზრო და ეკონომიკური პირობების ცვლილებების გამო ჩვენი პროგნოზირების მოდელები მუდმივ შეფასებას მოითხოვს.

5. შერჩეული მოდელის გამოყენება. მოდელი გამოიყენება იმისათვის, რომ განისაზღვროს მომავალი მოთხოვნები. მოდელის და საზომების კონკრეტული ერთეულების გამოყენება დამოკიდებულია ბიზნესის სფეროზე, რომელიც იყენებს მოდელს. მარკეტინგმა უნდა იცოდეს მოთხოვნა საქონელზე. წარმოება ითხოვს გამოშვების რაოდენობას, ერთეულებს. ფინანსები ითხოვს თანხებს. კადრები ითხოვენ ადამიანურ რესურსებს.

6. მონიტორინგი და კონტროლი. მოდელმა საშუალება უნდა მოგვცეს განვახორციელოთ კონტროლი სამბიჯიანი პროცესის მეშვეობით: განისაზღვროს სტანდარტი იმ პროცესის გასაზომად, რომელიც მიმართულია პროგნოზისკენ, გავზომოთ რეალური შედეგები და შევადაროთ სტანდარტებს, და შემდეგ გავატაროთ კორექტირებები. თუ პროგნოზირების მოდელი ვერ იძლევა ამის გაკეთების საშუალებას, მაშინ პროგნოზირების ახალი მოდელი უნდა იქნას გამოყენებული.

პროგნოზირების მოდელების ტიპები

პროგნოზირების მოდელების რამდენიმე ტიპი არსებობს. ამ მოდელებში გამოყენებულია სამი მეთოდი:

- ✓ თვისობრივი;
- ✓ რაოდენობრივი;
- ✓ მიზეზ-შედეგობრივი.

გაყიდვების პროგნოზირებისას თვისობრივი მეთოდები იყენებს საექსპერტო შეფასებებს, რაოდენობრივი მეთოდები იყენებენ მათემატიკურ და სტატისტიკურ ფორმულებს, ხოლო მიზეზ-შედეგობრივი მეთოდები, ასევე, იყენებენ სტატისტიკურ ფორმულებს. მიზეზ-შედეგობრივი მეთოდის მაგალითი იქნება გაზიანი სასმელების გაყიდვების ზრდა ზაფხულის პერიოდში სიცხეების დადგომასთან ერთად. მაღალი ტემპერატურა არის გაყიდვების ზრდის მიზეზი.

პროგნოზირების მოდელების სამი ძირითადი ტიპი არსებობს, რომელიც დაკავშირებულია კონკრეტულ მეთოდთან:

- ✓ ზედაპირული მოდელები იყენებენ თვისობრივ მეთოდებს;
- ✓ შემთხვევითი რიცხვების მოდელები იყენებენ რაოდენობრივ მეთოდებს;
- ✓ მიზეზობრივი მოდელები იყენებენ მიზეზ-შედეგობრივი კავშირების მეთოდებს.

ზედაპირული მოდელები

ზედაპირული მოდელები თვისობრივი მოდელებია და ძირითადად ეფუძნება საექსპერტო შეფასებებს. ის ადამიანები, რომლებსაც გარკვეული გამოცდილება გაჩნიათ კონკრეტულ

სფეროში, ავითარებენ როგორც ინტუიტიურ, ასევე, მეცნიერულ მეთოდებს, იმის განსაზღვრისთვის თუ რა გავყიდოთ და რა სურს მომხმარებელს. ზედაპირული მოდელები აპროგნოზებს როგორც არსებულ, ასევე, ახალი პროდუქტის გაყიდვებს. ზედაპირული მოდელები, რომლებიც ეხება არსებული პროდუქტის და მომსახურების გაყიდვების პროგნოზს, იყენებენ გაყიდვების და მომხმარებლების მიმოხილვას და ბაზრის კვლევების სხვადასხვა ტიპებს. ახალი პროდუქტის გაყიდვების პროგნოზირებისთვის ზედაპირული მოდელები იყენებენ ისტორიულ ანალოგიებს, ბაზრის კვლევას და დელფის მეთოდს (*Delphi method*).

კვლევები გაყიდვების შესახებ ხორციელდება მენეჯმენტის მიერ მომავალი გაყიდვების განსაზღვრისთვის კომპანიის გაყიდვების ტერიტორიების შიგნით. ეს მეთოდი გაყიდვების განსაზღვრის ძირითადი საშუალებაა, თუ კომპანიას უკვე აქვს გაყიდვები, გაყიდვები სტაბილურია და გაყიდვები ხორციელდება პირდაპირ მომხმარებლებზე. ასეთ კვლევებზე დამყარებული მოდელები უფრო მეტად გამოიყენება წარმოებისთვის და საცალო ვაჭრობაში.

კვლევები მომხმარებლების შესახებ გამოყენებადია ყველა სახის ფირმისთვის, მაგრამ განსაკუთრებით ისეთი ფირმებისთვის, რომლებსაც რამდენიმე მსხვილი მომხმარებელი ჰყავთ. ასეთი ფირმების მაგალითს წარმოადგენს საწარმოო ნაწილების წარმოება რომელიმე სახელმწიფო საწარმოთა ჯაჭვისთვის, ან მსხვილი მანქანათმშენებლობის წარმოებისთვის და სპეციალიზირებული მაღაზიების ქსელისთვის. იმის გამო, რომ ამ ფირმების მსხვილ მომხმარებელს, როგორც წესი, გააჩნია მომავალი გაყიდვების პროგნოზი და ზუსტად იცის რა მოთხოვნები ექნება, მიმწოდებელ ფირმებს მეტ-ნაკლებად ზუსტად შეუძლიათ განსაზღვრონ სამომავლო გაყიდვები.

ისტორიული ანალოგიები რამდენიმე სფეროში გამოიყენება. იგი შესაძლებელია გამოყენებიულ იქნას ახალი პროდუქტის ბაზარზე გაშვების შემთხვევაში, რომელსაც არსებული პროდუქტების ანალოგიური თვისებები ახასიათებს. ისტორიული ანალოგიები შესაძლებელია გამოვიყენოთ მაშინ, როდესაც კომპანია გეგმავს საქმიანობის გაფართოებას, მაგალითად, ახალი მაღაზიის ან კაფეს გახსნას.

ბაზრის კვლევა შეიძლება მოიცავდეს მიმოხილვას, ტესტირებას, და დაკვირვებებს. მიმოხილვა შესაძლებელია განხორციელდეს სატელეფონო საუბრებით, ინტერვიუს აღებით ადგილზე ან ფოკუს-ჯგუფების გამოკითხვით ინტერნეტის მეშვეობით. ტესტირება მოიცავს საკვლევი პროდუქტის ტესტირებას გარკვეულ სფეროებში. ტესტირების და კვლევის შედეგები სტატისტიკურად გადამუშავდება და ამ შედეგებზე დაყდნობით გაკეთდება პროგნოზი.

დელფის მეთოდი (Delphi method) იყენებს ექსპერტების ჯგუფს შეთანხმებული პოზიციის მისაღებად. როგორც წესი, ეს მეთოდი გამოიყენება ახალი პროდუქტის ბაზარზე გასაშვებად, რომლისთვისაც არ არსებობს ისტორიული მონაცემები. ეს მეთოდი, ასევე, გამოიყენება იმ სფეროებში, სადაც ბაზრის კვლევამ შესაძლებელია კონკურენტებს ძალიან ბევრი ინფორმაცია მიაწოდოს ახალი პროდუქტის ან მომსახურების შესახებ: ეს სამართლიანია მაღალი ტექნოლოგიების პროდუქტების მიმართ, რომელთა კოპირება იოლია კონკურენტების მიერ. დელფის მეთოდით დაქირავებული ექსპერტები გაბნეულები არიან სხვადასხვა ადგილებში და, როგორც წესი, არც იცნობენ ერთმანეთს. აირჩევა ზედამხედველი და შედგება კითხვარი, რომელიც აღწერს საკვლევ პროექტს. კომისიის წევრებს სთხოვენ გააკეთონ შეფასებები

გაყიდვების და სხვა ინფორმაციის შესახებ, რომელსაც ზედამხედველი ჩათვლის მნიშვნელოვნად და ჩართულია კითხვარში. ზედამხედველი მოაგროვებს ამ ინფორმაციას. შემდეგ პირველი რაუნდის შედეგად მიღებული მონაცემების გათვალისწინებით გადაიხედება კითხვარი. გადახედილი კითხვარი ახალი მონაცემებით ისევ დაურიგდებათ კომისიის წევრებს. ასე გაგრძელდება მანამ, სანამ კომისიის წევრები არ მიაღწევენ კონსენსუსს.

შემთხვევითი რიცხვების მოდელები

შემთხვევითი სიდიდეების საპროგნოზო მოდელები, ჩვეულებრივ, იყენებენ ისტორიულ მონაცემებს, რომლებიც ხელმისაწვდომია კომპანიაში, ან ინდუსტრიაში გაყიდვების საპროგნოზოდ. ამ მიზნით ისინი ხშირად მიმართავენ ეგრეთ წოდებულ შიდა ან გარე მოდელებს. ამ მოდელებში ძირითადი დაშვება ის არის, რომ წინა პერიოდის გაყიდვები მომავალი გაყიდვების ზუსტი შეფასების საფუძველს იძლევა.

მიზეზ-შედეგობრივი მოდელები

მიზეზ-შედეგობრივი მოდელები განიხილავენ ზოგად ეკონომიკურ ცვლადებს, რომლებიც ზემოქმედებენ კომპანიის გაყიდვებზე. ეს მოდელები შეიძლება იყოს ძალიან მარტივი ან საკმაოდ რთული. ჩვენ შეგვიძლია მიზეზ-შედეგობრივი მოდელი ჩავრთოთ როგორც ნაწილი ჩვენს პროგნოზიების პროცესში. მაგალითად, თუ ჩვენ ვყიდით საამშენებლო მასალებს, მაშინ ყოველი ახალი შენობა საშუალებას გვაძლევს ვიწინასწარმეტყველოთ გაყიდვების ზრდა ან შემცირება რამდენიმე წლის განმავლობაში მომავალში.

პროგნოზი ამოძრავებს ჩვენ ბიზნეს-გეგმას; კარგმა გეგმამ უნდა უპასუხოს კითხვებს: რა უნდა გაკეთდეს? ვინ გააკეთებს? სად გაკეთდეს? როდის გაკეთდეს? როგორ გაკეთდეს? გაყიდვების პროგნოზი ჩვენ გვაწვდის ყველაზე მნიშვნელოვანს - პროგნოზირებული გაყიდვები თანხებში, რომელიც აუცილებელია საპროგნოზო ფინანსური უწყისების მოსამზადებლად.

ფინანსური უწყისების გამოყენებით, მენეჯერები და ინვესტორები აფასებენ კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობას, მაგრამ მათთვის უფრო მნიშვნელოვანია მომავლის შეფასება. ამისათვის, მენეჯერები ამზადებენ საორიენტაციო, საპროგნოზო უწყისებს, რომლებსაც იყენებენ ძირითადად ოთხი მიმართულებით:

1. საორიენტაციო უწყისების გაანალიზებით მათ შეუძლიათ შეაფასონ რამდენად შეესაბამება კომპანიის ფინანსური მდგომარეობა მის ძირითად მიზნებს და ინვესტორების მოლოდინებს. მაგალითად, თუ საპროგნოზო უწყისი გვიჩვენებს, რომ საპროგნოზო უკუგება სააქციო კაპიტალზე დაბალია საშუალო ინდუსტრიულ მაჩვენებელზე, მაშინ მენეჯერმა უნდა გამოიკვლიოს ამის მიზეზები და მოძებნოს გამოსავალი;
2. საორინტაციო უწყისები შესაძლებელია გამოყენებულ იქნას იმისათვის, რომ შეფასდეს საოპერაციო ცვლილებების ეფექტები. ამიტომ ფინანსური მენეჯერი ბევრ დროს ხარჯავს “რა მოხდება თუ” ტიპის კითხვებზე პასუხების გასაცემად;
3. საორიენტაციო უწყისებს იყენებენ კომპანიის მომავალი საჭირო დაფინანსების მოცულობის დასადგენად;
4. საორიენტაციო უწყისები გამოიყენება მომავალი თავისუფალი ფულის დასადგენად.

ფინანსური დაგეგმვის მიმოხილვა

ღირებულების შექმნის პროცესი შეუძლებელია კარგად შეფასებული ფინანსური გეგმის გარეშე.

სტრატეგიული გეგმები

სტრატეგიული გეგმები, ჩვეულებრივ, იწყება კორპორაციის მისიის ჩამოყალიბებით. კომპანიების უმეტესობა საკმაოდ მკაფიოდ აყალიბებს კორპორაციის საერთო მისიას: "ჩვენი მისიაა მფლობელების სიმდიდრის მაქსიმიზირება".

კორპორაციის საქმიანობის სფერო ასახავს კომპანიის ბიზნესის სახეს და ოპერაციების წარმართვის გეოგრაფიას. მაგალითად, კომპანია *Coca-cola* იფარგლება გამაგრილებელი სასმელების წარმოებით, მაგრამ მისი საქმიანობის გეოგრაფია ფართოვდება.

კორპორაციის მისია ბიზნესის საერთო ფილოსოფიას ასახავს, მაგრამ ის არ უსახავს მენეჯერებს საოპერაციო მიზნებს და, შესაბამისად - ამოცანებს. კომპანიებს აქვთ როგორც რაოდენობრივი, ასევე - თვისობრივი მიზნები. ტიპიური რაოდენობრივი მიზანია, მაგალითად, ბაზრის 50%-იანი წილის აღება, ROE-ს 20%-იანი დონის მიღწევა, მოგების ზრდის ტემპის 10%-მდე მიღწევა, ან $100 მილიონის დონის ეკონომიკური მოგების (*EVA*) მიღება.

კორპორაციის მისიის, სფეროს და მიზნების დადგენის შემდეგ მან უნდა ჩამოაყალიბოს სტრატეგიული გეგმა ამ მიზნების მისაღწევად. კორპორატიული სტრატეგია ეს უფრო ზოგადი მეთოდია, ვიდრე დეტალური გეგმები.

საოპერაციო გეგმები

საოპერაციო გეგმები დეტალური განხორციელების სახელმძღვანელოს წარმოადგენს, რომლებიც კორპორაციის სტრატეგიას ეფუძნება, კორპორატიული მიზნების დასაკმაყოფილებლად. ეს გეგმები დროის ნებისმიერი პერიოდისთვის იქმნება, მაგრამ, როგორც წესი, კომპანიების უმეტესობა ხუთწლიან გეგმებს ისახავს. ხუთწლიან გეგმაში პირველი წელი დეტალურად არის გაწერილი და შემდეგი წლების გეგმები ნაკლებად დეტალიზირებულია. გეგმაში დეტალურად არის აღწერილი ვინ რაზე არის პასუხისმგებელი კონკრეტული ფუნქციის შესასრულებლად, როდის უნდა დასრულდეს კონკრეტული ამოცანის გადაწყვეტა, გაყიდვები და მოგების მიზნები და სხვა.

ფინანსური დაგეგმვის მიზნები

ფინანსური დაგეგმვა შეიძლება შემდეგ ნაბიჯებად დაიყოს:

1. მოხდეს ფინანსური უწყისების პროგნოზი და ამ პროგნოზის გამოყენება საოპერაციო გეგმების საპროგნოზო მოგებების და ფინანსური კოეფიციენტების მიმართ. პროგნოზები შესაძლებელია, ასევე, გამოვიყენოთ ოპერაციების მონიტორინგისთვის გეგმის დასრულების შემდეგ, მისი ზეგავლენის შესაფასებად;
2. განისაზღვროს დაფინანსებისთვის საჭირო ფონდების ოდენობა ხუთწლიანი გეგმის უზრუნველსაყოფად;
3. დაპროგნოზდეს დაფინანსებისთვის საჭირო ფონდების ხელმისაწვდომობა შემდეგი ხუთი წლის მანძილზე. ეს მოიცავს შიდა და გარედან მოსაზიდი რესურსების

მოცულობის შეფასებას. ნებისმიერი შეზღუდვა საოპერაციო გეგმაში, რომლებიც გააჩინა ფინანსურმა შეზღუდვებმა უნდა იყოს ჩართული საოპერაციო გეგმაში. შეზღუდვები მოიცავს შეზღუდვებს კოეფიციენტში ვალი/აქტივები, მიმდინარე კოეფიციენტში და დაფარვის კოეფიციენტში;

4. ჩამოყალიბდეს შედეგიანობაზე დაფუძნებული მენეჯმენტის საკონპესაციო სისტემა. კომპანიისთვის მნიშვნელოვანია მენეჯერების წახალისება იმისათვის, რომ ისინი ზრუნავენ მფლობელების სიმდიდრის ზრდაზე.

ავსხნათ როგორ იქმნება ფინანსური გეგმა, რომელიც მოიცავს სამ ძირითად კომპონენტს:

1. გაყიდვების პროგნოზს;
2. საორიენტაციო ფინანსური უწყისებს;
3. გარე დაფინანსების გეგმას.

გაყიდვების პროგნოზი

გაყიდვების პროგნოზი იწყება გაყიდვების განხილვით წინა პერიოდების (მაგალითად, ხუთი წელი) მანძილზე. ამ მონაცემებზე დაყრდნობით ჩვენ შეგვიძლია გამოვთვალოთ გაყიდვების ზრდის საშუალო ტემპი ამ წლების განმავლობაში და ეს მონაცემი გამოვიყენოთ სამომავლო გაყიდვების პროგნოზირებისათვის.

წელი	გაყიდვები	წლიური ზრდის ტემპი
2010	$2 058	
2011	2 534	23.1 %
2012	2 472	-2.4
2013	2 850	15.3
2014	3 000	5.3
		საშუალო 10.3%

ფინანსური კალკულატორის, ან Excel-ს გამოყენებით უფრო ზუსტად შეგვიძლია ამ განაკვეთის განსაზღვრა. თუ შევეცდებით შემდეგი განტოლების ამოხსნას.

$$\$2{,}058x(1+g)^4=\$3\ 000$$

აქედან მივიღებთ, რომ g=9.9%.

ყველაფერი ეს წარსულ გაყიდვებს ეხებოდა, ხოლო პროგნოზირების დროს მნიშვნელოვანია მომავალი გაყიდვები, რომლებიც დამოკიდებულია ეკონომიკურ მდგომარეობაზე, ინდუსტრიის პერსპექტივებზე, კომპანიის არსებულ ტექნოლოგიებზე და სხვა ფაქტორებზე.

ფინანსური უწყისების პროგნოზი

საორინეტაციო ფინანსური უწყისები (*pro-forma statements*) ემყარება პროგნოზს. ამიტომ მათ საპროგნოზო ფინანსური უწყისები ჰქვია. როდესაც ჩვენი ბიზნესი ზრდის თავის გაყიდვებს ეს მოითხოვს აქტივების შესაბამის ზრდას. მაგალითად, როდესაც ჰანა დონუტის საბითუმო მაღაზიამ გაზარდა თავისი კლიენტების რაოდენობა, მან დამატებით იყიდა სატვირთო მანქანა. ასევე, გაიზარდა მარაგები ნედლეულის ხარჯზე, სავაჭრო მოთხოვნები,

იმიტომ, რომ გაჩნდნენ ახალი მყიდველები და გაიზარდა გაყიდვები კრედიტში. გარდა ამისა, შედეგად, ჰანა მიხვდა, რომ სჭირდება ბიზნესის ფინანსური გეგმა.

ამ საკითხების საუკეთესო გადაწყვეტის საშუალებაა იმ ფინანსური უწყისების მომზადება, რომლებიც აღწერს მომავალს. ამ პროცესს *საორიენტაციო ფინანსური ანალიზი* ჰქვია. ამ ანალიზის მიზანია ცალკეული ცვლადების პროგნოზი და მათი გაერთიანება და საორიენტაციო ფინანსური უწყისების მომზადება. ცხადია, რომ საორიენტაციო ანალიზი ეფუძნება გაყიდვების პროგნოზს. იმის გამო, რომ გაყიდვები მოგება/ზარალის უწყისის პირველი სტრიქონია, ჩვენ დავიწყებთ ჩვენს საორიენტაციო ანალიზს საორიენტაციო მოგება/ზარალის უწყისის მომზადებით. ეს ანალიზი განსაზღვრავს ჩვენი კომპანიის მოსალოდნელ მოგებას.

მოგება/ზარალის საორიენტაციო უწყისი

უმეტეს შემთხვევაში, მოგება/ზარალის საორიენტაციო უწყისი მზადდება მიმდინარე უწყისის ინფორმაციის გამოყენებით. მაგალითად, ჩვენ თუ ვაპროგნოზებთ გაყიდვებში ზრდას, მაშინ თვითღირებულებაც გაიზრდება.

ცხრილი 1 გვიჩვენებს მოგება/ზარალის საორიენტაციო უწყისს პირობითი კომპანიისთვის, რომლის პროგნოზი აჩვენებს, რომ გაყიდვები 50%-ით იზრდება 2012-დან 2013 წლამდე. მოსალოდნელია, რომ თვითღირებულება გაყიდვების იგივე პროცენტი იქნება ერთი წლის შემდეგაც. იმის გამო, რომ 2012 წელს თვითღირებულება გაყიდვების 60% იყო, 2013 წელსაც 60% იქნება, ანუ $90 000 (=150 000X60%).

ცხრილი 1. მოგება/ზარალის საორიენტაციო უწყისი

	რეალური გაყიდვები 2012	გაყიდვების პროგნოზი 2013
გაყიდვები	$100 000	$150 000
თვითღირებულება	60 000	90 000
საერთო მოგება	**$40 000**	**$60 000**
საოპერაციო ხარჯები		
საარენდო გადასახადი	12 000	12 000
კომუნალურები	2 000	2 500
დაზღვევა	1 500	2 000
მანქანა–დანადგარები	4 500	8 500
საერთო საოპერაციო ხარჯები	**$20 000**	**$25 000**
საოპერაციო მოგება	$20 000	$35 000
საპროცენტო ხარჯი	5 000	5 000
წმინდა მოგება	**$15 000**	**$30 000**

ერთი ფაქტი, რომელიც უნდა გვახსოვდეს იმაში მდგომარეობს, რომ საოპერაციო ხარჯები ასახავენ ზოგიერთ ფიქსირებულ ხარჯებს, რომლებიც არ გაიზრდება გაყიდვების ზრდასთან ერთად; მაგრამ სხვა საოპერაციო ხარჯები გაიზრდება გაყიდვების ზრდასთან ერთად. იპოთეკის

და ლიზინგის გადასახადი არ გაიზრდება გაყიდვების ზრდასთან ერთად; ჩვენ მაგალითში, ჰანამ ახალი სატვირთო მანქანა იყიდა, გაზრდილი გაყიდვების უზრუნველსაყოფად; ამიტომ მისი საბანკო ფიქსირებული გადასახადი გაიზარდა. საოპერაციო ხარჯები შეიძლება ორ კატეგორიად დავყოთ: ის ხარჯები, რომლებიც ჩვენ ვიცით რომ არ გაიზრდება გაყიდვების ზრდასთან ერთად და ის ხარჯები, რომლებიც გაიზრდება გარკვეული სიდიდით გაყიდვების ზრდასთან ერთად. იმის გამო, რომ ზოგიერთ საოპერაციო ხარჯს კონკრეტული გამყიდველი ან მომწოდებელი ყავს, ჩვენ შეგვიძლია მათთან გადავამოწმოთ ფიქსირებულ ხარჯებში ცვლილებების პროგნოზი. მაგალითად, ჩვენ შეგვიძლია დავურეკოთ ჩვენს სადაზღვევო აგენტს და შევამოწმოთ ხომ არ იზრდება გადასახადი ჩვენს სადაზღვევო პოლისზე.

ხშირ შემთხვევაში, როდესაც იზრდება გაყიდვები, ჩვენ უნდა გავზარდოთ ჩვენი ფიქსირებული აქტივები დამატებითი მოწყობილობის და მანქანა–დანადგარების ყიდვით. ეს შესყიდვა, როგორც წესი, გრძელვადიანი რესურსით ფინანსდება. მართალია, ყოველთვიური საბანკო გადასახადის გაზრდა გაზრდის ჩვენ საოპერაციო ხარჯებს, მაგრამ მათი პროცენტული ზრდა ვერ იქნება ისეთი მაღალი, როგორც გაყიდვების ზრდის ტემპი. ამის შედეგად, ჩვენი საოპერაციო მოგება ისეთი მარჟით გაიზრდება, რომელიც აღემატება გაყიდვების ზრდის დონეს. ჩვენს საორიენტაციო მოგება/ზარალის უწყისში (ცხრილი 1) გაყიდვები იზრდება 50%-ით, ხოლო საოპერაციო მოგება იზრდება $20 000-დან $35 000-მდე ანუ, 75%-ით. საპროცენტო ხარჯები ჩვენ სესხზე შეიძლება გაიზარდოს იმაზე დამოკიდებულებით თუ რა დამატებითი აქტივი არის საჭირო წლის განმავლობაში და დაფინანსების რა ფორმას ავირჩევთ ამისათვის. ნებისმიერ შემთხვევაში, ჩვენი მომავალი მოგება უნდა გაიზარდოს. უმეტეს შემთხვევაში, წმინდა მოგება უნდა გაიზარდოს უფრო მეტი დონით, ვიდრე გაყიდვები იმიტომ, რომ საოპერაციო ხარჯების უმეტესობა არ იცვლება.

საორიენტაციო მოგება/ზარალის უწყისი, რომელიც მოყვანილია ცხრილში 1, ეხება ისეთ ბიზნესს, რომელსაც აქვს ისტორიული მონაცემები. დამწყები ბიზნესისთვის (start-up business), საორიენტაციო მოგება/ზარალის მომზადება უფრო რთული იქნება. დამწყები ბიზნესისთვის, მფლობელმა უნდა შეაფასოს გაყიდვები პროგნოზირების თვისობრივი მოდელების გამოყენებით. გაყიდვების შეფასების შემდეგ თვითღირებულება უნდა იყოს გაყიდვების გარკვეული პროცენტი, ინდუსტრიის სტანდარტების შესაბამისად. თუ ბიზნესი ვერ იმუშავებს ინდუსტრიის სტანდარტების შესაბამისად, მაშინ მოგების მიღების შანსი დაბალი იქნება. ყველა საოპერაციო ხარჯის მაჩვენებელი უნდა იყოს ჩართული მფლობელის მიერ მიღებული აუცილებელი მონაცემების საფუძველზე. როდესაც მოგება/ზარალის საორიენტაციო უწყისი მომზადდება მფლობელმა უნდა განსაზღვროს საოპერაციო ხარჯები შეესაბამება თუ არა საშუალო ინდუსტრიულ მაჩვენებელებს.

ფულის საორიენტაციო ბიუჯეტი

ახლა, როდესაც ჩვენ გვაქვს მოგება/ზარალის საორიენტაციო უწყისი, ჩვენ უნდა ვნახოთ მოგება/ზარალის უწყისის კატეგორიები როგორ აისახება საორიენტაციო საბალანსო უწყისში. მაგრამ იქამდე ჩვენ დაგვჭირდება ფულის მოძრაობის საორიენტაციო ფორმა.

ფულის საორიენტაციო ბიუჯეტი აპროგნოზებს მომავალ ფულის შემოსვლებს და გასავლებს. განსაზღვრავს რა მოცულობის დაფინანსება იქნება საჭირო ყოველთვიურად

იმისათვის, რომ დაკორექტირდეს ფულის უკმარისობა. მნიშვნელოვანია შევნიშნოთ, რომ გაყიდვებში დადებით ცვლილებას (ზრდა) შესაძლებელია უარყოფითი გავლენა ჰქონდეს ბიზნესზე, თუ ფინანსურ დაგეგმვას არა აქვს ადგილი. მაგალითად, როდესაც ჰანას გაეზარდა გაყიდვები, იგი წააწყდა მისი დისტრიბუციის პრობლემას. ამ ზრდამ მოითხოვა ახალი სატრანსპორტო საშუალების შეძენა. საიდან მოიზიდავს ის დამატებით დაფინანსებას სატრანსპორტო საშუალების შესაძენად? სატვირთო მანქანის შეძენა შესაძლებელია საკუთარი ფულით, ან საკრედიტო ინსტიტუტის მეშვეობით. დამატებით, უნდა შევნიშნოთ, რომ გაყიდვების ზრდა გამოიწვევს დამატებით კრედიტში გაყიდვებს, რაც არ ნიშნავს ფულის მაშინვე შემოსვლას. ჰანამ ყოველთვიური გადახდები უნდა აწარმოოს ბანკში ავტომანქანაზე აღებული სესხისთვის და პროდუქციის ინგრედიენტების მომწოდებლებისთვის. სავაჭრო მოთხოვნების უმეტესობა ერთი თვეში იფარება, მაგრამ პროდუქციის ინგრედიენტების გამყიდველები მიწოდებას კვირის განმავლობაში ახდენენ და უნდათ, რომ თანხა ორი კვირის განმვლობაში იქნას გადახდილი (წმინდა 15 დღე). ასეთი სიტუაცია, როგორც წესი, უარყოფით ფულს გააჩენს. მაგრამ თვიური მოგება/ზარალის უწყისი გვიჩვენებს მოგებას. ეს აჩენს განსხვავებას მოგება/ზარალში ნაჩვენები გაყიდვების და რეალურ ფულად შემოსვლებს შორის. თუ ბიზნესს აქვს $100 000-ის გაყიდვები და მთელი ეს თანხა კრედიტშია, მაშინ ბიზნესს სერიოზული ფულის პრობლემა ექნება. ამ მიზნით ჩვენ უნდა მოვამზადოთ საორიენტაციო ფულის ბიუჯეტი.

ამ შემთხვევაში გამოყენებული მეთოდით, ჩვენ უნდა დავუბრუნდეთ ჩვენს სეზონურ პროგნოზს ყოველ კონკრეტულ თვეს იმისათვის, რომ მივიღოთ მონაცემები თვიური გაყიდვების შესახებ ფულის ბიუჯეტში. შემდეგ ჩვენ დავუბრუნდებით ჩვენს ისტორიულ ჩანაწერებს. ჩანაწერების ანალიზი გვიჩვენებს, რომ მიმდინარე თვის გაყიდვების 30% ფულით წარმოებს, დარჩენილი 70% სავაჭრო მოთხოვნებია. ასევე, ჩვენ ვნახეთ, რომ სავაჭრო მოთხოვნების (AR) 60% ნაღდდება მომდევნო თვეს, ხოლო 40% - გაყიდვების მეორე თვეს. ჩვენ ვაჩვენებთ ამ ინფორმაციას ცხრილში 2.

ცხრილი 2. საორიენტაციო ფულის ბიუჯეტი

ფულის შემოსვლა					
	აგვისტო	სექტემბერი	ოქტომბერი	ნოემბერი	დეკემბერი
გაყიდვები	$10 000	$15 000	$18 000	$22 000	$20 000
მიმდინარე თვის აკრეფა გაყიდვების 30%	3 000	4 500	5 400	6 600	6 000
მიმდინარე თვის სავაჭრო მოთხოვნები (AR)	7 000	10 500	12 600	15 400	14 000
(AR)-ს 60% იკრიფება გაყიდვები მიმდევნო თვეს		4 200	6 300	7 560	9 240
(AR)-ს 40% იკრიფება გაყიდვები ორი თვის თავზე			2 800	4 200	5 040
საერთო ფულადი შემოსვლები			$14 500	$18 360	$20 280
ფულადი გასავალი					
სავაჭრო ვალდებულებები			$9 000	$10 800	$13 200
მუშების ხელფასები			3 600	4 400	4 000
საოპერაციო ხარჯები			1 667	1 667	1 667
საპროცენტო ხარჯები			600	600	600
საერთი გასავლები			$14 867	$17 467	$19 467

ფულის ბიუჯეტი			
საერთო შემოსვლები	$14 500	$18 360	$20 280
საერთო გასავლები	14 867	17 467	19 467
წმინდა ფული	$(367)	$893	$813
ფულის ბიუჯეტი სესხის აღებით და რეფინანსებით			
წმინდა ფული	$(367)	$893	$813
ფული საწყისი ბალანსი	2 000	2 000	2 526
საერთო ფულის ბალანსი	1 633	2 893	3 339
თვიური სესხი (ან გადახდა)	367	(367)	0
სესხის კუმულატიური ბალანსი	367	0	0
ფულის ბოლო ბალანსი	$2 000	$2 526	$3 339

შენიშვნა: გაყიდვები წარმოადგენს სავაჭრო მოთხვონებს და არა ფულად შემოსვლებს

შემდეგ ჩვენ გამოვიყენებთ ამ ინფორმაციის ყოველი თვის ფულის საერთო შემოსავლების განსაზღვრისთვის საპროგნოზი წელს.

ყოველი თვის ფულის გასავლებიც გამოითვლება მარაგების შესყიდვის, მუშების ხელფასების, საოპერაციო ხარჯების და საპროცენტო ხარჯების დათვლით. და ბოლოს, მივიღებთ წმინდა ფულს, და შესაბამისად მომზადდება ფულის ბიუჯეტი. ჩვენ ვაკვირდებით ყოველი თვის წმინდა ფულს და ამით გავიგებთ იმ თვეს სად არის ფულის უკმარისობა. ჩვენ უნდა მივიღოთ საკრედიტო ხაზი ბანკში იმისათვის, რომ ხელმისაწვდომი იყოს ამ თვისთვის საჭირო რესურსი.

ჩვენს საორიენტაციო ფულის ბიუჯეტში დეკემბრის თვეში გვაქვს ორი ციფრი, რომელიც უნდა გადავიდეს საორიენტაციო საბალანსო უწყისში; სავაჭრო მოთხოვნები და ფული. სავაჭრო მოთხოვნები არის $14 000, ფული $3 339. სავაჭრო ვალდებულებები არის დეკემბრის საპროგნოზო გაყიდვების 60%, ან ($20 000X60%=$12 000). ჩვენ დავადასტურებთ ამას დეკემბრის სავაჭრო ვალდებულებებით, რომელიც არის ნოემბრის პროგნოზის 60% ანუ ($22 000X60%)=$13 200. ახლა ჩვენ მზად ვართ საორიენტაციო საბალანსო უწყისის შესადგენად.

საორიენტაციო საბალანსო უწყისი

საორიენტაციო საბალანსო უწყისი წარმოადგენს საპროგნოზო საბალანსო უწყისს მომავალი წლისთვის. გაყიდვების ზრდა გამოიწვევს აქტივების ზრდას და ეს უნდა აისახოს საორიენტაციო საბალანსო უწყისში. ცხრილში 3, სადაც მოყვანილია საორიენტაციო საბალანო უწყისი, ჩვენ ვნახავთ, რომ ფული გაიზარდა $3 339-მდე; ასევე, გაიზარდა სავაჭრო მოთხოვნები და მარაგები. მოწყობილობების გაზრდა გამოიწვია გაყიდვების ზრდამ, რაც ნაჩვენებია ფიქსირებული აქტივების ზრდით. როგორც ცხრილში 3 არის ნაჩვენები, გაყიდვების ზრდას მოყვა აქტივების ზრდა $57 000-დან პროგნოპირებულ $84 839-მდე. ეს დამატებითი $27 839 აქტივებში უნდა დაფინანსდეს ვალდებულებების ან საკუთარი კაპიტალის მეშვეობით.

ცხრილი 3. საორიენტაციო საბალანსო უწყისი

საბალანო უწყისი 31 დეკემბერი 2013 წელი

	რეალური 2012	საორიენტაციო 2013
მიმდინარე აქტივები		
ფული	$2 000	$2 000
სავაჭრო მოთხოვნები	10 000	12 600
მარაგები	15 000	27 500
საერთო მიმდინარე აქტივები	$27 000	$42 100
ფიქსირებული აქტივები		
წმინდა ფიქსირებული აქტივები	30 000	40 000
საერთო აქტივები	$57 000	$82 100

ვალდებულებები და მფლობელთა კაპიტალი

მიმდინარე ვალდებულებები		
სავაჭრო ვალდებულებები	$10 000	$10 800
თამასუქები	9 000	-
საერთო მიმდინარე ვალდებულებები	$19 000	$10 800
გრძელვადიანი ვალდებულებები		
გრძელვადიანი სესხი	$30 000	$55 000
საერთო ვალდებულებები	$49 000	$65 800
მფლობელთა კაპიტალი	8 000	16 300
საერთო ვალდ. და მფლობელთა კაპიტალი	$57 000	$82 100

გაყიდვების ზრდასთან ერთად ჩვენი კომპანია მოელის, რომ იგი გამოიმუშავებს საკმარის ფულს იმისათვის, რომ სრულად დაფაროს $9 000-ის ღირებულების თამასუქები. მეორე მხრივ, სავაჭრო ვალდებულებები გაიზრდება $10 000-დან $12 000-მდე. ეს არის მარაგების ზრდის შედეგი, რომელიც ყოველთვიურად იზრდება დამატებითი გაყიდვების უზრუნველსაყოფად. საერთო აქტივები გაიზარდა $27 839-ით. ეს ზრდა დაფინანსდება $18 000-ის ვალდებულებების აღებით და $9 839 დამატებით მფლობელთა კაპიტალით. თუ დაუბრუნდებით საორიენტაციო მოგება/ზარალის უწყისს ვნახავთ, რომ წმინდა მოგება გაიზარდა $30 000-ით. განსხვავებას $30 000-სა და $9 839-ს შორის მფლობელები ამოიღებენ ბიზნესიდან, როგორც მოგებას.

ბიზნესის მფლობელებს აქვთ არჩევანი ვალის და მფლობელთა (საკუთარი) კაპიტალის როგორი კომბინაციით დააფინანსონ აქტივები. ამ მაგალითში, თუ წმინდა მოგება შემცირდა, მაშინ მფლობელები იძულებულები იქნებიან დაფინანსებისთვის გამოიყენონ სასესხო რესურსი. ეკონომიკური სიტუაციის გათვალისწინებით არსებობს არჩევანი მოკლევადიან და გრძელვადიან სესხს შორის, ან მათ კომბინაციაში. გრძელვადიანი დაფინანსება ნაკლებად რისკიანია, მაგრამ უფრო ძვირია; მოკლევადიანი დაფინანსება უფრო აგრესიულია, მაგრამ უფრო იაფია. უნდა ვიცოდეთ, რომ საკრედიტო ორგანიზაციების უმეტესობა დააფინანსებს შენობას და მანქანა-დანადგარებს მათი საბაზრო ღირებულების მხოლოდ 70%-ის დონეზე. მარაგები და სავაჭრო მოთხოვნები, ასევე, გამოიყენება როგორც გირაო დაფინანსებისთვის, მაგრამ მარაგების საფუძველზე

დაფინანსება დამოკიდებულია მარაგების ტიპზე. თუ კომპანიის მარაგები ბოსტნეულია, მაშინ არ უნდა მოველოდეთ, რომ ავიღებთ სესხს მარაგების დაგირავებით. მაგრამ თუ მარაგებში არფუჭებადი საქონელია, მაგალითად, ავტომობილები, მაშინ მოსალოდნელია, რომ აიღებთ სესხს მარაგების დაგირავებით. ჩვენს მაგალითში მოყვანილი კომპანიისთვის, ჩვენ არ უნდა მოველოდეთ, რომ კომპანიის აქტივები საკმარისი იქნება დააკმაყოფილოს გრძელვადიანი სესხის ზრდა $30 000-დან $55 000-მდე. გრძელვადიანი სესხის შემცირება და მიღებული მოგებიდან შიდა დაფინანსების გაზრდა სიცოცხლისუნარიანი იქნება ამ კომპანიისთვის.

ცხრილში 3 მოყვანილი საბალანსო უწყისი მიღებულ იქნა საორიენტაციო მოგება/ზარალის უწყისის, კაპიტალდაბანდებების ბიუჯეტირების და საორიენტაციო ფულის ბიუჯეტის გამოყენებით. არსებობს საორიენტაციო საბალანსო უწყისის მიღების სხვა მეთოდიც - მას გაყიდვების პროცენტის მეთოდი ჰქვია.

საორიენტაციო საბალანსო უწყისი გაყიდვების პროცენტის მეთოდით

გაყიდვების პროცენტის მეთოდი ემყარება იმ ფაქტს, რომ აქტივები და ვალდებულებები გაყიდვებთან ერთად იზრდება. მაშასადამე, გაყიდვებში ნებისმიერი ზრდა გამოიწვევს აქტივების და ვალდებულებების შესაბამის ზრდას. მოგების მარჟა და გაცემული დივიდენდების განაკვეთი განსაზღვრავს შიდა რესურსების ოდენობას, რომელიც გამოიყენება აქტივების ზრდის დასაფინანსებლად. გაყიდვების პროცენტის მეთოდის გამოსაყენებლად, ავიღოთ წინა წლის საბალანსო უწყისი, როგორც ეს ნაჩვენებია ცხრილში 4.

ცხრილი 4. საორიენტაციო საბალანსო უწყისი გაყიდვები პროცენტი

	საბალანო უწყისი 31 დეკემბერი 2003 წელი		
გაყიდვები	$100 000		$150 000
აქტივები	რეალური 2012	გაყიდვების %	პროგნოზი 2013
მიმდინარე აქტივები			
ფული	$2 000	2	$3 000
სავაჭრო მოთხოვნები	10 000	10	15 000
	15 000	15	22 500
საერთო მიმდინარე აქტივები	$27 000	27	$40 500
ფიქსირებული აქტივები			
წმინდა ფიქსირებული აქტივები	30 000	30	45 000
საერთო აქტივები	$57 000	57	$85 500
ვალდებულებები და მფლობელთა კაპიტალი			
მიმდინარე ვალდებულებები			
სავაჭრო ვალდებულებები	$10 000	10	$15 000
თამასუქები	9 000	9	13 500
საერთო მიმდინარე ვალდებულებები	$19 000	19	$28 500
გრძელვადიანი ვალდებულებები			

გრძელვადიანი სესხი	30 000	30	$45 000
საერთო ვალდებულებები	$49 000	49	$73 500
მფლობელთა კაპიტალი	8 000	8	12 000
საერთო ვალდ. და მფლობელთა კაპიტალი	$57 000	57	$85 500

გამოვიყენოთ სვეტი „რეალური 2012", გავყოთ ყოველი მისი მუხლი წმინდა გაყიდვებზე 2012 წლის მოგება/ზარალის უწყისიდან ($100 000, ცხრილი 1) და შედეგი ვაჩვენოთ სვეტში „გაყიდვების %".

$$\text{გაყიდვების პროცენტი} = \frac{\text{საბალანსო ჩანაწერი \$ − ში}}{\text{რეალური წმინდა გაყიდვები \$ − ში}} = \frac{\$2\ 000}{\$100\ 000} = 0.02 \text{ ან } 2\%$$

მაგალითად, ფული $2 000 გავყოთ გაყიდვებზე $100 000 და მივიღებთ 2%-ს. შემდეგ ავიღოთ ჩვენი დაპროგნოზებული გაყიდვები $150 000 და გავამრავლოთ ეს რიცხვი მასზე იმისათვის, რომ მივიღოთ 2013 საორიენტაციო უწყისში ფულის ბალანსი $3 000, როგორც ეს ნაჩვენებია ცხრილში 4.

ზოგადად, გვაქვს

საორიენტაციო საბალანსო უწყისის მუხლი = (პროგნოზირებული გაყიდვები) X(რეალური გაყიდვების პროცენტი) = ($150 00)X(0.02) =$3 000

საორიენტაციო სავაჭრო მოთხოვნები გამოითვლება როგორც $150 000-ის 10%, ანუ $15 000.

გაყიდვების პროცენტის გამოყენება ახალი დაფინანსების გამოსათვლელად

გაყიდვების პროცენტის მეთოდის გამოყენების დროს გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$\text{საჭირო დაფინანსება} = \Delta\text{გაყიდვები}\left(\frac{\text{აქტივები}}{\text{გაყიდვები}}\right) - \Delta\text{გაყიდვები}\left(\frac{\text{ვალდებულებები}}{\text{გაყიდვები}}\right) - (S_2)(P)(1 - \text{დივიდენდების გაცემა})$$

$$\textit{საჭირო ფინანსირება} = (\$150\ 000\text{-}\$100\ 000)\left(\frac{\$57\ 000}{\$100\ 000}\right) - (\$150\ 000 - \$100\ 000)\left(\frac{\$49\ 000}{\$100\ 000}\right) - (\$150\ 000)(0.15)(1 - 0.66)$$
$$= (\$50\ 000)(0.57) - (\$50\ 000)(0.49) - (\$150\ 000)(0.15)(0.34)$$
$$= \$28\ 500 - \$24\ 500 - \$7\ 650 = -\$3\ 650$$

ფორმულაში, Δგაყიდვები აღნიშნავს სხვაობას პროგნოზირებულ გაყიდვებს და რეალურ გაყიდვებს შორის. აქტივების თანაფარდობა გაყიდვებთან მივიღეთ ჩვენი ისტორიული პროცენტებიდან. ანალოგიურად, მიიღება ვალდებულებების თანაფარდობა გაყიდვებთან. S_2

არის პროგნოზირებული გაყიდვები, P არის ისტორიული მოგების მარჟა (წმინდა მოგება/გაყიდვები). ამ მაგალითში ჩვენ ვუშვებთ, რომ მფლობელები იღებენ მოგების 66%-ს. თუ ამ ფორმულის გამოყენების შედეგად მიღებული რიცხვი დადებითია, ჩვენ გვჭირდება ახალი დაფინანსება. თუ მიღებული რიცხვი უარყოფითია, მაშინ ჩვენ არ გვჭირდება ახალი დაფინანსება. მფლობელთა კაპიტალი საკმარისია, ვალდებულებების სპონტანურ ზრდასთან ერთად გაზრდილი აქტივების დასაფინანსებლად, და ამიტომ დამატებითი დაფინანსება არ არის საჭირო.

საკონტროლო კითხვები

1. განმარტეთ პროგნოზი და პროგნოზირება
2. ჩამოაყალიბეთ კრიტერიუმები, რომლებიც გამოიყენება პროგნოზირების მოდელის ტიპის განსაზღვრისას
3. რა ფაქტორები მოქმედებს პროგნოზირების პერიოდის ხანგძლივობაზე
4. როგორ ხდება მოდელების შეფასება
5. როგორ ხდება შერჩეული მოდელების გამოყენება
6. როგორ ხდება მონიტორინგი და კონტროლი
7. ჩამოთვალეთ პროგნოზირების მოდელების ტიპები
8. დაახასიათეთ პროგნოზირების ზედაპირული მოდელები
9. დაახასიათეთ პროგნოზირების შემთხვევითი რიცხვის მოდელები
10. დაახასიათეთ პროგნოზირების მიზეზ-შედეგობრივი მოდელები
11. ფიშერი ფლობს ხუთ გამაჯანსაღებელ კლუბს. იგი დარწმუნებულია, რომ მას შეუძლია კიდევ ერთი კლუბი გახსნას ისეთ დასახლებულ რაიონში, სადაც ასეთი კლუბი არ არის. მისი გამოკვლევები გვიჩვენებს, რომ ამ დასახლებულ რაიონში შეიძლება ორი კლუბის გახსნა.
    ა. რა სახის ინფორმაცია უნდა მოაგროვოს ფიშერმა იმისათვის, რომ შეარჩიოს ადგილი ამ კლუბის გასახსნელად?
    ბ. რომელი ტიპის პროგნოზირების მოდელი იქნება გამოყენებული ფიშერის მიერ ახალი კლუბის ადგილმდებარეობის განსაზღვრისთვის?
12. დაახასიათეთ ოთხი ძირითადი მიმართულება, რისთვისაც მენეჯერები იყენებენ საორიენტაციო, საპროგნოზო უწყისებს
13. განმარტეთ სტატეგიული გეგმების ძირითადი შინაარსი
14. აღწერეთ საოპერაციო გეგმის ძირითადი ელემენტები
15. დაახასიათეთ ფინანსური დაგეგმვის პროცესი
16. განიხილეთ ფინანსური უწყისების პროგნოზი
17. განიხილეთ მოგება/ზარალის საორიენტაციო უწყისი
18. განიხილეთ ფულის საორიენტაციო ბიუჯეტი
19. განიხილეთ საორიენტაციო საბალანსო უწყისი
20. განმარტეთ გაყიდვების პროცენტის მეთოდი

ამოცანები

1. თქვენი მიმდინარე ბალანსი მოიცავს ვალდებულებებს $50 000 და აქტივებს $75 000. თქვენ შეაფასეთ, რომ მომავალ წელს იყიდით $20 000-ის ღირებულების ავტომანქანას. თქვენ შეგიძლიათ ამ თანხის 20%-ის გადახდა ხოლო დანარჩენი თანხის დაფინანსება საბანკო სესხით. თუ რამ არ შეიცვალა, თქვენი საორიენტაციო ბალანსში აქტივები იქნება $ ___________ და ვალდებულებები კი $_____________.
2. კომპანიის აქტივები ტრადიციულად გაყიდვების 85%-ს შეადგენს და მისი ვალდებულებები ტრადიციულად 50%-ს შეადგენს. ამ წლის გაყიდვები $50 000 და მომავალი წლის გაყიდვები დაგეგმილია $150 000 მოგების მარჟით 10%. მფლობელებს არ გაუტანიათ დივიდენდები. გაყიდვების პროცენტის მეთოდის გამოყენებით, კომპანიას სჭირდება __________ დამატებითი ფინანსირება
3. კომპანიის აქტივები ტრადიციულად გაყიდვების 80%-ს შეადგენს და მისი ვალდებულებები ტრადიციულად 30%-ია. ამ წლის გაყიდვები $70 000-ია და მომავალი წლის გაყიდვები დაგეგმილია $120 000, მოგების მარჟით 6%. მფლობელებს არ გაუტანიათ დივიდენდები. გაყიდვების პროცენტის მეთოდის გამოყენებით, კომპანიას სჭირდება __________ დამატებითი ფინანსირება
4. კომპანიის აქტივები ტრადიციულად გაყიდვების 75%-ს შეადგენს და მისი ვალდებულებები ტრადიციულად 20%-ია. ამ წლის გაყიდვები $100 000-ია და მომავალი წლის გაყიდვები დაგეგმილია $200 000, მოგების მარჟით 8%. მფლობელებმა გაიტანეს 60%. გაყიდვების პროცენტის მეთოდის გამოყენებით, კომპანიას სჭირდება __________ დამატებითი ფინანსირება
5. ერთი წლის მუშაობის მანძილზე თქვენ გაქვთ შემდეგი ინფორმაცია თქვენი ბიზნესის შესახებ: გაყიდვები $200 000; თვითღირებულება $140 000; საარენდო გადასახადი $18 000; კომუნალური ხარჯები $8 400; დაზღვევა $2 000; დანადგარების გამოყენების ხარჯები $3 500; და პროცენტი $10 000. თქვენი პროგნოზით გაყიდვები გაიზრდება 20%-ით. თქვენი საარენდო ხელშეკრულებით გადასახადი იზრდება 3%-ით წელიწადში. თქვენ წაიკითხეთ, რომ მომავალ წელს კომუნალური გადასახადები თქვენს რაიონში გაიზრდება 10%-ით. თქვენ ახალხან მიიღეთ თქვენი სადაზღვევო კომპანიიდან შეტყობინება, რომ კვარტალური გადასახადი იზრდება $600-მდე მომავალი წლის პირველ კვარტალის დასაწყისში. თქვენი დანადგარის ხარჯები არ იცვლება, მაგრამ თქვენი მიმდინარე სესხის დაფარვის გრაფიკის მიხედვით მომავალი წლის საპროცენტო გადასახადი იქნება $9 000.

   ა. ამ მონაცემების გამოყენებით, შეადგინეთ ამ წლის რეალური მოგება/ზარალის უწყისი და მომავალი წლის საორიენტაციო მოგება/ზარალის უწყისი

   ბ. რამდენი პროცენტით გაიზარდა თქვენი წმინდა მოგება?

   გ. რა არის თქვენი მიმდინარე წმინდა მოგების მარჟა და საორიენტაციო წმინდა მოგების მარჟა?

   დ. თქვენს ბიზნესში, აქტივები და ვალდებულებები ისტორიულად იცვლებოდნენ გაყიდვებთან ერთად. აქტივები, ჩვეულებრივ, გაყიდვების 80%-ს შეადგენს, ხოლო ვალდებულებები გაყიდვების - 55%-ს. თქვენ შეაფასეთ, რომ თქვენ არ გაქვთ გადასახდელი დივიდენდი წმინდა მოგებიდან. გაყიდვების პროცენტის მეთოდის გამოყენებით, განსაზღვრეთ საჭიროა თუ არა თქვენი ბიზნესის დამატებითი ახალი დაფინანსება მომავალ წელს.

6. თქვენ დააპროგნოზეთ გაყიდვები მომავალ წელს შემდეგნაირად: იანვარი $15 000, თებერვალი $20 000; მარტი $25 000; ბოლო წლის მონაცემებზე დაყრდნობით, ფულზე გაყიდვები არის მთლიანი გაყიდვების 20% ყოველ თვე. სავაჭრო მოთხოვნების 60%-ის განაღდება ხდება გაყიდვების პირველ თვეს და 40% - გაყიდვების შემდეგ მეორე თვეს. გაყიდვები მიმდინარე წლის ნოემბერში და დეკემბერში არის $15 000 და $17 000, შესაბამისად. თქვენ გაქვთ შემდეგი ფულადი გასავლები: იანვარი $4 500; თებერვალი $5 500; მარტი $5 400.

    ა. ფულის ხარჯვის ბიუჯეტის მოცემული ფორმის გამოყენებით რა არის თქვენი ბიუჯეტი იანვარში, თებერვალში და მარტში?

    ბ. რა იქნება თქვენი სავაჭრო მოთხოვნები აპრილის თვეში?

    გ. აქვს თუ არა თქვენ კომპანიას რაიმე სასესხო მოთხოვნები ყოველი თვისთვის ამ სამი თვის პერიოდის განმავლობაში?

7 თავი

რისკი და კაპიტალის ღირებულება

ამ თავში თქვენ გაეცნობით:

- ❖ კაპიტალის საშუალო შეწონილ ღირებულებას;
- ❖ ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელს (CAPM);
- ❖ Beta-ს შეფასებას;
- ❖ დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდს;
- ❖ კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულებას (WACC);
- ❖ WACC-ზე მოქმედ ფაქტორებს;
- ❖ WACC-ის რისკზე დაკორექტირებას.

ბიზნესის ყველაზე მნიშვნელოვანი გადაწყვეტილებები მოითხოვს მსხვილ კაპიტალდაბანდებებს. მაგალითად, როდესაც კომპანიამ დაიმლერ-ბენცი (*Daimler-Benz*) გადაწყვიტა ML 320 მოდელის ავტომობილის გამოშვება და ამისათვის ახალი ქარხნის აშენება ალაბამაში (აშშ-ის შტატი), კომპანიას უნდა შეეფასებინა ამ პროექტისთვის საჭირო ინვესტიციების მოცულობა და თვით ამ რესურსის ღირებულება. თუ ამ პროექტიდან მოსალოდნელი უკუგების ნორმა მეტი იქნებოდა ამ რესურსის ღირებულებაზე მაშინ კომპანია განახორციელებდა ამ პროექტს. კომპანია Microsoft-ს ანალოგიური გადაწყვეტილება უნდა მიეღო Windows XP, დაკავშირებით.

კომპანიების შერწყმები და შთანთქმები, ასევე, მოითხოვს მსხვილ კაპიტალდაბანდებებს. მაგალითად, კომპანიამ Vodafone Group, ბრიტანულმა ტელესაკომუნიკაციო გიგანტმა, $60 მილიარდი დახარჯა ამერიკული ტელესაკომუნიკაციო კომპანიის AirTouch Communications შესაძენად. მოგვიანებით, ამ გარიგების შედეგად შექმნილმა კომპანიამ $124 მილიარდი შესთავაზა გერმანულ კომპანიას Mannesmann. ორივე შემთხვევაში, Vodafone-მა შეაფასა დამატებითი (ზღვრული) ფულადი ნაკადი ამ გარიგებიდან და შემდეგ მოახდინა მისი დისკონტირება კაპიტალის ღირებულებით. შედეგად მიღებული ღირებულება მეტი იყო ვიდრე არსებული საბაზრო ფასები, შედეგად, Vodafone–მა გააკეთა ეს შეთავაზება.

ზემოთ მოყვანილი მაგალითები გვიჩვენებს, რომ კომპანიების უმეტესობას მენეჯმენტის საკომპენსაციო გეგმებში გააჩნიათ ისეთი ელემენტები, რომლებიც იყენებენ დამატებითი ეკონომიკური ღირებულების (EVA) ცნებას. გავიხსენოთ, რომ განმარტებით EVA შეიცავს კაპიტალის ღირებულების ცნებას, ამიტომ ის საკომპენსაციო გეგმის მნიშვნელოვან კომპონენტს წარმოადგენს.

კაპიტალის ღირებულება, ასევე, მნიშვნელოვანი ფაქტორია არჩევანის გაკეთების დროს ნასესხები კაპიტალისა და სააქციო კაპიტალის კომბინაციის თაობაზე.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება

კომპანიის დაფინანსება შესაძლებელია სააქციო კაპიტალით, მაგრამ კომპანიები იყენებენ კაპიტალიზაციის სხვადასხვა ტიპებს, რასაც კაპიტალის კომპონენტები ჰქვია.

თუ კომპანია იყენებს მხოლოდ სააქციო კაპიტალს, მაშინ კაპიტალის ღირებულება არის უკუგების მოთხოვნილი ნორმა სააქციო კაპიტალზე. მაგრამ კომპანიები იყენებენ კაპიტალის სხვადასხვა ტიპებს და განსხვავებული რისკიანობის გამო ამ რესურსებს განსხვავებული უკუგების მოთხოვნილი ნორმები აქვთ, რასაც კომპონენტის ღირებულება ჰქვია. კაპიტალის ღირებულება, რომელიც გამოიყენება კაპიტალდაბანდებების შეფასებაში გადაწყვეტილების გასაანალიზებლად, უნდა იყოს ამ კომპონენტების საშუალო შეწონილი. ამ საშუალო შეწონილს კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება (WACC) ეწოდება.

ნასესხები კაპიტალის (ვალი) ღირებულება, $r_d (1-T)$

ვალის ღირებულების გამოთვლაში პირველი ნაბიჯია r_d-ს გამოთვლა. კონცეპტუალურად მისი გამოთვლა არ არის რთული, მაგრამ პრაქტიკაში ჩნდება პრობლემები იმის გამო, რომ კომპანია ერთდროულად იყენებს სხვადასხვა ტიპის სავალო ინსტრუმენტებს: ობლიგაციები ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთით, მცოცავი საპროცენტო განაკვეთით, ობლიგაციები

დაფარვის ფონდით, კონვერტირებადი ობლიგაციები და სხვა. ყოველ მათგანს განხავავებული ღირებულება აქვს.

როგორც წესი, ფინანსურმა მენეჯერმა დაგეგმვის საწყის ეტაპზე არ იცის რა ფინანსურ ინსტრუმენტებს და რა მოცულობის თანხებს გამოიყენებს მომავალში. ფინანსური ინსტრუმენტის ტიპი დამოკიდებული იქნება აქტივის ტიპზე და საბაზრო პირობებზე, რაც ცვალებადია. მიუხედავად ამისა, ფინანსების მენეჯერმა იცის გამოსაყენებელი ინსტრუმენტების ტიპები. კომპანია გამოუშვებს თამასუქს მოკლევადიანი საბრუნავი კაპიტალის დასაფინანსებლად, და გამოუშვებს 30 წლიან ობლიგაციას გრძელვადიანი სესხის ასაღებად იმისათვის, რომ დააფინანსოს საინვესტიციო პროექტი. იმის გამო, რომ WACC გამოიყენება კაპიტალდაბანდების შეფასებაში, ანუ საინვესტიციო პროექტების შეფასების პროცესში, ამიტომ 30 წლიანი ობლიგაციის ღირებულებას კომპანია გაითვალისწინებს WACC-ს შეფასებაში.

დავუშვათ, რომ კომპანიის მენეჯერი აფასებს შემდეგი წლის WACC-ს. როგორ უნდა გამოთვალის მან ვალის ღირებულება? ამ შემთხვევაში, ფინანსური მენეჯერები განიხილავენ მიმდინარე და სამომავალი საპროცენტო განაკვეთებს. დავუშვათ, რომ ანალიტიკოსების შეფასებით, კომპანიის მიერ გამოშვებულ 30 წლიან ობლიგაციაზე ვადამდე გამოსყიდვის პირობის გარეშე, კომპანიამ უნდა დააწესოს 11% საკუპონე განაკვეთი და ბაზარს შესთავაზოს ის ნომინალურ ფასად ($1 000).

აღსანიშნავია, რომ 11% არის *ახალი,* ანუ *ზღვრული,* ობლიგაციის ღირებულება, და ის სავარაუდოთ არ იქნება იგივე, რაც კომპანიის მიერ ამ დრომდე გამოშვებულ ობლიგაციებზე საშუალო განაკვეთი, რასაც *ისტორიული განაკვეთი* ჰქვია. ისტორიული განაკვეთი მნიშვნელოვანია ზოგიერთი გადაწყვეტილებისთვის. მაგალითად, წარსულში მოზიდული ნასესხები კაპიტალის საშუალო ღირებულება და ახალი ნასესხები კაპიტალის ღირებულება გამოიყენება მარეგულარებელი ორგანოს მიერ, უკუგების ნორმის განსაზღვრვირსთვის, რომლის გამომუშავებაც საჯარო კომუნალურმა სამსახურმა უნდა შეძლოს. მაგრამ ფინანსურ მენეჯმენტში WACC, უპირველეს ყოვლისა, გამოიყენება საინვესტიციო გადაწყვეტილებების მისაღებად და ეს გადაწყვეტილებები ერთმანეთს ადარებს პროექტის უკუგების მოსალოდნელ ნორმას ახლად მოზიდული ზღვრული კაპიტალის ღირებულებას. მაშასადამე, ჩვენი მიზნებისთვის, არსებითი, რელევანტური ღირებულება არის ახალი ნასესხები კაპიტალის ღირებულება, რომელიც მოზიდულ უნდა იქნას დაგეგმილ პერიოდში.

დავუშვათ, რომ კომპანიას გაშვებული ჰქონდა ობლიგაციები, რომლებიც საჯაროდ იყიდება. კომპანიის ფინანსების დეპარტამენტმა უნდა გამოიყენოს ობლიგაციის მიმდინარე ფასი ობლიგაციაზე უკუგების (YTM) დასათვლელად. იგი კარგი შეფასება იქნება ახალი ობლიგაციის უკუგების ნორმის გამოსათვლელად.

თუ ბაზარზე კომპანიის ობლიგაციები არ იყიდება, მაშინ ფინანსური დეპარტამენტი გამოიყენებს მსგავსი კომპანიის ბაზარზე გამოსული ობლიგაციების უკუგების ნორმას. ესეც არის ვალის ღირებულების გონივრული შეფასება.

ობლიგაციის მფლობელების უკუგების ნორმა, r_d, კომპანიისთვის არ არის ვალის ღირებულების ტოლი იმიტომ, რომ საპროცენტო გადასახადი აკლდება დასაბეგრ მოგებას, სინამდვილეში სახელმწიფო იხდის საერთო ღირებულების ნაწილს. შედეგად,

კომპანიისთვის ვალის ღირებულება ნაკლებია ობლიგაციის მფლობელის უკუგების მოთხოვნილ ნორმაზე.

დაბეგვრილი ღირებულება, $r_d(1\text{-}T)$, გამოიყენება კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების გამოთვლის დროს.

$$\text{დაბეგრილი ვალის ღირებულება} = \text{საპროცენტო განაკვეთი} - \\ - \text{დაზოგილი გადასახადები} = r_d - r_d T = r_d(1-T) \qquad (1)$$

პრივილიგირებული აქციის ღირებულება, r_{ps}.

ზოგიერთი კომპანია იყენებს პრივილეგირებულ აქციებს, როგორც პერმანენტული დაფინანსების რესურსს. პრივილეგირებული დივიდენდი არ აკლდება დასაბეგრ მოგებას. ამიტომ, კომპანია მთლიანად იხდის მის ღირებულებას, *და საგადასახადო კორექტირებები არ ხორციელდება პრივილეგირებული აქციის ღირებულების გამოთვლის დროს.*

პრივილეგირებული აქციის ფასი, r_{ps}, განისაზღვრება როგორც პრივილეგირებული დივიდენდის, D_{ps}, შეფარდება აქციის გამოშვების წმინდა ფასთან, P_n, რომელიც წარმოადგენს კომპანიის მიერ მიღებულ თანხას გამოშვების ხარჯების დაკლების შემდეგ.

$$r_{ps} = \frac{D_{ps}}{P_n} \qquad (2)$$

ჩვეულებრივი აქციის ღირებულება, r_s

კომპანიას შეუძლია სააქციო კაპიტალი მოიზიდოს ორი გზით:

1. პირდაპირ, ახალი აქციების გამოშვებით;
2. არაპირდაპირ, გაუნაწილებელი მოგების საშუალებით.

თუ ახალი აქციები უკვე გამოშვებულია, მაშინ უკუგების რა ნორმა უნდა მიიღოს კომპანიამ რომ დააკმაყოფილოს ახალი აქციონერების მოთხოვნები? ინვესტორები მოითხოვენ უკუგების ნორმას r_s, მაგრამ კომპანიამ მასზე მეტი უნდა მიიღოს იმიტომ, რომ აქციების გამოშვების დროს არსებობს საკომისიოები, მომსახურების გადასახადები, რასაც *გამოშვების ხარჯები* ჰქვია.

ახალ გამოშვებას უფრო ზრდასული, მომწიფებული კომპანიები იყენებენ. ფაქტობრივად, კომპანიების ახალი რესურსების, მხოლოდ 2%-მდე ფინანსდება გარე სააქციო კაპიტალის მეშვეობით. ამას სამი მიზეზი აქვს:

1. გამოშვების ხარჯები საკმაოდ მაღალი შეიძლება აღმოჩნდეს;
2. ინვესტორებისთვის ახალი აქციების გამოშვება უარყოფითი სიგნალია, კომპანიის აქციის რეალური ფასის მიმართ. ინვესტორებმა იციან, რომ მენეჯმენტს უფრო მეტი ინფორმაცია აქვს კოპანიის რეალური მდგომარეობის შესახებ და ისინი აქციებს გამოუშვებენ თუ არიან დარწმუნებულები, რომ მიმდინარე ფასი მეტია ვიდრე მისი რეალური ღირებულება. ამიტომ, როდესაც უკვე მომწიფებული კომპანია აცხადებს დამატებითი აქციების გამოშვების შესახებ ეს, როგორც წესი, იწვევს აქციის ფასის კლებას;
3. აქციების დამატებითი რაოდენობის გამოშვება ზეგავლენას ახდენს აქციის ფასზე, რაც აიძულებს კომპანიას გაყიდოს იგი უფრო დაბალ ფასად, იმ ფასთან შედარებით, რომელიც იყო ახალი გამოშვების შესახებ განცხადების გაკეთებამდე.

ამიტომ, შემდეგ მაგალითებში დავუშვათ, რომ კომპანია არ აპირებს დამატებითი აქციების გამოშვებას.
აქვს ღირებულება ახალ სააქციო კაპიტალს, რომელიც გაუნაწილებელი მოგების ფორმით იქნა მოზიდული? პასუხი დადებითია. თუ მოგების გარკვეული წილი გაუნაწილებელი დარჩა, მაშინ აქციონერებს უჩნდებათ ***ალტერნატიული ღირებულება*** – ამ მოგების ნაწილის მიღება შესაძლებელი იყო და მისი ისევ დაბანდება სხვა ინვესტიციებში. მაშასადამე, კომპანიამ უნდა მიიღოს მის რეინვესტირებულ მოგებაზე მინიმუმ იმდენი, რასაც ინვესტორები მიიღებდნენ ამ თანხების სხვა ინვესტიციებში დაბანდების შემთხვევაში.
რა უკუგების ნორმას მოელიან ინვესტორები სხვა ეკვივალენტური რისკის მქონე ინვესტიციებიდან? პასუხია r_s იმიტომ, რომ ისინი მოელიან ამ ამონაგებს ასევე კომპანიის აქციების ან მსგავსი კომპანიის აქციების შეძენისაგან. მაშასადამე, r_s არის სააქციო კაპიტალის ღირებულება გაუნაწილებელი მოგების ფორმით.
r_s-ს გამოთვლისას გამოიყენება სამი მეთოდი:

1. ფინანსური აქტივის შეფასების მოდელი (CAPM);
2. ფულის დისკონტირების მეთოდი (DCF);
3. ობლიგაციაზე უკუგებას დამატებული რისკის საფასური მეთოდი.

ფინანსური აქტივის შეფასების მოდელი (CAPM)
ამ მეთოდის გამოსაყენებლად უნდა გავიაროთ შემდეგი ნაბიჯები:

1. ურისკო განაკვეთის r_{RF} შეფასება;
2. მიმდინარე საბაზრო რისკის საფასურის RP_M შეფასება, რომელიც არის ბაზრის მოსალოდნელი უკუგების ნორმას დაკლებული ურისკო განაკვეთი;
3. აქციის ბეტა კოეფიციენტის შეფასება, და მისი გამოყენება როგორც აქციის რისკიანობის მაჩვენებელი;
4. CAPM-ს განტოლების გამოყენება:

$$r_s = r_{RF} + (RP_M)b_i \quad (3)$$

ურისკო განაკვეთის შეფასება. არ არსებობს სრულიად ურისკო ფინანსური ინსტრუმენტი - სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ჩათვლით. მართალია, ისინი თავისუფალია გაკოტრების რისკისაგან, მაგრამ გრძელვადიანი სახაზინო ფასიანი ქაღალდები ექვემდებარება საპროცენტო განაკვეთის რისკებს და მოკლევადიანი სახაზინო ქაღალდების პორტფელი იძლევა რყევად მოგებების ნაკადს იმიტომ, რომ უკუგება მიღებული მოკლევადიან თამასუქებზე იცვლება დრო და დრო.
იმის გამო, რომ პრაქტიკაში არ არსებობს ურისკო განაკვეთი რა უნდა გამოვიყენოთ ამ მოდელში? კომპანიების უმეტესობა იყენებს გრძელვადიანი სახაზინო ფასიანი ქაღალდების ობლიგაციების უკუგებას.
საბაზრო რისკის საფასურის შეფასება. ამ რისკის საფასურს, ასევე, *უწოდებენ სააქციო კაპიტალის რისკის საფასურს.* ის შესაძლებელია გამოითვალოს

1. ისტორიული მონაცემების საფუძველზე;
2. სამომავლო პროგნოზების მონაცემების საფუძველზე.

ისტორიული რისკის საფასური. ამ საფასურის შეფასება მოხდება კომპანიის ისტორიული მონაცემების საფუძველზე.

სამომავლო რისკის საფასური. ამ საფასურის შეფასების ზოგადი მეთოდია ბაზრის მოსალოდნელი უკუგების ნორმის გამოსათვლელად დისკონტირებული ფულადი ნაკადის მეთოდის (DCF) გამოყენება და შემდეგ საბაზრო რისკის საფასურის, $RP_M = r_M - r_{RF}$ დათვლა. ეს პროცედურა გულისხმობს, რომ თუ ბაზარი გაწონასწორებულია, ბაზარზე მოსალოდნელი უკუგების ნორმა უკუგების მოთხოვნის ნორმის ტოლია:

$$\text{უკუგების მოსალოდნელი ნორმა} = \hat{r}_M = \frac{D_1}{P_0} + g = r_{\mathrm{RF}} + \mathrm{RP}_M = r_M = \text{უკუგების მოთოვნილი ნორმა}$$

ბეტას შეფასება. ბეტა წრფივი რეგრესიის დახრის კოეფიციენტია. შედეგად მიღებულ ბეტას - ისტორიული ბეტა ჰქვია იმიტომ, რომ იგი ეფუძნება ისტორიულ მონაცემებს. ამის გამო, პრაქტიკაში ჩნდება პრობლემები.

პირველ რიგში, მონაცემების (აქციის უკუგებები) გამოყენება არ ხდება ერთიანი ბაზის საფუძველზე, ანუ ზოგიერთი კომპანია იყენებს ყოველდღიურ მონაცემებს, ზოგიც - ყოველთვიურს ან ყოველკვირეულს.

მეორე, საბაზრო უკუგებამ უნდა ასახოს ყველანაირი აქტივი, სტუდენტის მიერ განხორციელებული კაპიტალდაბანდების ჩათვლით. პრაქტიკაში, გამოიყენება ცნობილი საფონდო ინდექსი (მაგალითად, *S&P 500*), რომელიც მხოლოდ ერთობლივი კაპიტალდაბანდებების ნაწილს ასახავს.

მესამე, ზოგიერთი ორგანიზაცია ისტორიული ბეტას მოდიფიცირებას ახდენს იმისათვის, რომ იგი მიუახლოვოს "რეალურ" ბეტას, სადაც ბეტა ასახავს ზღვრული ინვესტორის რისკიანობას. ერთ-ერთ მოდიფიკაციას ჰქვია დაკორექტირებული ბეტა, რომელიც ცდილობს ისტორიული ბეტა დააკორექტიროს ისე, რომ იგი მიუახლოვდეს b=1.0-ს. სხვა მოდიფიკაციას ჰქვია, ფუნდამენტალური ბეტა, რომელიც აერთიანებს ინფორმაციას კომპანიის შესახებ, როგორიცაა მის საწარმოო ხაზში ცვლილებები და კაპიტალის სტრუქტურა.

მეოთხე, ცალკეული კომპანიისთვის ბეტას საუკეთესო შეფასება სტატისტიკურად არ არის ზუსტი. საშუალო კომპანიის b=1.0-ს, მაგრამ 95%-იანი სანდოობის ინტერვალი იცვლება 0.6-დან 1.4-მდე. მაგალითად, თუ თქვენი რეგრესია იძლევა 1-ის ტოლ ბეტას, მაშინ თქვენ შეიძლება 95%-ით იყოთ დარწმუნებული, რომ რეალური ბეტა არის 0.6-დან 1.4 შუალედში.

სხვა სახის სირთულეები წარმოიქნება მაშინ, როდესაც ჩვენ საქმე გვაქვს ისეთ კომპანიებთან, რომლებმაც სააქციო კაპიტალი მოიზიდვა სხვადასხვა ქვეყნებიდან. ჩვენ შეიძლება დარწმუნებულები ვიყოთ ბეტას გამოთვლების სისწორეში მშობელი კომპანიისთვის საკუთარ ბაზარზე, მაგრამ ნაკლებად უნდა ვენდოთ კომპანიის სხვა ქვეყნებში არსებული ფილიალების ბეტას გამოთვლებს.

დისკონტირებული ფულის ნაკადის მეთოდი (DCF)

ჩვენ ვნახეთ, რომ თუ დივიდენდები იზრდება g განაკვეთით, მაშინ აქციის ფასი გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$P_0 = \frac{D_1}{r_s - g} \qquad (4)$$

ამ ფორმულიდან, ჩვენ მივიღებთ სააქციო კაპიტალზე მოთხოვნილ უკუგებას.

$$r_s = \hat{r}_s = \frac{D_1}{P_0} + \text{მოსალოდნელი } g \qquad (5)$$

(DCF) მეთოდში შემავალი ცვლადების შეფასება

ამ მეთოდში ყველაზე რთული შესაფასებელია ზრდის ტემპი g. არსებობს მისი შემდეგი შეფასებები:

1. ზრდის ისტორიული განაკვეთები;
2. ჩაბრუნების ზრდის მოდელი;
3. ანალიტიკური პროგნოზი.

ზრდის ისტორიული განაკვეთები. პირველ რიგში, თუ მოგების და დივიდენდების ზრდის განაკვეთები შედარებით სტაბილური იყო წინა წლების განმავლობაში, და თუ ინვესტორები მოელიან, რომ ასეთი ტენდენციები გაგრძელდება მომავალშიც, მაშინ წარსულში რეალიზებული ზრდის განაკვეთები შესაძლებელია გამოყენებულ იქნას, როგორც ზრდის მოსალოდნელი განაკვეთის შეფასება.

ჩაბრუნების განაკვეთის მოდელი. როგორც წესი, კომპანიები წმინდა მოგების გარკვეულ ნაწილს იხდიან დივიდენდების სახით და დარჩენილ ნაწილს ტოვებენ კომპანიაში. დივიდენდის გადახდის განაკვეთი არის მოგების ის წილი, რომელიც გაიცემა დივიდენდის სახით და გამოითვლება როგორც გაცემული დივიდენდების საერთო მოცულობა გაყოფილი წმინდა მოგებაზე. ჩაბრუნების განაკვეთი არის ერთიანს მინუს გადახდის განაკვეთი. ამიტომ ჩაბრუნების განაკვეთის მოდელის მიხედვით:

$$g = ROE(1\text{-ჩაბრუნების განაკვეთი}) \qquad (6)$$

ანალიტიკოსის შეფასებები. ამ მეთოდის მიხედვით, ანალიტიკოსები იყენებენ ინფორმაციას მსხვილი საჯარო კომპანიების მოგების ზრდის ტემპების შესახებ.

ობლიგაციის უკუგებას დამატებული რისკის საფასურის მეთოდი

ამ მეთოდის მიხედვით, სააქციო კაპიტალის ღირებულება გამოითვლება როგორც

$$r_s = \text{ობლიგაციაზე უკუგება} + \text{რისკის საფასური}$$

სააქციო კაპიტალის ღირებულების შეფასების ამ სამი მეთოდის გამოყენებით მიღებული განაკვეთების საშუალო მნიშვნელობა შესაძლებელია გამოიყენოს კომპანიამ მისი სააქციო კაპიტალის ღირებულების შესაფასებად.

კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება

ღირებულების მაქსიმიზატორი კომპანია ადგენს კომპანიის კაპიტალის ოპტიმალურ სტრუქტურას, რომელიც თავისი განმარტებით ნიშნავს საერთო კაპიტალიზაციაში კაპიტალის კომპონენტების ისეთ წილობრივ მონაწილეობას, რომლისთვისაც კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება მინიმალურია. კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$WACC = w_d r_d (1 - T) + w_{ps} r_{ps} + w_s r_s \quad (7)$$

r_d = საპროცენტო განაკვეთი კომპანიის ახალ დავალიანებაზე;

$r_d(1\text{-}T)$ = სესხის ღირებულება, რომელიც გამოიყენება კაპიტალის შეწონილი საშუალო ღირებულების გამოსათვლელად, სადაც T არის კომპანიის ზღვრული გადასახადი;

r_{ps} = პრივილეგირებული აქციების კომპონენტის ღირებულება, რომელიც არის სარგებელი ინვესტორებისთვის. პრივილეგირებული აქციების დივიდენდები არ იბეგრება გადასახადით, ამიტომ სასურველია წინასწარი გადასახადი და შემდგომ საგადასახადო ხარჯები ტოლია;

r_s =სააქციო კაპიტალის ღირებულება გაუნაწილებელი მოგების ფორმით;

w = **w_d**, **w_{ps}** , **w_s** = ჩვეულებრივი აქციების, პრივილეგირებული აქციების და მთლიანი დავალიანების წონა.

აღსანიშნავია ორი მომენტი. პირველ რიგში, WACC არის კომპანიის ზღვრული, დამატებით მოზიდული დოლარის მიმდინარე საშუალო შეწონილი ღირებულება და არ არის წარსულში მოზიდული დოლარების საშუალო ღირებულება. მეორე, კაპიტალის ყოველი კომპონენტის წილი, ე.წ. წონა, უნდა გამომდინარეობდეს მენჯმენტის კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურიდან.

კომპანიის ინვესტორებისათვის, იმის მიუხედავად ისინი ახალი ინვესტორები არიან თუ – ძველი, უკუგების მოთხოვნილი ნორმა ყოველთვის ზღვრული განაკვეთია. მაგალითად, თუ ურისკო საპროცენტო განაკვეთი იყო 6%, უკუგების მოთხოვნილი ნორმა იყო 12%, და თუ ურისკო განაკვეთი დაეცა 4%-მდე, მაშინ ინვესტორების მოთხოვნილი ნორმა დაეცემა 10%-მდე. ეს იგივე მოთხოვნილი ნორმაა, რასაც მოითხოვენ ახალი ინვესტორები იმის მიუხედავად, სად იყიდიან ისინი აქციებს მეორად ბაზარზე, თუ პირველად ბაზარზე - ახალ გამოშვებულ აქციებს. სხვა სიტყვებით, იმის მიუხედავად უკვე არსებული ინვესტორები არიან თუ ახალი ინვესოტრები ყველა მათგანს ერთი და იგივე უკუგების ნორმას აქვს, რომელიც უკუგების მიმდინარე მოთხოვნილ ნორმას წარმოადგენს. იგივე მსჯელობა არის სამართლიანი ობლიგაციის მფლობელებისათვის, ყველა მათგანს, ძველს თუ ახალს, ერთი და იგივე უკუგების მოთხოვნილი ნორმა აქვს, რომელიც ობლიგაციაზე უკუგების ნორმის ტოლია, და რომელიც თავის მხრივ დამოკიდებულია საბაზრო პირობებზე.

WACC-ზე მოქმედი ფაქტორები

ფაქტორები, რომელსაც კომპანია ვერ აკონტროლებს

- საპროცენტო განაკვეთების დონე;

- საბაზრო რისკის საფასური;
- საგადასახადო განაკვეთები.

ფაქტორები, რომელსაც კომპანია აკონტროლებს

- კაპიტალის სტრუქტურის პოლიტიკა;
- სადივიდენდო პოლიტიკა;
- საინვესტიციო პოლიტიკა.

WACC-ის რისკზე დაკორექტირება

როგორც აღვნიშნეთ, WACC აღწერს კომპანიის საშუალო რისკს და კაპიტალის სტრუქტურას. მაგრამ რა მოხდება თუ კომპანიას აქვს ფილიალები, რომლებიც განსხვავებული რისკიანობის არიან? სხვა სიტყვებით, რა მოხდება, თუ კომპანია განიხილავს უფრო რისკიან პროექტს, ვიდრე მისი საშუალო პროექტის რისკია? ანუ როგორ ხდება კაპიტალის ღირებულების დაკორექტირება ფილიალებისთვის და კონკრეტული პროექტებისათვის?

ფილიალების კაპიტალის ღირებულება. განვიხილოთ კომპანია, რომელსაც ორი ფილიალი აქვს – პურის საცხობი და კაფეების ქსელი. საცხობი დაბალრისკიანია და მისი კაპიტალის ღირებულება 10%-ია, ხოლო კაფეების ქსელი უფრო რისკიანი და მისი კაპიტალის ღირებულება – 14%-ია. ყოველი ფილიალი თანაბარი ზომისაა, ამიტომ კომპანიის კაპიტალის ღირებულება 12%-ს შეადგენს. საცხობის მენეჯერს აქვს პროექტი, რომლის უკუგების მოსალოდნელი ნორმა 11%-ია, ხოლო კაფეების ქსელის მენეჯერს აქვს პროექტი, რომელიც იძლევა 13%-ის მოსალოდნელ უკუგების ნორმას. მისაღებია თუ არა ეს პროექტები? კომპანია შექმნის დამატებით ღირებულებას თუ იგი მიიღებს საცხობის პროექტს იმიტომ, რომ ამ პროექტის ამონაგების ნორმა მეტია მის კაპიტალის ღირებულებაზე (11% და 10%), და არ მიიღებს კაფეების ქსელის პროექტს იმიტომ, რომ მისი უკუგების ნორმა ნაკლებია მის კაპიტალის ღირებულებაზე (13% და 14%). მაგრამ თუ ამ პროექტების უკუგების ნორმებს შევადარებთ კომპანიის კაპიტალის ღირებულებას მაშინ პირიქით, სახცობის პროექტი არ არის მისაღები და მისაღებია კაფეს პროექტი.

კომპანიები CAPM მოდელს იყენებენ კომპანიის კონკრეტული ფილიალის კაპიტალის ღირებულების დასადგენად.

განვიხილოთ ფოლადის მწარმოებელი კომპანია X, რომელსაც სიმარტივისთვის ერთი ფილიალი აქვს და ის მთლიანად სააქციო კაპიტალით არის დაფინანსებული, ანუ მისი კაპიტალის ღირებულება სააქციო კაპიტალის ღირებულებას ემთხვევა. დავუშვათ, კომპანიის ბეტა=b=1.1; r_{RF}=7%; RF_M=6%. ამიტომ კომპანია X-ის სააქციო კაპიტალის ღირებულება იქნება:

$$r_s=r_{RF}+RP_M(b)=7\%+6\%(1.1)=13.6\%.$$

ეს ნიშნავს, რომ ინვესტორები თანახმა იქნებიან ფული ჩადონ კომპანია X-ს საშუალო რისკიანობის მქონე პროექტის დასაფინანსებლად, თუ პროექტის უკუგების ნორმა არ იქნება 13.6%-ზე ნაკლები. საშუალო რისკის ქვეშ ჩვენ ვგულისხმობთ პროექტს, რომელსაც იგივე რისკი აქვს, რაც კომპანიის არსებულ ფილიალს.

დავუშვათ, რომ კომპანია გეგმავს სატრასპორტო ფილიალის Barge შექმნას, რომლის ბეტა=1.5. ამ ბეტას გამოყენებით ფილიალის კაპიტალის ღირებულება იქნება:

$$r_{barge}=7\%+6\%(1.5)=16.0\%.$$

მეორე მხრივ, კომპანია ქმნის ნაკლები რისკის მქონე ფილიალს Center, რომლის ბეტა=0.5, და მაშინ ამ ფილიალის კაპიტალის ღირებულება იქნება

$$r_{centre}=7\%+6\%(0.5)=10.0\%.$$

ამ სიტუაციაში კომპანია შეგვიძლია განვიხილოთ, როგორც "აქტივების პორტფელი" და იმის გამო, რომ პორტფელის ბეტა ცალკეული აქტივის ბეტას საშუალო შეწონილია, ამიტომ ახალი ფილიალის დამატება შეცვლის კომპანიის საერთო ბეტას. ბეტას ზუსტი მნიშვნელობა დამოკიდებულია თითოეულ ფილიალში ინვესტირების შედარებით მოცულობაზე. თუ დავუშვებთ, რომ კომპანიის 70% მოდის ფოლადის წარმოებაზე, 20% სატრანსპორტო ფილიალზე და 10% ცენტრზე. მაშინ

$$\text{ახალი ბეტა}=0.7(1.1)+0.2(1.5)+0.1(0.5)=1.12.$$

მაშასადამე, ინვესტორს კომპანიაში X ექნება უკუგების მოთხოვნილი ნორმა:

$$r_s=7\%+6\%(1.12)=13.72\%$$

ფილიალის ბეტას გამოთვლის ტექნიკა

ჩვენ გვახსოვს, რომ აქციის ბეტას დათვლა გარკვეულ სირთულეებთან იყო დაკავშირებული, მაგრამ ფილიალის ბეტას დათვლა კიდევ უფრო რთულია. ფილიალის ბეტას დასათვლელად ორი მეთოდი გამოიყენება: სუფთა თამაშის მეთოდი და საბუღალტრო ბეტას მეთოდი.

სუფთა თამაშის მეთოდი. ამ მეთოდის მიხედვით, კომპანია ცდილობს მოძებნოს რამდენიმე კომპანია, რომელიც მხოლოდ ერთი და იმავე ტიპის პროდუქტს აწარმოებს, და იმ ბიზნესშია, რომელშიც არის ფილიალი. კომპანია ამ კომპანიების საშუალო ბეტას იყენებს თავისი ბეტას როლში. მაგრამ ასეთი კომპანიების მოძებნა ძალიან რთულია.

საბუღალტრო ბეტას მეთოდი. თუ ასეთი კომპანიები არ მოიძებნა, მაშინ კომპანია იყენებს საბუღალტრო ბეტას მეთოდს. ამ მეთოდით, კომპანია თავისი ფილიალის საბუღალტრო უკუგებას აქტივებზე (ROA) შეადარებს მსხვილი კომპანიების იგივე მაჩვენებლებს, მაგალითად, S&P 500-ში შემავალ კომპანიებს. ამ გზით დათვლილი ბეტა არის საბუღალტრო ბეტა.

საბუღალტრო ბეტა საერთოდ ახალი პროექტისთვის შეიძლება დაითვალოს მაშინ, როდესაც პროექტი მოქმედებაშია და იძლევა შედეგებს – რაც ძალიან გვიანაა კაპიტალდაბანდების შეფასებისთვის. ამიტომ, აქაც მოსაძებნია ანალოგიური პროექტი, რომელიც წარსულში განახორციელა კომპანიამ და ამ პროექტის ბეტა გამოვიყენებთ განსახილავი პროექტისთვის.

ინდივიდუალური პროექტის კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა

ცხადია, რომ რისკიან პროექტს მაღალი კაპიტალის ღირებულება აქვს, მაგრამ რთულია ზუსტად პროექტის რისკიანობის განსაზღვრა. პირველ რიგში, განვიხილოთ რისკების განსხვავებული ტიპები:

1. **ავტონომიური რისკი** არის პროექტის რისკი, რომელიც არ ითვალისწინებს იმ ფაქტს, რომ პროექტი არსებობს როგორც ცალკე აღებული აქტივი კომპანიის აქტივების პორტფელში და ერთი აქცია ინვესტორის აქციათა პორტფელში. ავტონომიური რისკი იზომება როგორც პროექტის მოსალოდნელი უკუგების ნორმების რყევადობა.
2. **კორპორატიული**, კომპანიის შიდა რისკი არის პროექტის რისკი კორპორაციისთვის, როდესაც პროექტი განიხილება როგორც კომპანიის აქტივების ერთობლიობაში ცალკე აღებული ერთი აქტივი, მაგრამ მისი რისკიანობის ნაწილი შესაძლებელია დივერსიფიცირებით შემცირებულ იქნას. კორპორატიული რისკი იზომება პროექტის ზეგავლენით კომპანიის მომავალი შემოსავლების განუსაზღვრელობაზე.
3. **საბაზრო, რისკი ანუ ბეტა,** არის პროექტის რისკიანობა როგორც ამას განიხილავს კარგად დივერსიფიცირებული მფლობელი, რომელიც აცნობიერებს, რომ პროექტი არის ერთ-ერთი პროექტი კომპანიის აქტივებს შორის, და კომპანიის აქცია არის ერთ-ერთი აქცია მის საერთო პორტფელში. საბაზრო რისკი იზომება პროექტის ზეგავლენით კომპანიის ბეტა კოეფიციენტზე.

მაღალი ავტონომიური ან მაღალი კორპორატიული რისკის მქონე პროექტი არ არის აუცილებელი ზემოქმედებდეს კომპანიის ბეტაზე. მაგრამ თუ პროექტის უკუგებები განუსაზღვრელობის მაღალი დონით ხასიათდებიან, და თუ ამ უკუგებებს აქვთ მაღალი კორელაცია როგორც კომპანიის სხვა აქტივებთან, ასევე - სხვა აქტივებთან ეკონომიკაში, მაშინ პროექტს აქვს ყველა რისკის მაღალი დონე. მაგალითად, დავუშვათ, რომ გენერალ მოტორსმა გადაწყვიტა გამოუშვას ელექტრომობილი. კომპანია არ არის დარწმუნებული იმაში, როგორ იმუშავებს ახალი ტექნოლოგია მასიური წარმოების შემთხვევაში, ამიტომ მისი ავტომონომიური რისკი მაღალია. მენეჯმენტმა, ასევე, შეაფასა, რომ ეს პროექტი კარგად ამუშავდება თუ ეკონომიკა იქნება სტაბილური იმისათვის, რომ მოსახლეობამ დახარჯოს ფული ახალი ავტომობილის შესაძენად. ეს ნიშნავს, რომ პროექტს ექნება კარგი განხორციელების შანსი თუ ჯენერალ მოტორსის სხვა ფილიალებიც კარგად იმუშავებენ. ასევე, პროექტს მაღალი კორპორატიული რისკი აქვს. და ბოლოს, ჯენერალ მოტორსის მოგებებს მაღალი კორელაცია აქვთ სხვა კომპანიების მოგებებთან, ასე რომ პროექტის ბეტა მაღალია.

კაპიტალის ღირებულების დაკორექტირება გამოშვების ხარჯებით

ობლიგაციას ან აქციის გამოშვებას საჯარო განთავსებისთვის თან ახლავს გამოშვების ხარჯები, რომელიც მნისვნელოვან როლს თამაშობს.

კომპანია აქსისი, სპორტული ტანსაცმელის გამყიდველია. მისი კაპიტალის სტრუქტურა შედგება 45% ვალისაგან, 2% პრივილეგირებული აქციისგან, და 53% სააქციო კაპიტალისაგან. მისი ჩვეულებრივი აქცია იყიდება $23-ად, შემდეგი მოსალოდნელი დივიდენდი არის $1.24, და მოსალოდნელი ზრდის ტემპი არის 8%. მუდმივი ზრდის (*DCF*) მოდელზე დაყრდნობით, აქსისის სააქციო კაპიტალის ღირებულება r_s=13.4%-ია, როდესაც სააქციო კაპიტალი მოზიდულია გაუნაწილებელი მოგების ფორმით. აქსისის პრივილეგირებული აქციის ღირებულება 10.3%-ს შეადგენს, გამოშვების ხარჯების გათვალიწინებით.

გამოშვების ხარჯები და ვალის ღირებულება. კომპანია აქსისს შეუძლია 30-წლიანი ობლიგაციის გამოშვება $1 000 ნომინალით, წლიური 10% უკუგების ნორმით. დაბეგვრის განაკვეთი T=40%, ამიტომ ვალის ღირებულება დაბეგვრის შემდეგ არის r_d(1-T)=10%(1-0.4)=6.0%. მაგრამ თუ

კომპანიას გაუჩნდება გამოშვების ხარჯები, F, რომელიც გამოშვების ღირებულების 1%-ს შეადგენს, მაშინ დაბეგვრის შემდეგ ღირებულება გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$M(1-T)=\sum_{t=1}^{N}\frac{\mathrm{INT}(1-T)}{[1+r_d(1-T)]^t}+\frac{M}{[1+r_d(1-T)]^N} \qquad (8)$$

ამ ფორმულაში M არის ნომინალური ღირებულება, F არის გამოშვების ხარჯები, N არის განაღდების ვადა, T არის კომპანიის დაბეგვრის განაკვეთი, INT არის საპროცენტო სარგებელი პერიოდზე და r_d არის ვალის დაბეგრილი ღირებულება. ფინანსურ კალკულატორში შევიყვანით N=30, PV=M(1- T)=-990, PMT=60 და FV=1000. თუ ამოვხსნით ამ განტოლებას I= r_d(1-T)-ის მიმართ მივიღებთ, რომ I= r_d(1-T)=6.07%. ასე რომ გამოშვების ხარჯებზე დაკორექტირებას არა აქვს დიდი გავლენა.

აქციების ახალი გამოშვების ღირებულება, ან გარე სააქციო კაპიტალი, r_e. აქციების ახალი გამოშვების ღირებულება,**r_e**, აღემატება სააქციო კაპიტალის ღირებულებას, რომელიც მოზიდულია შიდა რესურებიდან გაუნაწილებელი მოგების რეინვესტირებით, r_s, იმიტომ, რომ გამოშვების ხარჯები წარმოიქმნება აქციების გამოშვების დროს. რა უკუგების ნორმა უნდა მივიღოთ აქციის გამოშვებით მოზიდულ რესურსზე, რომ გამოშვება ღირდეს? სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, რა არის აქციების ახალი გამოშვების ღირებულება?
ამ კითხვაზე პასუხს შემდეგი ფორმულა გასცემს:

$$\mathrm{r_e}=\frac{\mathrm{D_1}}{\mathrm{P_0(1-F)}}+\mathrm{g} \qquad (9)$$

ამ ფორმულაში F არის *გამოშვების ღირებულების პროცენტი,* რომელიც წარმოიქმნება ახალი აქციების გაყიდვით. ასე რომ P_0(1-F) არის ის სუფთა თანხა, რასაც მიიღებს კომპანია აქციაზე.
თუ დავუშვებთ, რომ აქციის გამოშვების ხარჯები 10%-ია, მაშინ მისი გარე სააქციო კაპიტალის ღირებულება იქნება:

$$r_e=\frac{\$1.24}{\$23(1-0.10)}+8.0\%=$$
$$=\frac{\$1.24}{\$20.70}+8.0\%=6\%+8\%=14.0\%$$

ინვესტორები მოითხოვენ აქციაზე უკუგებას r_s =13.4%(=$1.24/$23+8%). მაგრამ გამოშვების ხარჯების გამო, კომპანიამ მეტი უნდა მიიღოს იმ სუფთა ახალ რესურსზე, რომელსაც აქციის გაყიდვით მოიზიდავს, თუ ინვესტორები მიიღებენ 13.4%-ს ჩადებული რესურსიდან. კონკრეტულად, თუ ინვესტორები მიიღებენ 14%-ს ახალი აქციების გაყიდვით მოზიდულ თანხებზე, მაშინ მოგება აქციაზე წინა მოსალოდნელ დონეზე დარჩება, კომპანიის მოსალოდნელი დივიდენდი შესაძლებელია ასევე შენარჩუნებულ იქნას და შედეგად, აქციის ფასი არ შემცირდება. თუ კომპანიამ მიიღო 14%-ზე ნაკლები მაშინ მოგება, დივიდენდები და ზრდის ტემპი შემცირდება მოლოდინებზე უფრო დაბალ დონემდე და აქციის ფასიც დაიკლებს. თუ კომპანიამ 14%-ზე მეტი მიიღო მაშინ აქციის ფასი მოიმატებს.

ჩვენ აღვნიშნეთ, რომ ანალიტიკოსების უმეტესობა CAPM მეთოდს იყენებს სააქციო კაპიტალის ღირებულების დასადგენად. დავუშვათ, რომ ამ მეთოდით დათვლილი სააქციო კაპიტალის ღირებულება 13.8%-ია. როგორ ჩავრთოთ ამ მოდელში გამოშვების ხარჯები? (DCF) მეთოდის გამოყენებით მივიღეთ, რომ გამოშვების ხარჯები 0.6%-ით ზრდის სააქციო კაპიტალის ღირებულებას. დავუმატოთ ეს 0.6% 13.8%-ს და მივიღებთ 14.4%-ს, როგორც გარე სააქციო კაპიტალის ღირებულებას. როგორც ალტერნატივა, ჩვენ შეგვიძლია სამივე მეთოდით (CAPM, DCF, bond-yeild-plus-premium) დათვლილი სააქციო კაპიტალის ღირებულება გამოშვების ხარჯების გარეშე გავასაშუალოოთ და დავუმატოთ მას 0.6% გამოშვების ხარჯების ეფექტი.

საკონტროლო კითხვები

1. რა არის კაპიტალის ძირითადი კომპონენტები?
2. რა არის კომპონენტის ღირებულება?
3. ნასესხები კაპიტალის (ვალი) ღირებულება
4. პრივილიგირებული აქციის ღირებულება, r_{ps}
5. ჩვეულებრივი აქციის ღირებულება, r_s
6. რა არის სააქციო კაპიტალი მოიზიდოს ორი წყარო?
7. რატომ არ გამოსცემს კომპანიების უმეტესობა დამატებით აქციებს?
8. ჩამოთვალეთ r_s-ს გამოთვლისას გამოყენებული მეთოდები
9. ფინანსური აქტივის შეფასების მოდელი (CAPM) - ურისკო განაკვეთის r_{RF} შეფასება
10. ფინანსური აქტივის შეფასების მოდელი (CAPM) - მიმდინარე საბაზრო რისკის საფასურის RP_M შეფასება ისტორიული მონაცემების და სამომავლო პროგნოზების მონაცემების საფუძველზე
11. რა პრობლემებია ბეტა კოეფიციენტის შეფასების დროს?
12. განმარტეთ ფულის დისკონტირების მეთოდი (DCF), შეაფასეთ მასში შემავალი ცვლადები
13. ობლიგაციის უკუგებას დამატებული რისკის საფასურის მეთოდი
14. როგორ გამოითვლება კაპიტალის შეწონილი საშუალო ღირებულება (WACC)?
15. WACC-ზე მოქმედი ფაქტორები, რომელსაც კომპანია ვერ აკონტროლებს
16. WACC-ზე მოქმედი ფაქტორები, რომელსაც კომპანია აკონტროლებს
17. ფილიალების კაპიტალის ღირებულება
18. ფილიალის ბეტას გამოთვლა: სუფთა თამაშის მეთოდი და საბუღალტრო ბეტას მეთოდი.
19. ჩამოთვალეთ და დაახასიათეთ პროექტის რისკის ტიპები
20. რომელი ტიპის რისკია ყველაზე აქტუალური? რატომ?
21. გამოშვების ხარჯები და ვალის ღირებულება
22. აქციების ახალი გამოშვების ღირებულება, ან გარე სააქციო კაპიტალი, r_e

ამოცანები

1. კომპანიამ განსაზღვრა თავისი კაპიტალის სტრუქტურა როგორც 40% ვალი და 60% სააქციო კაპიტალი. ქვემოთ მოყვანილი ინფორმაციის საფუძველზე გამოთვალეთ კომპანიის WACC: r_d=6%; Tax=40%, P_0=$25, ზრდა=0%, D_0=$2.00.
2. ფინანსურმა ანალიტიკოსმა შეაგროვა შემდეგი ინფორმაცია კომპანია კრისტის შესახებ:
    - კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურა არის 70% სააქციო კაპიტალი და 30% ვალი.
    - კომპანის ობლიგაციის საერთო ამონაგები (YTM) 9%-ია.

- პროგნოზით კომპანიის წლის ბოლოს დივიდენდი იქნება $0.80 აქციაზე.
- კომპანია მოელის, რომ დივიდენდი გაიზრდება მუდმივი 9%-ით წელიწადში.
- კომპანიის აქციის ფასია $25.
- კომპანიის დაბეგვრის განაკვეთია 40%.
- კომპანია განიხილავს ახალი აქციების გამოშვებას. მისმა საინვესტიციო ბანკირმა შეაფასა, რომ გამოშვების საერთო ხარჯები იქნება გამოშვებული თანხის 10%. დავუშვათ, რომ კომპანია დააკორექტირებს კაპიტალის ღირებულებას გამოშვების ხარჯებით.

ამ ინფორმაციაზე დაყრდნობით გამოთვალეთ კომპანიის WACC:

3. კომპანია დობსონის კაპიტალის სტრუქტურა შეიცავს 60% ვალს და 40%-ს სააქციო კაპიტალს. კომპანიის ფინანსების მენეჯერმა მიიღო შემდეგი ინფორმაცია:
   - კომპანიის ობლიგაციაზე დაბეგვრამდე ამონაგების ნორმა 8%-ია.
   - კომპანიის აქცია მოსალოდნელად იხდის დივიდენს წლის ბოლოს $3.00-ს ($D_1$=3.00), და მოს
   - ალოდნელია, რომ დივიდენდი გაიზრდება მუდმივი 7%-ით წელიწადში. აქციის მიმდინარე ფასია $60.
   - დავუშვათ, რომ კომპანია შეძლებს გაუნაწილებელი მოგებით დააფინანსოს თავისი კაპიტალდაბანდება.
   - კომპანიის დაბეგვრის განაკვეთია 40%.
   - რა იქნება კომპანიის WACC?
4. კომპანიის WACC=11.5%-ს. მისი კაპიტალის მიზნობრივი სტრუქტურა არის 55% სააქციო კაპიტალი და 45% ვალი. კომპანიას აქვს საკმარისი გაუნაწილებული მოგება იმისათვის, რომ დააფინანსოს სააქციო კაპიტალის წილი კაპიტალდაბანდებაში. დაბეგვრამდე ვალის ღირებულება არის 9%, და კომპანიის დაბეგვრის განაკვეთი არის 30%. თუ მოსალოდნელი დივიდენდი მომავალ წელს (D_1) და აქციის მიმდინარე არის $5 და $45, შესაბამისად, რა იქნება კომპანიის ზრდის ტემპი?
5. კომპანია დევის მოტორსის კაპიტალის სტრუქტურაში 40% ვალია, ხოლო 60% სააქციო კაპიტალი. კომპანიის მიერ გამოშვებული ობლიგაციის ამონაგების ნორმა განაღდებამდე (YTM) 9%-ია, ხოლო კომპანიის დაბეგვრის განაკვეთია 40%. კომპანიის მენეჯერმა შეაფასა კომპანიის კაპიტალის ღირებულება როგორც WACC=9.96%. რა იქნება კომპანიის სააქციო კაპიტალის ღირებულება?
6. კომპანიის აქციის მიმდინარე ფასია $30. აქცია წლის ბოლოს იხდის მოსალოდნელ დივიდენდს D_1=$3.00 და მოსალოდნელია, რომ დივიდენდი გაიზრდება მუდმივი 5%-ით წელიწადში. რა იქნება კომპანიის სააქციო კაპიტალის ღირებულება?
7. კომპანიის მიერ გამოშვებული 10%-იანი კუპონის ობლიგაციის განაღდების ამონაგების ნორმა 12%-ია. კომპანია იმედოვნებს, რომ იგი შეძლებს ახალი ობლიგაციის გამოშვებას ნომინალი, და იგივე ამონაგების ნორმით. თუ კომპანიის დაბეგვრის განაკვეთი 35%-ია, რა იქნება ვალის დაბეგრილი ღირებულება?
8. კომპანიის მოგება, დივიდენდი და აქციის ფასი მოსალოდნელია რომ მომავალ წელს გაიზრდება 7%-ით. კომპანია აქციას ყიდის $23-ად, მისი ბოლო გადახდილი დივიდენდი იყო $2.00, ხოლო კომპანია მიმდინარე წლის ბოლოს გადაიხდის დივიდენდს $2.14.

   ა. დისკონტირებული ფულის ნაკადის მეთოდის გამოყენებით რა იქნება სააქციო კაპიტალის ღირებულება?

ბ. თუ კომპანიის ბეტა=1.6, ურისკო განაკვეთი 9%-ია, და მოსალოდნელი უკუგება ბაზარზე 13%-ია, რა იქნება სააქციო კაპიტალის ღირებულება CAPM-ის გამოყენებით?
გ. თუ კომპანიის ობლიგაციაზე უკუგების ნორმა 12%-ია, რა იქნება r_s ობლიგაციის ამონაგების ნორმას დამატებული რისკის საფასურის მეთოდით გამოთვლილი?

8 თავი
კაპიტალის სტრუქტურა

ამ თავში თქვენ გაეცნობით:

- ❖ კაპიტალის სტრუქტურის საკითხებს
- ❖ ბიზნესის რისკს და ფინანსურ რისკს
- ❖ კაპიტალის სტრუქტურის თეორიას
- ❖ კაპიტალის სტრუქტურის შეფასებას
- ❖ MM მოდელის გაფართოებას

გაყიდვების უზრუნველსაყოფად კომპანიას სჭირდება საოპერაციო კაპიტალი. ამ საოპერაციო კაპიტალის შექმნას დაფინანსება სჭირდება, როგორც წესი, სააქციო კაპიტალის და ნასესხები კაპიტალის კომბინაციით. კომპანიის სააქციო და ნასესხები კაპიტალის კომბინაციას კომპანიის *კაპიტალის სტრუქტურა* (capital structure) ჰქვია. კომპანიების უმეტესობა ცდილობს დაფინანსების ისეთი კომბინაცია შეინარჩუნოს, რომელსაც *სამიზნე კაპიტალის სტრუქტურა* (target capital structure) ჰქვია. კაპიტალის სტრუქტურირების გადაწყვეტილებები ნიშნავს კომპანიის სამიზნე კაპიტალის სტრუქტურის შერჩევას.

კაპიტალის სტრუქტურის საკითხები

გავიხსენოთ, რომ კომპანიის ღირებულება გამოითვლება როგორც მოსალოდნელი თავისუფალი ფულის ნაკადის (FCF) დისკონტირება კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულებით (WACC)

$$V = \sum_{t=1}^{n} \frac{FCF_t}{(1 + WACC)^t} \qquad (1)$$

WACC დამოკიდებულია ნასესხები და სააქციო კაპიტალის წილობრივ მონაწილეობაზე საერთო კაპიტალიზაციაში.

$$WACC = w_d r_d (1 - T)_{ps} + w_s r_s \qquad (2)$$

ვალი ზრდის სააქციო კაპიტალის ღირებულებას r_s. კრედიტორის „ფიქსირებული" მოთხოვნა ამცირებს აქციონერების მოთხოვნების განსაზღვრულობას, ანუ ზრდის განუსაზღვრელობას და აქედან გამომდინარე, უკუგების მოთხოვნილ ნორმას r_s.

ვალი ამცირებს კომპანიის მიერ გადასახდელ გადასახადებს. კომპანიას შეუძლია საპროცენტო გადასახადი გამოაკლოს დასაბეგრ შემოსავალს, რაც ამცირებს გადასახდელ გადასახადს და ვალის დაბეგრილ ღირებულებას $r_d(1 - T)$.

გაკოტრების რისკი ზრდის ვალის ღირებულებას r_d. ნასესხები კაპიტალის ზრდა ზრდის ფინანსური სირთულეების (financial distress) გაჩენის შესაძლებლობას, ანუ გაკოტრების ალბათობას, რაც ზრდის ნასესხები კაპიტალის ღირებულებას.

წმინდა ეფექტი WACC-ზე. როგორც ფორმულა 1-დან ჩანს, ვალის წილის გაზრდა ზრდის მის წონას (w_d) და ამცირებს სააქციო კაპიტალის წონას, რამაც, ერთი შეხედვით, უნდა შეამციროს WACC, მაგრამ ზემოთ მოყვანილი ანალიზი გვიჩვენებს, ამ დროს იზრდება როგორც r_d , ასევე, r_s.

გაკოტრების რისკი ამცირებს თავისუფალ ფულს. თუ იზრდება გაკოტრების რისკი, მაშინ ზოგიერთმა კლიენტმა შეიძლება შეწყვიტოს კომპანიისგან პროდუქციის შეძენა, რაც იმოქმედებს კომპანიის გაყიდვებზე და შეამცირებს საოპერაციო მოგებას (NOPAT), ანუ - თავისუფალ ფულს (FCF). მომწოდებლებიც, თავის მხრივ, გაამკაცრებენ თავიანთ საკრედიტო პირობებს, რაც შეამცირებს სავაჭრო ვალდებულებებს და, შესაბამისად, გამოიწვევს წმინდა საბრუნავ საოპერაციო კაპიტალის გაზრდას. შედეგად, შემცირდება თავისუფალი ფული.

გაკოტრებს რისკი ასახავს სააგენტო ხარჯებს (agency costs). ვალის მაღალი დონე მოქმედებს მენეჯერების ქცევაზე. პირველ რიგში, კარგი პერიოდების დროს მენეჯერებმა შესაძლებელია გასწიონ არააუცილებელი ხარჯები, გაფლანგონ ფულადი სახსრები. ეს არის სააგენტო ხარჯები. კარგი ამბავი ამაში ის არის, რომ გაკოტრების რისკი შეამცირებს ასეთ ხარჯებს, რაც გაზრის FCF-ს.

მაგრამ ცუდი ამბავი ის არის, რომ მენეჯერები შესაძლებელია მშიშრები გახდნენ და უარყონ დადებითი NPV-ს მქონე პროექტები, თუ ისინი რისკიანია. აქციონერების პოზიციიდან ძალიან სამწუხარო იქნება თუ რისკიანი პროექტი გაზრდის კომპანიის გაკოტრების ალბათობას, მაგრამ შევნიშნოთ, რომ სხვა კომპანიები აქციონერების პორტფელიოში შესაძლებელია იღებდნენ რისკიან პროექტებს, რომლებიც წარმატებულები აღმოჩნდებიან. იმის გამო, რომ მფლობელების უმეტესობა კარგად დივერსიფიცირებული ინვესტორები არიან, ისინი აიძულებენ მენეჯერებს მიიღონ რისკიანი, მაგრამ დადებითი NPV-ს მქონე პროექტები. მენეჯერების რეპუტაცია და კეთილდღეობა ერთ კონკრეტული კომპანიის მდგომარეობასთანაა დაკავშირებული, ამიტომ ასეთი პროექტები შესაძლებელია მიუღებლად რისკიანი იყოს მათი პოზიციიდან. მაშასადამე, ვალის მაღალი დონემ შესაძლებელია გამოიწვიოს დადებითი NPV-ს მქონე პროექტების უარყოფა მენეჯმენტის მიერ, თუ ისინი განსაკუთრებულად გარანტირებულები არ არიან. ამას ჰქვია *ინვესტიციის შეუფასებლობის* პრობლემა, და ის სააგენტო ხარჯების კიდევ ერთი სახეობას წარმოდგენს. შევნიშნოთ, რომ ვალმა შესაძლებელია შეამციროს სააგენტო ხარჯების ერთი ასპექტი (სახსრების ფლანგვა), მაგრამ შესაძლებელია გაზარდოს სხვა სააგენტო ხარჯები (ინვესტიციების შეუფასებლობა), ამიტომ ამის წმინდა ეფექტი ღირებულებაზე არ არის ზუსტი.

აქციების გამოშვება გარკვეულ მინიშნებას აძლევს ბაზარს. მენეჯერებს უკეთესი პოზიცია აქვთ კომპანიის თავისუფალი ფულის პროგნოზის მიმართ, ვიდრე ინვესტორებს და აკადემიურ წრეებში ამას ინფორმაციული ასიმეტრია ჰქვია. დავუშვათ, რომ კომპანიის აქციის ფასი $50-ია. თუ მენეჯერები თანახმა არიან გამოუშვან ახალი აქციები $50-ად, ინვესტორები იფიქრებენ, რომ არავინ გაყიდის აქციებს მის რეალურ ღირებულებაზე ნაკლებ ფასად. ამიტომ, აქციების რეალური ღირებულება მენეჯერების

შეფასებით ნაკლები უნდა იყოს $50-ზე. მაშასადამე, ინვესტორები აქციების ახალ გამოშვებას აღიქვამენ როგორც უარყოფით მინიშნებას, რაც, როგორც წესი, ამცირებს აქციის ფასს.

ბიზნესის რისკი და ფინანსური რისკი

ამ ნაწილში განვიხილავთ ორ მიმართულებას 1. ბიზნენსის რისკი, ანუ კომპანიის აქციის რისკიანობა, როდესაც იგი დაფინანსებულია მხოლოდ სააქციო კაპიტალით, და 2. ფინანსური რისკი, ის დამატებითი რისკი, რომელიც ემატება აქციონერებს ვალით დაფინანსების გამო.

ბიზნესის რისკი

ზოგადად, ყოველ კომპანიას გააჩნია რისკის გარკვეული დონე, რომელიც ახასიათებს მის ოპერაციებს – რაც არის მისი ბიზნესის რისკი. სხვა სიტყვებით, ეს ის რისკია, რომელსაც აწყდებიან აქციონერები კომპანიის მხოლოდ სააქციო კაპიტალით დაფინანსების შემთხვევაში. ბიზნესის რისკი წარმოიქმნება განუსაზღვრელობისაგან კომპანიის სამომავლო ფულის ნაკადის პროგნოზირებაში, რაც, თავის მხრივ, ნიშნავს განუსაზღვრელობას კომპანიის საოპერაციო მოგებაში და მის საინვესტიციო მოთხოვნებში, ანუ დარწმუნებით ვერ ვამბობთ რამდენად დიდი იქნება საოპერაციო მოგება და რამდენად დიდი ინვესტირება უნდა მოვახდინოთ ფიქსირებულ აქტივებში. უკუგება ინვესტირებულ აქტივებში (ROIC) აერთიანებს განუსაზღვრელობის ამ ორ წყაროს და მისი ცვალებადობა შეიძლება გამოყენებულ იქნას ბიზნესის რისკის საზომად.

$$\text{ROIC} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{კაპიტალი}} = \frac{\text{EBIT}(1-\text{T})}{\text{კაპიტალი}} = \frac{\text{წმინდა მოგება აქციონერებისათვის} + \text{საპროცენტო გადასახადი}}{\text{კაპიტალი}} \quad (3)$$

ბიზნესის რისკი შეიძლება გაიზომოს როგორც ROIC-ს სტანდარტული გადახრა, σ_{ROIC}. თუ კომპანიის კაპიტალზე მოთხოვნები სტაბილურია შეიძლება გამოვიყენოთ ალტერნატიული საზომი, EBIT-ს ცვალებადობა, σ_{EBIT}.

ბიზნესის რისკი დამოკიდებულია შემდეგ ფაქტორებზე:

1. მოთხოვნის ცვალებადობა. რაც უფრო სტაბილურია მოთხოვნა კომპანიის პროდუქციაზე, სხვა პროცესები კი რჩება მუდმივი, მით უფრო დაბალია ბიზნესის რისკი;
2. გაყიდვების ფასის ცვალებადობა. კომპანიებს, რომელთა პროდუქცია იყიდება ძალიან მერყევ ბაზრებზე, უფრო მეტი ბიზნესის რისკი აქვთ, ვიდრე მსგავსი

ტიპის კომპანიებს, რომელთა მიერ წარმოებული პროდუქციის ფასები უფრო სტაბილურია;

3. წარმოების (გამოშვების) დანახარჯების ცვალებადობა. კომპანიები, რომელთა წარმოების ხარჯები ძალზე გაურკვეველია, განეკუთვნებიან მაღალი რისკის მქონე ბიზნესს;
4. რეალიზაციის ფასის შეცვლის შესაძლებლობა თვითღირებულის ფასის ცვლილების გამო. ზოგ კომპანიას სხვებზე უკეთ შეუძლია გაზარდოს რეალიზაციის ფასები, როდესაც თვითღირებულების ხარჯები იზრდება. რაც უფრო მოქნილად ახორციელებს აღნიშნულს კომპანია, მით უფრო დაბალია ბიზნესის რისკი;
5. ახალი პროდუქციის დროული, ეკონომიურად ეფექტური განვითარების შესაძლებლობა. ისეთი მაღალტექნოლოგიური ინდუსტრიების კომპანიები, როგორიცაა მედიკამენტები და კომპიუტერი, დამოკიდებულია ახალი პროდუქციის მუდმივ ნაკადზე. რაც უფრო სწრაფად ხდება პროდუქციის მოძველება, მით უფრო იზრდება ბიზნესის რისკი;

მონაცემები

6. საგარეო რისკის ზემოქმედება. კომპანიები, რომლებიც ქმნიან პროდუქციას საზღვარგარეთ და იღებენ მოგებას სხვა ქვეყანაში, უმცირდებათ მოგება კურსის რყევების გამო. ასევე, თუ კომპანია მუშაობს პოლიტიკურად არასტაბილურ ქვეყანაში, მათთვის წარმოიქმნება პოლიტიკური რისკი;
7. ფიქსირებული ხარჯების დონე (საოპერაციო ლევერიჯი). თუ ხარჯების დიდი რაოდენობა არის ფიქსირებული, და შესაბამისად, მოთხოვნის შემცირებისას არ მცირდება, მაშინ ბიზნესს წარმოექმნება დიდი რისკი.

საოპერაციო ლევერიჯი

საოპერაციო ლევერიჯი ნიშნავს, რომ გაყიდვებში შედარებით მცირე ცვლილება გამოიწვევს დიდი ცვლილებებს EBIT-ში. განვიხილოთ საოპერაციო ლევერიჯის სხვადასხვა დონეები. გეგმა A მოითხოვს ფიქსირებული ხარჯების შედარებით დაბალ დონეს $20 000-ს, ხოლო გეგმა B უფრო მაღალ დონეს $60 000-ს.

მოთხოვნა	ალბათობა	ერთეულის გაყიდვები	გაყიდვები $-ში
ძალიან ცუდი	0.05	0	$0
ცუდი	0.2	40 000	$80 000
საშუალო	0.5	100 000	$200 000
კარგი	0.2	160 000	$320 000
საუკეთესო	0.05	200 000	$400 000
მოსალოდნელი სიდიდეები		100 000	$200 000
სტანდარტული გადახრა (SD)		$49 396	$98 793
ვარიაციის კოეფიციენტი (CV)		0.49	0.49

მონაცემები	გეგმა A დაბალი FC	გეგმა B მაღალი FC
ფასი	$2.00	$2.00
ცვლადი ხარჯი	$1.50	$1.00
ფიქსირებული ხარჯი	$20 000	$60 000
კაპიტალი	$200 000	$200 000
საგადასახადო განაკვეთი	40%	40%

ცხრილი 1. ოპერაციული ბერკეტის ილუსტრაცია

	A				B			
გაყიდული ერთეული	საოპერაციო ხარჯები	დაბეგვრამდე საოპერაციო მოგება (EBIT)	წმინდა საოპერ. მოგება დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT)	უკუგების ნორმა ინვესტირებულ კაპიტალზე	საოპერაციო ხარჯები	დაბეგვრამდე საოპერაციო მოგება (EBIT)	წმინდა საოპერ. მოგება დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT)	უკუგების ნორმა ინვესტირებულ კაპიტალზე
0	**$20 000**	($20 000)	($12 000)	-6.0%	$60 000	($60 000)	($36 000)	-18.0%
40 000	**$80 000**	$0	$0	0.0%	$100 000	($20 000)	($12 000)	-6.0%
100 000	**$170 000**	$30 000	$18 000	9.0%	$160 000	$40 000	$24 000	12.0%
160 000	**$260 000**	$60 000	$36 000	18.0%	$220 000	$100 000	$60 000	30.0%
200 000	**$320 000**	$80 000	$48 000	24.0%	$260 000	$140 000	$84 000	42.0%
მოსალოდნელი სიდიდეები:	$170 000	$30 000	$18 000	9.0%	$160 000	$40 000	$24 000	12.0%
სტანდარტული გადახრა:		$24 698		7.4%		$49 396		14.8%
ვარიაციის კოეფიციენტი		0.82		0.82		1.23		1.23

პირველ რიგში, ჩვენ შეგვიძლია გამოთვალოთ წაუგებლობის საოპერაციო დონე, ანუ გასაყიდი პროდუქციის ის რაოდენობა, რომლისთვისაც EBIT=0.

$$EBIT = PQ - VQ - F = 0 \qquad (4)$$

P - გაყიდვების საშუალო ფასი გამოშვების ერთეულზე
Q - გამოშვების ერთეულები
V - ცვლადი ღირებულება ერთეულზე
F - ფიქსირებული საოპერაციო ხარჯები.
აქედან გამომდინარე, წაუგებლობის დონე Q_{BE} გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$Q_{BE} = \frac{F}{P - V} \qquad (5)$$

A გეგმის წაუგებლობის დონეა

$$Q_{BE} = \frac{F}{P - V} = \frac{\$20\ 000}{\$2.0 - \$1.5} = 40\ 000 \text{ ერთეული}$$

B გეგმის წაუგებლობის დონეა

$$Q_{BE} = \frac{F}{P - V} = \frac{\$60\ 000}{\$2.0 - \$1.0} = 60\ 000 \text{ ერთეული}$$

მიღებული შედეგები გვიჩვენებს, რომ გეგმა B უფრო რისკინია, მაგრამ მისი მოსალოდნელი უკუგებაც უფრო მაღალია, ამიტომ კომპანია ირჩევს ამ გეგმას იმიტომ, რომ მისი აზრით, მოსალოდნელი უკუგება საკმარისად მაღალია ამ რისკის საკომპენსაციოდ.

ფინანსური რისკი

ფინანსური რისკი ეს არის დამატებითი რისკი, რომელსაც აწყდებიან აქციონერები ვალის აღების შემთხვევაში. თუ დავუბრუნდებით ჩვენს კომპანიას, განვიხილოთ დაფინანსების ორი შემთხვევა: მთლიანად სააქციო კაპიტალით დაფინანსება და ფინანსური ლევერიჯის გამოყენებით, 50% ვალით და 50% სააქციო კაპიტალით დაფინანსება.

თუ შეფასების კრიტერიუმად ავირჩევთ უკუგების ნორმას სააქციო კაპიტალზე მაშინ შედეგები შეიძლება ვნახოთ ცხრილში 2.

ცხრილი 2. ფინანსური ბერკეტის შედეგები: კომპანია დაფინანსებულია ნულოვანი სესხით ან $ 100 000 სესხით

ვალი=0

ვალი	**$0**
სააქციო კაპიტალი	**$200 000**
საპროცენტო განაკვეთი	**0**

მოთხოვნა პროდუქციაზე (1)	ალბათობა (2)	EBIT (3)	პროცენტი (4)	დაბეგვრამდე მოგება (5)	დაბეგვრა (40%) (6)	წმინდა მოგება (7)	ROE (8)
ძალიან ცუდი	0.05	($60 000)	$0	($60 000)	($24 000)	($36 000)	-18.0%
ცუდი	0.2	(20 000)	0	(20 000)	(8 000)	(12 000)	-6.0%
ნორმალური	0.5	40 000	0	40 000	16 000	24 000	12.0%
კარგი	0.2	100 000	0	100 000	40 000	60 000	30.0%
საუკეთესო	0.05	140 000	0	140 000	56 000	84 000	42.0%
მოსალოდნელი სიდიდე		$40 000	$0	$40 000	$16 000	$24 000	12.0%
სტანდარტული გადახრა							14.8%
ვარიაციის კოეფიციენტი							1.23

ვალი=$100 000

ვალი	**$100 000**
სააქციო კაპიტალი	**$100 000**
საპროცენტო განაკვეთი	**10%**

მოთხოვნა პროდუქციაზე (1)	ალბათობა (2)	EBIT (3)	პროცენტი (4)	დაბეგვრამდე მოგება (5)	დაბეგვრა (40%) (6)	წმინდა მოგება (7)	ROE (8)
ძალიან ცუდი	0.05	($60 000)	$10 000	($70 000)	($28 000)	($42 000)	-42.0%
ცუდი	0.2	(20 000)	10 000	(30 000)	(12 000)	(18 000)	-18.0%
ნორმალური	0.5	40 000	10 000	30 000	12 000	18 000	18.0%
კარგი	0.2	100 000	10 000	90 000	36 000	54 000	54.0%
საუკეთესო	0.05	140 000	10 000	130 000	52 000	78 000	78.0%
მოსალოდნელი სიდიდე		$40 000	$10 000	$30 000	$12 000	$18 000	18.0%
სტანდარტული გადახრა							29.6%
ვარიაციის კოეფიციენტი							1.65

როგორც ვხედავთ, ვალით დაფინანსების შემთხვევაში, იზრდება აქციონერების უკუგების მოსალოდნელი ნორმა, მაგრამ ვალი, ასევე, ზრდის აქციონერების რისკიანობას. ვალმა გაზარდა ამონაგები 12%-დან 18%-მდე და, ამავე დროს, მისი სტანდარტული გადახრა გაიზარდა 14.8%-დან 29.6%, ხოლო ვარიაციის კოეფიციენტი – 1,23-დან 1.65-მდე.

კაპიტალის სტრუქტურის თეორია

კაპიტალის სტრუქტურა იცვლება არამარტო ინდუსტრიების მიხედვით, არამედ კომპანიების მიხედვით ინდუსტრიის შიგნით. ამიტომ იბადება კითხვა: რა ფაქტორები განსაზღვრავენ ამ განსხვავებებს?

მოდილიანი და მილერი: გადასახადის გარეშე. კაპიტალის სტრუქტურის თანამედროვე თეორია დაიწყო 1958 წელს როდესაც მოდილიანმა და მილერმა გამოაქვეყნეს თავისი ნაშრომი (MM) ამის თაობაზე. ეს ნაშრომი ეფუძნებოდა ძალიან მკაცრ დაშვებებს:

1. არ არსებობს საბროკერო ხარჯები;
2. არ არსებობს გადასახადები;
3. არ არსებობს გაკოტრების ხარჯები;
4. ინვესტორებს შეუძლიათ ისესხონ ისეთივე განაკვეთით, როგორც კორპორაციებს;
5. ყველა ინვესტორს ისეთივე ინფორმაცია აქვს კომპანიაზე, როგორც მის მენეჯმენტს;
6. EBIT-ზე არ მოქმედებს ვალი.

ამ დაშვებებში, ულევერიჯო კომპანიის ღირებულება ლევერიჯის მქონე კომპანიის ღირებულების ტოლია.

$$V_L = V_U = S_L + D \qquad (6)$$

როდესაც იზრდება ლევერიჯი, იზრდება დაბალ ხარჯიანი რესურსის - ვალის - წონა დაფინანსების კომბინაციაში, მაგრამ სამაგიეროდ სააქციო კაპიტალის (r_s) ფასიც იზრდება, მაგრამ MM დაშვებებში ეს ზრდა ზუსტად ისეთია, რომ აბათილებს ამ წონის ზრდას და, საბოლოო ჯამში, WACC რჩება უცვლელი. მაშასადამე, MM დაშვებებში არა აქვს მნიშვნელობა როგორ აფინანსებს კომპანია ოპერაციებს, ამიტომ გადაწყვეტილებები კაპიტალის სტრუქტურის შესახებ არარელევანტურია.

მოდილიანი და მილერი: კორპორატიული დაბეგვრის ეფექტი. შემდეგ ნაშრომში, რომელიც გამოქვეყნდა 1963 წელს, მოდილიანმა და მილერმა შეარბილეს დაშვებები და დაუშვეს კორპორატიული დაბეგვრის არსებობა. ამ შემთხვევაში შედეგი იყო:

$$V_L = V_U + \text{გარე ეფექტების PV} = V_U + \text{საგადასახადო ფარის PV}$$

$$V_L = V_U + TD \qquad (7)$$

ამ შედეგით, 100% ვალი დაფინანსების საუკეთესო ფორმაა. MM–მ ასევე აჩვენა, რომ სააქციო კაპიტალის ღირებულება იზრდება ლევერიჯის ზრდასთან ერთად, მაგრამ იგი ვერ იზრდება ისე სწრაფად როგორც გადასახადის გარეშე. შედეგად, გადასახადის არსებობის პირობებში WACC მცირდება როდესაც ვალი იზრდება.

მილერი: კორპორატიული და პერსონალური გადასახადის ეფექტი. მოგვიანებით, მილერმა (მოდელიანის გარეშე) განიხილა ეს საკითხი სხვადასხვა ტიპის გადასახადების არსებობის შემთხვევაში. საშემოსავლო საგადასახდო განაკვეთი (T_d), აქციაზე უკუგების დაბეგვრის განაკვეთი (T_s) და კორპორატიული დაბეგვრის განაკვეთი (T_c). შესაბამის ფორმულას აქვს სახე:

$$V_L = V_U + \left[\frac{(1\text{-}T_c)(1 - T_S)}{(1 - T_D)}\right] D \qquad (8)$$

არჩევითობის თეორია. MM-ს შედეგები, ასევე, დამოკიდებულია იმ დაშვებაზე, რომ გაკოტრებისთან დაკავშირებული ხარჯები (მოკლედ, გაკოტრების ხარჯები) არ არსებობს. მაგრამ პრაქტიკაში გაკოტრების პროცესი შესაძლებელია საკმაოდ ხარჯიანი იყოს. ამ დროს კომპანიას აქვს იურიდიული მომსახურების და საბუღალტრო ხარჯები, ასევე, მას მძიმე პერიოდი აქვს მომწოდებლებთან და კლიენტებთან ურთიერთობის კუთხით. ასევე, გაკოტრება აიძულებს კომპანიას უფრო იაფად გაყიდოს აქტივები, თუ მას არ შეუძლია გააგრძელოს ოპერაციები.

გაკოტრების ხარჯები, როგორც წესი, წარმოიქმნება კომპანიის მიერ ვალის მაღალი დონის გამოყენების გამო. ამიტომ, გაკოტრება ხელს არ უწყობს ვალის მეტად გამოყენების.

გაკოტრების ხარჯები მოიცავს ორ კომპონენტს: (1) ფინანსური სირთულეების (financial distress) გაჩენის ალაბათობა, და (2) ის ხარჯები, რომლებიც შესაძლებელია გაჩნდეს ფინანსური სირთულეების გამო. კომპანიები, რომლებიც განიცდიან შემოსავლების ცვალებადობას, გაკოტრების მეტი შანსი აქვთ, ამიტომ მათ ნაკლები ვალი უნდა გამოიყენონ, სტაბილური კომპანიებისაგან განსხვავებით. ეს შეესაბამება ჩვენს წინანდელ დასკვნებს, რომ თუ კომპანიას მაღალი საოპერაციო ლევერიჯი აქვს, ანუ მაღალია ბიზნესის რისკი, მან ნაკლები ფინანსური ლევერიჯი უნდა გამოიყენოს. ანალოგიურად, თუ კომპანიას დიდი ხარჯები ექნება ფინანსური სირთულეების გაჩენის შემთხვევაში, მაშინ მან ნაკლები ვალი უნდა გამოიყენოს. მაგალითად, თუ კომპანიას არალიკვიდური აქტივები აქვს და, მაშასადამე, მათი გაყიდვა „სამართლიან ფასად" გაჭირდება, მაშინ მან უნდა შეზღუდოს ვალის გამოყენება.

ზემოთ მოყვანილმა არგუმენტმა განავითარა ეგრეთ წოდებული „ლევერიჯის არჩევის თეორია", სადაც კომპანია აკეთებს არჩევანს ვალით მიღებულ სარგებლიანობას და, შესაბამისად, მაღალ საპროცენტო ხარჯებს და გაკოტრების ხარჯებს შორის. არსებითად, ეს თეორია ამბობს, რომ ლევერიჯის მქონე კომპანიის ღირებულება არის ულევერიჯო კომპანიის ღირებულებას დამატებული გარე ეფექტების ღირებულება, რომელიც

მოიცავს საგადასახადო ფარს და ფინანსური სირთულეებით გამოწვეულ მოსალოდნელ ხარჯებს.

სიგნალის თეორია. MM უშვებს, რომ ინვესტორებს იგივე ინფორმაცია გააჩნიათ კომპანიის შესახებ რაც მენეჯერებს – ამას *ინფორმაციის სიმერტიულობა* ჰქვია. სიმანდვილეში, მენეჯერებს უფრო მეტი ინფორმაცია გააჩნიათ კომპანიის ფინანსური მდგომარეობის შესახებ, ვიდრე ინვეტორებს. ამას კი *ინფორმაციის ასიმეტრიულობა* ჰქვია, და მას მნიშვნელოვანი გავლენა აქვს ოპტიმალური კაპიტალის სტრუქტურაზე. ამის დასანახად განვიხილოთ ორი სიტუაცია, ერთ-ერთ მათგანში კომპანიის მენეჯერებმა იციან, რომ კომპანიის პერსპექტივები პოზიტიურია (კომპანია P), და მეორეში კომპანიის მენეჯერებმა იციან, რომ კომპანიის მომავალი ნაკლებად სახარბიელოა (კომპანია N).

დავუშვათ, რომ კომპანიამ P აღმოაჩინა გაცივების საწინააღმდეგო ეფექტური საშუალება. მას უნდა, რომ არ გაამხილოს ამ აღმოჩენის შესახებ და ახალი პროდუქტი არ გამოიტანოს ბაზარზე მანამ, სანამ ეს შესაძლებელია იმისათვის, რომ გადაწიოს კონკურენტების შესვლა ბაზარზე. ახალი პროდუქტის საწარმოებლად ახალი ქარხანაა ასაშენებელი, ასე რომ კაპიტალი მოსაზიდია. როგორ მოიზიდავს კომპანია P საჭირო კაპიტალს? თუ ის გაყიდის აქციებს, როდესაც ახალი პროდუქტის გაყიდვით მიღებული მოგებები გაიზრდება, მაშინ აქციის ფასი მოიმატებს და ახალი ინვესტორები გაიხარებენ. არსებული ინვესტორებიც არ იქნებიან ცუდათ, მაგრამ არა ისე როგორც იმ შემთხვევაში, კომპანიას რომ არ გაეყიდა აქციები ფასების გაზრდამდე იმიტომ, რომ მაშინ მათ არ მოუწედვათ ახალი პროდუქტისაგან მიღებული მოგების განაწილება ახალი მფლობელებისათვის. აქედან გამომდინარე, *მოსალოდნელია, რომ პოზიტიური პერსპექტივის მქონე კომპანია შეეცდება გვერდი აუაროს აქციების გამოშვებას და კაპიტალს მოიზიდავს სხვა ფორმებით, იმის ჩათვლით, რომ გამოიყენებს სავალო ინსტრუმენტებს, რომლებიც დაარღვევს კაპიტალის ოპტიმალურ სტრუქტურას.*

ახლა განვიხილოთ კომპანია N. დავუშვათ, რომ კომპანიის მენეჯერებს აქვთ ინფორმაცია, რომ მათი პროდუქტი მალე დაკარგავს ბაზარს იმიტომ, რომ კონკურენტებმა ახალი ტექნოლოგიები დანერგეს, რომელიც გაამუჯობესებს მათი პროდუქტის ხარისხს. კომპანია N-ს მოუწევს ქარხნის გადაიარაღება იმისათვის, რომ უზრუნველყოს გაყიდვების მიმდინარე დონე, მაგრამ ეს დიდ დანახარჯებთან არის დაკავშირებული. შედეგად, კომპანიის უკუგება ინვესტიციებზე დაეცემა. როგორ უნდა მოიზიდოს კომპანია N-მ საჭირო კაპიტალი? ამ სიტუაციაში მდგომარეობა სრულიად საწინააღმდეგოა კომპანია P-სთან შედარებით. ნეგატიური პერსპექტივის მქონე კომპანიამ უნდა გაყიდოს აქციები, რაც გულისხმობს ახალი ინვესტორების მოზიდვას, ზარალის გასანაწილებლად მათზე. დასკვნის სახით შეგვიძლია ვთქვათ, რომ დიდი

პერსპექტივების მქონე კომპანია ამჯობინებს არ დააფინანსოს პროექტი ახალი აქციების გამოშვებით, ხოლო მოკრძალებული პერსპექტივების მქონე კომპანიას ურჩევნია მოიზიდოს გარე აქციონერები.

მაშასადამე, განაცხადი აქციების გაყიდის შესახებ მიანიშნებს ინვესტორებს, რომ კომპანიის პერსპექტივები არ არის სახარბიელო. პირიქით, განაცხადი ობლიგაციების გამოშვების შესახებ მათ პოზიტიურ მინიშნებას აძლევს.

რა გავლენა ექნება ყოველივე ამას კაპიტალის სტრუქტურაზე? იმის გამო, რომ აქციის გამოშვება უარყოფითი მინიშნებაა ბაზარზე და გამოიწვევს აქციის ფასის კლებას, იმ შემთხვევაშიც როდესაც კომპანიის პერსპექტივები პოზიტიურია, მან უნდა შეინარჩუნოს სასესხო პოტენციალი, რომელიც შეიძლება გამოყენებულ იქნას კარგი საინვესტიციო შესაძლებლობის გაჩენის შემთხვევაში. ეს ნიშნავს, რომ კომპანიამ, ჩვეულებრივ, უნდა გამოიყენოს უფრო მეტი სააქციო კაპიტალი და ნაკლები ნასესხები კაპიტალი, რომელიც შემოთავაზებულია საგადასახადო შეღავათის და გაკოტრების ხარჯებს შორის არჩევანის მოდელის მიერ.

ნასესხები კაპიტალის გამოყენება ზღუდავს მენეჯერებს. ჩვენთვის უკვე ცნობილი სააგენტო ხარჯები წარმოიქნება იმ შემთხვევაში, როდესაც მენეჯერებს და ინვესტორებს განსხვავებული მიზნები აქვთ. კერძოდ, ასეთ წინააღმდეგობას ადგილი აქვს მაშინ, როდესაც მენეჯმენტის განკარგულებაშია ჭარბი ფული. ამ შემთხვევაში, მენეჯმენტმა შესაძლებელია გაუმართლებული ხარჯები გასწიოს (იახტები, ოფისების რემონტი, სპორტული აღჭურვილობა და სხვა), მაგრამ მცირედ გაზარდოს აქციის ფასი. ასევე, მენეჯმენტმა შეიძლება კომპანიების გაუმართლებელი ინვესტიციები განახორციელოს სხვა კომპანიების შესყიდვებში.

კომპანიამ რამდენიმე გზით შეიძლება შეიმციროს „ჭარბი ფული". ერთ-ერთი გზაა მაღალი დივიდენდების გაცემა მფლობელებისთვის, ან აქციების გამოსყიდვა. ალტერნატიული გზაა კაპიტალის სტრუქტურის ისეთი ტრანსფორმირება, სადაც ვალი მეტია, რაც ფინანსური ტვირთის დამძიმების გამო, მენეჯმენტს უფრო მეტად დისციპლინირებულს გახდის. მოკლედ, ნასესხები კაპიტალი მოთოკავს ფულს.

კაპიტალის სტრუქტურის შეფასება

მენეჯმენტმა ისეთი კაპიტალის სტრუქტურა უნდა შეარჩიოს, რომელიც მოახდენს მფლობელთა სიმდიდრის მაქსიმიზირებას. ამისათვის განხილება კაპიტალის საცდელი სტრუქტურა, რომელიც ეფუძნება ვალის და სააქციო კაპიტალის საბაზრო ღირებულებას და ფასდება მფლობელთა სიმდიდრე. მეთოდი განმეორდება მანამ, სანამ ოპტიმალური სტრუქტურა არ იქნება მიღწეული. ყოველი პოტენციური კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზი შედგება ხუთი საფეხურისაგან:

- საპროცენტო განაკვეთის შეფასება;
- სააქციო კაპიტალის შეფასება,
- WACC-ს გამოთვლა;
- თავისუფალი ფულის და მისი მიმდინარე ღირებულების შეფასება;
- სააქციო კაპიტალის ღირებულების მისაღებად კომპანიის ღირებულებას დავაკლოთ ნასესხები კაპიტალის ღირებულება.

1. ვალის ღირებულების შეფასება r_d. საინვესტიციო ბანკირი აფასებს კომპანიის ვალის ღირებულებას კაპიტალის სტრუქტურისთვის. ანალიზი იწყება დარგის პერსპექტივების შეფასებით. შემდეგ ბანკირი შეაფასებს კომპანიის ბიზნესის რისკს, რომელიც ეფუძნება კომპანიის ისტორიულ ფინანსურ მონაცემებს და კომპანიაში არსებულ საწარმოო ტექნოლოგიას და სამომხმარებლო ბაზას. ბანკირი, ასევე, მოამზადებს საპროგნოზო ფინანსურ უწყისებს კაპიტალის სხვადასხვა სტრუქტურისთვის და გაანალიზებს ისეთ კოეფიციენტებს, როგორცაა მიმდინარე კოეფიციენტი და პროცენტის გადახდის ჯერადობის კოეფიციენტი. ბოლოს, ბანკირი შეაფასებს მიმდინარე სიტუაციას ფინანსურ ბაზრებზე და იმ საპროცენტო გადასახადებს, რასაც კომპანიები იხდიან ამ ინდუსტრიაში. ამ ინფორმაციაზე დაყრდნობით, ბანკირები შეაფასებენ საპროცენტო განაკვეთებს სხვადასხვა კაპიტალის სტრუქტურისთვის.

ცხრილი 3. კომპანიის საპროცენტო განაკვეთები კაპიტალის სხვადასხვა სტრუქტურისთვის

ვალის ღირებულების ცხრილი		
ვალით დაფინანსების პროცენტი (w_d)	**სააქციო კაპიტალით დაფინანსების პროცენტი (w_s)**	**ვალის ღირებულება (r_d)**
0%	100%	0.0%
10%	90%	8.0%
20%	80%	8.1%
30%	70%	8.5%
40%	60%	9.0%
50%	50%	11.0%
60%	40%	14.0%

ვალის ღირებულება იზრდება ლევერიჯის ზრდასთან ერთად.

2. სააქციო კაპიტალის ღირებულება r_s. ლევერიჯის ზრდასთან ერთად იზრდება აქციონერების რისკი, რაც გავლენას ახდენს სააქციო კაპიტალის ღირებულებაზე. გავიხსენოთ, რომ აქციის ბეტა არის დივერსიფიცირებული ინვესტორის რელევანტური რისკის საზომი. გარდა ამისა, შეგვიძლია იმის დემოსტრირება, როგორც თეორიულად, ასევე - ემპირიულად, რომ ლევერიჯის ზრდასთან ერთად ბეტაც იზრდება. რობერტ ჰამადამ (Robert Hamada) ქვემოთ მოყვანილი ფორმულის მეშვეობით ასახა ეს კავშირი:

$$b = b_U[1 + (1 - T)(D/S)] \qquad (9)$$

ამ ფორმულაში D ვალის ღირებულებაა, ხოლო S სააქციო კაპიტალის საბაზრო ღირებულებაა.

საწყის ეტაპზე, კომპანიას შეუძლია აიღოს მისი მიმდინარე ბეტა, დაბეგვრის განაკვეთი, კოეფიციენტი ვალი/სააქციო კაპიტალის და გამოთვალოს მისი ულევერიჯო ბეტა b_U. შემდეგ გამოვიყენოთ ჰამადას განტოლება იმისათვის, რომ შეფასდეს როგორ მოქმედებს კოეფიციენტის ვალი/სააქციოზე ცვლილება ლევერიჯის მქონე ბეტაზე. და, შესაბამისად, სააქციო კაპიტალის ღირებულებაზე.

გამოვიყენოთ ეს პროცედურა კომპანიის შემთხვევაში. კომპანია არ იყენებს ვალს, ამიტომ მისი მიმდინარე ბეტა, რომელიც 1.0-ის ტოლია, ასევე მისი ულევერიჯო ბეტას, b_U–ს ტოლია. ამიტომ კომპანიის სააქციო კაპიტალის მიმდინარე ღირებულება ტოლია:

$r_s = r_{RF} + (RP_M)b = 6\% + (6\%)(1.0) = 12\%$

იმის გამო, რომ კომპანია არ იყენებს ლევერიჯს, ამიტომ მისი საბაზრო რისკის საფასური 6% ასახავს მხოლოდ კომპანიის ბიზნესის რისკს. ლევერიჯის გამოყენება ზრდის აქციონერების რისკს, უმატებს რა მათ ფინანსურ რისკს. ზოგადად, სიტუაცია შეიძლება შემდეგი ფორმულით აისახოს:

$$r_s = r_{RF} + \text{ბიზნესის რისკის საფასური} + \text{ფინანსური რისკის საფასური}$$

ცხრილი 4. კომპანიის კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა

ვალით დაფინანსების პროცენტი w_d (1)	ვალი/სააქციო D/S (2)	დაბეგრილი ვალის ღირებულება (1-T) r_d (3)	შეფასებული ბეტა, b (4)	სააქციო ღირებულება, r_s (5)	WACC (6)	კომპანიის ღირებულება, V (7)
0%	0.00%	4.80%	1.00	12.0%	12.00%	$200 000
10%	11.11%	4.80%	1.07	12.4%	11.64%	$206 186
20%	25.00%	4.86%	1.15	12.9%	11.29%	$212 540

30%	42.86%	5.10%	1.26	13.5%	11.01%	$217 984
40%	66.67%	5.40%	1.40	14.4%	10.80%	$222 222
50%	100.00%	6.60%	1.60	15.6%	11.10%	$216 216
60%	150.00%	8.40%	1.90	17.4%	12.00%	$200 000

3. საშუალო შეწონილი კაპიტალის ღირებულება WACC. ცხრილ 4-ის მე-6 სვეტი გვიჩვენებს კომპანიის კაპიტალის ღირებულებას, კაპიტალის სხვადასხვა სტრუქტურისთვის. მიმდინარე პოზიციაში კომპანია არ იყენებს ვალს და მისი WACC=12%, მაგრამ როგორც ცხრილიდან სჩანს **WACC**-ს მინიმალური დონე (10.8%) მიიღწევა 40%-იანი ვალის დროს.

4. კომპანიის ღირებულების შეფასება. კომპანიის ღირებულების გამოსათვლელად ჩვენ გამოვიყენებთ ფორმულას (1). იმის გამო, რომ კომპანია არ იზრდება, ანუ ზრდის ტემპი ნულის ტოლია, ჩვენ შეგვიძლია მუდმივი ზრდის ვერსია გამოვიყენოთ და მივიღებთ:

$$V = \frac{FCF}{WACC} \qquad (10)$$

როგორც ცხრილიდან სჩანს კომპანიის მაქსიმალური ღირებულება იქნება V=$222 222.

5. მფლობელების სიმდიდრის და აქციის ფასის შეფასება. მიღებული შედეგების შესაბამისად კომპანიამ უნდა მოახდინოს რეკაპიტალიზაცია, ანუ უნდა გამოუშვას სავალო ინსტრუმენტი (ობლიგაცია) და მიღებული თანხით გამოისყიდოს აქციების გარკვეული რაოდენობა. აქციონერების სიმდიდრე რეკაპიტალიზაციის შემდეგ ტოლი უნდა იყოს გამოსყიდვაში გადახდილ თანხას დამატებული სააქციო კაპიტალის დარჩენილი ღირებულება. სააქციო კაპიტალის დარჩენილი ღირებულების დასადგენად ჩვენ უნდა დავაკონკრეტოთ რა მოცულობის ვალი არის კაპიტალის ახალ სტრუქტურაში. ჩვენ ვიცით ვალის პროცენტული წილი, ამიტომ კომპანიის ღირებულებაში შეგვიძლია დავადგინოთ ვალის ოდენობა:

$$D = w_d V$$

კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურისთვის, (ვალის წილი=40%) ვალის ოდენობა შეადგენს $88 889-ს [=0.4 x($222 222)]. აქედან გამომდინარე, სააქციო კაპიტალის დარჩენილი ღირებულება იქნება = $222 222-$88 889=$133 333.

ცხრილ 5-ის მე-4 სვეტში მოყვანილია სააქციო კაპიტალის საბაზრო ღირებულება კაპიტალის სხვადასხვა სტრუქტურისთვის.

ცხრილი 5. აქციის ფასი და მოგების წილი აქციაზე

ვალით დაფინანსების პროცენტი w_d (1)	კომპანიის ღირებულება V (2)	ვალის საბაზრო ღირებულება D (3)	სააქციოს საბაზრო ღირებულება S (4)	აქციის ფასი P (5)	აქციების რაოდენობა გამოსყიდვის შემდეგ n (6)	წმინდა მოგება NI (7)	მოგება აქციაზე EPS (8)
0%	$200 000	$0	$200 000	$20.00	10 000	$24 000	$2.40
10%	206 186	20 619	185 567	$20.62	9 000	23 010	$2.56
20%	212 540	42 508	170 032	$21.25	8 000	21 934	$2.74
30%	217 984	65 395	152 589	$21.80	7 000	20 665	$2.95
40%	222 222	88 889	133 333	$22.22	6 000	19 200	$3.20
50%	216 216	108 108	108 108	$21.62	5 000	16 865	$3.37
60%	200 000	120 000	80,000	$20.00	4 000	13 920	$3.48

სააქციო კაპიტალის დარჩენილი ღირებულება იკლებს ლევერიჯის ზრდასთან ერთად. მაგრამ გავიხსენოთ, რომ აქციონერები იღებენ ახალი ვალის მოცულობის ტოლ ფულს, როდესაც კომპანია გამოისყიდის აქციებს:

ვალის აღებით მიღებული ფული = $D-D_0$

სადაც $D-D_0$ არის ვალის მოცულობა რეკაპიტალიზაციამდე, რომელიც ჩვენი კომპანიის მაგალითზე ნულის ტოლია.

მაგალითად, კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურისთვის კომპანიამ უნდა ისესხოს $88 889-ს ოდენობის თანხა, რითაც შეძლებს აქციის გამოსყიდვას. მაშასადამე, აქციონერები მიიღებენ ამ თანხას ($88 889) პლუს სააქციო კაპიტალის დარჩენილი ღირებულება ($133 333), სულ $222 222. შევნიშნოთ, რომ აქციონერების საერთო ღირებულება გაიზარდა $200 000-დან $222 222-მდე, ანუ მოგება შეადგენს $22 222-ს.

რეკაპიტალიზაციის გამოცხადებამდე კომპანიას გამოშვებული ჰქონდა 10 000 ცალი (n_0) აქცია და მათი საბაზრო ღირებულება $200 000-ს შეადგენდა, ანუ აქციის ფასი რეკაპიტალიზაციამდე იყო $20.0=$200 000/10 000.

იმისათვის, რომ გამოვთვალოთ აქციის ფასი რეკაპიტალიზაციის შემდეგ განვიხილოთ მოვლენათა შემდეგი თანმიმდევრობა: (1) კომპანიამ გამოაცხადა რეკაპიტალიზაციის შესახებ და გამოუშვა სავალო ინსტრუმენტი, (2) კომპანია აღებული სესხის თანხას იყენებს აქციების გამოსასყიდათ. ეს მოვლენები არ ხდება ერთდროულად, ამიტომ განვიხილოთ ისინი ერთმანეთისგან იზოლირებულად.

კომპანია იღებს ახალ ვალს. კომპანიამ გამოაცხადა რეკაპიტალიზაციის გეგმების შესახებ და ისესხა $88 889. ჯერ მას არ გამოუსყიდია აქციები, ამიტომ ეს თანხა მან განათავსა მოკლევადიან ინვესტიციებში, მაგალითად T-თამასუქებში, ან სხვა ფასიან ქაღალდებში. კომპანიის ღირებულების განმსაზღვრელი ფორმულის გამოყენებით ვიცით, რომ

კომპანიის საერთო ღირებულება ტოლია მისი საოპერაციო ღირებულებას დამატებული მისი არასაოპერაციო ღირებულება. ამიტომ

კომპანიის საერთო ღირებულება იქნება = \$222 222+\$88 889=\$311 111

კომპანიის სააქციო კაპიტალის ღირებულება ტოლია კომპანიის საერთო ღირებულებას მინუს კომპანიის ნასესხები კაპიტალის ღირებულება, ანუ

კომპანიის ღირებულება ვალის აღების შემდეგ, მაგრამ აქციების გამოსყიდვამდე (S_p) =

= კომპანიის საერთო ღირებულება – ვალის ღირებულება = \$311 111 - \$222 222=\$88 889.

S_p-ს გამოთვლა უფრო მარტივად შეიძლება. ის ასახავს აქციონერების სიმდიდრეს კაპიტალის ახალი სტრუქტურის პირობებში და, როგორც აღვნიშნეთ, ის ტოლია სააქციო კაპიტალის ღირებულებას რეკაპიტალიზაციის განხორციელების შემდეგ დამატებული ფული, რომელიც მათ მიიღეს გამოსყიდვისთვის:

$$S_p=S+(D-D_0) =\$133\ 333+(\$88\ 889-0)=\$222\ 222.$$

აქედან გამომდინარე, აქციის ფასი სესხის აღების შემდეგ მაგრამ გამოსყიდვამდე = \$222 222/10 000=\$22.22-ს.

კომპანიამ გამოისყიდა აქციები. რა მოუვა აქციის ფასს გამოსყიდვის დროს? მოკლე პასუხია: “არაფერი”. დამატებითი სესხი შეცვლის WACC-ს და აქციის ფასს გამოსყიდვამდე, მაგრამ შემდგომი გამოსყიდვა არ იმოქმედებს აქციის ფასზე. ამის შესამოწმებლად, აქციის ფასი უფრო ნაკლები იყო გამოსყიდვამდე, ვიდრე გამოსყიდვის შემდეგ, თუ ეს ასე იყო, მაშინ ინვესტორებისთვის შესაძლებელია აქციის შეძენა გამოსყიდვამდე ერთი დღით ადრე და შემდეგ მიიღონ მოგება მისი გადაყიდვით. არსებული ინვესტორები გაიცნობიერებენ ამას და თავს შეიკავებენ გაყიდონ აქცია, თუ მათ არ შესთავაზებენ იმ ფასს, რასაც ისინი მოელიან გამოსყიდვის შემდეგ. ამიტომ, აქციის ფასი გამოსყიდვის შემდეგ, P, ვალის აღების შემდგომი მაგრამ გამოსყიდვამდე ფასის ტოლი იქნება. ამ ფაქტის გადაწერა შეიძლება შემდეგნაირად:

$$P= S_p/D = [S+(D-D_0)]/n_0 \qquad (11)$$

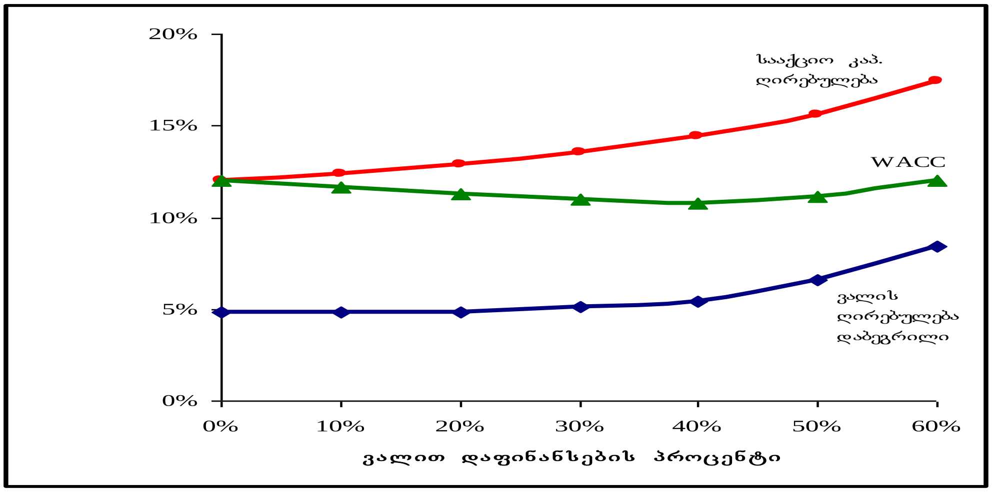
ცხრილ 5-ის მე-5 სვეტი გვიჩვენებს აქციის ფასებს კაპიტალის სხვადასხვა სტრუქტურისათვის.

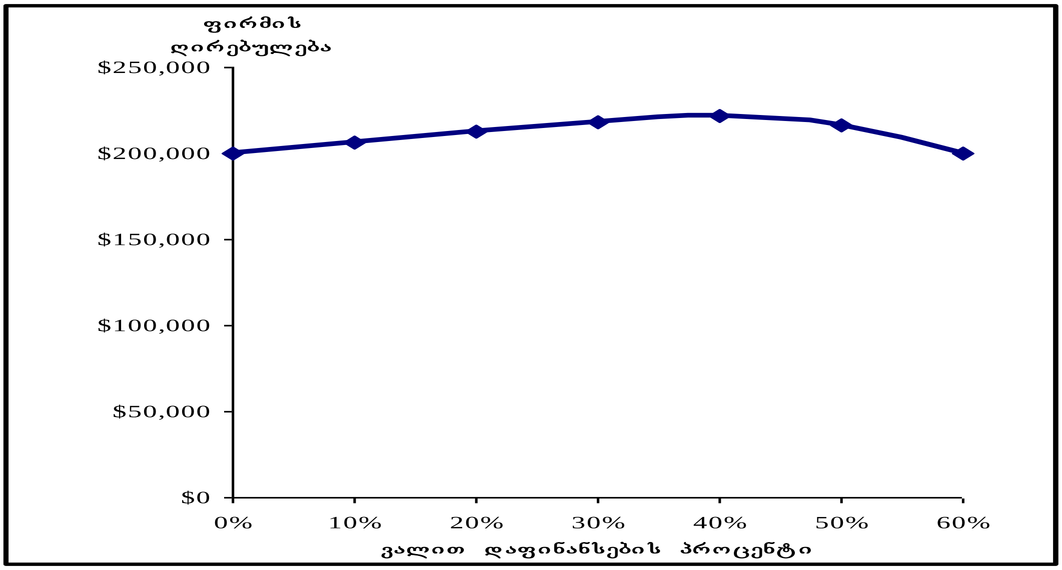
აქციების ის რაოდენობა, რომელსაც მენეჯმენტი გამოისყიდის = n – (D/P).

ჩვენ მაგალითში, კომპანია გამოისყიდის 88 889/22.22=4 000 აქციას, ხოლო 6 000 ცალი აქცია დარჩება სააქციო კაპიტალში.

შედეგების გაანალიზება. გრაფიკ 1-ზე ნაჩვენებია, რომ სააქციო კაპიტალის ღირებულება და WACC იზრდება ლევერიჯის ზრდასთან ერთად.

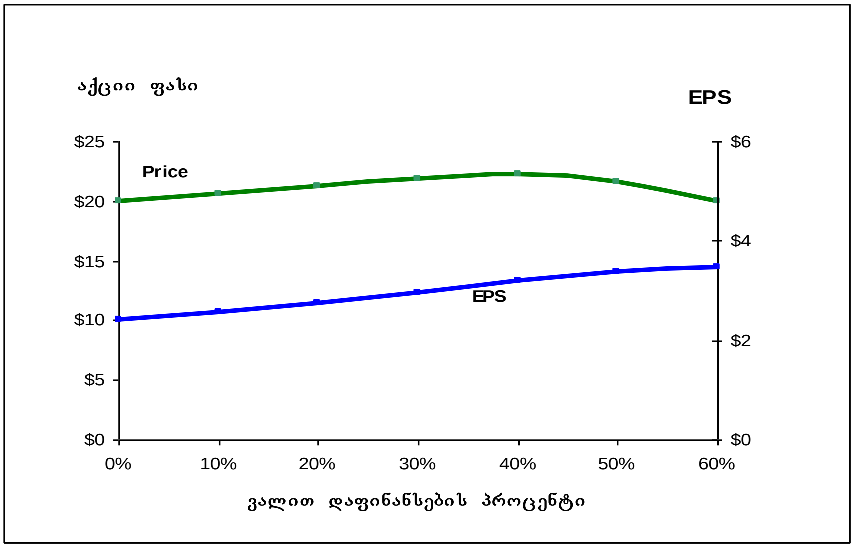
გრაფიკი 1





გრაფიკი 2 გვიჩვენებს, რომ კომპანიის EPS იზრდება ლევერიჯის ზრდასთან ერთად, მანამ სანამ აქციის ფასი აღწევს მაქსიმუმს, და შემდეგ იწყებს კლებას. ზოგიერთი კომპანიისთვის, კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა არის იქ, სადაც EPS აღწევს მაქსიმუმს, მაგრამ ის არ არის ზოგადი პრინციპი სხვა კომპანიებისთვის.

გრაფიკი 2.



MM მოდელის გაფართოება

ამ ნაწილში განვიხილავთ MM მოდელის გაფართოებას და მასში ჩავრთავთ ზრდას და დისკონტირების განსხვავებულ განაკვეთებს საგადასახადო დანაზოგებისთვის.

MM უშვებს, რომ კომპანია მთელ მის მოგებას დივიდენდის სახით გასცემს და შესაბამისად არ იზრდება. მაგრამ კომპანიების უმეტესობა იზრდება და ზრდა ზეგავლენას ახდენს MM-ს და ჰამადას შედეგებზე. გავიხსენოთ, რომ ულევირიჯო კომპანიისთვის $WACC=r_{sU}$. თუ g არის მუდმივი ზრდის ტემპი და FCF მოსალოდნელი ფულის ნაკადია, მაშინ კორპორაციის ღირებულების მოდელი გვაძლევს, რომ:

$$V_U = \frac{FCF}{r_{sU} - g} \qquad (12)$$

როგორც ნაჩვენებია ფორმულაში 7:

$$V_L = V_U + V_{\text{საგადასახადო ფარი}} \qquad (13)$$

მაგრამ თუ ადგილი აქვს ზრდას g ტემპით, მაშინ $V_{\text{საგადასახადო ფარი}}$ არ იქნება TD, როგორც ეს იყო MM მოდელში. თუ კომპანია იყენებს ნასესხებ კაპიტალს და g დადებითია, მაშინ თუ კომპანია იზრდება, ვალიც იზრდება და საგადასახადო დანაზოგებიც, ასევე, იზრდება g ტემპით, რაც უზრუნველყოფს ვალის კოეფიციენტის მუდმივობას. უფრო მეტიც, მზარდი საგადასახადო დანაზოგის ღირებულებაც იზრდება უფრო მეტად, ვიდრე მუდმივი საგადასახადო დანაზოგების ღირებულება MM მოდელში.

იმის გამო, რომ კორპორატიული ვალი არ არის ურისკო ინსტრუმენტი, ამიტომ არ იქნება სწორი მისი დისკონტირება განაკვეთით r_d, რომელიც ურისკო განაკვეთია. დავუშვათ, რომ საგადასახადო დანაზოგის დისკონტირებისთვის, ჩვენ ვიყენებთ განაკვეთს r_{TS}, რომელიც მეტია r_d-ზე, მაგრამ ნაკლებია r_{sU}-ზე.

მაშინ მზარდი საგადასახადო დანაზოგის მიმდინარე ღირებულებას ექნება სახე:

$$V_{\text{საგადასახადო დაცვა}} = \frac{r_d TD}{r_{TS} - g}$$

ეს ფორმულა იგივეა, რაც დივიდენდის ზრდის ფორმულა, სადაც $r_{TS}TD$ ფულის ნაკადია, რომელსაც გამოიმუშავებს მზარდი საგადასახადო დანაზოგი.
საბოლოოდ შეგვიძლია, დავწეროთ მუდმივი ზრდის ფორმულა:

$$V_L = V_U + \left(\frac{r_d}{r_{TS} - g}\right) TD \qquad (14)$$

შევნიშნოთ, რომ MM მოდელისთვის $r_{TS}=r_D=r_{RF}$, $g=0$, ამიტომ ფრჩხილებში მოყვანილი სიდიდე 1-ის ტოლია.
ორმა ეკონომისტმა ერჰარდმა და დევისმა დაამტკიცეს, რომ $r_{TS}=r_{sU}$ და საბოლოოდ ლევერიჯიანი კომპანიის ღირებულება, რომელის იზრდება მუდმივი ტემპით გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$V_L = V_U + \left(\frac{r_d TD}{r_{sU} - g}\right) \qquad (15)$$

ამ ფორმულაზე დაყრდნობით, მათვე გამოიყვანეს ლევერიჯიანი კაპიტალის ღირებულების ფორმულა:

$$r_L = r_U + (r_{sU} - r_d)\frac{D}{S} \qquad (16)$$

საკონტროლო კითხვები

1. მოკლედ აღწერეთ რამდენიმე გზა, რომლითაც კაპიტალის სტრუქტურის შესახებ გადაწყვეტილებამ შეიძლება გავლენა მოახდინოს WACC და FCF
2. რა არის ბიზნესის რისკი და როგორ შეიძლება მისი გაზომვა?
3. ჩამოთვალეთ ფაქტორები, რომელზეც დამოკიდებულია ბიზნესის რისკი
4. რა არის ფინანსური რისკი და როგორ წარმოიქმნება იგი?
5. ახსენით: „ლევერეჯის გამოყენებას აქვს როგორც კარგი, ასევე ცუდი ეფექტი"
6. რას გულისხმობს კაპიტალის სტრუქტურის მიმართ მოდელიანის და მილერის მიდგომა: გადასახადის გარეშე
7. დაახასიათეთ კაპიტალის სტრუქტურის მიმართ მოდელიანის და მილერის მიდგომა კორპორატიული დაბეგვრის ეფექტის შესახებ
8. ჩამოაყალიბეთ კაპიტალის სტრუქტურის მიმართ მილერის მიდგომა კორპორატიული და პერსონალური გადასახადის ეფექტის შესახებ
9. რას გულისხმობს არჩევითობის თეორია
10. ახსენით, როგორ მოქმედებს ასიმეტრიული ინფორმაცია და სიგნალები კაპიტალის სტრუქტურის შესახებ გადაწყვეტილებებზე

11. როგორ შეიძლება სესხის გამოყენება ემსახურებოდეს მენეჯერების დისციპლინას?
12. რა საკითხები უნდა გაითვალისწინონ მენეჯერებმა კაპიტალის სტრუქტურის შესახებ გადაწყვეტილების მიღებისას?
13. ახსენით რა ემართება სესხის და კაპიტალის ხარჯებს, როდესაც ლევერეჯი იზრდება?
14. ჰამადას განტოლების გამოყენებით, აჩვენეთ ფინანსური ბერკეტის გავლენა ბეტაზე

ამოცანები

1. გამოიყენეთ ჰამადას განტოლება არალევერეჯული კომპანიის beta-ს გამოსათვლელად, შემდეგი მონაცემების გათვალისწინებით: $b_L = 1.4$; T= 40%; $W_d = 0.45$
2. კომპანიისთვის $r_{RF} = 6\%$ და $RP_M = 5\%$, ხოლო $b_U = 0.939$. რას უდრის კაპიტალის მიმდინარე ღირებულება?
3. კომპანიისთვის $r_{RF} = 6\%$, $RP_M = 5\%$, $b_L = 1.4$; რას უდრის კაპიტალის მიმდინარე ღირებულება?
4. კომპანიის საოპერაციო ღირებულება უდრის $800 მლნ რეკაპიტალიზაციის შემდეგ (მას არ ჰქონია ვალები რეკაპიტალიზაციამდე). კომპანიამ $200 მლნ ახალი სესხი მოიზიდა და ეს გამოიყენა აქციების შესაძენად. კომპანიას რეკაპიტალიზაცამდე და რეკაპიტალიზაციის შემდეგ არ ჰქონია მოკლევადიანი ინვესტიციები. რეკაპიტალიზაციის შემდეგ $W_d = 0.25$. კომპანიას ჰქონდა $10 მლნ აქცია რეკაპიტალიზაციამდე.
   ა. რას უდრის S (კაპიტალის ღირებულება რეკაპიტალიზაციის შედეგ)?
   ბ. რას უდრის P (აქციის ფასი რეკაპიტალიზაციის შედეგ)?
   გ. რას უდრის n (დარჩენილი აქციების რაოდენობა რეკაპიტალიზაციის შემდეგ?)
5. კომპანიას აქვს დადგენილი ფიქსირებული ხარჯები $100 000 და ცვლადი ხარჯი $4 ერთეულზე. თუ იგი ყიდის პროდუქტს თითო $6-ად, რამდენი ერთეული უნდა აწარმოოს კომპანიამ წაუგებლობის დონის მისაღწევად??
6. კომპანიამ დაადგინა საოპერაციო ხარჯები $500 000 და ცვლადი ხარჯები $50 ერთეულზე. თუ იგი პროდუქტს ერთეულში $75-ად ყიდის, რამდენი ერთეული უნდა აწარმოოს წაუგებლობის დონის მისაღწევად?
7. კომპანიას წარმოების ორი მეთოდი აქვს. ერთ-ერთი მეთოდი გულისხმობს ისეთი მოწყობილობის გამოყენებას, რომლის ფიქსირებული ხარჯებია $10 000, და ცვლადი ხარჯები ერთეულ პროდუქციაზე $1.00-ია. მეორე მეთოდი იყენებს ნაკლებად ხარჯიან მოწყობილობას (ფიქსირებული ხარჯები=$5 000), მაგრამ მოითხოვს მეტ

ცვლად ხარჯებს ($1.5 ერთეულ პროდუქციაზე). თუ პროდუქციის გასაყიდი ფასი ერთი და იგივეა ორივე მეთოდი გამოყენების შემთხვევაში, მაშინ გამოშვების რა დონეზე აწარმოებს ორივე მეთოდი ერთი და იგივე წმინდა საოპერაციო მოგებას?

8. კომპანია ცდილობს შეაფასოს თავისი კაპიტალის სტრუქტურა. დღეისათვის, კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურაა 20% ვალი და 80% სააქციო კაპიტალი, საბაზრო მონაცემებზე დაყრდნობით. (მისი D/S=0.25). ურისკო განაკვეთი $r_{RF} = 6\%$, ბაზრის რისკის საფასური, $r_M = 5\%$. კომპანიის მიმდინარე სააქციო კაპიტალის ღირებულება გამოთვლილი CAPM-ს მეშვეობით $r_s = 12\%$, და საგადასახადო განაკვეთი 40%. რა იქნება კომპანიის სააქციოს შეფასებული ღირებულება, თუ ის შეცვლის თავის კაპიტალის სტრუქტურას 50-50%-ზე.

9 თავი

კაპიტალის ბაზარი

ამ თავში თქვენ გაეცნობით:

- ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებას
- პრივილეგირებულ გამოწერას
- ფასიანი ქაღალდების განთავსების რეგულირებას
- ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსებას
- პირველად დაფინანსებას
- სიგნალების მიწოდების ეფექტს
- ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარს

უნდა გავარკვიეთ, როგორ მოიზიდავენ კომპანიები გრძელვადიან დაფინანსებას „გარედან“ სახსრების მოზიდვის ხარჯზე. უფრო ზუსტად, ხარჯების მიმოხილვა, რომელთა საშუალებით ხორციელდება კაპიტალის ბაზარზე ახალი გამოშვების ობლიგაციებისა და აქციების თავდაპირველი გაყიდვა. უნდა გავეცნოთ, თუ როგორ ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ღია განთავსება საინვესტიციო ბანკების საშუალებით, როგორ ტარდება პრივილეგირებული გამოწერა კომპანიის საკუთარ აქციონერებს შორის და კომპანიის მიერ თავისი ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსება ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს შორის.

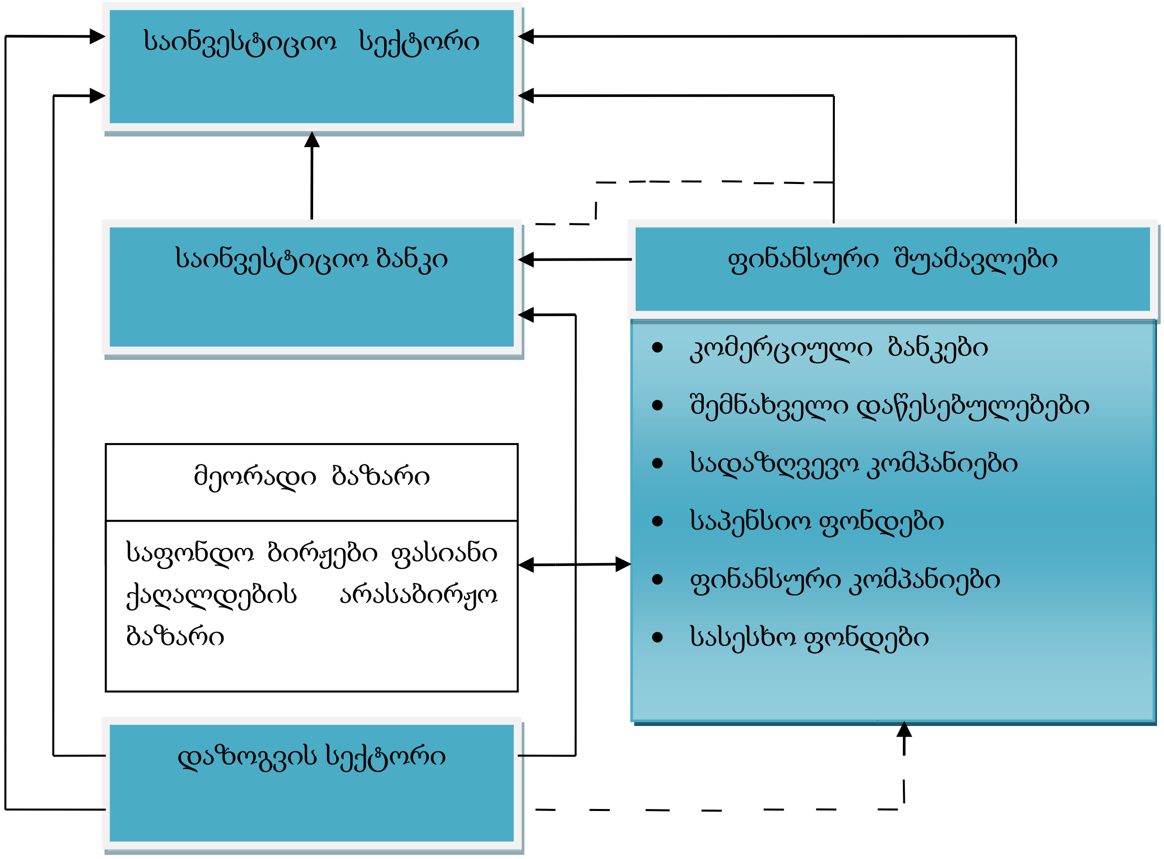
კიდევ ერთხელ თვალის გადავლება

კაპიტალის ბაზარზე, როგორც თქვენ გახსოვთ, მიმოქცევაშია ობლიგაციები და აქციები. კაპიტალის ბაზარზე არსებობს პირველადი და მეორადი ბაზრები. **პირველადი ბაზარი** – ეს „ახალი გამოშვებების“ ბაზარი. სწორედ აქ ახალი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის შედეგად მიღებული ფულადი სახსრები „გადაედინებიან“ ამ ფასიანი ქაღალდების მყიდველებიდან (დანაზოგების სექტორი) ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებისკენ (საინვესტიციო სექტორი). **მეორად ბაზარზე** ხორციელდება ადრე ემიტირებული ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა. მათთან დაკავშირებული გარიგებები არ უზრუნველყოფენ დამატებითი ფულადი სახსრების მოდინებას, რომელთა მიმართვა შეიძლება კაპიტალდაბანდებებზე.

***კაპიტალის ბაზარი** – ბაზარი შედარებით გრძელვადიანი (დაფარვის საწყისი ვადა – ერთ წელზე მეტი) ფინანსური ინსტრუმენტებისთვის (მაგალითად, ობლიგაციები და აქციები).*

***პირველადი ბაზარი** – ბაზარი, სადაც პირველად ყიდულობენ და ყიდიან ახალი გამოშვების ფასიან ქაღალდებს („ახალი გამოშვებების“ ბაზარი).*

***მეორადი ბაზარი** – ბაზარი ფასიანი ქაღალდების უკვე გამოყენებული, მიმოქცევაში მყოფი ფასიანი ქაღალდების ბაზარი.*



ნახ. 1. კაპიტალის ბაზარი კორპორაციული ფასიანი ქაღალდებისთვის

.... ხაზი წერტილების სახით მიუთითებს „სარეზერვო შეთანხმების“ შესაძლო არსებობაზე.

⟵ ისრები მიუთითებენ ფულადი ნაკადის მიმართულებას (ფასიანი ქაღალდები „მოედინებიან“ საწინააღმდეგო მიმართულებით).

------- წყვეტილი ხაზი მიუთითებს, რომ ფინანსური შუამავლების საკუთარი ფასიანი ქაღალდები (მაგალითად, შემნახველი ანგარიშები ან სადაზღვევო პოლისები) გადაედინებიან დანაზოგთა სექტორში.

შენიშვნა. *მეორად ბაზარსა და ინვესტიციათა სექტორს შორის არ არის უშუალო კავშირი; ამრიგად, ადრე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც გაყიდულ იქნა მეორად ბაზარზე, არ უზრუნველყოფენ ახალი ფულადი სახსრების შემოსავლებს ამ ფასიანი ქაღალდების თავდაპირველ ემიტენტებთან.*

ნახ. 1-დან ჩანს ის უმთავრესი მდგომარეობა, რომელიც უკავიათ გარკვეულ ფინანსურ დაწესებულებებს ფულადი სახსრების გადანაცვლებაში დანაზოგების

სექტორიდან საინვესტიციო სექტორში. ეს გადანაცვლება ხდება სამი ძირითადი გზით: ღია განთავება, პრივილეგირებული გამოწერა და კერძო განთავსება. საინვესტიციო ბაზრები, ფინანსური შუამავლები და მეორადი ბაზარი ფულის გადანაცვლების ხელშემწყობი უმნიშვნელოვანესი ინსტიტუტები.

ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება

მსხვილი კომპანია, როგორც წესი, იზიდავს ფულად სახსრებს თავისი ფასიანი ქაღალდების საჯარო ან კერძო განთავსების გზით. საჯარო განთავსებით შემთხვევაში ფასიანი ქაღალდებს მიყიდიან ასეულობით და ხშირად ათასობით ინვესტორს ოფიციალური კონტრაქტის ჩარჩოებში, რომლის შესრულება ხდება მარეგულირებელი ორგანოების მიერ ფედერალურ და ცალკეული შტატების დონეზე. რაც შეეხება ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსებას, ის ორიენტირებულია ინვესტორების შეზღუდულ წრეზე ზოგჯერ მხოლოდ ერთზე და მოქცეულია მნიშვნელოვნად ნაკლებად მკაცრი რეგულირების ქვეშ. კერძო განთავსების მაგალითი შეიძლება იყოს სადაზღვევო კომპანიების მცირე ჯგუფის მხრიდან გაცემული სესხი კორპორაციისთვის. ამრიგად, ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ორი მითითებული ტიპი ძირითადად გამოირჩევა ინვესტორების რაოდენობით, რომლებისთვისაცაა ისინი განკუთვნილი, და რეგულირების ხარისხით, რომელიც ვრცელდება ამ გამოშვებებზე.

საჯარო განთავსება *- ყველა მსურველისთვის ობლიგაციების ან აქციების მიყიდვა.*

როდესაც კომპანია უშვებს ფასიან ქაღალდებს ყველა მსურველისთვის მისაყიდად, ის ჩვეულებრივ, მიმართავს **საინვესტიციო ბანკირს** მომსახურებებს. საინვესტიციო ბანკირი გამოდის შუამავლის როლში, ერთმანეთს ახვედრებს რა იმათ, რომელთაც სჭირდება ფული, და იმათ, რომელთაც აქვთ დანაზოგი. საინვესტიციო ბანკირის უმნიშვნელოვანეს ფუნქციას წარმოადგენს კომპანია–ემიტენტისგან ახალი ფასიანი ქაღალდების შესყიდვა (ბითუმად) და ინვესტორებისთვის მათი შემდგომი გადაყიდვა (ცალობით). ამ მომსახურებისთვის საინვესტიციო ბანკირი ღებულობს სხვაობას, ან ანდერრაითინგის ფასდაკლებას იმ ფასს შორის, რომელსაც ისინი იხდიან ფასიანი ქაღალდისთვის, და ფასს შორის, რომლითაც ხდება ამ ფასიანი ქაღალდის გადაყიდვა ყველა მსურველისთვის. რადგან კომპანიების უმრავლესობა სახსრების გამო ხვდება კაპიტალის ბაზარზე მხოლოდ შემთხვევიდან შემთხვევამდე, ისინი არ წარმოადგენენ სპეციალისტებს ფასიანი ქაღალდების გავრცელებაში. თავის მხრივ, საინვესტიციო საბანკო კომპანიებს გააჩნიათ შესაბამისი გამოცდილება, აქვთ გარკვეული კონტაქტები და ორგანიზაციული სტრუქტურა ფასიანი ქაღალდების განსათავსებლად – ე.ი. ყველაფერი აუცილებელი ინვესტორებისთვის ფასიანი ქაღალდების ეფექტური მიყიდვისთვის რადგან საინვესტიციო ბანკები მუდმივად არიან დაკავებულნი კომპანიებისაგან ფასიანი ქაღალდების შესყიდვათა და ინვესტორებისთვის მათი მიყიდვით, მათ შეუძლიათ ამ მომსახურების შესრულება ნაკლები დანახარჯებით, ვიდრე ნებისმიერ სხვა ორგანიზაციას.

არსებობს სამი ძირითადი ხერხი, რომელთა საშუალებით კომპანიები თავიანთ ფასიან ქაღალდებს თავაზობენ მყიდველთა ფართო წრეს: *ტრადიციული ანდერრაიტინგი (ან*

ფასიანი ქაღალდების გარანტირებული განთავსება), ფასიანი ქაღალდების განთავსება „უდიდესი ძალისხმევის" პრინციპით და სარეზერვო რეგისტრაცია. უკანასკნელ წლებში დომინირებად პოზიციას იკავებს სარეზერვო რეგისტრაცია (ყოველ შემთხვევაში ეს ეხება მსხვილ კორპორაციებს).

> ***საინვესტიციო ბანკირი*** *– ფინანსური ინსტიტუტი, რომელიც ხელშეკრულების თანახმად, ყიდულობს ახალ ფასიან ქაღალდებს შემდგომში გასაყიდად (ფიქსირებულ ფასად ფიქსირებული თარიღისთვის).*

ტრადიციული ანდერრაიტინგი. ყიდულობს რა ფასიანი ქაღალდების ამა თუ იმ გამოშვებას, საინვესტიციო ბანკირი ან საინვესტიციო ბანკების ჯგუფი დაკავებულია ამ გამოშვების ანდერრაიტინგით, უხდის რა კომპანიას მთელ მის ღირებულებას ამ მომენტიდან კომპანია–ემიტენტი თავს ითავისუფლებს რისკისგან, რომელიც მდგომარეობს ყველა მსურველისთვის დადგენილ ფასად საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის შეუძლებლობაში. თუ ფასიანი ქაღალდების განთავსება ხდება ცუდად ბაზარზე არახელსაყრელი სიტუაციის მიზეზით, ან ამ ფასიანი ქაღალდების გაზრდილი ფასის შედეგად, შესაბამის ზარალს ღებულობს ანდერრაითერი და არა კომპანია. ამრიგად, საინვესტიციო ბანკირი საკუთარ თავზე იღებს ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის მთელი პერიოდის განმავლობაში ფასების არახელსაყრელ მერყეობათა რისკს.

ხშირად საინვესტიციო საბანკო ორგანიზაცია, რომელთანაც კომპანია განიხილავს საკითხს საკუთარი ფასიანი ქაღალდების განთავსების შესახებ, არ რისკავს საკუთარ თავზე აიღოს მათ გადაყიდვასთან დაკავშირებული მთელი პასუხისმგებლობა. იმისათვის, რომ განაწილებულ იქნეს რისკი და უზრუნველყოფილ იქნეს უფრო ხელსაყრელი პირობები ფასიანი ქაღალდების გასაყიდად, მათ განთავსებაში მონაწილეობისთვის იწვევენ სხვა საინვესტიციო ბანკირებსაც. სახსრების მოზიდვის პროექტში თავიდანვე მონაწილე საინვესტიციო ბანკირი, ჩვეულებრივ, გამოდის მენეჯერის როლში, ხოლო მისი წილი ფასიანი ქაღალდების განთავსებაში უდიდესია. სხვა საინვესტიციო ბანკირები მოწვეულები არიან ანდერრაითინგის სინდიკატში მონაწილეობისთვის და მათი მონაწილეობა ძირითადად განისაზღვრება მათი შესაძლებლობების საფუძველზე – გაყიდონ ფასიანი ქაღალდები.

> ***ანდერრაიტინგი ანუ ფასიანი ქაღალდების გარანტირებული განთავსება*** *– ფასიანი ქაღალდების ყიდვა შემდგომი საჯაროდ გაყიდვისათვის; ემიტენტის მიერ რისკის საკუთარ თავზე აღება, რომელიც დაკავშირებულია ფასიანი ქაღალდების დადგენილ ფასში გაყიდვასთან, ასევე ცნობილია, როგორც შუამავლის მყარი ვალდებულება და უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების გარანტირებულ განთავსებას.*

> ***საემისიო სინდიკატი*** *– საინვესტიციო ბანკირების დროებითი გაერთიანება, რომელიც იქმნება ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვების გაყიდვის მიზნით.*

საკონკურსო შეთავაზება თუ მოლაპარაკებების წარმოება? ტრადიციული ანდერრაიტინგი შეიძლება განხორციელებულ იქნეს ან საკონკურსო შეთავაზების, ან მოლაპარაკებათა წარმოების საფუძველზე. საკონკურსო შეთავაზების შემთხვევაში კომპანია-ემიტენტი მიუთითებს თარიღს, რომლის დადგომისთვის გამოცხადებულ უნდა იქნეს პირობები (წერილობითი სახით); კონკურენტმა სინდიკატებმა უნდა წარმოადგინონ თავიანთი პირობები მითითებული დროისადმი და მითითებული მისამართის თაობაზე. ყველაზე ხელსაყრელი პირობების წარმომდგენი სინდიკატი ღებულობს უფლებას მთელი გამოშვების ფასიანი ქაღალდების განთავსებაზე. მოლაპარაკებათა წარმოების შემთხვევაში კომპანია–ემიტენტი თავისთვის ირჩევს საინვესტიციო ბანკს და უშუალოდ მასთან ერთად ირჩევს მოცემული გამოშვების ყველაზე მნიშვნელოვან „პარამეტრებს". ერთობლივად ისინი განიხილავენ და ადგენენ ფასებს, რომლებიც ეხება ფასიანი ქაღალდების ახალ გამოშვებას, და ამ გამოშვების კონკრეტულ გრაფიკს. გამოშვების ოდენობის მიხედვით საინვესტიციო ბანკირს შეუძლია მოიწვიოს სხვა კომპანიები ფასიანი ქაღალდების გაყიდვასა და რისკში მონაწილეობის მისაღებად. ნებისმიერ შემთხვევაში საინვესტიციო ბანკირები ღებულობენ კომპენსაციას რისკისთვის ფასთა სხვაობის სახით, რომლებითაც ხდება ფასიანი ქაღალდების შესყიდვა ემიტენტისგან და შემდეგ მიეყიდება ინვესტორებს. საკონკურსო შეთავაზების მეთოდი ხშირად გამოიყენება კომუნალური მომსახურეობების წარმომდგენი მუნიციპალიტეტებისა და კომპანიების მიერ (ხშირად შესაბამისი კანონების მოთხოვნათა მიზეზით) მაშინ, როდესაც მოლაპარაკებების წარმოება, როგორც წესი, გამოიყენება კორპორაციული ობლიგაციების გამოშვების უმრავლესობისა და კორპორაციული აქციების განთავსებისთვის.

ბაზრის შექმნა. ანდერრაითერი შექმნის ბაზარს ფასიანი ქაღალდებისთვის მას შემდეგ, როდესაც იგი გამოიცემა. თუ კომპანია პირველად ღიად განათავსებს თავის ჩვეულებრივ აქციებს, ბაზრის შექმნა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია აქციონერებისთვის. ქმნის რა ბაზარს, ანდერრაითერი ინარჩუნებს ფასიანი ქაღალდების გარკვეულ მარაგებს, ადგენს ფასს, რომლითაც მოხდება აქციის შესყიდვა შეისყიდის და ფასს, რომლითაც მოხდება აქციის გაყიდვა; ანდერრაითერი ყოველთვის უნდა იყოს მზარდ ყიდვა-გაყიდვისთვის სწორედ ამ ფასების მიხედვით. ვითვალისწინებთ რა საქმიანობას ბაზრის შექმნის ჩარჩოებში, ფასიან ქაღალდებს ინვესტორებისთვის გააჩნიათ დიდი ლიკვიდურობა, რაც ზრდის ფასიანი ქაღალდების გამოშვების განთავსების წარმატების შანსებს.

ფასიანი ქაღალდების განთავსება „საუკეთესო ძალისხმევის" პრინციპით. იმის ნაცვლად, რომ უზრუნველყონ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების განთავსება, საინვესტიციო ბანკირებს შეუძლიათ ამ გამოშვების გაყიდვა „საუკეთესო ძალისხმევის" პრინციპით. ასეთი შეთანხმების შესაბამისად, საინვესტიციო ბანკირები ვალდებულნი არიან გაყიდონ მხოლოდ იმდენი ფასიანი ქაღალდი, რამდენსაც მოახერხებენ დადგენილ ფასად. ისინი არ იღებენ პასუხისმგებლობას იმ ფასიან ქაღალდებზე, რომლებიც გაუყიდველი რჩება. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ისინი არანაირ რისკს არ განიცდიან. ხშირად საინვესტიციო ბანკირებს არ სურთ მცირე არატექნოლოგიური კომპანიების ფასიანი ქაღალდების განთავსების უზრუნველყოფა. როგორც წესი, ფართო პუბლიკისთვის ასეთი კომპანიების ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის ერთადერთ ხერხს წარმოადგენს განთავსება „საუკეთესო ძალისხმევის" პრინციპით.

გარდა ამისა, არსებობს ასევე „საუკეთესო ძალისხმევის“ პრინციპის რამდენიმე ვარიაცია. მაგალითად, „ყველაფერი ან არაფერი“ შეთანხმების მიხედვით, ანდერრაითერი შეასრულებს შეთავაზებას მხოლოდ მაშინ, თუ გაიყიდება მთლიანი გამოცემული ფასიანი ქაღალდები. წინააღმდეგ შემთხვევაში, მთლიანი ემისია იქნება გაუქმებული და ნებისმიერი მიღებული ფული დაუბრუნდება იმ ინვესტორებს, რომლებმაც გადაიხადეს

„საუკეთესო ძალისხმევის“ პრინციპი - ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა, რომლის დროსაც საინვესტიციო ბანკები ვალდებულნი არიან აკეთონ ყველაფერი მათზე დამოკიდებული კომპანია–ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების გაყიდვისთვის. საინვესტიციო ბანკები საკუთარ თავზე არ ღებულობენ ვალდებულებას შეიძინონ ნებისმიერი გაუყიდველი ფასიანი ქაღალდი.

სარეზერვო რეგისტრაცია. ფასიანი ქაღალდების ღია განთავსების დამახასიათებელი თავისებურება მდგომარეობს იმაში, რომ ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისიაში **(Securiries and Exchange Cormnission — SEC)** რეგისტრაციის მთელი პროცესი, როგორც წესი, იკავებს სულ მცირე რამდენიმე კვირას. ხშირად კომპანიის მიერ ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შესახებ გადაწყვეტილების მიღების მომენტიდან და მათ ფაქტიური გამოშვების მომენტამდე გადის ორიდან რამდენიმე კვირამდე. ამ დროის გამო, ისევე როგორც, რეგისტრაციის პროცესთან დაკავშირებული ფიქსირებული დანახარჯების არსებობის გამო, არსებობს სტიმული მსხვილი საჯარო შეთავაზების გაკეთების, პატარა შეთავაზების საპირისპიროდ.

სარეზერვო რეგისტრაცია - პროცედურა, რომელიც საშუალებას აძლევს კომპანიას დაარეგისტრიროს ფასიანი ქაღალდები, რომელთა გაყიდვასაც ის აპირებს მომდევნო ორი წლის განმავლობაში. სარეზერვო რეგისტრაცია ცნობილია, აგრეთვე, როგორც SEC-ის წესი 415. შემდეგ შეიძლება ამ ფასიანი ქაღალდების ნაწილებად გაყიდვა, როდესაც ეს მოსახერხებელი იქნება კომპანიისთვის.

საიმედო რეპუტაციის მქონე მსხვილ, სოლიდურ კორპორაციებს, აგრეთვე, საშუალო მასშტაბის ცნობილ კომპანიებს აქვთ შესაძლებლობა „გვერდი აუარონ“ რეგისტრაციის პროცესს, შეავსებენ რა მხოლოდ მოკლე სარეგისტრაციო ფორმას SEC-ის 415-ე წესის შესაბამისად. ამ წესს ეწოდება სარეზერვო რეგისტრაცია. სარეზერვო რეგისტრაცია საშუალებას აძლევს კომპანიას დაარეგისტრიროს ფასიანი ქაღალდების გარკვეული რაოდენობა, „შეინახონ ისინი რეზერვში“ და შემდეგ გაყიდონ ისინი წარმატებულად შემდგომი ორი წლის განმავლობაში. როდესაც ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა ხდება „რეზერვიდან“, საჭიროა მცირე დამატებითი საქაღალდე სამუშაოს შესრულება. იყენებს რა სარეზერვო რეგისტრაციას, კომპანიას შეუძლია ბაზარზე გასვლა ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვებით რამდენიმე დღის, კვირის და მით უფრო - თვეების განმავლობაში. შედეგად, კომპანია ღებულობს შესაძლებლობას ფასიანი ქაღალდების გამოშვებები დაუკავშიროს ამა თუ იმ პირობებს, რომლებიც ყალიბდება ბაზარზე, ხოლო ფასიანი ქაღალდების გამოშვების მოცულობები არ არის აუცილებელი იყოს დიდი.

განთავსების დანახარჯები და სხვა უპირატესობები. თუ კომპანიის ფასიანი ქაღალდები განთავსებულია „რეზერვში“, შეუძლია მოითხოვოს, რომ საინვესტიციო საბანკო კომპანიებმა გააკეთონ კონკურენტული შეთავაზება მისი ანდერრაითინგის ბიზნესისათვის. ცხადია, რომ კომპანია ან აირჩევს საინვესტიციო ბანკს ყველაზე იაფი მომსახურეობებით, ან, უბრალოდ, საერთოდ, უარს განაცხადებს თავისი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვაზე, თუ ყველა კონკურენტული შეთავაზება მისთვის იქნება მიუღებელი. ამ მიმართებით მსხვილ კორპორაციებს შეუძლიათ საინვესტიციო ბანკირები ჩართონ ერთმანეთის საპირისპირო თამაშში და ეს კონკურენცია გამოიწვევს ანდერრაითინგის ფასდაკლების შემცირებას. გარდა ამისა, ღია გაყიდვისთვის განკუთვნილი სავალო ვალდებულებების თანმიმდევრული გამოშვებების ერთობლივი ფიქსირებული დანახარჯები (იურიდიული და ადმინისტრაციული) აღმოჩნდება უფრო ნაკლები ერთიანი სარეზერვო რეგისტრაციის გამოყენების შემთხვევაში, ვიდრე რიგი ტრადიციული რეგისტრაციების შესრულების დროს. ამრიგად, არ არის გასაკვირი, რომ მსხვილი კორპორაციები ხალისით იყენებენ სარეზერვო რეგისტრაციას.

ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვებები სულ უფრო ორიენტირდებიან უცხოურ კაპიტალის ბაზრებზე. კომპანიების მუდმივად მზარდი რაოდენობა, რომლებიც ყიდიან თავიანთი ჩვეულებრივი აქციებისა და ობლიგაციების ახალ გამოშვებებს, თავიანთ ყურადღებას მიმართავენ კაპიტალის უცხოური ბაზრებისკენ. გაყიდვები უცხოურ ბაზრებზე შეიძლება ახსნილი იქნეს როგორც სტრატეგიული, ისე ფინანსური მოსაზრებებითაც. აქციების გაყიდვა უცხოურ ბაზრებზე საშუალებას იძლევა გაფართოებულ იქნეს კომპანიის აქციონერთა ბაზა. კომპანიის მიერ საზღვარგარეთ კაპიტალის მიღებამ შეიძლება, აგრეთვე, მისადმი მიიპყროს ახალი მომწოდებლებისა და მომხმარებლების ყურადღება. საზღვარგარეთ ახალი გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა ღებულობს ან ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო განთავსების, ან ფასიანი ქაღალდების გლობალური განთავსების ფორმას. ფასიანი ქაღალდების საერთაშორისო განთავსება გულისხმობს ახალი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას კომპანია - ემიტენტის ქვეყნის ფარგლებს გარეთ. სათანადო სახით ფასიანი ქაღალდების სტრუქტურირებული საერთაშორისო განთავსება არ ხვდება 1993 წლის ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის რეგისტრაციული მოთხოვნების ქვეშ. ფასიანი ქაღალდების გლობალური განთავსება მოიცავს საერთაშორისო განთავსებას კომპანია-ემიტენტის ქვეყანაში განთავსებასთან შეუღლებაში. საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გლობალური განთავსების გამომყენებელი ამერიკული კომპანიის შემთხვევაში გათვალისწინებულია რეგისტრაცია SEC-ში, თუ „ტრანში“ (ფრანგული სიტყვიდა „ნაჭერი“) არ შედგება პირდაპირი მიყიდვისაგან.

პრივილეგირებული გამოწერა

რიგი კომპანიები ახალი ინვესტორებისთვის ფასიანი ქაღალდების გამოშვების მიყიდვის ნაცვლად თავაზობენ ფასიან ქაღალდებს, პირველ რიგში, უკვე არსებულ აქციონერებს პრივილეგირებული გამოწერის საფუძველზე. ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ეს მეთოდი, აგრეთვე, ცნობილია, როგორც შეთავაზების უფლება. ხშირად კომპანიის კორპორაციული წესდება ან შტატის კანონები მოითხოვენ, რომ ჩვეულებრივ აქციებში კონვერტირებული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებები, ან ჩვეულებრივი აქციების ახალი

გამოშვება შეთავაზებულ იქნეს თავდაპირველად უკვე არსებული აქციონერებისთვის, მათი უპირატესი უფლების არსებობის გამო.

პრივილეგირებული გამოწერა - ახალი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა, რომლის დროსაც არსებული აქციონერები სარგებლობენ უპირატესობებით მათ შესყიდვაზე ჩვეულებრივი აქციების წილების შესაბამისად, რომლებსაც ისინი უკვე ფლობენ. გაყიდვის ეს მეთოდი ცნობილია, როგორც შეთავაზების უფლება.

უპირატესი უფლება. უპირატესი უფლების შესახებ დებულების შესაბამისად, კომპანიის ჩვეულებრივი აქციების არსებულ მფლობელებს აქვთ კორპორაციის საწესდებო კაპიტალში თავიანთი წილის შენარჩუნების უფლება. თუ ის უშვებს ჩვეულებრივ აქციებს, მაშინ ისინი ღებულობენ ახალი აქციების შესყიდვის უფლებას, რაც მათ მისცემს საშუალებას უცვლელად შეინარჩუნონ თავიანთი წილი კორპორაციის საწესდებო კაპიტალში. ვთქვათ, რომ თქვენ ფლობთ კორპორაციის 100 აქციას, რომელმაც გადაწყვიტა ახალი ჩვეულებრივი აქციების გამოშვება. ამ გამოშვების შედეგად ბრუნვაში არსებული კორპორაციის აქციების რაოდენობა გაიზრდება 10%-ით. თუ თქვენ სარგებლობთ უპირატესი უფლებით, მაშინ თქვენ უნდა მოგეცეთ შესაძლებლობა შეისყიდოთ 10 დამატებითი აქცია, რაც საშუალებას მოგცემთ უცვლელად შეინარჩუნოთ თქვენი წილი კორპორაციის კაპიტალში. სხვადასხვა შტატებში გათვალისწინებულია უპირატესი უფლების მარეგულირებელი სხვადასხვა კანონი. მაგალითად, ზოგიერთი შტატის კანონები უზრუნველყოფენ აქციონერისთვის უპირატეს უფლებას, თუ მხოლოდ კორპორაციული წესდება არ ითვალისწინებს რამე სხვას მაშინ, როდესაც სხვა შტატების კანონები უარყოფენ აქციონერებში ასეთი უფლების არსებობას, თუ ასეთი უფლება დამატებით არ არის მითითებული შესაბამისი კორპორაციის წესდებაში.

უპირატესი უფლება - აქციონერების პრივილეგია, შეინარჩუნოს თავისი წილი კომპანიის საწესდებო კაპიტალში ჩვეულებრივ აქციებში კონვერტირებული ფასიანი ქაღალდების ან ჩვეულებრივი აქციების ნებისმიერი ახალი გამოშვებიდან აქციების პროპორციული რაოდენობის შესყიდვის გზით.

განთავსების პირობები. როდესაც კომპანია თავის ფასიან ქაღალდებს წარმოადგენს გასაყიდად პრივილეგირებული გამოწერის გზით (ან იმიტომ, რომ „უნდა გააკეთოს“ უპირატესი უფლების შესაბამისად, ან იმიტომ, რომ „ასე სურს მას"“), ის თავის აქციონერებს ანიჭებს ერთ სერთიფიკატ-უფლებას მათ ყოველ კუთვნილ ჩვეულებრივ აქციაზე. როდესაც საუბარია ჩვეულებრივი აქციების განთავსებაზე, ეს უფლებები აქციონერებს აძლევენ შესაძლებლობას შეისყიდონ დამატებითი აქციები განთავსების პირობების შესაბამისად. განთავსების პირობებში მითითებულია დამატებითი აქციების გარკვეული ნაწილის გამოწერისთვის საჭირო სერთიფიკატ-უფლებათა რაოდენობა, ერთი აქციის გამოწერის (შესყიდვის) ფასი და განთავსების დასრულების დრო. სერთიფიკატ-უფლებათა მფლობელს აქვს სამი შესაძლებლობა: ***ჯერ ერთი,*** გამოიყენოს თავისი უფლებები და გამოიწეროს დამატებითი აქციები; ***მეორე,*** გაყიდოს თავისი სერთიფიკატ-უფლებები; და ***მესამე,*** არ გამოიყენოს არანაირი მოქმედება, ე.ი. თავის სერთიფიკატ-უფლებებს მისცეს „თვითლიკვიდაციის“ შესაძლებლობა განთავსების დასრულების თარიღისთვის. თუ

საუბარია რაციონალურად მოაზროვნე ინვესტორებზე, მაშინ უკანასკნელი ვარიანტი შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ შესაბამისი სერთიფიკატ-უფლების ღირებულება მეტისმეტად მცირეა, ან თუ აქციონერი ფლობს მხოლოდ რამდენიმე აქციას. როგორც წესი, გამოწერის პერიოდი არ აღემატება სამ კვირას. აქციონერს, რომელსაც სურს შეისყიდოს დამატებითი აქციების გარკვეული ნაწილი, მაგრამ, რომელსაც არ გააჩნია სერთიფიკატ-უფლებათა საჭირო რაოდენობა, შეუძლია შეიძინოს დამატებითი სერთიფიკატ-უფლებები ღია ბაზარზე. თუ მოცემულ მომენტში თქვენ ხელთ გაქვთ რომელიმე კომპანიის 85 აქცია, ხოლო სერთიფიკატ-უფლებათა რაოდენობა, რომელიც საჭიროა ერთი დამატებითი აქციის შესასყიდად, უტოლდება 10, მაშინ თქვენი 85 სერთიფიკატ-უფლება გაძლევთ შესაძლებლობას შეისყიდოთ მხოლოდ რვა სრული აქცია. თუ თქვენ გსურთ მეცხრა აქციის შესყიდვა, ამის გაკეთება შეიძლება, შეისყიდით რა წინასწარ ხუთ დამატებით სერთიფიკატ-უფლებას.

***უფლება** - კორპორაცია ემიტენტისაგან გარკვეული რაოდენობის (ან წილის) ფასიანი ქაღალდების შესყიდვაზე მოკლევადიანი ოფციონი; აგრეთვე, ეწოდება უფლება გამოწერაზე.*

ანაწილებს რა სერთიფიკატ-უფლებებს, კომპანია მიჰყვება პროცედურას, რომელიც ძალზე გვაგონებს ფულადი დივიდენდების გაცემისათვის შემუშავებულ პროცედურას. კომპანიის დირექტორთა საბჭო აცხადებს აქციონერების რეგისტრაციის თარიღს და თარიღს „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე". „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე" თარიღის დადგომამდე კომპანიის აქციის შემსყიდველი აქციონერი ღებულობს დამატებითი აქციის გამოწერის უფლებას. ამრიგად, ითვლება, რომ „სერთიფიკატ-უფლებათა გარეშე" თარიღის დადგომამდე შესყიდული აქციები ვაჭრობენ „უფლებებით". აქციები, რომლებიც ნაყიდია „სერთიფიკატ-უფლებათა გარეშე" თარიღის დადგომიდან, აგრეთვე, მას შემდეგ, ვაჭრობენ „სერთიფიკატ-უფლებათა გარეშე".

***«სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე" თარიღი** - პირველი დღე, როდესაც აქციების მყიდველს აღარ აქვს უფლება შეიძინოს დამატებითი აქციები, დიდი ხნის წინ გამოცხადებული წინადადებების საფუძველზე.*

სერთიფიკატ-უფლების ღირებულება. სერთიფიკატ-უფლების ღირებულება განისაზღვრება იმით, რომ ის საშუალებას გაძლევთ თქვენ შეისყიდოთ მიმდინარე საბაზრო ფასიდან ფასდაკლებით ახალი აქციები. ფასდაკლების შემოთავაზება ხდება იმიტომ, რომ უზრუნველყოფილ იქნეს ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვების წარმატებული გაყიდვა. სერთიფიკატ-უფლებათა განთავსების შემთხვევების უმრავლესობაში აქციების მიმდინარე საბაზრო ფასით გამოწერის ფასზე ფასდაკლება მერყეობს დიაპაზონში 10%-დან 20%-მდე. ტექნიკური თვალსაზრისით, სერთიფიკატ-უფლების საბაზრო ღირებულება არის ერთი დამატებითი აქციის შესყიდვისათვის საჭირო სერთიფიკატ-უფლებების რაოდენობისა და აქციათა გამოწერის ფასის, აქციების მიმდინარე საბაზრო ფასის ფუნქცია.

ვთქვათ, რომ კომპანიამ გამოაცხადა სერთიფიკატ-უფლებების განთავსების შესახებ და რომ მისი აქციების შესყიდვა ჯერჯერობით კიდევ უზრუნველყოფს დამატებითი სერთიფიკატ-უფლებების მიღებას. დამატებითი სერთიფიკატ-უფლებების მიღების

უზრუნველმყოფი ერთი დამატებითი აქციის შეძენის მსურველ ინვესტორს შეუძლია შეისყიდოს ეს აქცია მისი საბაზრო ფასის მიხედვით უშუალოდ „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე“ თარიღის დადგომის წინ და უბრალოდ შევინახოთ ის. მაგრამ მას შეეძლო შეესყიდა ერთი აქციის შესყიდვისთვის საჭირო რიგი სერთიფიკატ-უფლებები, გადაედო გამოწერის ფასის ტოლი თანხა და დალოდებოდა გამოწერის თარიღის დადგომას, როდესაც შესაძლებელი გახდება აქციათა შესყიდვა. სხვაობა ამ ორ მიდგომას შორის მდგომარეობს იმაში, რომ პირველი უზრუნველყოფს ინვესტორისთვის ერთ სერთიფიკატ-უფლების მიღებას ერთ აქციაზე დამატებაში. მაშასადამე, სხვაობა (ფულად გამოხატულებაში) ამ ორ ალტერნატივას შორის უნდა გაუტოლდეს სერთიფიკატ-უფლების ღირებულებას. მათემატიკური თვალსაზრისით ერთ სერთიფიკატ-უფლების თეორიული საბაზრო ღირებულება აქციათა ახალი გამოშვების განთავსების გამოცხადების შემდეგ, მაგრამ პერიოდში, როდესაც მათი შესყიდვა ჯერაც უზრუნველყოფს დამატებითი სერთიფიკატ-უფლებების მიღებას უტოლდება

$$Ro = Po - \left[(Ro)(N) + S\right] \qquad (1)$$

სადაც Ro - ერთი სერთიფიკატ-უფლების საბაზრო ღირებულება, როდესაც აქციები ვაჭრობენ „სერთიფიკატ-უფლებებთან“;

Po – „სერთიფიკატ-უფლებებით“ აქციათა საბაზრო ფასი;

S - ერთი აქციის გამოწერის ფასი;

N - ერთი აქციის შესყიდვის აუცილებელ სერთიფიკატ-უფლებების რაოდენობა.

გარდავქმნით რა (1) განტოლებას, ვღებულობთ:

$$Ro = \frac{Po - S}{N + 1} \qquad (2)$$

თუ „სერთიფიკატ-უფლებით“ ერთი აქციის საბაზრო ფასი უტოლდება 100$-ს, ერთ აქციაზე გამოწერის ფასი 90$-ს, ხოლო ერთი დამატებითი აქციის შესყიდვის საჭიროა ოთხი სერთიფიკატ-უფლების არსებობა, მაშინ ერთ სერთიფიკატ-უფლების თეორიული საბაზრო ღირებულება, როდესაც აქციათა შესყიდვა ჯერაც უზრუნველყოფს დამატებითი სერთიფიკატ-უფლებების მიღებას, უტოლდება:

$$Ro = \frac{\$100 - \$90}{4 + 1} = \$2$$

ყურადღება მიაქციეთ: დამატებითი სერთიფიკატ-უფლებების მიღების უზრუნველმყოფ აქციათა საბაზრო ღირებულება მოიცავს ერთ სერთიფიკატ-უფლების ღირებულებას.

როდესაც აქციათა შესყიდვა უკვე არ უზრუნველყოფს დამატებითი სერთიფიკატ-უფლებების მიღებას („სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე თარიღის დადგომის შემდეგ), საბაზრო ფასი - თეორიულად - მცირდება, რადგან ინვესტორები უკვე არ ღებულობენ დამატებით აქციებზე გამოწერის უფლებას. ერთი აქციის თეორიული ღირებულება, როდესაც ის უკვე არ უზრუნველყოფს დამატებითი სერთიფიკატ-უფლებების მიღებას, უტოლდება:

$$Px = \frac{(Po)(N) + S}{N + 1} \qquad (3)$$

ჩვენს შემთხვევაში:

$$Px = \frac{(\$100)(4) + \$90}{4 + 1} = \$98$$

ამ მაგალითიდან გამომდინარეობს, რომ თეორიული თვალსაზრისით სერთიფიკატ-უფლება ვერ უზრუნველყოფს დამატებით ღირებულებას აქციონერისთვის, რომელსაც შეუძლია ან ამ სერთიფიკატ-უფლების გამოყენება, ან მისი გაყიდვა. შენიშნეთ, რომ აქციონერის ხელთ არსებული აქციის ღირებულება შეადგენდა 100$-ს „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე" თარიღის დადგომამდე. ამ თარიღის დადგომის შემდეგ მისი ღირებულება შემცირდა 98$-მდე. აქციის საბაზრო ღირებულების შემცირება ზუსტად კომპენსირდება სერთიფიკატ-უფლების ღირებულებით. ამრიგად, თეორიულად აქციონერი არ ღებულობს დამატებით სარგებელს სერთიფიკატ-უფლებათა განთავსებიდან.

„სერთიფიკატ-უფლებათა გარეშე" თარიღის დადგომის შემდეგ სერთიფიკატ-უფლების თეორიული ღირებულება Rx ტოლია:

$$Rx = \frac{Px - S}{N} \qquad (4)$$

თუ, როგორც ჩვენს შემთხვევაში, აქციათა საბაზრო ფასი - „სერთიფიკატ-უფლებათა გარეშე" თარიღის დადგომის შემდეგ - უტოლდება 98$-ს, მაშინ

$$Rx = \frac{\$98 - \$90}{4} = \$2$$

ე.ი. იგივე ღირებულება, როგორც ადრე.

უნდა გვახსოვდეს, რომ სერთიფიკატ-უფლების ფაქტიური ღირებულება შეიძლება რამდენადმე განსხვავებული იყოს მისი თეორიული ღირებულებისაგან გამოწერის პერიოდის განმავლობაში სერთიფიკატ-უფლებების გაყიდვისა და არარეგულირებული გამოყენების, აგრეთვე, საბირჟო თამაშის, ტრანზაქციული დანახარჯების არსებობის შედეგად. მაგრამ არბიტრაჟის მოქმედება ზღუდავს სერთიფიკატ-უფლების ფაქტიური ღირებულების გადახრას მისი თეორიული ღირებულებიდან. თუ სერთიფიკატ-უფლების ფასი აღმოჩნდება მის თეორიულ ღირებულებაზე არსებითად მეტი, აქციონერები გაყიდიან თავიანთ სერთიფიკატ-უფლებებს და იყიდიან აქციებს ბაზარზე. მსგავსი მოქმედებები დასწევს სერთიფიკატ-უფლების საბაზრო ფასსს და გაზრდის მის თეორიულ ღირებულებას. ეს უკანასკნელი მოხდება აქციების საბაზრო ფასის გაზრდაზე ზეგავლენით. თუ სერთიფიკატ-უფლების ფასი აღმოჩნდება მის თეორიულ ღირებულებაზე არსებითად ნაკლები, მაშინ საარბიტრაჟო ოპერაციებში მონაწილე პირები შეისყიდიან სერთიფიკატ-უფლებებს,

გამოიყენებენ აქციების შესყიდვის თავიანთ შესაძლებლობას, ხოლო შემდეგ გაყიდიან ამ აქციებს ბაზარზე. მსგავსი ნაბიჯები ზეგავლენას მოახდენს სერთიფიკატ-უფლების საბაზრო ფასის გაზრდაზე და შეამცირებს მის თეორიულ ღირებულებას. ეს საარბიტრაჟო მოქმედებები გაგრძელდება მანამდე, სანამ ისინი ხელსაყრელი იქნება აქციონერებისთვის.

სარეზერვო შეთანხმება და აქციების დამატებითი შეძენის პრივილეგია. კომპანიას შეუძლია უზრუნველყოს სერთიფიკატ-უფლებათა განთავსების სრული წარმატება, რომელმაც მიაღწია საინვესტიციო ბანკირის ან საინვესტიციო ბანკირების ჯგუფების თანხმობას „რეზერვში დარჩეს" ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ნებისმიერი არარეალიზებული ნაწილი. ფაქტიურად, კომპანიების უმრავლესობა იყენებს ე.წ. სარეზერვო შეთანხმებას განათავსებენ რა სერთიფიკატ-უფლებებს. მის შესაბამისად, ბანკ-ანდერრაითერი ღებულობს საკომისიოებს, რომელთა ოდენობა დამოკიდებულია შესაბამის განთავსებასთან დაკავშირებულ რისკზე. ხშირად ეს საკომისიოები შედგება ორი ნაწილისაგან: მუდმივისა და დამატებითისაგან - თითოეულ გაუყიდველ აქციაზე, რომელიც უნდა გამოისყიდოს ანდერრაითერმა. კომპანია-ემიტენტის თვალსაზრისით, რაც უფრო მაღალია სერთიფიკატ-უფლებათა წარუმატებელი განთავსების რისკი, მით უფრო სასურველად გვეჩვენება სარეზერვო შეთანხმების დასკვნა. მაგრამ ამავე დროს, არ უნდა დაგვავიწყდეს დაკავშირებული დამატებითი ხარჯების შესახებ.

სარეზერვო შეთანხმება *- სერთიფიკატ-უფლებების განთავსების სრული წარმატების უზრუნველყოფის მიზნით გამოყენებული ზომა, როდესაც საინვესტიციო ბანკი ან საინვესტიციო ბანკების ჯგუფი თანხმდება „დარჩეს" ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ნებისმიერ არარეალიზებულ (გაუყიდველ) ნაწილზე გამოწერის „რეზერვში".*

მეორე, ნაკლებად გამოყენებული საშუალება ალბათობის გაზრდისათვის, რომ შესყიდულ იქნება ფასიანი ქაღალდების მთელი გამოშვება, წარმოადგენს აქცების დამატებითი პრივილეგიის გამოწერის გამოყენება. ეს ინსტრუმენტი აქციონერებს აძლევს არა მარტო, თავის პროპორციულ წილზე გამოწერის უფლებას ყველა განთავსებად სერთიფიკატ-უფლებაში, არამედ გაუყიდველი აქციების დამატებითი შეძენის უფლებასაც. დამატებითი გამოწერის უფლების წარმოდგენა ხდება პროპორციული საფუძვლით (გაუყიდველ აქციათა რაოდენობასთან მიმართებაში). მაგალითად, აქციონერებს შეუძლიათ გამოიწერონ 460 000 აქცია 500 000 აქციაზე გათვლილ სერთიფიკატ-უფლებათა საერთო განთავსებიდან. შესაძლოა, ზოგიერთ მათგანს სურდეს დამატებითი აქციების შესყიდვა და დამატებითი გამოწერის საერთო მოთხოვნა შეადგენდეს 100 ათასი აქციას. შედეგად, დამატებითი აქციების გამომწერი თითოეული აქციონერი მიიღებს ჯილდოს თითოეულ აქციაზე ოთხი მეათედი (40 000/100 000) აქციის ოდენობით, თითოეული დამატებით გამოწერილი აქციისათვის. ეს გამოიწვევს სრულად გაყიდოს აქციების მთელი გამოშვება. მიუხედავად იმისა, რომ აქციების დამატებითი შეძენის პრივილეგიის გამოყენება ზრდის მათი მთელი გამოშვების ბოლომდე გაყიდვის შანსებს, ეს - სარეზერვო შეთანხმებისაგან განსხვავებით - არ იძლევა ბოლომდე სრულად გაყიდვის 100%-იან გარანტიას. ყოველთვის არის იმის ალბათობა, რომ გამოწერისა და დამატებითი გამოწერის გაერთიანება ვერ უზრუნველყოფს აქციების მთელი რაოდენობის რეალიზაციას, რომლის გაყიდვა განზრახული აქვს კომპანიას.

აქციათა დამატებითი შეძენის პრივილეგია - ნებისმიერი არარეალიზებული აქციის შესყიდვის უფლება (პროპორციულ საფუძველზე) სერთიფიკატ-უფლებათა განთავსებასთან დაკავშირებით.

პრივილეგირებული გამოწერა და ღია განთავსება. თავაზობს რა ახალ ჩვეულებრივ აქციებს, პირველ რიგში, არსებულ აქციონერებს, კომპანია იზიდავს თავიანთი ოპერაციებით კარგად ცნობილ ინვესტორებს. ამ შემთხვევაში გაყიდვის მნიშვნელოვან ინსტრუმენტს წარმოადგენს ფასდაკლება მიმდინარე საბაზრო ფასიდან მაშინ, როდესაც ღია განთავსების შემთხვევაში, გაყიდვის მთავარი ინსტრუმენტი არის საინვესტიციო ბანკირის მომსახურების გამოყენება. რადგან პრივილეგირებული გამოწერა არ არის დაკავშირებული ანდერრაიტინგთან, უფლებათა განთავსების დანახარჯები აღმოჩნდება დანახარჯებზე ნაკლები ღია განთავსებისას. უფრო მეტიც, მრავალი აქციონერი დარწმუნებულია, რომ სწორედ მათ, პირველ რიგში, უნდა მიეცეთ ახალი ჩვეულებრივი აქციების შესყიდვის შესაძლებლობა.

მაგრამ, ზოგიერთი აქციონერის აზრით, ეს უპირატესობები ნიველირდებიან იმით, რომ პრივილეგირებული გამოწერა უნდა განხორციელდეს უფრო დაბალი ფასებით, ვიდრე ღია განთავსებისას. თუ კომპანია სააქციო კაპიტალის ბაზარზე გადის საკმაოდ ხშირად, ეს ნიშნავს, რომ გარანტირებული განთავსების შემთხვევაში შეინიშნება აქციონერთა წილობრივი მონაწილეობის რამდენადმე მეტი შემცირება, ვიდრე ღია შეთავაზების დროს. მიუხედავად იმისა, რომ ეს მოსაზრება არანაირად არ აღირიცხება თეორიულ სქემებში, მრავალი კომპანია ცდილობს წილობრივი მონაწილეობის ასეთი შემცირების მინიმიზირებას. გარდა ამისა, ღია განთავსებას, როგორც წესი, მივყევართ აქციების უფრო ფართო განაწილებამდე, რაც ზოგჯერ სასურველი ხდება კომპანიისთვის.

თუმცა მითითებული ფაქტორები შეიძლება ასახულ იქნეს აქციონერთა კეთილდღეობაზე, ეს ზეგავლენა ფასდება, როგორც ძალზე უმნიშვნელო. მაგრამ ღიად რჩება საკითხი, ასე მრავალი კომპანია თუ როგორ თანხმდება ღია განთავსებასთან დაკავშირებულ დანახარჯებზე მაშინ, როდესაც ისინი შეძლებდნენ თავიანთი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას პრივილეგირებული გამოწერის გზით (არ მივმართავთ რა სარეზერვო შეთანხმებებს) ნაკლები დანახარჯების დროს. ამის შესახებ არსებობს რამდენიმე ახსნა-განმარტება, კერძოდ: ფასიანი ქაღალდების გაყიდვასთან დაკავშირებულ დანახარჯებზე ზეგავლენის მომხდენ აქციების კონცენტრაცია და უფლებების შეთავაზებასთან დაკავშირებული აქციების ფასის დიდი შემცირება.

ფასიანი ქაღალდების განთავსების რეგულირება

როგორც ხელისუფლების ფედერალური ორგანოები, ისე ცალკეული შტატების ხელისუფლების ორგანოებიც არეგულირებენ ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვებების ღია გაყიდვას, მაგრამ ხელისუფლების ფედერალური ორგანოების ზეგავლენა ბევრად უფრო მნიშვნელოვანია.

რეგულირება ფედერალურ დონეზე. 1929 წელს საფონდო ბაზრის კრახისა და ამის თანმდევი დიდი დეპრესიის შემდეგ წარმოიშვა დაჟინებული მოთხოვნა დაცული

ყოფილიყვნენ ინვესტორები ცრუ ინფორმაციისა და მათი შეცდომაში შეყვანის მცდელობისაგან. აშშ-ის კონგრესმა ჩაატარა ვრცელი გამოკვლევა და წამოაყენა ფასიანი ქაღალდების ფედერალური რეგულირების იდეა. 1933 წლის კანონი ფასიანი ქაღალდების შესახებ ეხება ახალი ფასიანი ქაღალდების ღია გაყიდვას და მოითხოვს ინვესტორებისთვის მატერიალური ინფორმაციის სრულად გამჟღავნებას. 1934 წლის კანონი საფონდო ბირჟების შესახებ ეხება ბრუნვაში უკვე არსებული ფასიანი ქაღალდების რეგულირებას. ამ კანონის შესაბამისად, დაარსებულ იქნა ფასიანი ქაღალდების და ბირჟების საკითხთა კომისია **(SEC)**, რომელიც მოწოდებულია ამ ორი კანონის დანერგვასა და ზედამხედველობისათვის.

ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაცია. 1933 წლის კანონის შესაბამისად, ღია ბაზარზე თავიანი ფასიანი ქაღალდების განმათავსებელი კორპორაციების უმრავლესობამ უნდა დაარეგისტრიროს მათი გამოშვება SEC-ში. არსებობს რიგი გამონაკლისები ამ წესიდან: გარკვეული „წვრილი ემიტენტებისგან" საჭიროა ინფორმაციის მხოლოდ ძალზე შეზღუდული მოცულობის წარმოდგენა. მაგრამ ფასიანი ქაღალდების გამომშვები კორპორაციების უმრავლესობამ SEC-ში უნდა შეიტანოს სარეგისტრაციო განაცხადი.

სარეგისტრაციო განაცხადი შედგება ორი ნაწილისაგან. I ნაწილი წარმოადგენს ემისიის პროსპექტს, რომელიც, აგრეთვე, დაეგზავნება ანდერრაიტერებსა და ინვესტორებს ცალკე ბუკლეტის სახით. II ნაწილი შეიცავს SEC მიერ გათვალისწინებულ დამატებით ინფორმაციას. I ნაწილი - ემისიის პროსპექტი, ამჟღავნებს უფრო მნიშვნელოვან ინფორმაციას, ისეთს, როგორებიცაა კომპანიის ბიზნესის არსი და მისი ისტორია; ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისაგან მიღებული შემოსავლების გამოყენება; ზოგიერთი ფინანსური ანგარიშმგებლობა; ხელმძღვანელებისა და დირექტორების გვარები; აგრეთვე, მათ საკუთრებაში არსებული ფასიანი ქაღალდების პაკეტები; კონკურენციის პირობები; რისკ-ფაქტორები; იურისტთა საექსპერტო დასკვნები და რეგისტრირებადი ფასიანი ქაღალდების აღწერა. II ნაწილში განთავსებულია დამატებითი ინფორმაცია, რომელიც, არის რა მისაწვდომი საზოგადოებრივი კონტროლისთვის, არ შედის სარეგისტრაციო განაცხადის დამტკიცების შემდეგ ინვესტორებისათვის შეთავაზებული ემისიის ნაბეჭდ პროსპექტში.

რადგან 1933 წლის კანონის ერთ-ერთი ძირითადი მიზანი მდგომარეობდა ინვესტორებისთვის იმ არსებული ინფორმაციის მიწოდება, რომელიც ეხება ღია გაყიდვისთვის შემოთავაზებულ ფასიან ქაღალდებს, SEC იძლევა პირველადი პროსპექტის დაგზავნას მის მიერ შესაბამისი სარეგისტრაციო განაცხადის შესწავლის დროს. ემისიის პირველადი პროსპექტი ცნობილია, როგორც **„red herring",** რადგან მოიცავს გარეკანზე წითელი მელნით შესრულებულ წარწერას, რომელიც მოწმობს იმის შესახებ, რომ SEC-ში ემისიის პროსპექტის მიწოდების მიუხედავად, სარეგისტრაციო განაცხადი ჯერაც არ შესულა ძალაში და ამიტომ მასში არ შეიძლება შეტანილ იქნეს ესა თუ ის ცვლილება.

SEC შეისწავლის სარეგისტრაციო განაცხადს, რათა დარწმუნდეს იმაში, რომ მასში წარმოდგენილია ყველა საჭირო ინფორმაცია, რომელსაც ინვესტორები არ შეჰყავს შეცდომაში. ნებისმიერი გამოვლენილი ნაკლის შესახებ ეცნობება კომპანია-ემიტენტს. ამ წერილის პასუხად კომპანიას შეუძლია წარმოადგინოს განაცხადის შესწორებული ვარიანტი. მას შემდეგ, რაც წარმოდგენილი ინფორმაცია სრულად დააკმაყოფილებს SEC, ის ამტკიცებს რეგისტრაციას და კომპანია ღებულობს უფლებას გამოსცეს ემისიის პროსპექტის საბოლოო ვარიანტი და შეუდგეს ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას. წინააღმდეგ შემთხვევაში SEC

გამოსცემს ბრძანებას გაჩერების შესახებ, რომელიც კრძალავს შესაბამისი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას. სარეგისტრაციო განაცხადის ნაკლოვანებების უმრავლესობა შეიძლება გამოსწორებულ იქნეს კომპანია-ემიტენტის მიერ და ადრე თუ გვიან SEC მიღებულ იქნება თანხმობა - რა თქმა უნდა, თუ არ იქნება აღმოჩენილი ყალბი ინფორმაციის წარმოდგენის ან შეცდომაში შეყვანის მცდელობები. 1933 წლის კანონის სერიოზული დარღვევების შემთხვევაში, SEC აქვს უფლება მიმართოს სასამართლოს და მოითხოვოს ფასიანი ქაღალდების გამოშვების აკრძალვა სასამართლო წესით.

უნდა აღინიშნოს, რომ SEC თანამშრომლები არ ინტერესდებიან გამოსაშვები ფასიანი ქაღალდების საინვესტიციო ღირებულებით. მისთვის მნიშვნელოვანია მხოლოდ სრული და ზუსტი ინფორმაციის წარმოდგენა იმ ყველა არსებულ ფაქტზე, რომლებიც ეხება შესაბამის ფასიან ქაღალდებს. ინვესტორებმა, ეფუძნებიან რა ამ ფაქტებს, თვითონ უნდა მიიღონ გადაწყვეტილებები. ფასიანი ქაღალდები, რომლებმაც წარმატებით გაიარეს რეგისტრაცია SEC-ში, სრულად შეიძლება იქნეს გამოშვებული სარისკო, ცუდად მართვადი, ან არამომგებიანი კომპანიის მიერ. მაგრამ თუ სარეგისტრაციო განაცხადში წარმოდგენილი ინფორმაცია შეესაბამება სინამდვილეს, მაშინ SEC ხელს არ შეუშლის ამ ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას. ამიტომ, გამოთქმა **caveat emptor** - „მყიდველი უნდა იყოს გრთხილად“ სრულად გამოყენებადია რეგისტრირებული ფასიანი ქაღალდების მიმართ.

1933 წლის კანონი უზრუნველყოფს, რომ სარეგისტრაციო განაცხადების უმრავლესობა ძალაში შედის SEC-ში მისი შეტანის მე-20 დღეს (ან მე-20 დღეს შესწორების ანგარიშზე უკანასკნელის შეტანის შემდეგ). SEC-ს მისი უფლებამოსილების ფარგლებში შეუძლია შეამციროს ძალაში შესვლის თარიღი, თუ იგი ასე თვლის საჭიროდ. პრაქტიკა გვიჩვენებს, რომ დროის შუალედი სარეგისტრაციო განაცხადის შეტანიდან მის დამტკიცებამდე, როგორც წესი, შეადგენს დაახლოებით 40 დღეს (მოცდის პერიოდი). როგორც უკვე ავღნიშნეთ, მსხვილ კორპორაციებს შეუძლიათ სარეზერვო რეგისტრაციით სარგებლობა. სარეგისტრაციო განაცხადის დამტკიცების შემდეგ, რომელიც მოიცავს ფასიანი ქაღალდების მთელ „ბლოკს“, კომპანია ღებულობს შესაძლებლობას გაყიდოს შესაბამისი ფასიანი ქაღალდები „რეზერვიდან“, SEC-ში შეაქვს რა სარეგისტრაციო განაცხადზე თანდართული მარტივი დამატება და, ამრიგად, აიძულებს მას შეამციროს მოლოდინის „ჩვეულებრივი“ 20-დღიანი პერიოდი. ასეთ შემთხვევაში „შეფერხება“ აღმოჩნდება ძალზე უმნიშვნელო ერთი ან ორი დღე.

მას შემდეგ, რაც სარეგისტრაციო განაცხადი შევა ძალაში, ყველა დაინტერესებულ ინვესტორს ეგზავნება ემისიის პროსპექტის საბოლოო ვარიანტი. გარდა ამისა, SEC ნებას რთავს კომპანია-ემიტენტს პრესაში გამოაქვეყნოს მოკლე შეტყობინება საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შესახებ, მიუთითებს რა მასში კომპანიის დასახელებას, ფასიანი ქაღალდების მოკლე აღწერას, შემოთავაზების ფასსა და საინვესტიციო ბანკირების სახელწოდებებს ანდერრაითინგის სინდიკატში. ასეთი შეტყობინებები ცნობილის, როგორც ეპითაპიური განაცხადი, იგი ჩასმულია შავ ჩარჩოში.

ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის 1934 წლის კანონი - არეგულირებს გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარს - საბირჟო და არასაბირჟო ოპერაციებს.

ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების საკითხთა კომისია (SEC) *- აშშ-ს სამთავრობო ორგანო, რომელიც აკონტროლებს ფასიანი ქაღალდების შესახებ ფედერალური კანონების, მათ შორის, 1933 და 1934 წლების კანონების დაცვას.*

სარეგისტრაციო განაცხადი *- ემიტენტის შესახებ დეტალური ინფორმაციის მქონე დოკუმენტი, რომლის შეტანა ხდება ფასიანი ქაღალდების ახალი გამოშვების რეგისტრაციის მიზნით. სარეგისტრაციო განაცხადი მოიცავს ემისიის პროსპექტსა და SEC-ით გათვალისწინებულ სხვა ინფორმაციას.*

ემისიის პროსპექტი *- SEC-ში შესატანი სარეგისტრაციო განაცხადის პირველი ნაწილი. ემისიის პროსპექტში წარმოდგენილია ინფორმაცია კომპანია-ემიტენტისა და მისი ფასიანი ქაღალდების ახალი შემოთავაზების შესახებ. ემისიის პროსპექტი ეგზავნება ინვესტორებს ცალკე ბუკლეტის სახით.*

ემისიის წინასწარი პროსპექტი *- ის მოიცავს მოიცავს აღნიშვნას (წითელი მელნით) იმის შესახებ, რომ სარეგისტრაციო განაცხადი ჯერაც არ შესულა ძალაში.*

მეორადი ბაზრის რეგულირება. SEC არეგულირებს არა მარტო ახალი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვებს, არამედ მეორად ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების გაყიდვასაც. ამასთან დაკავშირებით კომპანია არეგულირებს საფონდო ბირჟების, არასაბირჟო ბაზრის, საინვესტიციო ბანკირებისა და ბროკერების, საინვესტიციო კომპანიებისა და ფასიანი ქაღალდების ლიდერთა ეროვნული ასოციაციის საქმიანობას. იგი მოითხოვს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებულ ტრანზაქციებზე ყოველთვიური ანგარიშების წარმოდგენას, რომელსაც ახორციელებენ თანამდებობის პირები, დირექტორები და აქციების მსხვილი მფლობელები. ყოველთვის, როდესაც ინვესტორების ესა თუ ის ჯგუფი ღებულობს კომპანიის აქციათა არანაკლებ 5%-ს, მან უნდა წარმოადგინოს „ფორმა 13D“, რომელიც აღნიშნავს ყველა შესაძლო ცვლილებებს საკუთრების სტრუქტურის შესახებ. იყენებს რა თავის რეგულატორულ უფლებამოსილებებს, **SEC** ცდილობს თავიდან აიცილოს საინვესტიციო ლიდერების, თანამდებობის პირებისა და კომპანიის დირექტორების მანიპულაციური საქმიანობა, კომპანიის თანამდებობის პირებისა და დირექტორების მხრიდან თავისი მდგომარეობის ბოროტად გამოყენება კომპანიის აქციებთან დაკავშირებულ გარიგებების თაობაზე, ასევე, ნებისმიერი მხრიდან თაღლითობა და სხვა დარღვევა, რაც ზეგავლენას მოახდენს ინვესტორების ფართო წრეზე.

2002 წლის სარბეინს-ოკსლის კანონი. მოახდინა რა რეაგირება ბოლოდროინდელ კორპორაციული თაღლითობის შემთხვევებზე, რომელთანაც დაკავშირებული აღმოჩნდა ისეთი ცნობილი კომპანიების ხელმძღვანელები, როგორებიცაა: Enron, Arthur Andersen, WordCom და მრავალი სხვა, აშშ-ის კონგრესმა მიიღო 2002 წლის სარბეინს-ოქსლის კანონი (SOX). ეს კანონი, რომლის ტექსტს უკავია 100 გვერდზე მეტი, აღნიშნავს 1930-იანი წლებიდან დაწყებული ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობის ყველაზე მნიშვნელოვან რეფორმას.

2002 წლის სარბეინს-ოქსლის კანონი (SOX) - კანონი არეგულირებს კორპორაციული მართვის, საბუღალტრო აღრიცხვისა და აუდიტის ჩატარებას, ხელმძღვანელთა შრომის ანაზღაურების, აგრეთვე, კორპორაციული ინფორმაციის უფრო სრული და დროული წარმოდგენის საკითხებს.

2002 წლის სარბეინს-ოკსლის კანონის დებულებება ძირითადად ეხება საჯარო კომპანიებს, თუმცა, მათ გარკვეული დამოკიდებულება აქვთ კომპანიის „ინსაიდერებთან", აუდიტორებთან და იურისტებთან. ამ კანონის მთავარი პირობაა ზედამხედველობის საბჭოს დაფუძნება საჯარო კომპანიების რეგულირებისათვის, რომლებიც უზრუნველყოფს აუდიტის ჩატარებაზე დამოუკიდებელ სტანდარტებს და ახალი სტანდარტების შემოღებას. გარდა ამისა, ეს კანონი შეიცავს მოთხოვნას, რომ გენერალურმა დირექტორებმა დაამტკიცონ კომპანიის მიერ ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების საკითხთა კომისიაში (**SEC**) წარმოდგენილი საკუთარი კომპანიების ანგარიშები, ასევე, ეს კანონი ამკაცრებს პასუხისმგებლობას ფასიანი ქაღალდების შესახებ ფედეალური კანონმდებლობის დარღვევისთვის.

2002 წლის სარბეინს-ოკსლის კანონი. პრეზიდენტმა ჯორჯ ბუშმა ხელი მოაწერა ამ კანონს 2002 წლის 20 ივლისს. მთლიანობაში სარბეინს-ოკსლის კანონი მიმართულია კორპორაციული პასუხისმგებლობის გაძლიერებაზე, კომპანიის მიერ თავისი საქმიანობის შესახებ უფრო დაწვრილებითი ცნობების წარმოდგენაზე, აუდიტის ჩატარების შედეგებისა და ფინანსური ანგარიშგების გამჭვირვალობისა და ხარისხის ამაღლებაზე, აგრეთვე, ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონის დარღვევისთვის დასჯის გაძლიერებაზე და სხვ.

სარბეინს-ოკსლის კანონი აფართოებს მოთხოვნებს კორპორაციული ანგარიშმგებლობისადმი და ზრდის ასეთი ანგარიშგების უტყუარობაზე კომპანიათა პასუხისმგებლობის ზომას, აშკარა სახით კრძალავს საჯარო კომპანიების გარკვეულ მოქმედებებს, აგრეთვე, მნიშვნელოვნად აფართოებს აუდიტის ჩატარებაზე კომიტეტების უფლებამოსილებებსა და პასუხისმგებლობას. სარბეინს-ოკსლის კანონის შესაბამისად, აგრეთვე, იქმნება საბუღალტრო აღრიცხვის წარმოებაზე ზედამხედველობის ახალი ორგანო - საბუღალტრო ფირმებზე ზედამხედველობის საბჭო. ხუთი წევრისაგან შემდგარმა ამ საბჭომ უნდა განახორციელოს ზედამხედველობა საჯარო ბუღალტრიის მქონე კომპანიების საქმიანობაზე, აგრეთვე, საბუღალტრო აღრიცხვასთან დაკავშირებული საქმიანობის სხვა სახეებზე, ისეთებზე, როგორებიცაა: საბუთების და მეორე, პარტნიორის საქმიანობის შესწავლა, აუდიტის ჩატარების შესახებ ანგარიშების დამტკიცება, აგრეთვე, კონტროლის შიდა სისტემების შესახებ ანგარიშების შედგენა და შემოწმება.

სარბეინს-ოკსლის კანონი, აგრეთვე:

- ზრდის ჯარიმებს კორპორაციული თაღლითობის გამოვლენილ შემთხვევებზე და აძლიერებს იმ პირთა დაცვას, რომლებმაც ნებაყოფლობით განაცხადეს კორპორაციის მართლსაწინააღმდეგო მოქმედებების შესახებ;
- მოითხოვს ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების მათ შორის, ფინანსური ანგარიშების კომისიაში პერიოდულად წარმოდგენილი ყველა მასალის გენერალური დირექტორის, ან ფინანსური დირექტორის მიერ დამოწმებას;
- მოითხოვს შიდა კონტროლის შესახებ ანგარიშის წარმოდგენას, რომლის ჩართვა აუცილებელია კომპანიის წლიურ ანგარიშში, თანაც წლიური და კვარტალური ანგარიშები

დამოწმებულ უნდა იქნეს კომპანიის ფინანსური დირექტორის, ან გენერალური დირექტორის მიერ.

ამ ახალი მოთხოვნების შედეგად, კომპანიის ფინანსური დირექტორი და გენერალური დირექტორი უფრო მეტი ყურადღებით შეისწავლიან საკითხებს, როგორც ეს არ მომხდარა მანამდე. ყველაზე წესიერ და პუნქტუალურ ხელმძღვანელებსაც კი მოუხდებათ ახალი კანონით გათვალისწინებული ინფორმაციის დოკუმენტირებისადმი დამატებითი ზომების მიღება, ზრუნვა იმის შესახებ, რომ ყველა დაინტერესებული მხარე ღებულობდეს ადექვატურ და დამოუკიდებელ იურიდიულ მხარდაჭერასა და კონსულტაციებს, აგრეთვე, კორპორაციული კულტურის ფორმებისთვის ხელშეწყობა, რომელიც წაახალისებდა ეთიკურ ქცევას. კერძოდ, სარბეინს-ოკსლის კანონი კატეგორიულად უკრძალავს უცხო აუდიტორებს აუდიტთან დაუკავშირებელ მომსახურებათა გაწევას, ისეთებს, როგორებიცაა საბუღალტრო აღრიცხვის წარმოება, ფინანსური ინფორმაციის სისტემათა შემუშავება, ამა თუ იმ შეფასებათა გამოტანასთან დაკავშირებულ მომსახურებათა შეთავაზება, შიდა აუდიტის ჩატარებაზე მომსახურებათა გაწევა, კადრების ან საწარმოს მართვის საკითხებზე მომსახურებათა გაწევა, აგრეთვე, საინვესტიციო კონსულტანტის, ბროკერის ან იურისტის მომსახურებათა გაწევა.

სხვა მნიშვნელოვან მოთხოვნათა რიცხვს, რომლებსაც აყენებს სარბეინს-ოკსლის კანონი, მიეკუთვნება:

- როტაციის ხუთწლიანი ციკლი გარე აუდიტორებისთვის და აუდიტის ჩატარებაზე პარტნიორთა ცვლა;
- სისხლის სამართლებრივი სასჯელის გამკაცრება მასალების განადგურებისთვის, შეცვლისთვის ან ფალსიფიკაციისთვის ფედერალური გამოძიების ჩატარებასთან, გაკოტრების შესახებ საქმის წარმოებასთან და კორპორაციული აუდიტების ჩატარებასთან დაკავშირებით.

მთლიანობაში სარბეინს-ოკსლის კანონი ცვლის კორპორაციული მართვის ფუნდამენტურ აზრს: აძლიერებს SEC-ის კონტროლს; ქმნის აუდიტის კომიტეტებს და არა მენეჯმენტს, საჯარო ბუღალტრების პირველად თანამშრომლებს; მკაცრად მოითხოვს გარე აუდიტორების საქმიანობების გაჩერებას დამოუკიდებლობის გაზრდის მიზნით; აძლიერებს მენეჯმენტის ანგარიშგებას და ინფორმაციის ღიაობას რეალური ჯარიმებით.

რეგულირება ცალკეული შტატების დონეზე. ცალკეულ შტატებს გააჩნიათ ფასიანი ქაღალდების საკითხთა საკუთარი კომისიები, რომლებიც არეგულირებენ შტატის შიგნით ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასა და გაყიდვას. SEC-ის მსგავსად, ეს კომისიები მიისწრაფვიან თავიდან აიცილონ ფასიან ქაღალდების გაყიდვასთან დაკავშირებული ყველა შესაძლო თაღლითური მანიპულაცია. ცალკეული შტატების დონეზე შესაბამისი რეგულირების უზრუნველმყოფ კანონებს ეწოდებათ კანონები თაღლითობის შესახებ (ლურჯი ცის კანონები-blue sky laws). ეს სახელწოდება იმიტომ ეწოდა, რომ XX საუკუნის დასაწყისისთვის დამახასიათებელი იყო სხვადასხვა სქემები, რომლებიც ხელს უწყობდნენ ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას, იყო მხოლოდ „ლურჯი ცის ნაწილი“. შტატების კანონები იძენენ განსაკუთრებულ მნიშვნელობას, როდესაც ფასიანი ქაღალდების მთელი გამოშვება იყიდება მხოლოდ და მხოლოდ ერთი შტატის მაცხოვრებლებზე და ამიტომ არ ექვემდებარება SEC-ში შემოწმებასა და დამტკიცებას. გარდა ამისა, შტატების დონეზე მიღებულ კანონებს შეიძლება დიდი მნიშვნელობა ჰქონდეთ სხვა შემთხვევებშიც,

მაგალითად, როდესაც ფასიანი ქაღალდების გამოშვება ექვემდებარება მხოლოდ შეზღუდულ კონტროლს SEC-ის მხრიდან. სამწუხაროდ, ცალკეული შტატების დონეზე მიღებული კანონები ძალზე განსხვავდებიან თავიანთი ეფექტურობით. ზოგი შტატის კანონები ძალზე მკაცრია მაშინ, როდესაც სხვების - ძალზე ლიბერალური. ამიტომ შესაძლებელია შემთხვევები, როდესაც ფასიანი ქაღალდების განთავსების შედეგები არ შეესაბამებიან რეალურ ვითარებას.

კანონები თაღლითობის შესახებ (ლურჯი ცის კანონები-blue sky laws) *- კანონები, რომელთა მიღება ხდება შტატების დონეზე და რომლებიც არეგულირებენ ფასიანი ქაღალდების გამოშვებასა და გაყიდვას.*

ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსება

იმის ნაცვლად, რომ ახალი ფასიანი ქაღალდები გაყიდოს საჯაროდ ან კომპანიის არსებულ აქციონერებს, კორპორაციას შეუძლია მთელი გამოშვება მიყიდოს ერთ მყიდველს (როგორც წესი, ფინანსური ინსტიტუტზე ან მდიდარ ადამიანზე), ან მყიდველების ჯგუფს. გაყიდვის ამ ტიპს ეწოდება კერძო (ანუ პირდაპირი) განთავსება, რადგან კომპანია აწარმოებს მოლაპარაკებებს უშუალოდ ინვესტორებთან შესაბამისი განთავსების პირობების შესახებ, ამით თავიდან იცილებს საინვესტიციო ბანკირის ანდერრაითინგის ფუნქციას. ტერმინი ფინანსური შუამავლები, ყველაზე უკეთ აღწერს ფინანსურ დაწესებულებათა უმეტეს ტიპს, რომლებიც ახდენენ თავიანთი კაპიტალის ინვესტირებას ფასიანი ქაღალდების კერძო გამოშვებებში. ამ ჯგუფში ინვესტორების გაბატონებულ ტიპს წარმოადგენენ სადაზღვევო კომპანიები, ბანკების ტრასტული განყოფილებები და საპენსიო ფონდები. ქვემოთ ჩვენ განვიხილავთ ობლიგაციების გამოშვებების კერძო განთავსებაზე, ხოლო შემდეგ ავღწერთ რისკიანი კაპიტალის გამოყენებასთან დაკავშირებული აქციების განთავსებას.

კერძო (ანუ პირდაპირ) განთავსება *- არარეგისტრირებული ფასიანი ქაღალდების (ჩვეულებრივ - ობლიგაციების) მთელი გამოშვების მიყიდვა უშუალოდ ერთი მყიდველისთვის, ან მყიდველთა ჯგუფისთვის (როგორც წესი, ფინანსური შუამავლებისთვის).*

ფინანსური შუამავლები *- ფინანსური ინსტიტუტები, რომლებიც იღებენ ფულს დამზოგველებისაგან და თავიანთი სახელით იყენებენ სესხების გაცემისათვის და სხვა ფინანსური ინვესტიციებისათვის.*

კერძო განთავსების თავისებურებები. კერძო განთავსების ერთ-ერთ ყველაზე დიდი უპირატესობაა სისწრაფე, რომლითაც ხორციელდება გაყიდვა. საჯარო შეთავაზება აუცილებელია დარეგისტრირდეს SEC-ში, გარდა ამისა, მომზადებულ და დაბეჭდილ უნდა იქნეს ემისიის წინასწარი პროსპექტი და ემისიის პროსპექტის საბოლოო ვარიანტი, აგრეთვე, წარმოებულ უნდა იქნეს საკმაოდ ვრცელი მოლაპარაკებები. ეს ყველაფერი დროს მოითხოვს. გარდა ამისა, საჯარო გაყიდვები ყოველთვის მოიცავს რისკს დაგეგმილ დროსთან დაკავშირებით. ამავე დროს, კერძო განთავსებაზე არ ვრცელდება SEC-ში რეგისტრაციის მოთხოვნა, რადგან ითვლება, რომ ფასიანი ქაღალდების მთელი გამოშვების შესყიდვისთვის

საკმარისი კაპიტალის მფლობელი დაწესებულებებს ან პირებს თვითონ უნდა შეეძლოთ ინფორმაციის მოპოვება, რომლის გარკვევა, ჩვეულებრივ, ხდება SEC-ში რეგისტრაციის დროს. გარდა ამისა, კერძო განთავსების პირობები ყოველთვის შეიძლება შედგეს კონკრეტული მსესხებლის საჭიროების მიხედვით და დაფინანსება საკმაოდ სწრაფად განხორციელდეს. მაგრამ საჭიროა გვახსოვდეს, რომ კომპეტენტურ მსხვილ კორპორაციას, აგრეთვე, შეუძლიათ საკმაოდ სწრაფად გავიდეს ფასიანი ქაღალდების ღია ბაზარზე შეზღუდული ქაღალდების რეზერვული რეგისტრაციით.

რადგან სავალო ვალდებულებების კერძო განთავსებისთვის საჭიროა მოლაპარაკებების წარმოება, ბაზარზე გასვლის ზუსტი დროის გრაფიკის შემუშავება არ წარმოადგენს მნიშვნელოვან პრობლემას. ის გარემოება, რომ ამ შემთხვევაში გვიხდება საქმის დაჭერა მხოლოდ ერთ ინვესტორთან ან ინვესტორების მცირე ჯგუფთან, აღმოჩნდება მიმზიდველი, თუ შემდგომში გვიხდება გამოშვების ამა თუ იმ პირობის შეცვლა. რამდენადმე უფრო მარტივია საქმის დაჭერა ერთ ინვესტორთან ან ინვესტორების მცირე ჯგუფთან, ვიდრე ფასიანი ქაღალდების მრავალ მფლობელთან.

სავალო ვალდებულებათა კერძო განთავსების კიდევ ერთ უპირატესობას წარმოადგენს ის, რომ ფაქტიური სესხება ამ შემთხვევაში სულაც არ არის აუცილებელი. კომპანიას შეუძლია შეთანხმების დადება, რომლის შესაბამისად ის ღებულობს უფლებას ისესხოს ფიქსირებული თანხა დროის გარკვეული პერიოდის განმავლობაში. ამ შეთანხმებისთვის მსესხებელი იხდის გარკვეულ საკომისიოს სესხის მიცემის ვალდებულებისთვის, რომელსაც საკუთარ თავზე იღებს კრედიტორი. შეთანხმების ასეთი ტიპი უზრუნველყოფს კომპანიისთვის საჭირო მოქნილობას, აძლევს რა მას შესაძლებლობას აიღოს ფული მხოლოდ რეალური საჭიროების შემთხვევაში. გარდა ამისა, რადგან არ არის საჭირო კერძო განთავსების რეგისტრირება SEC-ში, არ არის აუცილებლობა კომპანიამ გაამჟღავნოს ინფორმაცია, რომლის საიდუმლოდ შენახვას ის ამჯობინებს მაგალითად, როგორიცაა ნედლეული მასალების წყაროები, უნიკალური საწარმოო პროცესი ან კომპანიის ხელმძღვანელების ხელფასი.

განვითარება ბაზარზე. ყიდის რა ახალ ობლიგაციებს, კორპორაცია-ემიტენტს შეუძლია მკვეთრად შეცვალოს თავისი კაპიტალის სტრუქტურა და შედეგად არსებითად გაზარდოს თავისი სავალო შემადგენელი. ყველა ადრე გამოშვებული ობლიგაცია ხდება ნაკლებად გადახდისუნარიანი და ეცემა მისი ფასი. ზოგადად კი, ეს შემთხვევითი რისკია - ფინანსური ლევერეჯის ზრდასთან დაკავშირებული გადახდისუნარიანობის ვარდნა - კომპანიის ადრე გამოშვებული ობლიგაციების მფლობელებს არ ძალუძთ კანონიერი გზით თავიდან აცილება. მაგრამ კერძო განთავების დროს ასეთ შემთხვევით რისკს შეიძლება იყოს აცილებული, თუ ყურადღებით შეისწავლიან ხელშეკრულების დაცვით დებულებებს. თუ მოხდება ასეთი დებულებების შემუშავება, კორპორაციის კაპიტალის სტრუქტურაში მოხდება არსებითი ცვლილება, მაშინ ობლიგაციები გახდება მაშინვე შემოსავლიანი თავიანთი ნომინალური ღირებულების მიხედვით. ამრიგად, 1980-იანი წლებიდან დაწყებული, დახურულმა გაყიდვამ შეიძინა მნიშვნელობა, რადგან კრედიტორები დაცულები ხდებიან საწინააღმდეგო ზეგავლენისაგან, რაც გამოწვეულია ფართო გავრცელებული რესტრუქტურიზაციით.

ინსტიტუციონალური ინვესტორებისთვის კიდევ ერთი უპირატესობა მდგომარეობს იმაში, რომ **SEC** (144a წესის შესაბამისად) ახლა ნებას რთავს მათ მოახდინონ კერძო განთავსების დროს შეძენილი ფასიანი ქაღალდების გადაყიდვა სხვა მსხვილ დაწესებულებებზე. ამრიგად, აშშ-სა კომპანიებს, ისევე, როგორც უცხოურ კომპანიებს შეუძლიათ გამოუშვან ამ ბაზარზე აქციები და ობლიგაციები ღია ბაზარზე აუცილებელი რეგისტრაციის პროცედურების გარეშე. შემდეგ კვალიფიციურ ინსტიტუციონალურ მყიდველებს **(QIB)** შეუძლიათ გაყიდონ ფასიანი ქაღალდები სხვა კვალიფიციური ინსტიტუციონალური მყიდველებზე ნებისმიერი ფლობის პერიოდის გარეშე, ამავე დროს კომპანია-ემიტენტი და ფასიანი ქაღალდების მფლობელი თავს აღწევენ **SEC**-ის მხრიდან რაიმე დამატებით რეგულირებას. შედეგად ბაზარი ფართოვდება და ხდება უფრო ლიკვიდური.

შემთხვევითი რისკი *- რისკი იმისა, რომ არსებულ ვალზე გადახდისუნარიანობა შემცირდება დამატებითი სავალო ფასიანი ქაღალდების ემისიის შედეგად ჩვეულებრივ, კორპორაციულ რესტრუქტურიზაციასთან დაკავშირებით.*

კერძო განთავსება სარეგისტრაციო წესებით. კერძო განთავსება სარეგისტრაციო წესებით – ეს სიახლეა ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსების კარგად ცნობილ ვარიანტში. ის მოიცავს სტანდარტულ კერძო განთავსებას ხელშეკრულების შედგენით, რომელიც მოითხოვს, რომ კომპანია-ემიტენტმა დაარეგისტრიროს თავისი ფასიანი ქაღალდები **SEC**-ში ღია ბაზარზე შესაძლო გადაყიდვისთვის. დროის ჩარჩო ტიპიურად არის 30 დღე, თუმცა ზოგიერთ კომპანია-ემიტენტს რეგისტრაციისათვის ეძლევა ნახევარი წლიდან ერთ წლამდე. სარეგისტრაციო უფლებების არსებობისას მყიდველებს პრაქტიკულად აქვთ იმის გარანტიები, რომ რამდენიმე თვის შემდეგ ისინი გახდებიან მაღალლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების მფლობელები, რომლებსაც თავისუფლად შეეძლებათ მიმოქცევა ღია ბაზარზე. თუ კომპანია-ემიტენტი ვერ ახერხებს ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაციისათვის გათვალისწინებულ ვადებში ჩატევას, მან უნდა გადაიხადოს გარკვეული საჯარიმო პროცენტები. ასეთი მიდგომის კიდევ ერთი სახესხვაობა გულისხმობს კომპანია-ემიტენტის თანხმობას გაცვალოს კერძო სახით განთავსებული ფასიანი ქაღალდები რეგისტრირებულ ფასიან ქაღალდებზე, რომლებიც გამოშვებულ უნდა იქნეს უახლოეს მომავალში. ამ რეგისტრირებული ფასიანი ქაღალდების ძირითადი მახასიათებლები უნდა იყოს ისეთივე, როგორც თავდაპირველად გაყიდულ ფასიან ქაღალდებში. რა უპირატესობებით სარგებლობს ამ დროს კომპანია-ემიტენტი? კომპანია-ემიტენტი იღებს ფასიანი ქაღალდების გაყიდვიდან შემოსავალს დაუყონებლივ, ასევე, იღებს დამატებით დროს რეგისტრაციის დეტალების შემუშავებისთვის და აქვს დაბალი დანახარჯები პროცენტების გადახდაზე, ვიდრე რეგისტრაციის არარსებობისას.

პირველადი დაფინანსება

კომპანია ჩამოყალიბების შემდეგ, ბუნებრივია, საჭიროებს დაფინანსებას. ხშირად საწყისი ინვესტიციების, ე.ი. თავდაპირველი დაფინანსების წყაროდ გამოდიან კომპანიის დამფუძნებლები, აგრეთვე, მათი ოჯახები და მეგობრები. ზოგიერთი კომპანიისთვის ეს

სახსრები სავსებით საკმარისია, ახდენენ რა მთელი მომავალი მოგების რეინვესტირებას, ისინი უკვე არ საჭიროებენ გარედან მიღებულ დაფინანსებას აქციათა გამოშვების ხარჯზე. ზოგიერთი კომპანიებისთვის, კი პირიქით, აუცილებელია დამატებითი გარე დაფინანსება.

ვენჩურული (სარისკო) კაპიტალი. ვენჩურული (სარისკო) კაპიტალი წარმოადგენს ახალ საწარმოში ინვესტირებულ ფულად სახსრებს. ვენჩერული კაპიტალის ძირითადი წყაროებია დამოუკიდებელი ინვესტორები და ფინანსური დაწესებულებები. ზოგჯერ გამოიყენება ობლიგაციები, მაგრამ ყველაზე ხშირად გამოიყენება ჩვეულებრივი აქციები. თავდაპირველად ხდება თითქმის ყოველთვის ამ აქციათა კერძო სახით განთავსება. 1933 წლის კანონის 144ა წესი ამჟამად მოითხოვს, რომ ახლად გამოცემული, კერძოდ გაყიდული ფასიანი ქაღალდები მფლობელობაში არსებობდეს არანაკლებ ორი წელი ან დარეგისტრირდეს ხელახალ გაყიდვამდე შეზღუდვების გარეშე. შეზღუდული რაოდენობები შეიძლება გადაყიდულ იქნეს მათი გამოშვებიდან ერთი წლის შემდეგ. ამ წესის მიზანია „გამოუცდელი“ ინვესტორების დაცვა არასაიმედო ფასიანი ქაღალდების შესყიდვისაგან. შედეგად, ამ ფასიან ქაღალდებში ინვესტორებს არ აქვთ ლიკვიდურობა დროის განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში. კერძო სახით განთავსებულ ფასიანი ქაღალდების, ე.წ. ბირჟაზე დაურეგისტრირებელ აქციების მყიდველებს შეიძლება მხოლოდ იმის იმედი ჰქონდეთ, რომ შესაბამისი კომპანია დროთა განმავლობაში განვითარებდება და ხუთი ან მეტის წლის შემდეგ იმდენად მსხვილი და მომგებიანი აღმოჩნდება, რომ შეძლებს თავისი ფასიანი ქაღალდების დარეგისტრირებასა და ღია ბაზარზე მათ გაყიდვას (შენიშვნა. მაგრამ **SEC** 144ა წესის შესაბამისად, ბირჟაზე დაურეგისტრირებელი აქციები შეიძლება გადაყიდულ იქნეს კვალიფიციურ ინსტიტუციონალურ მყიდველებზე, არ დაელოდებიან რა შენახვის განსაზღვრული პერიოდის დასრულებას).

ბირჟაზე დაურეგისტრირებელი აქციები - კერძო სახით განთავსებული ჩვეულებრივი აქციები, რომელთა დაუყოვნებლივ გადაყიდვა არ შეიძლება.

ფასიანი ქაღალდების თავდაპირველი შეთავაზება. თუ ახალი საწარმო აღმოჩნდება წარმატებული, მის მფლობელებს შეიძლება გაუჩნდეთ თავიანთი კომპანიის „გამჭირვალობის უზრუნველყოფის“ სურვილი, ჩვეულებრივი აქციების აუთსაიდერებზე გაყიდვით. ხშირად ეს სურვილი მოდის ვენჩურული კაპიტალის მომწოდებლებიდან, რომლებიც ცდილობენ მიიღონ ფულადი მოგება თავიანთ ინვესტიციებზე. ასევე, იყო შემთხვევები, როდესაც დამფუძნებლებს უბრალოდ სურთ ღირებულების ან ლიკვიდურობის შექმნა თავიანთი ჩვეულებრივი აქციებისათვის. მათი მოტივაციის მიუხედავად, მფლობელებმა შეუძლიათ მიიღონ გადაწყვეტილება გარდაქმნან თავიანთი კომპანია საჯარო სააქციო საზოგადოებად. სხვათაშორის, ამ მხრივ არის გამონაკლისები ამ წესებიდან: ზოგიერთი მსხვილი და მნიშვნელოვანი წარმატებების მომპოვებელი კომპანია უპირატესობას ანიჭებს კერძო საკუთრებაში დარჩენას. მაგალითად, **Bechtel Corporation** – მსოფლიოში ერთ-ერთი უმსხვილესი სამშენებლო კომპანია, მაგრამ მისი ჩვეულებრივი აქციები არის კერძო საკუთრებაში.

ფასიანი ქაღალდების თავდაპირველი შეთავაზება (IPO) - ღია გაყიდვისთვის კომპანიის მიერ თავისი ჩვეულებრივი აქციების პირველად გამოტანა.

ფასიანი ქაღალდების თავდაპირველი შეთავაზება (IPO) ხორციელდება ანდერრაიტერების საშუალებით. IPO შემთხვევაში, რადგან კომპანიის ჩვეულებრივი აქციები ჯერ კიდევ არასდროს არ გაყიდულა ღია ბაზარზე, არ არსებობს აქციის ფასის დასადგენად რაიმე „ათვლის წერტილი", ანუ ეტალონი არ არსებობს. მაშასადამე, ამ შემთხვევაში არსებობს ფასის მეტად გაურკვეველი მდგომარეობა, ვიდრე მაშინ, როდესაც საჯარო კომპანია ყიდის დამატებით ჩვეულებრივ აქციებს. ემპირიული კვლევის შედეგები მიუთითებენ იმაზე, რომ IPO-ს დროს გაყიდვა ხდება მნიშვნელოვანი ფასდაკლებით (15%-ზე მეტი), რომლებიც, საბოლოო ჯამში, ყალიბდება მათ მეორად ბაზარზე. ამიტომ კორპორაციის აქციების თავდაპირველი შეთავაზება უნდა შეფასდეს იმაზე არსებითად ნაკლებად, რასაც ვარაუდობს ხელმძღვანელობა, რომელიც, რა თქმა უნდა, გამოდის ამ ფასიანი ქაღალდების ნამდვილი ღირებულებიდან. მოცემული სხვაობა წარმოადგენს საფასურს საჯარო ბაზარზე გასასვლელად. საჯარო გაყიდვისთვის ნებისმიერი შემდგომი შეფასება უკვე არ იქნება ამდენად დაბალი ფასი, რადგან ფასის „ეტალონი" უკვე არსებობს და ამგვარად ფასების ნაკლები გაურკვევლობა იქნება.

სიგნალის მიწოდების ეფექტი

როდესაც საჯარო სააქციო საზოგადოება აცხადებს ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შესახებ, შეიძლება წარმოიშვას ინფორმაციული ეფექტი, რომელიც იწვევს ბაზრის გარკვეულ რეაქციას. რიგ კვლევებში სპეციალისტებმა გამოავლინეს კონვერტირებადი ფასიანი ქაღალდების, ან ჩვეულებრივი აქციების გამოშვებაზე აქციების კურსის უარყოფითი რეაქცია ანუ „არანორმალური შემოსავლები". პრივილეგირებული აქციებისა და უზრუნველყოფით დაუფარავი ობლიგაციების ემისიის მიმართ კომპანიების განცხადებები, როგორც წესი, არ ავლენენ სტატისტიკურად მნიშვნელოვან ზეგავლენას.

მომავალი ფულადი ნაკადების მოლოდინი. ამ მოვლენას განმარტებისათვის შეიძლება მოვუძებნოთ რამდენიმე ახსნა-განმარტება. ერთის მხრივ, განცხადებამ შეიძლება ინვესტორებს მისცეს გარკვეული ინფორმაცია ფულადი ნაკადების შესახებ, რომლებსაც ელოდებიან მომავალში. როდესაც კომპანია აცხადებს აქციების გამოშვების შესახებ, ეს ნიშნავს, რომ ამგვარად მოზიდული კაპიტალი მიმართული იქნება ერთი ან მეტი მიზნისთვის, მაგალითად, ინვესტიცია აქტივებში, ვალის შემცირება, აქციების გამოსყიდვა ან დივიდენდების ზრდა, ან მოსალოდნელზე დაბალი ოპერაციული ფულადი ნაკადების ანაზღაურება, რაც შეიძლება ასოცირდებოდეს, როგორც ცუდი სიახლე და აქციების ფასმა შესაძლოა დაიკლოს.

ასიმეტრული ინფორმაცია. ზემოქმედების მეორე ტიპი დაკავშირებულია ინფორმაციის „ასიმეტრიასთან", რომელსაც ფლობენ ინვესტორები და კომპანიის ხელმძღვანელები. ეს ნიშნავს იმას, რომ კომპანიის ფასიანი ქაღალდების პოტენციურ ინვესტორებს აქვთ მენეჯერებზე ნაკლები ინფორმაცია და მენეჯერების ცდილობენ ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას, როდესაც ბაზრის მიერ კომპანიის ღირებულების შეფასება არის შეფასებაზე მაღალი. ეს განსაკუთრებით ეხება ჩვეულებრივ აქციებს, როდესაც ინვესტორებს აქვთ

მხოლოდ ნარჩენი მოთხოვნა კომპანიის აქტივებსა და მოგებაზე. რადგან ახალი ფასიანი ქაღალდების შეთავაზება გავლენას ახდენს კომპანიის ფულად ნაკადებზე, ასიმეტრიული ინფორმაციის ზეგავლენა არის რთული დასალაგებელი ახალი გამოცემების შესახებ მონაცემების საფუძველზე.

როდესაც ხდება ერთი ფასიანი ქაღალდის მეორეზე გაცვლა, ეს ზეგავლენას არ ახდენს ოპერაციულ ფულად ნაკადებზე. თუ ფასიანი ქაღალდების გაცვლის შეთავაზებების ემპირიული კვლევის შედეგები იყოფა ჯგუფებად, რომლებიც ზრდიან და ამცირებენ ფინანსურ ლევერეჯს, შეიძლება მივიდეთ ძალზე საინტერესო დასკვნებამდე. ფინანსური ლევერეჯის გამზრდელ ტრანზაქციებს თან ახლავს აქციების შემოსავლიანობის დადებითი გადახრები ვაჭრობის გამოცხადებამდე ორი დღით ადრე. ფინანსური ლევერეჯის შემამცირებელ ტრანზაქციებს თან ახლავს აქციების შემოსავლიანობის უარყოფითი გადახრები. ეს ეფექტები აღმოჩნდება ყველაზე მნიშვნელოვანი ტიპის – „სავალო ვალდებულებები ჩვეულებრივ აქციებზე“ გაცვლისათვის (შემოსავლიანობის დადებითი გადახრები) და „ჩვეულებრივი აქციები სავალო ვალდებულებებზე“ გაცვლის (შემოსავლიანობის უარყოფითი გადახრები) შემთხვევაში. ამრიგად, პრაქტიკა ადასტურებს ასიმეტრიული ინფორმაციის ეფექტის არსებობას. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, მენეჯერები ამჯობინებენ გამოუშვან სავალო ვალდებულებები, თუ თვლიან, რომ ბაზარზე მათი ჩვეულებრივი აქციების ფასი შემცირებულია, ხოლო ჩვეულებრივი აქციები – თუ თვლიან, რომ მათი ფასი გაზრდილია.

ვაჯამებთ რა ნათქვამს, უნდა აღინიშნოს, რომ ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას, აგრეთვე, გაცვლის შესახებ შემოთავაზებებს გააჩნიათ აქციათა ფასზე ზეგავლენის მომხდენი გარკვეული საინფორმაციო ეფექტი. ღებულობს რა გადაწყვეტილებას ფასიანი ქაღალდების გამოშვების შესახებ, ფინანსურმა ხელმძღვანელმა უნდა გაითვალისწინოს ეს პოტენციური ზეგავლენები.

ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი

არსებული ობლიგაციებისა და აქციების ყიდვა-გაყიდვა ხდება მეორად ბაზარზე. ამ ბაზარზე ტრანზაქციები კომპანიებს არ აძლევს დამატებით ფულად სახსრებს ახალი ქარხნების ან მოწყობილობის შესაძენად. თუმცა, მეორადი ბაზრის არსებობა ზრდის მიმოქცევაში უკვე არსებული ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობას. რომ არა გაზრდილი ლიკვიდურობა, მაშინ ახალი ფასიანი ქაღალდების გამომშვებ კომპანიებს მოუწევდათ მაღალი მოგების გადახდა, რადგან ინვესტორებისთვის ძნელი იქნებოდა ბაზრის მოძიება მათი აქციების და ობლიგაციების ხელახლა გასაყიდად. ამრიგად, არსებული ფასიანი ქაღალდების მუდმივი ყიდვა-გაყიდვა ძალზე მნიშვნელოვანია გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზრის ეფექტიანი ფუნქციონირებისთვის.

გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი შედგება ორგანიზაციული ბირჟებისაგან, ისეთებისაგან, როგორებიცაა: ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟა, ამერიკის საფონდო ბირჟა და ნიუ-იორკის ობლიგაციათა ბირჟა. გარდა ამისა, ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო ბაზარი (OTC) წარმოადგენს ბირჟაზე დაურეგისტრირებელი ობლიგაციებისა და აქციების, აგრეთვე, ზოგიერთი რეგისტრირებული ფასიანი ქაღალდის მეორადი ბაზრის ნაწილს. ფასიანი ქაღალდების არასაბირჟო ბაზარი მოიცავს ბროკერებსა და ლიდერებს, რომლებიც

მზად არიან კოტირებული ფასების მიხედვით ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვისთვის. კორპორაციული ობლიგაციების დიდი რაოდენობისა და აქციების მზარდი რაოდენობის ყიდვა-გაყიდვა ხდება OTC-ს ბაზარზე. გარდა ამისა, როგორც ადრე იყო ნაჩვენები, **SEC** 144ა წესი საშუალებას აძლევს კვალიფიცირებულ ინსტიტუციონალურ მყიდველებს გაყიდონ კერძოდ გაყიდული ფასიანი ქაღალდები თავად.

საკონტროლო კითხვები

1. რაში მდგომარეობს სხვაობა ფასიანი ქაღალდების ღია და კერძო განთავსებას შორის?
2. რითი განსხვავდება ტრადიციული ანდერრაითინგი (საკუთარ თავზე მყარი ვალდებულებების აღება) სარეზერვო რეგისტრაციისგან?
3. ითვლება, რომ ფასიანი ქაღალდების განთავსება „უდიდესი ძალისხმევის“ პრინციპით ემიტენტს ტრადიციულ ანდერრაითინგზე (საკუთარ თავზე მყარი ვალდებულებების აღება) უფრო „იაფი“ უჯდება. ასეთ შემთხვევაში კომპანიების უმრავლესობა რატომ ახდენს ამ გარემოების იგნორირებას?
4. ცდილობს რა ახალი ობლიგაციების გამოშვებას, კომპანიის ხელმძღვანელობას შეუძლია მიიღოს მათი გაყიდვის გადაწყვეტილება კერძო ან ღია განთავსების გზით. შეაფასეთ ორივე ვარიანტი.
5. ემისიის ოდენობასა და განთავსების დანახარჯებს შორის არსებობს უკუპროპორციული დამოკიდებულება. განმარტეთ ასეთი დამოკიდებულების ეკონომიკური მიზეზები.
6. უნდა მოვთხოვოთ თუ არა აქციაზე უპირატესი უფლება ყველა კომპანიას, რომლებიც უშვებენ ჩვეულებრივ აქციებში კონვერტირებულ ფასიან ქაღალდებს, ან ჩვეულებრივ აქციებს?
7. მრავალი მსხვილი ამერიკული კორპორაცია წარსულში ფართოდ იყენებდა სერთიფიკატ-უფლებების განთავსების მეთოდს. თქვენი აზრით, რატომ წყვეტდნენ ეს კორპორაციები ფულადი სახსრების მოზიდვას სწორედ ასეთი ხერხით და არა აქციების ღია განთავსების გზით, განსაკუთრებით იმის გათვალისწინებით, რომ სერთიფიკატ-უფლებების ძალზე მნიშვნელოვანი პროცენტი (2%-დან 5%-მდე), როგორც წესი, გამოუყენებელი რჩება?
8. რა როლს თამაშობს გამოწერის ფასი სერთიფიკატ-უფლებათა განთავსებაში?
9. განმარტეთ აქციების დამატებითი შეძენის პრივილეგიები და სარეზერვო შეთანხმება. რა არის მათი გამოყენების მიზეზი? თქვენი აზრით, ამ მეთოდებიდან რომელი გამოიყენება ყველაზე ხშირად?
10. დაასახელეთ ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაზე ზედამხედველობის განმახორციელებელი მთავარი მარეგულირებელი ორგანო. როგორია მისი ფუნქცია?
11. თქვენი აზრით, ქვემოთ ჩამოთვლილი კომპანიებიდან რომელი გამოიყენებს გრძელვადიანი სავალო ვალდებულებების კერძო (და არა ღია) განთავსებას?
    ა. ელექტრონული კომპანია, რომელიც ემსახურება ჩიკაგოს.
    ბ. ელექრონული კომპონენტების მწარმოებელი გაყიდვების წლიური მოცულობით – 13 მლნ.$.
    გ. ნავთობის კომპანიების კონსორციუმი არქტიკაში ნავთობის საბადოების ძებნის დასაფინანსებლად.

დ. კომპანია, რომელიც დაკავებულია ჩოგურთის ფეხსაცმლის აღდგენითა და ემსახურება ჩრდილოეთ კალიფორნიას.

12. ზოგად შემთხვევაში სავალო ვალდებულებების გამოშვების კერძო განთავსების დანახარჯები როგორ განსხვავდებიან ტრადიციული ანდერრაითინგის (საკუთარ თავზე მყარი ვალდებულებების აღება) დანახარჯებისაგან?
13. შეამცირა თუ არა კერძო განთავსების მნიშვნელობა სარეზერვო რეგისტრაციის ფართო წვდომამ? რატომ?
14. რა არის ფასიანი ქაღალდების კერძო განთავსება
15. დაახასიათეთ კერძო განთავსების თავისებურებები
16. რისი მიღების იმედი აქვს ახალ საწარმოში ინვესტიციებიდან ვენჩურული (სარისკო) კაპიტალის მფლობელს? რამდენად ლიკვიდურია ეს ინვესტიციები?
17. დაახასიათეთ სიგნალის მიწოდების ეფექტი

ამოცანები

1. კომპანიის აქციები იყიდება ცალი 150$-ად. კომპანია უშვებს სერთიფიკატ-უფლებებს, რომლებიც საშუალებას აძლევენ მის აქციონერებს გამოეწერათ დამატებითი აქციები გამოსაწერ ფასად თითოეულ აქციაზე 125$ (ამ აქციონერთან თითოეულ დამატებით აქციაზე ცხრა უფლების არსებობისას). გამოითვალეთ შემდეგი ელემენტები:
   ა. სერთიფიკატ-უფლების თეორიული ღირებულება, თუ აქციების შესყიდვა ხდება „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე“ თარიღის დადგომამდე;
   ბ. ერთი აქციის თეორიული ღირებულება, თუ აქციების შესყიდვა ხდება „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე“ თარიღის დადგომის შემდეგ;
   გ. სერთიფიკატ-უფლების თეორიული ღირებულება, თუ აქციების შესყიდვა ხდება „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე“ თარიღის დადგომის შემდეგ, ხოლო აქციათა ფაქტიური საბაზრო ფასი აღწევს 143 დოლარს თითოეულზე.
2. კომპანიამ უნდა გააკეთოს არჩევანი ერთ-ერთ სადაზღვევო კომპანიაში საშუალო-ვადიანი ობლიგაციების (კერძო განთავსებასა და მათ ღია განთავსებას შორის. ორივე შემთხვევაში ფულადი სახსრების საჭირო მოცულობა შეადგენს 6 მლნ.$-ს 6 წელიწადში ვალის ძირითადი თანხის გადაუხდელად ფასიანი ქაღალდების დაფარვის საბოლოო ვადის დადგომამდე. ღია განთავსების შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთი იქნება 15%-ის ტოლი, ხოლო გამოსაწერი ფასდაკლება – 10$ ერთ ფასიან ქაღალდზე, თანაც ფასიანი ქაღალდის ფასი ღია გაყიდვაში იქნება 1000$ერთეულზე. იმისათვის, რომ მიიღოს მოგება 6 მლნ.$ ოდენობით, კომპანიას დასჭირდება გარკვეულ რაოდენობის დამატებითი ფასიანი ქაღალდების გამოშვება გამოსაწერი ფასდაკლების კომპენსაციის მიზნით. ღია განთავსების შემთხვევაში იურიდიული დანახარჯები, გამოშვების და სხვა საწყისი დანახარჯები შეადგენენ 195 000$-ს. კერძო განთავსების შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთი იქნება 15,5%-ის ტოლი, ხოლო საწყისი დანახარჯები იქნება მხოლოდ 20 000$.
   ა. მეთოდებიდან რომელი ხასიათდება ყველაზე მაღალი ერთობლივი დანახარჯებით ექვსი წლის შემდეგ, თუ არ გავითვალისწინებთ დროში ფულის ღირებულების ცვლილებას?

ბ. განიხილეთ ვარიანტი, როდესაც დაფარვის ვადა შეადგენს 12 წელს (ყველა სხვა მაჩვენებელი უცვლელი რჩება).

3. მომდევნო ორი წლის განმავლობაში კომპანიას სჭირდება ობლიგაციების საშუალებით 1.8 მლრდ.$. (ნომინალური ღირებულება) სასესხო საშუალებების მოზიდვა. თუკი ის გამოიყენებდა ტრადიციულ ანდერრაითინგს (საკუთარ თავზე მყარი ვალდებულებების აღება), მაშინ მას შეიძლებოდა ჰქონოდა ექვსი გამოწერის იმედი ორწლიანი პერიოდის განმავლობაში. ანდერრაითერის ფასდაკლება სავარაუდოდ იქნებოდა თითოეულ ობლიგაციაზე 7.50$, ხოლო სხვადასხვა ნაღდი ფულით გადასახდელები 350 000$ ანდერრაითინგის თითოეულ შემთხვევაზე. სარეზერვო რეგისტრაციის გამოყენების დროს მიწოდების საშუალო ოდენობა იქნებოდა 75 მლნ.$ ტოლი. ამ შემთხვევაში ფასდაკლება ფასდება 3$ ერთ ობლიგაციაზე, თანაც მოსალოდნელია, რომ კომპანიის ნაღდი ფულით დანახარჯი მიაღწევენ 40 000$-ს თითოეულ გამოშვებაზე.
   ა. თუ არ გავითვალისწინებთ დანახარჯებს პროცენტების გადახდასა და დროში ფულის ღირებულების ცვლილებაზე, როგორი იქნება განთავსების ერთობლივი აბსოლუტური დანახარჯები მომდევნო ორი წლის განმავლობაში ფასიანი ქაღალდების განსათავსებლად, ჯერ ერთი, ანდერრაითინგის ტრადიციული მეთოდის, მეორეც, სარეზერვო რეგისტრაციის მეთოდის გამოყენების შემთხვევაში?
   ბ. ამ მეთოდებიდან რომელი უზრუნველყოფს ნაკლებ ერთობლივ დანახარჯებს?

4. სამხატვრო სკოლას განზრახული აქვს გამოუშვას _ პრივილეგირებული გამოწერის გზით _ 200 000 ჩვეულებრივი აქცია, თითოეული _ 40$-ად. ამ სკოლის ბრუნვაში უკვე არსებული (და შესაბამისი უფლებების უზრუნველმყოფი) 800 000 აქციის საბაზრო ფასი უტოლდება 50$-ს ერთ აქციაზე.
   ა. გამოითვალეთ სერთიფიკატ-უფლებათა რაოდენობა, რომელიც საჭიროა, რათა შესყიდულ იქნეს ერთი აქცია 40$-ად.
   ბ. გამოითვალეთ სერთიფიკატ-უფლების ღირებულება.
   გ. გამოითვალეთ აქციის ღირებულება „სერთიფიკატ-უფლებათა გარეშე" თარიღის დადგომის შემდეგ.

5. კომპანიის აქციები იყიდება 50$-ად თითოეული. კომპანიას სურს გამოუშვას უფლებები, რომლებიც საშუალებას აძლევენ მის აქციონერებს გამოიწერონ დამატებითი აქციები, თითოეული 40$-ად (ამ აქციონერთან თითოეულ დამატებით აქციაზე ხუთი უფლების არსებობისას).
   ა. როგორია უფლების თეორიული ღირებულება, თუ აქციების შესყიდვა ხდება „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე" თარიღის დადგომამდე?
   ბ. როგორია ერთი აქციის თეორიული ღირებულება „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე" თარიღის დადგომის შემდეგ?
   გ. როგორია უფლების თეორიული ღირებულება, თუ აქციები იყიდება „სერთიფიკატ-უფლებების გარეშე" თარიღის დადგომის შემდეგ, თითოეულ აქციაზე 50$-ის ფასად?

10 თავი

დივიდენდური პოლიტიკა

ამ თავში თქვენ გაეცნობით:

- აქტიურ და პასიურ დივიდენდურ პოლიტიკას
- ფაქტორებს, რომლებიც გავლენას ახდენენ კომპანიის დივიდენდების დაგროვების და გადახდის პოლიტიკაზე
- დივიდენდების სტაბილურობის შეფასებას
- ფულად დივიდენდებს
- დივიდენდებს აქციების სახით, გაყოფილ და კონსოლიდირებულ აქციებს
- აქციების გამოსყიდვის მეთოდს, როგორც დივიდენდური პოლიტიკის ნაწილს
- დივიდენდების რეინვესტირების გეგმებს

დივიდენდური პოლიტიკა არის ფინანსირების სფეროში კომპანიის ხელმძღვანელობის გადაწყვეტილებების განუყოფელი ნაწილი. დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტზეა დამოკიდებული მოგების სიდიდე, რომელიც შეიძლება დარჩეს კომპანიაში, როგორც ბიზნესის დაფინანსების წყარო. თუმცა, რაც მეტი მიმდინარე შემოსავლებია მიმართული კომპანიის განვითარებისკენ, მით ნაკლები ფული რჩება მიმდინარე დივიდენდების გასაცემად. ამრიგად, კომპანიის დივიდენდური პოლიტიკის უმთავრესი ასპექტი მდგომარეობს მოგების ოპტიმალურ განაწილებაში დივიდენდურ გადასახდელებსა და კომპანიის განვითარებისათვის დატოვებულ ფულს შორის. თუმცა, არანაკლებ მნიშვნელოვანია სხვა საკითხებიც, რომელიც ეხება კომპანიის საერთო დივიდენდურ პოლიტიკას: სამართლებრივი, ლიკვიდურობისა და კონტროლის საკითხები; დივიდენდის სტაბილურობა; დივიდენდები გადახდილი აქციების სახით; აქციების გამოსყიდვა და ადმინისტრაციული შეხედულებები.

დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტი – *წლიურ მოგებაზე გაყოფილი წლიური ფულადი დივიდენდები (ან, სხვაგვარად, დივიდენდები ერთ აქციაზე გაყოფილი ერთი აქციის მოგებაზე). ეს კოეფიციენტი მიუთითებს ერთ აქციაზე მოგების რა წილი იქნება გაცემული დივიდენდების სახით.*

აქტიური და პასიური დივიდენდური პოლიტიკა

დივიდენდები, როგორც პასიური ნარჩენი. უპირველეს ყოვლისა, ჩვენს ყურადღებას შევაჩერებთ საკითხზე, რომელიც შედგება ორი ნაწილისაგან: შეუძლია თუ არა ფულადი დივიდენდების გადახდებს ზეგავლენა მოახდინონ აქციონერის კეთილდღეობაზე, თუ კი, მაშინ ზუსტად დივიდენდების გადახდების რა კოეფიციენტია საჭირო იმისათვის, რომ აქციონერის კეთილდღეობა იყოს მაქსიმუმი. იმ შემთხვევაში, როცა ჩვენ შევისწავლეთ ფინანსური ლევერეჯის გავლენა, ასევე ვვარაუდობთ, რომ საქმიანი რისკი რჩება უცვლელი. იმისათვის რომ გავარკვიოთ დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტი ნამდვილად მოქმედებს თუ არა აქციონერთა კეთილდღეობაზე, აუცილებელია, უპირველეს ყოვლისა, გავაანალიზოთ კომპანიის დივიდენდური პოლიტიკა, კერძოდ, დაფინანსების შესახებ, რომელიც ეხება მოგებას კომპანიის განვითარებისათვის. ყოველთვის კომპანიის ხელმძღვანელობას უწევს გადაწყვეტილების მიღება, დატოვოს მთელი მოგება კომპანიაში თუ გადაანაწილოს მისი ნაწილი (ან მთლიანი მოგება) აქციონერებზე დივიდენდების სახით. როცა საქმე ეხება საინვესტიციო პროექტებს, რომლებიც უზრუნველყოფენ შემოსავალს, და თუ ის ჩვეულებრივ შემოსავალს აჭარბებს (მაგ.: პროექტები დადებითი NPN ნიშნით), მაშინ კომპანია ასეთი პროექტების დასაფინანსებლად გამოიყენებს მთელ მოგებას, პლიუს თანხებს, რომლებსაც მოიზიდავს ახალი ობლიგაციების გამოშვებით, რითაც საკუთარ კაპიტალს გაზრდის. თუ ყველა მისაღები საინვესტიციო პროექტების დაფინანსების შემდეგ, კომპანიას დარჩება რაიმე მოგება, ის შეიძლება გაანაწილოს აქციონერებზე ფულადი დივიდენდების სახით. თუ მოგება არ იქნება, არ იქნება არც დივიდენდები. თუ კი საინვესტიციო პროექტები იმ რაოდენობითაა, რომ არ ეყოფა კომპანიის გაუნაწილებელი მოგება და არც ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით მოზიდული თანხა, მაშინ კომპანია

მიმართავს სხვა ხერხს, უშვებს ახალ ჩვეულებრივ აქციებს და სხვა ფასიანი ქაღალდების კომბინაციას.

როცა ჩვენ განვიხილავთ კომპანიის დივიდენდურ პოლიტიკას ბიზნესის დაფინანსებასთან მიმართებაში, აღმოვაჩენთ, რომ ფულადი დივიდენდების გადახდა წარმოადგენს პასიურ გადახდას მოგების ნარჩენებიდან. დივიდენდების გადახდის პროცენტი იქნება სხვადასხვა და ის იქნება დამოკიდებული მისაღები საინვესტიციო პროექტების რაოდენობაზე. თუ კომპანია არ განიცდის ასეთი პროექტების ნაკლებობას, მაშინ მოგების გადასახადის პროცენტი იქნება ნულის ტოლი. მეორე მხრივ, თუ კომპანია ვერ ახერხებს მოძებნოს მომგებიანი საინვესტიციო შესაძლებლობა, მაშინ მთელი მოგება შეიძლება მოხმარდეს დივიდენდების გადახდას. ამ ორ საპირისპირო სიტუაციათა შორის დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტმა შეიძლება 0-სა და 1-ს შორის იმოძრაოს.

დივიდენდური პოლიტიკის ასეთი ინტერპრეტაცია, როგორც პასიური გადახდა მოგების ნარჩენებიდან, გამოწვეულია კომპანიის შესაძლებლობით მიიღოს მონაწილეობა მისაღებ საინვესტიციო პროექტებში, ვგულისხმობთ, რომ დივიდენდი ეს არაარსებითია. შეიძლება განვიხილოთ დივიდენდი მხოლოდ როგორც საშუალება კომპანიის მიერ შესაძლებლობის გამოყენებისა? თუ პირიქით, დივიდენდების გადახდა უნდა იყოს კომპანიის ხელმძღვანელობისთვის მთავარი და კომპანიისთვის მოგების ნარჩენების დატოვება? ამ კითხვებს რომ ვუპასუხოთ, განვიხილოთ მტკიცებულება დივიდენდების უმნიშვნელო როლის შესახებ, რომლის მიხედვითაც დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტის ცვლილება (მუდმივი საინვესტიციო შესაძლებლობებისას) არ ახდენს გავლენას აქციონერთა კეთილდღეობაზე.

დივიდენდების უმნიშვნელო როლი. მოდილიანმა და მილერმა (M&M) წარმოადგინეს საკმაოდ დამაჯერებელი არგუმენტები დივიდენდების უმნიშვნელო როლის შესახებ. ისინი ამტკიცებენ, რომ კომპანიისთვის, რომელსაც გააჩნია საინვესტიციო შესაძლებლობა, დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტი მხოლოდ უმნიშვნელო „წვრილმანია", რომელიც არ ახდენს ცუდ გავლენას აქციონერთა კეთილდღეობაზე. M&M იზიარებენ აზრს, რომ კომპანიის ღირებულება განისაზღვრება კომპანიის უნარით თავისი აქტივებით მოიტანოს მოგება და მისი გადანაწილება დივიდენდებსა თუ გაუნაწილებელ მოგებას შორის არ ახდენს არავითარ გავლენას ამ ღირებულებაზე. M&M თავის მსჯელობას აგებს კაპიტალის იდეალური ბაზრის გაგებაზე, როცა არ არსებობს გადასახადები, ტრანზაქციების დაქვითვები და დაქვითვები ფასიანი ქაღალდების დაბანდებისას, უფრო მეტიც, კომპანიის მომავალი მოგებაც ცნობილია.

მიმდინარე დივიდენდები თუ მოგების რეინვესტირება? ძირითადი არგუმენტი M&M-ისა მდგომარეობს იმაში, რომ დივიდენდების გადახდის გავლენა აქციონერთა კეთილდღეობაზე, სრულიად კომპენსირდება დაფინანსების სხვა შესაძლებლობებით. განვიხილოთ ჯერ უბრალო რეინვესტირების ნაცვლად, დამატებითი ჩვეულებრივი აქციების გაყიდვა სააქციო კაპიტალის გაზრდის მიზნით. მას შემდეგ, რაც კომპანიის ხელმძღვანელობამ მიიღო საინვესტიციო გადაწყვეტილება, მან უნდა გაარკვიოს: *პირველი,* მოგების რეინვესტირება, ან *მეორე,* გადაიხადოს დივიდენდები და გაყიდოს ახალი აქციები ამ დივიდენდების ღირებულების ოდენობით იმისთვის, რომ დააფინანსოს საჭირო ინვესტიციები. M&M ვარაუდობს, რომ ერთი დისკონტირებული ჩვეულებრივი აქციის ღირებულების ოდენობა, მას შემდეგ, რაც გამოუშვეს ახალი აქციები და გადაიხადეს მიმდინარე დივიდენდები ზუსტად უტოლდება ერთი ჩვეულებრივი აქციის საბაზრო ღირებულებას, მიმდინარე დივიდენდების გადახდამდე. სხვა

სიტყვებით რომ ვთქვათ, ჩვეულებრივი აქციის საბაზრო ფასის შემცირება, გამოწვეული ახალი ჩვეულებრივი აქციების გამოშვების დაფინანსებით გამოწვეული გაზავების გამო, სრულიად კომპენსირდება დივიდენდების გადახდით. ამგვარად, შეიძლება ითქვას, რომ აქციონერებისათვის სულ ერთია მიიღებს დივიდენდს თუ თანხა დარჩება რეინვესტირებისთვის.

გაზავება – *აქციონერთა საქმიანი მონაწილეობის შემცირება მოგებაში და კომპანიის აქტივებში, დამატებითი აქციების გამოშვების შედეგად.*

ამის შემდეგ იბადება კითხვა, რომ დივიდენდი არის საფუძველი ჩვეულებრივი აქციის შესაფასებლად, თუ არის სხვა რაიმე საწინააღმდეგო მოსაზრება? მიუხედავად იმისა, რომ ჩვეულებრივი აქციის საბაზრო ღირებულება უტოლდება მომავალში ყველა მოსალოდნელი დივიდენდის მიმდინარე ღირებულებას, არავითარ შემთხვევაში არ უნდა დავაყენოთ ეჭვის ქვეშ დივიდენდების რაოდენობა და მათი გადახდის გრაფიკი შეიძლება შეიცვალოს. ასევე, ძალაში რჩება მტკიცებულება, რომ კომპანიის ღირებულება, რომლისაგან საერთოდ არ ელიან დივიდენდების გადახდას არ იქნება ღირებული ინვესტორისთვის.

იმის მტკიცება, რომ დივიდენდის როლი უმნიშვნელოა, დამყარებულია მასზედ, რომ მომავალი დივიდენდების გადახდის ღირებულება უცვლელია იმისდა მიუხედავად, რომ დივიდენდურ პოლიტიკას შეუძლია გავლენა იქონიოს დივიდენდის რაოდენობაზე და გადახდის გრაფიკზე, ეს არ ნიშნავს იმას, რომ დივიდენდებს არასოდეს იხდიან. პირიქით, მტკიცდება, რომ როცა საუბრობენ ჩვეულებრივი აქციის საბაზრო ღირებულებაზე, დივიდენდების გადახდის გრაფიკს არა აქვს მნიშვნელობა.

ღირებულების შენარჩუნება. თუ გამოვალთ **M&M**-ის მოსაზრებით სრული გარკვეულობის და კაპიტალის იდეალური ბაზრის შესახებ, მაშინ ბუნებრივია მივალთ დასკვნამდე დივიდენდების უმნიშვნელო როლის შესახებ. კომპანიის თვითღირებულების მუდმივობა გარანტიაცაა იმისა, რომ აქციების საბაზრო ღირებულება და მიმდინარე დივიდენდების თანხა, ორ იდენტურ კომპანიას შორის, იქნება ერთნაირი დივიდენდის გადახდის კოეფიციენტის გარდა.

ინვესტორებს აქვთ საშუალება დამოუკიდებლად მოახდინონ დივიდენდის გადახდა, რომელიც კორპორაციამ უნდა გადაიხადოს, მაგრამ ამჟამად არ იხდის. თუ დივიდენდები ნაკლებია მოსალოდნელზე, მაშინ ინვესტორს შეუძლია გაყიდოს აქციათა გარკვეული რაოდენობა, რათა მიიღოს საჭირო ფული. თუ დივიდენდები საჭიროზე მეტია, მაშინ ინვესტორს შეუძლია ზედმეტი ფულით იყიდოს დამატებითი აქციები კომპანიისაგან.

არგუმენტები დივიდენდების გაცემის სასარგებლოდ. მიუხედავად ამისა, შეიძლება წინ წამოიწიოს რამდენიმე არგუმენტმა საწინააღმდეგო მოსაზრების სასარგებლოდ, რომელთა მომხრეები ამტკიცებენ, რომ დივიდენდის გადახდას აქვს აზრი, გაურკვევლობის პირობებში. ეს გულისხმობს, რომ ინვესტორებისათვის არ არის სულერთი მიიღებენ ისინი მოგებას დივიდენდების სახით, თუ აქციებზე ფასის მომატებით. გავაანალიზოთ ეს არგუმენტები გაურკვევლობის პირობებში.

დივიდენდების გადახდისათვის უპირატესობის მინიჭება. გარკვეულმა ნაწილმა ინვესტორებისა შეიძლება ამჯობინოს დივიდენდი, კაპიტალის ნამატის ნაცვლად.

დივიდენდების გადახდამ შეიძლება გაფანტოს მათი ეჭვები კომპანიის შემოსავლიანობასთან დაკავშირებით. დივიდენდებს იხდიან მიმდინარე მდგომარეობის მიხედვით, მაშინ როდესაც მომავალში არსებობს კაპიტალის ზრდის რეალიზება. ამგვარად, ამგვარად, იმ კომპანიის აქციონერები, რომელიც იხდის დივიდენდებს, უფრო ადრე თავისუფლდებიან ეჭვებისაგან, ვიდრე იმ კომპანიისა, რომელიც არ იხდის დივიდენდებს, მაგრამ ახდენს კაპიტალის ინვესტირებას. რაც უფრო ძლიერია აქციონერების სურვილი დარწმუნდნენ კომპანიის მომგებიანობაში, მით უფრო მაღალია მათი მზადყოფნა გადაიხადონ აქციებზე, რომლებიც უზრუნველყოფენ უფრო მაღალ დივიდენდებს სხვა თანაბარი პირობების შემთხვევაში.

აქციონერთა დაბეგვრა. როცა ჩვენ ვუშვებთ გადასახადების არსებობას, ეს იწვევს მთელ რიგ ეფექტებს. იმის გათვალისწინებით, რომ ინდივიდუალური გადასახადი კაპიტალის ზრდაზე ნაკლებია, ვიდრე გადასახადი სადივიდენდო შემოსავალზე, მაშინ მოგების რეინვესტირებას შეიძლება ჰქონდეს გარკვეული უპირატესობა. გარდა ამისა, კაპიტალის ზრდაზე გადასახადის გადახდა ხდება ფაქტიურად აქციის გაყიდვის მომენტამდე (როცა ხდება მოგების მიღება). არსებითად აქციონერს ეძლევა არჩევის საშუალება, დაიტოვოს კომპანიის მოგება თუ გადაიხადოს დივიდენდები. გარდა ამისა, არსებობს კაპიტალის ზრდის გადასახადზე გვერდის ავლის შესაძლებლობა, თუ გაძვირებული ფასიანი ქაღალდები წარმოდგენილი იქნება როგორც საჩუქარი საქველმოქმედო მიზნით ან თუ ფასიანი ქაღალდის მფლობელი დაიღუპება. ამ მიზეზებით, მიმდინარე ღირებულების პირობებში კაპიტალის ზრდაზე გადასახადი ნაკლებ ეფექტურია, ვიდრე გადასახადი დივიდენდურ შემოსავალზე, იმ შემთხვევაშიც კი, როცა ფედერალური გადასახადის მაჩვენებელი ორივე სახეობაზე ერთნაირია. ეს ნიშნავს, რომ აქციები, რომელზეც იხდიან დივიდენდებს, უნდა უზრუნველყოფდეს ინვესტორისთვის უფრო მეტ მოგებას გადასახადის გადახდამდე, ვიდრე აქციებიდან, რომლებზეც დივიდენდებს არ იხდიან (იმ პირობით, რომ რისკის ფაქტორი ორივე მხარისათვის ერთნაირია). ასეთ ვითარებაში, რაც უფრო მეტია აქციის დივიდენდური მოგება, მით უფრო მეტია ინვესტორისაგან მოთხოვნილი მოგება გადასახადის გადახდამდე, ყველა სხვა თანაბარი პირობებში.

***დივიდენდური მოგება** – დივიდენდების მოსალოდნელი წლიური მნიშვნელობა გაყოფილი აქციის საბაზრო ღირებულებაზე.*

თუმცა ყველა ინვესტორი არ იბეგრება ერთნაირი გადასახადით ჩვენს მიერ აღწერილი ორი სახის შემოსავალზე. მაგალითად, ისეთი ინსტიტუციონალური ინვესტორი, როგორიცაა საპენსიო ფონდი, ამ ფასიდან არც ერთ გადასახადს არ იხდის. ასეთი ინვესტორისათვის სულ ერთია – გადასახადების თვალსაზრისით – მიიღებს დივიდენდურ შემოსავალს თუ გაზრდის კაპიტალს. კორპორაციული ინვესტორისათვის, კომპანიებს შორის დივიდენდები იბეგრება გადასახადებით, რომელიც საშუალოდ ნაკლებია, ვიდრე გადასახადი კაპიტალის ზრდაზე. მაგალითად, თუ ალფა კორპორაციას აქვს ომეგა კორპორაციის 100 აქცია, რომელიც იხდის ამ აქციებში წლიურ 1 დოლარს დივიდენდის სახით, მაშინ დივიდენდების შემოსავლის 70%-ი ალფა კორპორაციისა თავისუფლდება გადასახადისაგან. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, ალფა კორპორაცია გადაიხდის გადასახადებს მხოლოდ მიღებული დივიდენდების 30 დოლარიდან. მთლიანი საგადასახადო ეფექტი აღმოჩნდება

ნაკლები, თუნდაც ომეგას აქციებმა მოიმატოს ფასში 100 დოლარამდე. მითუმეტეს, რომ მთელი ეს თანხა იბეგრება ნაზარდი კაპიტალისადმი გამოყენებული გადასახადის განაკვეთით. შესაბამისად, კორპორაციული ინვესტორები უპირატესობას მიმდინარე დივიდენდებს მიანიჭებენ. ასევე, გათვალისწინებულია ინსტიტუციონალური ინვესტორების მზარდი რაოდენობა.

თუ კორპორაცია შედგება ინვესტორებისაგან, რომლებიც ხასიათდებიან სხვადასხვა დივიდენდური მიდგომით, მაშინ კორპორაციამ უნდა მოახერხოს დივიდენდთა გადახდის კოეფიციენტის კორექტირება, რომ ისარგებლოს შექმნილი სიტუაციის უპირატესობით. დავუშვათ, ინვესტორთა 2/5-ი უპირატესობას ანიჭებს ნულოვან კოეფიციენტს, 1/5-ს სურს 25%-იანი კოეფიციენტი, დანარჩენ 2/5-ს 50%-იანი. თუ კომპანიათა უმრავლესობა იხდის დივიდენდის სახით მოგების 25%-ს, მაშინ შეიქმნება გაზრდილი მოთხოვნილება აქციებზე დივიდენდთა გადახდის ნულოვანი კოეფიციენტით, ასევე 50%-იანი კოეფიციენტით. ზოგიერთი კომპანია, რომელიც შეიტყობს გაზრდილი მოთხოვნილების შესახებ, შეეცდება თავიანთი დივიდენდური გადასახადის კორექტირებას, რათა გაზარდოს თავისი აქციების ფასი. ამ კომპანიების ასეთი მოქმედება გამოიწვევს გაზრდილი მოთხოვნილების გაქრობას. წონასწორობის აღდგენისას კორპორაციის დივიდენდთა გადახდის კოეფიციენტები სრულ შესბამისობაში იქნება ინვესტორთა მოთხოვნებთან. მსგავს სიტუაციაში ვერც ერთი კორპორაცია ვერ მოახერხებს თავისი აქციების ფასის გაზრდას დივიდენდთა გადახდის კოეფიციენტის ცვლილების ხარჯზე. შედეგად, გადასახადების არსებობის დროსაც კი, დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტი არ ითამაშებს არანაირ როლს.

სინამდვილეში, გადაუჭრელი რჩება სიტუაცია, როდესაც დივიდენდებზე გადასახადების ზეგავლენა არ არის გასაგები. მანამ, სანამ განვიხილავთ აქციათა ფასზე დივიდენდური პოლიტიკის ზეგავლენის რიგ ემპირიულ მოწმობებს, საჭიროა გავაანალიზოთ სხვა ფაქტორები, რომლებმაც შეიძლება ზეგავლენა მოახდინონ დივიდენდების გადახდაზე.

დანახარჯები ფასიანი ქაღალდების განთავსებაზე. დივიდენდების გადახდის უმნიშვნელობის ფაქტი, დამყარებულია შემდეგ წინამძღვარზე: როდესაც არსებობს ხელსაყრელი საინვესტიციო შესაძლებლობები, და მიუხედავად ამისა, დივიდენდებს მაინც იხდიან, კომპანიის მიერ გადახდილი ფულადი თანხები უნდა ანაზღაურდეს გარე დაფინანსებით. გარე დაფინანსების დროს წარმოშობილი განთავსების დანახარჯები ხელს უწყობენ მოგების რეინვესტირებას კომპანიაში. დივიდენდების სახით გადახდილ თითოეულ დოლარისათვის კომპანიის წმინდა შემოსავალი ნაკლებია, ვიდრე განთავსების დანახარჯების გამო გარე დაფინანსების ერთ დოლარზე.

ტრანზაქციური დანახარჯები და ფასიანი ქაღალდების დანაწილება. ფასიანი ქაღალდების გაყიდვასთან დაკავშირებული ტრანსაქციური დანახარჯები, ჩვეულებრივ, ზღუდავენ საარბიტრაჟო აქტივობას იმის ანალოგიურად, თუ როგორ ხდება ეს ობლიგაციებთან დაკავშირებულ შემთხვევაში. აქციონერებმა უნდა გადაიხადონ საბროკერო საკომისიოები მათი აქციების ნაწილის გაყიდვისთვის, თუ გადასახდელი დივიდენდები არასაკმარისია შემოსავალში მათი მიმდინარე მოთხოვნილებების დასაკმაყოფილებლად. ეს საკომისიოები, გაყიდული აქციების თითოეულ დოლარზე, გაყიდვათა მოცულობის უკუპროპორციულია. თუ გაყიდვათა მოცულობა დიდი არ არის, საბროკერო საკომისიოებმა შეიძლება შეადგინონ გაყიდვათა საერთო მოცულობიდან საკმაოდ მნიშვნელოვანი

პროცენტი. საკომისიოების არსებობას მივყავართ იქამდე, რომ მიმდინარე დივიდენდებზე აღმატებულ შემოსავალზე ორიენტირებული აქციონერები ამჯობინებენ, რომ კომპანიას გადაეხადა დამატებითი დივიდენდები. სრულყოფილი კაპიტალის ბაზრები, აგრეთვე, გულისხმობენ, რომ ფასიანი ქაღალდები არიან უსასრულოდ გაყოფადი. იმ გარემოებამ, რომ მოცემულ შემთხვევაში ფასიანი ქაღალდების უმცირეს ერთეულად გამოდის ერთი აქცია, შეიძლება მიგვიყვანოს მცირე ულუფებით აქციათა გაყიდვამდე მიმდინარე შემოსავლის მისაღებად. ეს, აგრეთვე, მოქმედებს, როგორც აქციათა გაყიდვის შემაფერხებელი ფაქტორი დივიდენდების გაყიდვის ნაცვლად. მეორე მხრივ, აქციონერებს, რომლებსაც არ სურთ დივიდენდების მიღება მიმდინარე გამოყენების მიზნებისთვის, მოუხდებათ თავიანთი დივიდენდების რეინვესტირება. ამ შემთხვევაშიც ტრანსაქციური დანახარჯები და დანაწილებადობის პრობლემები აქციონერისთვის ქმნიან გარკვეულ უხერხულობებს, თუმცა ამჯერად, როგორც აქციათა შესყიდვის შემაკავებელი ფაქტორი. ამრიგად, ტრანსაქციური დანახარჯები და დანაწილების პრობლემები არასასურველია ორივე შემთხვევაში. შეუძლებელია ამომწურავი რეკომენდაციების შემუშავება იმასთან მიმართებაში, თუ რა არს უმჯობესი: დივიდენდების გადახდა თუ მოგების რეინვესტირება.

ინსტიტუციონალური შეზღუდვები. ზოგიერთი ინსტიტუციური ინვესტორი შეზღუდულია გარკვეული ტიპის ჩვეულებრივი აქციებით, რომელთა ყიდვაც შეუძლიათ, ან სხვადასხვა ტიპის ჩვეულებრივი აქციების პროცენტებით, რომლებიც შეიძლება იქონიონ თავიანთ ფასიანი ქაღალდების პორტფელში. რეკომენდებული ჩამონათვალი, რომლებიც შეიძლება მისაღები იყოს ასეთი ინვესტორებისათვის, განისაზღვრება იმ დროით, რომლის ამოწურვამდე უნდა გადაიხადონ დივიდენდები. თუ კომპანია არ იხდის დივიდენდებს, ან არ გადაუხდია საკმაოდ დიდი დროის განმავლობაში, მაშინ განსაზღვრულ ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს არ აძლევენ ნებას ასეთი კომპანიის აქციებში საკუთარი აქციების ინვესტიციისათვის.

მეორე მხრივ, ინსტიტუტებს ზოგჯერ აქვთ შეზღუდვები, შემოწირულობებიდან მიღებული კაპიტალის ზრდის დახარჯებზე. გასათვალისწინებელია, რომ ზოგიერთ ნდობით აღჭურვილ პირს ეკრძალება თავიანთი აქტივების გაყიდვა. ჩვეულებრივი აქციების შემთხვევაში ნდობით აღჭურვილ ბენეფიციარს აქვს დივიდენდური შემოსავლის მიღების უფლება, მაგრამ არა ჩვეულებრივი აქციების გაყიდვიდან მიღებული შემოსავლებიდან. ასეთი შეზღუდვების მოქმედების შედეგად ნდობით აღჭურვილმა პირმა, რომელიც მართავს ინვესტიციებს, შეიძლება საკმარისი ყურადღება არ დაუთმოს საჭირო დივიდენდების მომტანი აქციების ძიებასა და დივიდენდური შემოსავლიანობის საკითხს. მიუხედავად იმისა, რომ ჩვენს მიერ აღწერილი ორი ფაქტორი ერთობლიობაში არც ისე მნიშვნელოვანია, ისინი „მუშაობენ“ სწორედ დივიდენდების გადახდისა და არა კაპიტალის ნამატისა და მოგების რეინვესტირების სასარგებლოდ.

ფინანსური სიგნალის მიწოდება. ფინანსური სიგნალის მიწოდების არსი, მდგომარეობს იმაში, რომ დივიდენდები ახდენენ გავლენას აქციის ფასებზე, რამდენადც ისინი გადასცემენ ინფორმაციას კომპანიის მომგებიანობის შესახებ. სავარაუდოდ კომპანიებს, რომელსაც აქვთ პროგნოზი მომავალი შემოსავლიანობის შესახებ, ისურვებენ ეს ინფორმაცია მიაწოდონ ინვესტორებს. იმის ნაცვლად, რომ გააკეთოს შესაბამისი განცხადება, შეიძლება გაზარდოს დივიდენდები, რაც ინვესტორებს შემატებს რწმენას ამ განცხადების

სამართლიანობაში. როდესაც კომპანიას გააჩნია საკმაოდ ხანგრძლივი დროის განმავლობაში სტაბილური დივიდენდების გადახდის რაღაც დაგეგმილი კოეფიციენტი და ის ზრდის მას, ინვესტორები თვლიან, რომ კომპანიის ხელმძღვანელობა, ამასთანავე, აცხადებს დადებითი ცვლილებების შესახებ კომპანიის მოსალოდნელ მომავალ შემოსავლიანობაში. სიგნალი ინვესტორებისათვის მდგომარეობს იმაში, რომ კომპანიის ხელმძღვანელობას და დირექტორთა საბჭოს გულწრფელად სჯერათ, რომ კომპანიის საქმეები მიდის უკეთ, ვიდრე ეს მოსალოდნელია აქციის ფასიდან გამომდინარე.

შესაბამისად, აქციის ფასმა შეიძლება დადებითი ზეგავლენა მოახდინოს დივიდენდების ზრდაზე. იდეა მდგომარეობს იმაში, რომ ფინანსურ ანგარიშში მითითებული კომპანიის მოგება შეიძლება არაადექვატურად ასახავდეს ეკონომიკურ სიტუაციას ამ ორგანიზაციაში. იმ გაგებით, რომ გადასახდელი დივიდენდები იძლევიან ინფორმაციას ეკონომიკურ მოგებაზე, რაც არ არის მოცემული ფინანსურ ანგარიშში, აქციის ფასი ასახავს ამას. ე. ი. ფულადი დივიდენდები უფრო ხმამაღლა მეტყველებენ, ვიდრე სიტყვები. ამრიგად, დივიდენდები გამოიყენება ინვესტორების მიერ, როგორც კომპანიის მომავალი ეკონომიკური მდგომარეობის მაჩვენებლები. დივიდენდები მოიცავენ კომპანიის ხელმძღვანელობის მოლოდინს, რომელიც შეეხება მის მომავალს.

დივიდენდური პოლიტიკის ემპირიული შემოწმება. რიგი ფაქტორების არსებობის მიუხედავად, რომლებსაც შეუძლიათ ახსნან დივიდენდების ზეგავლენა კომპანიის აქციის შეფასებაზე, მრავალი მათგანის შემოწმება არის რთული. ემპირიული შემოწმება ძირითადად კონცენტრირებულია ფინანსური სიგნალების გადაცემისა და გადასახადების ზეგავლენის შეფასებამდე. ეს არ ნიშნავს, რომ დივიდენდებისთვის უპირატესობის მინიჭება, დანახარჯები ფასიანი ქაღალდების განთავსებაზე, ტრანზაქციული დანახარჯები და ინსტიტუციონალური შეზღუდვები არანაირ ზეგავლენას არ ახდენენ. როგორიც არ უნდა იყოს ამ ფაქტორების ზეგავლენის შედეგი, ის სრულად გადაიფარება გადასახადების ზეგავლენითა და ფინანსური სიგნალის ეფექტით.

თუ ვისაუბრებთ გადასახადების ზეგავლენის შესახებ, იმ შემთხვევებში, როდესაც დივიდენდური შემოსავალი იბეგრება უფრო მეტი გადასახადით (რომელიც გამოხატულია მიმდინარე ღირებულებაში), ვიდრე კაპიტალის ზრდა, მაშინ აქციათა ფასმა და შემოსავლიანობის განაკვეთმა (გადასახადების გადახდამდე) უნდა ასახოს ეს განსხვავება გადასახადით დაბეგვრაში. ემპირიულ შედეგებში შეინიშნება მნიშვნელოვანი გაურკვევლობა იმასთან მიმართებაში, ნამდვილად უზრუნველყოფენ თუ არა ინვესტორისთვის უფრო მაღალ მოსალოდნელ დაბეგვრამდე მოგებას აქციები, რომლებითაც ხდება მაღალი დივიდენდების გადახდა, რათა მოხდეს გადასახადების ზეგავლენის კომპენსირება, ვიდრე აქციები, რომლებითაც ხდება დაბალი დივიდენდების გადახდა. უკანასკნელ წლებში სულ უფრო აშკარა ხდება დივიდენდების ნეიტრალიტეტი.

გაურკვეველი შედეგებისაგან განსხვავებით, რომლებიც ეხება გადასახადების ზეგავლენას, ფინანსური სიგნალების გადაცემის შემოწმება მეტყველებს „დივიდენდების საშუალებით განცხადების" სასარგებლოდ. დივიდენდების ზრდას მივყავართ აქციათა შემოსავლიანობის დადებით ცვლილებამდე მაშინ, როდესაც მათ შემცირებას მივყავართ შემოსავლიანობის კლებამდე. ამრიგად, აღმოჩნდება, რომ დივიდენდების საშუალებით

შეიძლება გარკვეული ინფორმაციის გადაცემა, თუ რა მიმართულებით მივყავართ კორპორაციის დივიდენდურ პოლიტიკას.

კორპორაციული პოლიტიკის მნიშვნელობა. კომპანია უნდა მიისწრაფოდეს გაატაროს ისეთი დივიდენდური პოლიტიკა, რომელიც ახდენს აქციონერთა კეთილდღეობის მაქსიმიზაციას. პრაქტიკულად ყველა ეთანხმება იმ აზრს, რომ თუ კომპანიას არა აქვს საკმაოდ მომგებიანი საინვესტიციო პერსპექტივები, მაშინ ნებისმიერი ზედმეტი ფულადი თანხები უნდა მიმართოს აქციონერებისაკენ. თუმცა, კომპანია არ არის ვალდებული ნებისმიერ დროს იხადოს მოგების გამოუყენებელი ნაწილი. უფრო ჭკვიანურია თუ კომპანია პერიოდულად გადაიხდის სტაბილურ დივიდენდებს დროის ხანგძლივი პერიოდის განმავლობაში. მაგრამ ხანგრძლივი დროის განმავლობაში კომპანიის საკუთარი კაპიტალის ზრდით უზრუნველყოფილი ობლიგაციების გამოშვების ხარჯზე მოზიდული სახსრები და გაუნაწილებელი მოგება შეესაბამება ახალი მომგებიანი საინვესტიციო შესაძლებლობების მოცულობას. დივიდენდური პოლიტიკა კვლავაც იქნება პასიური შედეგი, რომელიც განისაზღვრება საინვესტიციო შესაძლებლობების მოცულობით.

კომპანია, რომელიც იხდის დივიდენდებს, რომელიც აჭარბებს მაჩვენებელს, რომელიც ნაკარნახებია ყველა მისაღები საინვესტიციო პერსპექტივების განხორციელების შემდეგ დარჩენილი მოგების სიდიდით, ეს რომ სინამდვილეში გამართლებული იყოს, ბაზარზე უნდა ფიქსირდებოდეს წმინდა უპირატესობა დივიდენდების მოთხოვნაზე. თუმცა ძალიან ძნელია შეიქმნას ისეთი სიტუაცია, როგორიც ჩვენს არგუმენტებშია, რომელთა საფუძველზე რაიმე დასკვნები გავაკეთოთ. დივიდენდების სასარგებლოდ ლაპარაკობს მხოლოდ ინსტიტუციონალური შეზღუდვები და ზოგიერთი ინვესტორის მოთხოვნა. სხვა არგუმენტები ან გულისხმობენ ნეიტრალურ ეფექტს ან მოგების კომპანიაში დატოვების სასარგებლოდ მეტყველებენ. და მაინც, ითვლება, რომ უკეთესია მცირე დივიდენდის გადახდა, ვიდრე საერთოდ არ გადახდა. ასეთი აზრი შეიძლება აიხსნას ინსტიტუციონალური შეზღუდვების არსებობითა და ფინანსური სიგნალის ეფექტით. ამის გარდა, სურათი არის ბუნდოვანი და ზოგიერთი ამტკიცენებენ, რომ ზომიერი დივიდენდები არანაირად არ აისახება კომპანიის ღირებულების შეფასებაზე. ზოგიერთი სპეციალისტი აცხადებს, რომ დივიდენდების გადახდას, რომლებიც არსებითად აღემატებიან პასიური პოლიტიკით ნაკარნახევ დონეს, მივყავართ აქციათა ფასის ზრდამდე. აღრიცხავენ რა პერსონალურ გადასახადებს, განთავსების დანახარჯებს, აქციონერები აგებენ ფულში, როდესაც კომპანია უშვებს აქციებს დივიდენდების გადასახდელად. მანამ, სანამ გავაკეთებთ საბოლოო დასკვნებს, განვიხილოთ რიგი პრაქტიკული მოსაზრებები, რომლებიც უნდა გავითვალისწინოთ გადაწყვეტილებათა შემუშავებისას, რომლებიც შეეხება სადივიდენდო პოლიტიკას.

ფაქტორები, რომლებიც გავლენას ახდენენ კომპანიის დივიდენდურ პოლიტიკაზე

აქამდე განვიხილავდით მხოლოდ დივიდენდური პოლიტიკის თეორიულ ასპექტებს. მაშინ როცა კომპანია ამუშავებს დივიდენდურ პოლიტიკას, ის ითვალისწინებს დამატებით სხვა ფაქტორებსაც. ეს დამატებითი მოსაზრებები უნდა შეესაბამებოდეს თეორიულ შეხედულებებს დივიდენდის გადახდის და კომპანიის ღირებულების შეფასებას.

იურიდიული ნორმები. კანონები, რომელთა საფუძველზე ხდება კომპანიის, როგორც იურიდიული პირების რეგისტრაცია, აწესებენ ნებისმიერი გადასახადის კანონიერებას ჩვეულებრივ აქციათა მფლობელთა მიმართ. სამართლებრივი წესები მნიშვნელოვანია იურიდიული ჩარჩოების დაწესებისათვის, რომელშიც შესაძლოა იმუშაოს კომპანიის საბოლოო დივიდენდურმა პოლიტიკამ.

კაპიტალის „გაუარესების" წესი. იმის მიუხედავად, რომ არსებობს მცირე განსხვავებები კანონებში სხვადასხვა შტატებს შორის, ბევრ შტატში აკრძალულია დივიდენდების გადახდა თუ ეს დივიდენდი ნეგატიურად მოქმედებს კომპანიის კაპიტალზე. მთელ რიგ შტატებში კაპიტალს განსაზღვრავენ როგორც ყველა აქციის მინიმალურ ღირებულებას. მაგალითად, თუ კომპანიის სააქციო კაპიტალი შეადგენს 4 მლნ. დოლარს ჩვეულებრივ აქციებში (ნომინალით), 3 მლნ. დოლარს დამატებით გადახდილ კაპიტალში და 2 მლნ. დოლარს გაუნაწილებელ მოგებაში. ზოგადად, თუ მთლიანი კაპიტალი შეადგენს 4 მლნ. დოლარს, კომპანია ვერ შეძლებს გადაიხადოს დივიდენდები, რომელიც შეადგენს 5 მლნ. დოლარზე მეტს, წინააღმდეგ შემთხვევაში კაპიტალი რჩება 4 მლნ. დოლარზე ნაკლები, რაც ნიშნავს კაპიტალის „გაუარესებას".

ზოგიერთ შტატებში მოქმედი კანონების მიხედვით, კაპიტალის ცნება მოიცავს არა მარტო ჩვეულებრივი აქციების ერთობლივ ნომინალურ ღირებულებას, არამედ დამატებით ანაზღაურებული კაპიტალის ოდენობასაც. ამ შტატების კანონების შესაბამისად, დივიდენდები შეიძლება გადახდილ იქნეს მხოლოდ „გაუნაწილებელი მოგების ფარგლებში". ყურადღება მიაქციეთ: ჩვენ არ ვსაუბრობთ, რომ დივიდენდების გადახდა შეიძლება „გაუნაწილებელი მოგებიდან". კომპანია გასცემს დივიდენდებს „მასთან არსებული ფულადი სახსრებიდან", რასაც მივყავართ გაუნაწილებელი მოგების ოდენობის შესაბამის შემცირებამდე.

საინტერესოა აღვნიშნოთ, რომ ზოგიერთ შტატში აქციონერებზე გადახდილმა დივიდენდმა შეიძლება გადააჭარბოს არა მხოლოდ კომპანიის გაუნაწილებელ მოგების საბალანსო ღირებულებას, არამედ აქციონერთა კაპიტალის მთლიან საბალანსო ღირებულებას. მაგალითად, ჰოლიდეი კორპორაციამ 1987 წელს ერთჯერადად გადაიხადა დივიდენდები თითოეულ აქციაზე 65 დოლარის ოდენობით, როგორც ფლობის საწინააღმდეგო სტარტეგიის ნაწილი. ამ დივიდენდებმა, რომლებმაც ჯამში შეადგინეს 1,55 მლრდ. დოლ., შექმნეს საბალანსო კაპიტალის უარყოფითი სალდო 770 მლნ. დოლ. ოდენობით. „ტრადიციული" კანონების მოქმედების პირობებში, რომლებიც არ უშვებენ კაპიტალის „გაუარესებას", ეს შეუძლებელი იქნებოდა, რადგან ამ შემთხვევაში კაპიტალის საბალანსო ღირებულება იქნებოდა უარყოფითი. დელავერის შტატში რეგისტრირებულ კორპორაციას შეეძლო დივიდენდების ასე მნიშვნელოვანი ოდენობის გადახდა (ამ შტატის კანონების შესაბამისად) მხოლოდ მაშინ, როდესაც ამ დივიდენდების გადახდა მოხდება ჭარბი თანხებიდან. დელავერის შტატში კაპიტალის ცნება ნიშნავს ჩვეულებრივი აქციების „ნომინალურ ღირებულებას", ხოლო ჭარბი თანხები უტოლდება მისი აქტივების ღირებულებას გამოკლებული მისი ვალდებულებების მთლიანი ღირებულება (ე. ი. საბაზრო ღირებულება). ამრიგად, დელავერში - და მის მსგავს შტატებში - კომპანიის აქტივების „სამართლიანი ღირებულება" „საბალანსო ღირებულებისგან" განსხვავებით შესაძლოა გამოყენებულ იქნეს იმის შესაფასებლად დივიდენდების გადახდა აზიანებს თუ არა კაპიტალს. სხვათაშორის, დელავერში

არსებული კომპანიის მაგალითი შერჩეულია იმ მიზეზით, რომ დელავერი არის შტატი, სადაც რეგისტრირებული კომპანიებიდან 60% წარმატებულია „ფორჩუნ 500-ში“ და ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებული ყველა კომპანიის 50%-ს შეადგენს.

გაკოტრების წესი. ზოგიერთ შტატში აკრძალულია ფულადი დივიდენდების გადახდა, თუ კომპანია გადახდისუუნაროა (გაკოტრებულია). გაკოტრება განისაზღვრება ან იურიდიული თვალსაზრისით, როგორც კომპანიის სავალო ვალდებულებების გადაჭარბება მის აქტივებზე „დასაბუთებული ღირებულებით“, ან „წილობრივი“ (ტექნიკური) თვალსაზრისით, როგორც კომპანიის შესაძლებლობა გადაიხადოს თავის სავალო ვალდებულებები. რადგან კომპანიის შესაძლებლობა გადაიხადოს ვალდებულებები დამოკიდებულია უფრო მის ლიკვიდურობაზე, ვიდრე მის კაპიტალზე, მითითებული შეზღუდვა „წილობრივ“ (ტექნიკურ) გაკოტრებაზე ძალზე კარგად იცავს კრედიტორებს. როდესაც ნაღდი ფული შეზღუდულია, კომპანიას ეკრძალება აქციონერის სასარგებლოდ რაიმეს გადახდა კრედიტორების ხარჯზე.

გამოუყენებადი მოგების შენარჩუნების წესი. აშშ-ის საგადასახადო კანონმდებლობა კრძალავს გამოუყენებად მოგების არადროულ შენარჩუნებას. მიუხედავად იმისა, რომ არადროული შენარჩუნება - საკმაოდ ბუნდოვანი ცნებაა, იგი ჩვეულებრივად ნიშნავს კომპანიის მიმდინარე და მომავალ საინვესტიციო საჭიროებების ჭარბ შენარჩუნებას. ამ კანონის მიზანია დაიცვას კომპანიები მოგების შენარჩუნებისგან, რომ თავიდან ავიცილოთ გადასახადები. მაგალითად, კომპანიას შეუძლია მთელი თავისი მოგება, რათა დააგროვოს მნიშვნელოვანი ნაღდი ფული და უზრუნველყოს ხელსაყრელი პოზიციები საკუთარი ფასიანი ქაღალდებისთვის, რომლებიც მიმოქცევაშია ბაზარზე. ამ შემთხვევაში შეიძლება მთლიანი კომპანია გაიყიდოს და აქციონერები დაექვემდებარებიან მხოლოდ კაპიტალის ზრდის გადასახადებს, რომელიც გადავადებული იქნება დივიდენდების გადახდის შემთხვევაში. თუ საგადასახადო ადმინისტრაცია შეძლებს დაამტკიცოს გამოუყენებელი მოგების უსამართლოდ შენარჩუნების ფაქტი, მას შეუძლია კომპანიას დააკისროს საჯარომო საგადასახადო სანქციები დაგროვილ მოგებაზე. როდესაც კომპანია ნამდვილად უზრუნველყოფს მტკიცე ლიკვიდურ პოზიციას, მისი ხელმძღვანელობა მზად უნდა იყოს იმისთვის, რომ IRS-ს წარუდგინოს საკმაოდ დამაჯერებელი არგუმენტები მოგების დაქვითვის სასარგებლოდ. წინააღმდეგ შემთხვევაში ხელსაყრელია დივიდენდების სახით აქციონერებისთვის ჭარბი ფულადი სახსრების გადახდა.

კომპანიისათვის ფულადი სახსრების საჭიროება. მას შემდეგ რაც დადგინდება კომპანიის დივიდენდური პოლიტიკის იურიდიული ჩარჩოები, შემდეგი ნაბიჯი უნდა იყოს კომპანისათვის ნაღდი ფულის საჭიროების შეფასება. ამ მიმართებაში განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს ნაღდი ფულის ბიუჯეტი, სავარაუდო წყაროები და ფონდების გამოყენების სფეროები. მთავარია განისაზღვროს სავარაუდო ფულადი ნაკადები და კომპანიის ფულადი პოზიცია უცვლელი დივიდენდური პოლიტიკის დროს. მოსალოდნელი შედეგის ანალიზის გარდა უნდა გავითვალისწინოთ საქმიანი რისკის ფაქტორიც, რაც საშუალებას მოგვცემს მივიღოთ მთელი რიგი ფულადი სახსრების მოძრაობის მოსალოდნელი შედეგები. დივიდენდური პოლიტიკის თეორიული ასპექტების განხილვის შემდეგ, კომპანიის ხელმძღვანელობა შესაძლოა დაინტერესდეს, დარჩება თუ არა რაიმე ფინანსური მოთხოვნილების დაკმაყოფილების შემდეგ. ამისათვის კომპანიამ უნდა

გაანალიზოს თავისი სიტუაცია რამდენიმე წლით ადრე. კომპანიის სავარაუდო უნარი, უზრუნველყოს დივიდენდების გადახდა და სავარაუდო ფულადი ნაკადის განაწილება და საკასო ნარჩენები, უნდა გაანალიზდეს ურთიერთკავშირში. ამის საფუძველზე კომპანია შეძლებს გაარკვიოს სავარაუდო მომავალი მოგება.

ლიკვიდურობა. კომპანიის ლიკვიდურობა არის მთავარი ბევრი იმ გადაწყვეტილებისთვის, რომელიც ეხება დივიდენდურ პოლიტიკას. რადგან დივიდენდების გადახდა თავისთავად გულისხმობს ფულადი სახსრების ხარჯვას, ამდენად, რაც კარგია კომპანიის ფულადი მარაგების მდგომარეობა და მისი მთლიანი ლიკვიდურობა, მით მეტია მისი შესაძლებლობა გადაიხადოს დივიდენდები. მზარდი და მომგებიანი კომპანია შეიძლება არ იყოს ლიკვიდური, რადგან ფულადი სახსრები შეიძლება მიდიოდეს ფიქსირებულ აქტივებში და მუდმივ საბრუნავ კაპიტალში. რამდენადაც ასეთი კომპანიები ჩვეულებრივ სპეციალურად იმისათვის, რომ კომპანია იყოს დაზღვეული მოულოდნელობისაგან და ჰქონდეს ფინანსური მანევრების საშუალება, იხდიან მცირე დივიდენდებს პოზიციების შესანარჩუნებლად. ე.ი. ლიკვიდურობა მცირე დივიდენდების ხარჯზე.

ფულის სესხების უნარი. ლიკვიდური პოზიცია არ არის ერთადერთი გზა უზრუნველყოფილ იქნეს კომპანიის ფინანსური მოქნილობა და დაცულ იქნეს ის გარკვევლობებისაგან. თუ კომპანიას აქვს შესაძლებლობა შედარებით სწრაფად ისესხოს ფული, მაშინ მისი ასეთი ფინანსური მოქნილობა შეიძლება ჩაითვალოს სავსებით საკმარისად. ფულის სესხების ამ უნარმა შეიძლება მიიღოს საკრედიტო ხაზის, ან ბანკთან ავტომატიურად განახლებადი კრედიტის შესახებ შეთანხმების, ან ამა თუ იმ ფინანსური ინსტიტუტის არაფორმალური მზადყოფნა გასცეს სესხი. გარდა ამისა, ფინანსური მოქნილობა შეიძლება გამოხატულ იქნეს კომპანიის უნარში კაპიტალის ბაზარზე გამოუშვას თავისი ობლიგაციები. რაც უფრო მსხვილი და სოლიდურია კომპანია, მით უფრო ადვილია მისთვის კაპიტალის ბაზარზე გასვლა. რაც უფრო მაღალია კომპანიის უნარი ისესხოს ფული, მით უმეტია მისი ფინანსური მოქნილობა და, მაშასადამე, უნარი გასცეს ფულადი დივიდენდები. გააჩნია რა სავალო ვალდებულებების გამოშვების ხარჯზე მიღებული ფულადი სახსრებისადმი ფართო წვდომა, კომპანიის ხელმძღვანელობას ნაკლებად უნდა აინტერესებდეს გავლენა, რომელიც აქვს ფულად დივიდენდებს მის ლიკვიდურობაზე.

შეზღუდვები სავალო ხელშეკრულებებში. დამცავი კოვენტატი გათვალისწინებული ობლიგაციების გამოშვების შესახებ ან საკრედიტო შეთანხმებებში, ხშირად მოიცავს შეზღუდვებს დივიდენდების გაცემაზე. ასეთ შეზღუდვას იყენებენ კრედიტორები, რომ უზრუნველყონ კომპანიისაგან ვალის მომსახურება. ჩვეულებრივ ის გულისხმობს კომპანიაში მიღებული მოგების (რეინვესტირებული) მაქსიმალურ პროცენტს. როცა ასეთი შეზღუდვა შედის ძალაში, ის მოქმედებს შესაბამისი კომპანიის დივიდენდურ პოლიტიკაზე. ზოგჯერ კომპანიის ხელმძღვანელობა მიესალმება კიდეც მსგავს შეზღუდვებს კრედიტორების მიერ დაზგრილი დივიდენდების გადახდაზე, რადგან ამ შემთხვევაში მათ არ უხდებათ კომპანიაში მოგების შენარჩუნების გამართლება თავისი აქციონერების წინაშე. ამ შემთხვევაში საჭიროა მხოლოდ შეზღუდვებისადმი ყურადღების მიქცევა.

კონტროლი კომპანიაზე. თუ კომპანია იხდის მნიშნელოვან დივიდენდებს, მას შეიძლება გაუჩნდეს მოთხოვნილება კაპიტალის მოზიდვისა აქციების გაყიდვის გზით, რათა

დააფინანსოს მომგებიანი საინვესტიციო შესაძლებლობა. ასეთ პირობებში შეიძლება მოხდეს საკონტროლო პაკეტის გახლეჩა, თუ კომპანიის აქციონერებმა არ ისურვეს ახალი აქციების შეძენა. ამ დროს ხელმძღვანელობამ შეიძლება უპირატესობა მიანიჭოს უმნიშვნელო დივიდენდების გადახდას და მოგება გაუშვას ინვესტიციაში. ასეთი დივიდენდური პოლიტიკა არ უწყობს ხელს რიგითი აქციონერების კეთილდღეობას, სამაგიეროდ იგი შესაძლოა შედიოდეს საკონტროლო პაკეტის მფლობელი აქციონერის ინტერესებში. თუმცა კონტროლი შეიძლება სხვანაირადაც განხორციელდეს. როცა კომპანიის შეძენა ხდება მეორე კომპანიის ან ინდივიდების მიერ, დაბალი დივიდენდების გადახდა ხელს აძლევს კონკურენტებს. მათ შეუძლიათ ამტკიცონ, რომ კომპანია არ ცდილობს აქციონეთა კეთილდღეობის მაქსიმიზაციას და ისინი სხვანაირად მოიქცეოდნენ, საკონტროლო პაკეტი რომ ჰქონეთ. ასეთ დროს კომპანია, რომელსაც ემუქრება გაყიდვის საფრთხე, ჩვეულებისამებრ იხდის დიდ დივიდენდებს აქციონერების სასიამოვნოდ.

რამდენიმე დასკვნითი შენიშვნა. როცა კომპანია არკვევს გადასახდელი დივიდენდების ზომას, მათ უნდა გაანალიზონ ჩვენს მიერ ჩამოთვლილი ყველა ფაქტორი. ეს ფაქტორები ძირითადად განსაზღვრავენ იურიდიულ და სხვა ჩარჩოებს, რომლებიც ზღუდავენ დივიდენდთა გადახდას, როცა კომპანია იხდის დივიდენდების სახით იმაზე მეტს, ვიდრე არის ნარჩენების ფონდში, ეს ნიშნავს, რომ ხელმძღვანელობა და დირექტორთა საბჭო იმედოვნებენ, რომ დივიდენდთა გადახდა დადებითად იმოქმედებს აქციონერთა კეთილდღეობაზე. სირთულე მდგომარეობს იმაში, რომ ჩვენ არ გვაქვს საკმარისი საფუძველი ზუსტი განზოგადებისთვის, რომელიც შეიძლება გაკეთებულიყო პრაქტიკული გამოცდილების შედეგად. სარწმუნო ფაქტების ნაკლებობა ხანგრძლივი დივიდენდური პოლიტიკის გავლენისა კომპანიის ღირებულებაზე, უფრო აძნელებს დივიდენდების ზომის არჩევანს, დაკავშირებულს დივიდენდურ პოლიტიკასთან.

ჩვენს მიერ განხილული ფაქტორები საშუალებას აძლევენ კომპანიას საკმაოდ ზუსტად გაარკვიონ მისაღები პასიური დივიდენდური პოლიტიკა. აქტიური დივიდენდური პოლიტიკა გულისხმობს გარკვეული ნდობის არსებობას, რამდენადაც ის გულისხმობს დაგროვილი დივიდენდების ნაწილი გადახდილი იქნეს ჩვეულებრივი აქციების სახით. ასეთი სტრატეგიით მოქმედებენ გაურკვევლობის პირობებში – ისეთში, როცა მეცნიერთა უმრავლესობას არა აქვს მტკიცე იმის რწმენა, რომ აქციონერთა კეთილდღეობა მოიმატებს. მიუხედავად ყველაფრისა, ბევრ კომპანიაში ფიქრობენ, რომ დივიდენდების გადახდა გავლენას ახდენს აქციის ფასზე და დივიდენდების გადახდას ანიჭებენ დიდ მნიშვნელობას.

დივიდენდების სტაბილურობის შეფასება

დივიდენდების გადახდის სტაბილურობა ის ნიშანია, რომელიც იზიდავს ინვესტორებს. სტაბილურობაში ჩვენ ვგულისხმობთ, რომ კომპანიის მიერ დივიდენდების გადახდის მდგომარეობის შენარჩუნების ტენდენციის მახასიათებელ წრფეს, რომელიც სასურველია იყოს მიმართული ზემოთ. გარკვეულ თანაბარ პირობებში აქციების ფასი, რომლებშიც იხდიან სტაბილურ დივიდენდს, შეიძლება იყოს მეტი, ვიდრე აქციისა, რომელშიც იხდიან ფიქსირებულ პროცენტს მოგებიდან. ასეთ აქციებში ინვესტორები მზად არიან გადაიხადონ პრემია.

დივიდენდების სტაბილურობის შეფასება. აქციონერების მზადყოფნა გადაიხადონ პრემია აქციის ფასში, რომელიც განპირობებულია სტაბილური დივიდენდების არსებობით, აიხსნება შემდეგი ფაქტორების მოქმედებით: დივიდენდების შესახებ ინფორმაციისათვის, ინვესტორების სურვილით მიიღონ მიმდინარე შემოსავალი, აგრეთვე, გარკვეული ინსტიტუციონალური მოსაზრებებიდან გამომდინარე.

ინფორმაციული კონტექსტი. როცა კომპანიის მოგება ეცემა, მაგრამ ის მაინც იხდის დივიდენდებს, ბაზარს უჩნდება მეტი ნდობა ამ კომპანიის აქციებისადმი, ვიდრე ეს იქნებოდა დივიდენდების არ გადახდის შემთხვევაში. დივიდენდების სტაბილურობამ შესაძლოა გამოხატოს კომპანიის ხელმძღვანელობის, რომ მათი მომავალი უკეთესია, ვიდრე ამას ასახავდეს მოგების შემცირება. ამგვარად, კომპანიის ხელმძღვანელობას შეუძლია გავლენა იქონიოს ინვესტორების მოლოდინზე ინფომაციით, რომელსაც ატარებს დივიდენდები. მაგრამ მუდმივად ბაზრის მოტყუებას ხელმძღვანელობა ვერ შეძლებს. თუ შეიმჩნევა მოგების შემცირების გამოკვეთილი ტენდენცია, სტაბილური დივიდენდები ძნელად თუ შეძლებენ დიდი ხნის განმავლობაში შექმნან „ნათელი მომავლის" შთაბეჭდილება. უფრო მეტიც, თუ კომპანია ეწევა არასტაბილურ ბიზნესს, მოგების დიდი რხევებით, სტაბილური დივიდენდები ვერ შექმნიან ამ ბიზნესის სტაბილურობის ილუზიას.

ინვესტორების სურვილი მიიღონ მიმდინარე შემოსავალი. ეს მეორე ფაქტორია, რომელმაც შეიძლება ხელი შეუწყოს დივიდენდების სტაბილურობას. აქციონერები, რომლებიც მიისწრაფვიან მიიღონ განსაზღვრული პერიოდული შემოსავალი, უპირატესობას ანიჭებენ კომპანიას სტაბილური დივიდენდების გადახდით, ვიდრე არასტაბილური დივიდენდების გადამხდელს - მაშინაც კი, თუ ორივე კომპანიას ექნება მსგავსი მოგება და ხანგრძლივი დროის განმავლობაში გადახდილი დივიდენდების ოდენობა. მიუხედავად იმისა, რომ შემოსავლის მიღების სურვილის მქონე ინვესტორებს ყოველთვის შეუძლიათ თავიანთი ჩვეულებრივი აქციების ნაწილის გაყიდვა შემოსავლის მისაღებად, როდესაც დივიდენდი არ არის საკმარისი მიმდინარე საჭიროებების დაკმაყოფილებისათვის, ბევრი მათგანი უარყოფითადაა განწყობილი საკუთარი კაპიტალის გამოყენების მიმართ. უფრო მეტიც, როდესაც კომპანია ამცირებს დივიდენდების გადახდებს, როგორც წესი, მისი მოგებაც ჩვეულებრივად მცირდება იკლებს და იგივე ხდება მისი ჩვეულებრივი აქციების საბაზრო ფასთან მიმართებაშიც. მთლიანობაში, ინვესტორები, რომლებიც მგრძნობიარენი არიან მიმდინარე შემოსავლების მიღების შესაძლებლობით, უპირატესობას ანიჭებენ სტაბილურ დივიდენდებს, იმ დროსაც კი, რომ მათ შეუძლიათ ჩვეულებრივი აქციების ნაწილის გაყიდვის ხარჯზე შემოსავლის მიღება.

ინსტიტუციონალური მოსაზრება. სტაბილური დივიდენდები შეიძლება იყოს უკეთესი იურიდიული თვალსაზრისითაც, რომელიც საშუალებას აძლევს ზოგიერთ საინვესტიციო ორგანიზაციას იყიდოს ჩვეულებრივი აქციები. იმის გამო, რომ გარკვეულ ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს აქვთ ან არა აქვთ შესაძლებლობა შეისყიდონ ჩვეულებრივი აქციები, სხვადასხვა სახელმწიფო ორგანოები ადგენენ ფასიანი ქაღალდების დამტკიცებულ ჩამონათვალს, რომელშიც შეუძლიათ დააბანდონ თავიანთი კაპიტალი საპენსიო ფონდებმა, შემნახველმა სალაროებმა, ნდობით აღჭურვილმა პირებმა, სადაზღვევო კომპანიებმა და ზოგიერთმა სხვა დაწესებულებამ. ასეთ ჩამონათვალში მოსახვედრად კომპანიებისაგან ხშირად თხოულობენ დივიდენდების გადახდის უწყვეტ სურათს

ხანგრძლივი დროის განმავლობაში. წყვეტას დივიდენდთა გადახდაში შეუძლია გამოიწვიოს ამ კომპანიის ლისტინგიდან ამოღება.

იმის მხარდასაჭერად წარმოდგენილი არგუმენტები, რომ სტაბილური დივიდენდები დადებით ზეგავლენას ახდენენ აქციების საბაზრო ფასზე, არის მხოლოდ სავარაუდო. მათ სასარგებლოდ შეიძლება მოვიყვანოთ ძალზე მცირე რაოდენობის ემპირიული მტკიცებულება. მიუხედავად იმისა, რომ ინდივიდუალური აქციების კვლევები ხშირად მეტყველებენ იმის შესახებ, რომ სტაბილური დივიდენდები იცავენ აქციის საბაზრო ფასის ცვლილებებს კომპანიის მოგების კლების პერიოდში, ჩვენთვის უცნობია კვლევები აქციების საკმაოდ მსხვილ მაგალითზე, რომელიც ახსნიდა დამოკიდებულებას დივიდენდების სტაბილურობასა და შეფასებას შორის. მიუხედავად ამისა, კომპანიების უმრავლესობა ცდილობს შეინარჩუნოს დივიდენდური გადახდების სტაბილურობა. ეს სრულად პასუხობს საერთო რწმენას, რომ სტაბილური დივიდენდები დადებით ზეგავლენას ახდენენ კომპანიის ღირებულებაზე.

დივიდენდური გადახდების მიზნობრივი კოეფიციენტები. როგორც ჩანს ზოგიერთი კომპანია ატარებს დივიდენდების გადახდის მიზნობრივი კოეფიციენტის პოლიტიკას, რომლის შენარჩუნებას ისინი შეეცდებიან დროის ხანგრძლივი დროის განმავლობაში. ჯონ ლინტნერი ამტკიცებს, რომ დივიდენდების კორექტირება ხდება მოგების ცვლილებების შესაბამისად - მაგრამ მხოლოდ მოგვიანებით. როდესაც მოგება იზრდება ახალ დონემდე, კომპანია ზრდის დივიდენდების ოდენობას მხოლოდ მას შემდეგ, რაც იგრძნობს, რომ შემდგომშიც შეძლებს მოგების ამ ახალი დონის შენარჩუნებას. არანაკლებ უარყოფითად ეკიდებიან კომპანიები თავიანთი ფულადი დივიდენდების აბსოლუტური სიდიდის შემცირებასაც. ორივე ეს ფაქტორი გვეხმარება ავხსნათ, დივიდენდების ცვლილებები თუ რატომ ჩამორჩებიან დროში მოგების ცვლილებებს. ეკონომიკური აღმავლობის მომენტებში ასეთი ჩამორჩენა შესამჩნევი ხდება, როდესაც გაუნაწილებელი მოგება მცირდება დივიდენდებთან მიმართებაში.

რეგულარული და დამატებითი დივიდენდები. ერთ-ერთი საშუალება, რომლის დახმარებითაც კომპანიას შეუძლია წარმატებულ პერიოდში გაზარდოს აქციონერებისაკენ მიმართული ნაღდი ფული არის დამატებითი დივიდენდების გამოცხადება, რეგულარულ დივიდენდებზე დამატებით, რომელიც ძირითადად გადაიხდება კვარტალურ ან ნახევაწლიან პერიოდში. დამატებითი დივიდენდის გამოცხადებისას კომპანია აფრთხილებს ინვესტორს, რომ ეს დივიდენდები არ ნიშნავს დივიდენდთა გადახდის დადგენილი კოეფიციენტის შეცვლას. დამატებითი დივიდენდების გამოყენება საშუალებას აძლევს კომპანიას შინარჩუნოს რეგულარული დივიდენდების სტაბილურობა და ასევე გასცეს რაიმე ჯილდო წარმატებისათვის. ამის გარდა, აქციონერები იღებენ სიგნალს კომპანიის წარმატების შესახებ. თუ კომპანია ხშირად იხდის დამატებით დივიდენდებს, აქციონერებს უჩნდებათ აზრი მათ მოსალოდნელობაზე. თუ დამატებით დივიდენდებს სწორად წარმართავენ მათ შეუძლიათ ბაზარზე გადასცენ დადებით ინფორმაციას კომპანიის მიმდინარე და მომავალ საქმიანობასთან დაკავშირებით.

დამატებითი დივიდენდები - *არარეგულარული ერთჯერადი დივიდენდები გადახდილი აქციონერებისათვის, რეგულარული დივიდენდების გარდა. დამატებითი დივიდენდების გადახდა ხდება განსაკუთრებულ შემთხვევებში.*

რეგულარული დივიდენდები - *დივიდენდები, რომელიც ჩვეულებრივ მოსალოდნელია, რომ კომპანიამ გადაიხადოს.*

აქციებით გადახდილი დივიდენდები და აქციათა დაყოფა

აქციებით გადახდილი დივიდენდები და ახალი აქციების გამოშვება ხშირად გამოიყენება სხვადასხვა მიზნებისათვის. ეკონომიკური თვალსაზრისით ამ ორ ცნებას შორის განსაკუთრებული სხვაობა არ არის. სხვაობა და თან არსებითი არის მხოლოდ ბუღალტრული აღრიცხვის თვალსაზრისით.

დივიდენდები აქციებით. დივიდენდები აქციებით არის ჩვეულებრივი აქციების დამატებითი წილის გადახდა აქციონერებისათვის. იგი არის მხოლოდ საბუღალტრო ჩანაწერის შეცვლა სააქციო კაპიტალის ანგარიშში, რომელიც ემსახურება აქციონერთა კაპიტალის გადანაწილებას კომპანიის ბალანსის სხვადასხვა პუნქტებს შორის. ამ დროს ყოველი აქციონერის წილი კომპანიის საკუთრებაზე უცვლელი რჩება. მაკონტროლებელი ორგანოები ხედავენ გარკვეულ სხვაობას მცირე პროცენტიან აქციების დივიდენდებსა და მაღალპროცენტიან აქციების დივიდენდებს შორის.

აქციებით გადახდილი დივიდენდები - *კომპანიის აქციონერთათვის დამატებითი აქციების გადაცემა. ხშირად გამოიყენება ფულადი დივიდენდების სანაცვლოდ (ან მათთან ერთად).*

მცირეპროცენტიანი დივიდენდები აქციების სახით. თუ აქციებით გადახდილი დივიდენდები წარმოადგენენ ადრე გამოშვებული ჩვეულებრივი აქციების 25%-ზე ნაკლებ ზრდას, მაშინ ისინი ითვლებიან მცირეპროცენტიან დივიდენდებად აქციების სახით. აქციებით გადასახდელი ამ ტიპის დივიდენდების აღრიცხვას მოჰყვება გარკვეული თანხის გადატანა გაუნაწილებელი მოგებიდან ჩვეულებრივ აქციებში და დამატებით გადახდილ კაპიტალში.

ვთქვათ, **Chen** ინდუსტრიას ჰქონდა მთლიანი სააქციო კაპიტალის ანგარიში - აქციების სახით დივიდენდების გამოცხადებამდე - როგორც ნაჩვენებია ცხრილ 8.1-ის მარცხენა ნაწილში. შემდეგ **Chen** ინდუსტრიას თავაზობს თავის აქციონერებს აქციებით გადახდილ 5%-იან დივიდენდებს 20 000 დამატებითი აქციის (400 000X0,05) ოდენობით. ამ აქციების რეალური საბაზრო ღირებულება შეადგენს 40$-ს თითო აქციაში. ყოველ 20 ჩვეულებრივ აქციაში, რომლებსაც ფლობს აქციონერი, ის ღებულობს ერთ დამატებით აქციას. დამატებითი აქციებით დივიდენდების გადახდის შემდეგ შესაბამისი მუხლების ცვლილებების საბუღალტრო აღრიცხვა წარმოდგენილია ცხრილ 8.1-ის მარჯვენა ნაწილში.

ცხრილი 1. Chen ინდუსტრიის აქციებით გადახდილი 5%-იანი დივიდენდები

გაცემამდე		შემდეგ	
ჩვეულებრივი აქცია		ჩვეულებრივი აქცია	
(5$ ნომინალით; 400000 აქცია)	$2 000 000	(5$ ნომინალით; 420000 აქცია)	$2 100 000
დამატებით გადახდილი კაპიტალი	1 000 000	დამატებით გადახდილი კაპიტალი	1 700 000
გაუნაწილებელი მოგება	7 000 000	გაუნაწილებელი მოგება	6 200 000
მთლიანი სააქციო კაპიტალი	**$10 000 000**	**მთლიანი სააქციო კაპიტალი**	**$10 000 000**

შენიშვნა: ერთი აქციის მიმდინარესაბაზრო ფასი უდრის 40 $-ს.

აქციონერებისთვის აქციებით გადახდილი 5%-იანი დივიდენდების შეთავაზების პირობისას, 800 000$ (40$X20 000 აქციაზე) დამატებითი აქციების საბაზრო ღირებულებაში გადააქვთ მუხლიდან „გაუნაწილებელი მოგება“ მუხლებში „ჩვეულებრივი აქციები“ და „დამატებით გადახდილი კაპიტალი“. რადგან ერთი აქციის ნომინალური ღირებულება რჩება უცვლელი, ამიტომ აქციების რაოდენობის ზრდა გამოიხატება მუხლ „ჩვეულებრივ აქციებში“ მითითებული თანხის ზრდაში. ეს ზრდა შეადგენს 100 000$-ს (5$X20 000 აქციაზე). ნაშთს 700 000$-ს უმატებენ მუხლს „დამატებით გადახდილი კაპიტალი“. კომპანიის მთლიანი სააქციო კაპიტალი რჩება უცვლელი, ე.ი. 10 მლნ. $.

რადგან მიმოქცევაში არსებული ჩვეულებრივი აქციების რაოდენობა იზრდება 5%-ით, პროპორციულად მცირდება კომპანიის მოგებაც, რომელიც მოდის ერთ აქციაზე. დავუშვათ, რომ წმინდა მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ სულ ახლახანს დასრულებულ პერიოდში შეადგენს 1 მლნ. $-ს. აქციებით დივიდენდების გადახდამდე, მოგება ერთ აქციაზე შეადგენდა: 2,50 $-ს (1 მლნ. $/400 000 აქციაზე). აქციებით დივიდენდების გადახდის შემდეგ მოგება ერთ აქციაზე შეადგენდეს იქნება 2,38 $. (1 მლნ. $/420 000 აქციაზე). აქციონერებს აღმოაჩნდა მეტი აქცია, მაგრამ მოგება ერთ აქციაზე შემცირდა. თუმცა თითოეული აქციონერის წილი მთლიან მოგებაში, რომელსაც მიმართავენ ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებისკენ, რჩება უცვლელი.

მაღალპროცენტიანი დივიდენდები აქციებით. აქციების მნიშვნელოვანი პროცენტით გადახდილი დივიდენდები (როგორც წესი, მიმოქცევაში ადრე გამოშვებული ჩვეულებრივი აქციების მოცულობის 25% ან მეტი) უნდა აღირიცხებოდნენ სხვაგვარად. მაშინ, როდესაც აქციების მცირეპროცენტიანი გადახდილი დივიდენდები სავარაუდოდ არ უნდა ახდენდნენ მნიშვნელოვან გავლენას ერთი აქციის საბაზრო ფასზე, თვლიან, რომ აქციების მნიშვნელოვანი პროცენტით გადახდილი დივიდენდები მნიშვნელოვნად ამცირებენ აქციის საბაზრო ფასს. ამ შემთხვევაში კონსერვატიული მიდგომა დაიყვანება იქამდე, რომ მთლიანად აღირიცხოს დამატებითი აქციები თავიანთი ნომინალით მუხლი „ჩვეულებრივი აქციების“მიხედვით.

დავუშვათ, კომპანია **Chen** ინდუსტრიამ გადაწყვიტა გადაიხადოს აქციებით 100%-იანი დივიდენდები (5%-იანი დივიდენდების გამოშვების ნაცვლად, რომელთა შესახებ ზემოთ იყო ნათქვამი). ცხრილიდან 8.2 ჩანს, თუ როგორ უნდა გამოიყურებოდეს სააქციო კაპიტალის კარი **Chen** ინდუსტრიის საბალანსო ანგარიშში (როგორც აქციებით გადასახდელი დივიდენდების გამოშვებამდე, ისე მის შემდეგ).

აქციების სახით 100%-იანი დივიდენდების გადახდის შედეგად, 2 მლნ. $. (5$X400 000 აქცია) ამ დამატებითი 400 000 აქციის ნომინალურ ღირებულებაში გადაიტანება

რეინვესტირებული მოგებიდან ჩვეულებრივი აქციების შესაბამის მუხლში (ნომინალის მიხედვით). კომპანიის ერთობლივი სააქციო კაპიტალი რჩება უცვლელი, ე.ი. 10 მლნ. $.

*ცხრილი 2 კომპანია **Chen** ინდუსტრიის აქციებით გადასახდელი 100%-იანი დივიდენდები*

გაცემამდე	**შემდეგ**
ჩვეულებრივი აქცია (5$ ნომინალით; 400000 აქცია) $2 000 000 დამატებით გადახდილი კაპიტალი 1 000 000 გაუნაწილებელი მოგება 7 000 000 **მთლიანი სააქციო კაპიტალი $10 000 000**	ჩვეულებრივი აქცია (5$ ნომინალით; 800000 აქცია) $4 000 000 დამატებით გადახდილი კაპიტალი 1 000 000 გაუნაწილებელი მოგება 5 000 000 **მთლიანი სააქციო კაპიტალი $10 000 000**

აქციების დაყოფა. აქციების დაყოფის შემთხვევაში აქციების რაოდენობა იზრდება მათი ნომინალური ღირებულების პროპორციული შემცირების ხარჯზე. ჩვენს მაგალითში **Chen** ინდუსტრიამ გამოუშვა აქციები 100%-იანი დივიდენდების გადასახდელად. აქციების დაყოფა პროპორციით 2/1 თავისთავად გამოიწვევდა ისეთივე ეკონომიკურ შედეგებს, როგორც 100%-იანი აქციების სახის დივიდენდების გამოშვება, თუმცა ეს მოითხოვდა განსხვავებულ ბუღალტრულ აღრიცხვას. ცხრილ 8.3-ში ნაჩვენებია კომპანია **Chen** ინდუსტრიის ერთობლივი სააქციო კაპიტალის ანგარიში 2/1 პროპორციით, როგორც აქციათა დანაწილებამდე, ისე მის შემდეგ.

*ცხრილი 3. კომპანია **Chen** ინდუსტრიის გაყოფილი აქციები 2/1 პროპორციით*

გაცემამდე	**შემდეგ**
ჩვეულებრივი აქცია (5$ ნომინალით; 400000 აქცია) $2 000 000 დამატებით გადახდილი კაპიტალი 1 000 000 გაუნაწილებელი მოგება 7 000 000 **მთლიანი სააქციო კაპიტალი $10 000 000**	ჩვეულებრივი აქცია (2.5$ ნომინალით; 800000 აქცია) $2 000 000 დამატებით გადახდილი კაპიტალი 1 000 000 გაუნაწილებელი მოგება 7 000 000 **მთლიანი სააქციო კაპიტალი $10 000 000**

აღნიშნული კომპანიის შემთხვევაში თუ აქციებით გადახდილი დივიდენდების დროს ჩვეულებრივი აქციებით ნომინალური ღირებულება არ იცვლება, აქციების დაყოფის შემთხვევაში იგი მცირდება. ამრიგად, აქციების დაყოფისას ის მუხლები, რომლებიც შეესაბამება ჩვეულებრივ აქციებს, დამატებით გადახდილ კაპიტალს და გაუნაწილებელ მოგებას, რჩება უცვლელი. მთლიანი სააქციო კაპიტალიც, რა თქმა უნდა, რჩება უცვლელი. ერთადერთი ცვლილება არის ჩვეულებრივი აქციების ნომინალურ ღირებულებაში: თითოეული ჩვეულებრივი აქციის ნომინალი მცირდება 2-ჯერ თავის პირვანდელ მნიშვნელობასთან შედარებით. აქედან გამომდინარე, თუ ბუღალტრულ აღრიცხვას მხედველობაში არ მივიღებთ, აქციებით გადახდილი დივიდენდები და აქციების დაყოფა პრაქტიკულად არაფრით განსხვავდება ერთმანეთისაგან. აქციების დაყოფა ჩვეულებრივ გამოიყენება იმ შემთხვევაში, როდესაც კომპანია მიისწრაფის თავისი ჩვეულებრივი აქციების საბაზრო ფასის არსებითი შემცირებისაკენ. აქციების დაყოფის მთავარი მიზანია განათავსოს

აქციები მეტად პოპულარული სავაჭრო ფასებით, რითაც საიმედოდ მოხდება მეტი მყიდველის მოზიდვა.

კომპანია იშვიათად ცდილობს შეინარჩუნოს მსგავსი ფულადი დივიდენდები, რომელსაც იხდის ერთ აქციაზე, აქციების დაყოფამდე და მის შემდეგაც. თუმცა კომპანიას შეუძლია გაზარდოს ეფექტიანი დივიდენდების გაცემა აქციონერებისათვის. მაგალითად, კომპანიას შეუძლია თავისი ჩვეულებივი აქციები დაყოს პროპორციით 2/1 და დაადგინოს დივიდენდების გადახდის წლიური კოეფიციენტი ზომით $1,20 ერთ აქციაზე, მაშინ როცა, აქციების დაყოფამდე ეს ზომა შეიძლებოდა ყოფილიყო $2 ერთ აქციაზე. აქციონერი, რომელიც აქციების დაყოფამდე ფლობს 100 აქციას, მიიღებდა ფულად დივიდენდს წელიწადში $200 რაოდენობით, ხოლო აქციების დაყოფის შემდეგ ეს აქციონერი გახდება 200 აქციის მფლობელი და მიიღებს ფულად დივიდენდს წელიწადში $240 რაოდენობით.

***აქციების დაყოფა** – გამოცემული აქციების რაოდენობის ზრდა მიმოქცევაში მისი ნომინალური ღირებულების შემცირების ხარჯზე.* მაგ.: აქციების დაყოფა პროპორციით 2/1, რომლის შემდეგაც აქციების ნომინალური ღირებულება მცირდება 2-ჯერ.

აქციებით გადახდილი დივიდენდები და აქციათა დაყოფა: ღირებულება აქციონერთათვის. თეორიული თვალსაზრისით, აქციებით გადახდილი დივიდენდები და აქციების დაყოფა არ წარმოადგენს განსაკუთრებულ ღირებულებას ინვესტორისათვის. აქციონერები საკუთრებაში იღებენ დამატებით ჩვეულებრივ აქციებს, თუმცა მათი წილობრივი მონაწილეობა შესაბამის კომპანიაში რჩება უცვლელი. აქციების საბაზრო ფასი პროპორციულად უნდა შემცირდეს, ამიტომ თითოეული აქციონერის კაპიტალის საერთო ღირებულება რჩება უცვლელი. რომ მოვახდინოთ დივიდენდების აქციების სახით გაცემის ილუსტრირება, განხილვისათვის დავუშვათ, რომ ხელთ გვაქვს 100 ჩვეულებრივი აქცია, თითოეულის ფასია $40 (აქციათა საერთო ღირებულება $4000). აქციებით გადახდილი 5%-იანი დივიდენდების გამოშვების შემდეგ, თითოეული აქციის ფასი უნდა შემცირდეს $38,10-მდე (40:1,05). თუმცა კაპიტალის მთლიანი ღირებულება კვლავ იგივე დარჩება $4000 (38,10·105). აქედან გამოდის, რომ აქციებით გადახდილი დივიდენდები არ წარმოადგენს არავითარ ღირებულს თქვენთვის. ასეთი სახის დივიდენდების გადახდის შემდეგ თქვენ უბრალოდ ხდებით დიდი რაოდენობის აქციების მფლობელი, მაგრამ არ მაღლდება თქვენი წილობრივი მონაწილეობა კომპანიაში. თეორიული თვალთახედვით, აქციებით გადახდილი დივიდენდები და აქციების დაყოფა სხვა არაფერია, თუ არა კოსმეტიკური ცვლილება.

თუკი ინვესტორს გამიზნული აქვს გაყიდოს რამდენიმე აქცია, რათა მიიღოს მიმდინარე შემოსავალი, მაშინ აქციებით გადახდილი დივიდენდები და აქციების დაყოფა მას რამდენადმე უადვილებს ამ საქმეს. რასაკვირველია, აქციებით გადახდილი დივიდენდების და აქციების დაყოფის არარსებობის შემთხვევაში, აქციონერებს ასევე შეეძლოთ გაეყიდათ რამდენიმე აქცია საწყისი მარაგიდან და მიეღოთ მათთვის საჭირო ფულადი შემოსავალი. ნებისმიერ შემთხვევაში, აქციების გაყიდვა წარმოადგენს კაპიტალის გაყიდვას და იბეგრება კაპიტალის ზრდის გადასახადით. შესაძლებელია, რომ ზოგიერთი ინვესტორი არ განიხილავს იმ დამატებითი აქციების გაყიდვას, რომლებიც წარმოიშვა აქციებით გადახდილი დივიდენდებისა და აქციების დაყოფის შედეგად, როგორც ძირითადი კაპიტალის გაყიდვას. მათთვის აქციებით გადახდილი დივიდენდებისა და აქციების

დაყოფა წარმოადგენს მხოლოდ შემთხვევით წარმატებას. მათ შეუძლიათ გაყიდონ დამატებითი აქციები და ამასთან შეინარჩუნონ თავიანთი აქციების საწყისი პაკეტი. ასეთ აქციონერებზე აქციებით გადახდილმა დივიდენდებმა და აქციების დაყოფამ შესაძლოა მოახდინოს დადებითი ფსიქოლოგიური ზემოქმედება.

გავლენა ფულად დივიდენდებზე. აქციებით გადახდილ დივიდენდებს, ან დაყოფილ აქციებს შესაძლოა თან ახლდეს გაზრდილი ფულადი დივიდენდები. დავუშვათ, ინვესტორი ფლობს კომპანიის 100 აქციას, რომლებიც იხდიან წლიურ დივიდენდებს $1 ოდენობით თითო აქციაზე. კომპანია აცხადებს აქციებით 10%-იანი დივიდენდების გადახდის შესახებ, ამავდროულად აცხადებს, რომ ერთ აქციაზე გადახდილი ფულადი დივიდენდების სიდიდე რჩება უცვლელი. ამ შემთხვევაში ინვესტორს ხელთ ექნება 110 აქცია, ხოლო ერთობლივი ფულადი დივიდენდები შეადგენს უკვე არა $100, როგორც მანამდე, არამედ $110-ს. ასეთ შემთხვევაში აქციებით გადახდილი დივიდენდები შეადგენს ერთობლივ ფულად დივიდენდებს. იქონიებს თუ არა ფულადი დივიდენდების ზრდა დადებით გავლენას აქციონერის კეთილდღეობაზე, დამოკიდებული იქნება მიმდინარე დივიდენდებსა და გაუნაწილებელ მოგებას შორის ბალანსზე. აშკარაა, რომ აქციებით გადახდილი დივიდენდები ამ შემთხვევაში ასახავს კომპანიის ხელმძღვანელობის გადაწყვეტილებას ზომიერად გაზარდოს ფულადი დივიდენდების სიდიდეს, თუმცა ამისათვის კომპანია არ არის ვალდებული დივიდენდები გადაიხადოს აქციებით. კომპანიას შეუძლია ერთ აქციაზე გადახდილი ფულადი დივიდენდი გაზარდოს $1-დან $1,10-მდე.

ზოგჯერ აქციებით გადახდილი დივიდენდები გამოიყენება კომპანიის ფულადი რესურსების შენახვისთვის. იმის მაგივრად, რომ ფულადმა დივიდენდებმა მოიმატოს მოგების ზრდის კვალდაკვალ, კომპანიას შეუძლია მოგების დიდი ნაწილი დაიტოვოს თვითონ და გამოაცხადოს აქციებით გადახდილი ზომიერი დივიდენდების გამოშვების შესახებ. ასეთი გადაწყვეტილება, საბოლოო ჯამში, დაიყვანება დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტების შემცირებამდე. მოგების ზრდისა და დივიდენდების შენახვის ერთი და იგივე დონეზე მიმდინარეობის პარალელურად, დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტი შემცირდება. ასეთი მანიპულაციების შედეგად გაიზრდება თუ არა აქციონერთა კეთილდღეობა, დამოკიდებული იქნება ზემოთ გადმოცემულ მოსაზრებებზე. კომპანიაში მოგების დიდი წილის შენახვის გადაწყვეტილებას, რა თქმა უნდა, შესაძლოა თან ახლდეს აქციების სახით დივიდენდების არ გაცემა. მიუხედავად იმისა, რომ აქციებით გადახდილ დივიდენდებს შეუძლიათ გარკვეულ ინვესტორთა დაკმაყოფილება, პირველ რიგში, ფსიქოლოგიური ზეგავლენის მოხდენით, ფულადი დივიდენდების გადაცვლა ჩვეულებრივ აქციებზე დაკავშირებულია შესამჩნევ ადმინისტრაციულ დანახარჯებთან. აქციების სახით დივიდენდების გადახდის პროცედურა გაცილებით ძვირი ჯდება ფულადი დივიდენდების გადახდასთან შედარებით. ეს ხარჯები აშკარად არ მატებს მიმზიდველობას აქციებით გადახდილ დივიდენდებს.

უფრო მიმზიდველი სავაჭრო ფასების დიაპაზონი. აქციების დაყოფა და მცირე ზომით დივიდენდების აქციების სახით გაცემა გამოიყენება აქციების განსათავსებლად დაბალ, შესაბამისად, უფრო პოპულარულ სავაჭრო ფასების დიაპაზონში, რომელსაც შეუძლია მოიზიდოს უფრო მეტი აქციონერი და, ასევე, გავლენა იქონიოს აქციონერების

შემადგენლობაზე, რადგან აქციების ინდივიდუალური მფლობელების რაოდენობა იზრდება და ინსტიტუციური ინვესტორების რაოდენობა იკლებს.

საინფორმაციო შემადგენლობა. აქციების სახით გადახდილი დივიდენდების და აქციების შესახებ განცხადებამ, შესაძლოა ინვესტორებს გადასცეს გარკვეული ინფორმაცია. როგორც მანამდე განვიხილეთ, შესაძლოა არსებობდეს სიტუაცია, როდესაც ხელმძღვანელობა ფლობს მეტად სასარგებლო ინფორმაციას კომპანიის მდგომარეობის შესახებ, ვიდრე მისი აქციონერები. იმის ნაცვლად, რომ ამის შესახებ უბრალოდ განაცხადოს ბეჭდვით ორგანოებში, ხელმძღვანელობას შეუძლია გამოიყენოს აქციებით დივიდენდების გადახდა ან აქციების დაყოფა, როგორც უფრო სარწმუნო მტკიცება კომპანიის ხელსაყრელ პერსპექტიულ მდგომარეობაში ყოფნის რწმენის მეტი დამაჯერებლობისთვის. მოახდენს თუ არა ასეთი მინიშნება დადებით გავლენას კომპანიის აქციების ფასზე, კომპანიის ხელმძღვანელობას ამის შემოწმება მოუწევს პრაქტიკაში. ასეთ შემთხვევაში, სწორედ პრაქტიკა გვევლინება კრიტერიუმის საზომად. არსებობს სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი მონაცემები, რომლებიც ამტკიცებენ დადებით გავლენას აქციებით გადახდილი დივიდენდებისა ან აქციების დაყოფის შესახებ გამოცხადებასთან დაკავშირებით. ასეთი განცხადება გულისხმობს, რომ კომპანიის აქციების ფასი შემცირებულია და საჭიროებს კორექტირებას მატების კუთხით. თუმცა, ამ შედეგების ინტერპრეტირებისას უნდა გამოვიჩინოთ ცნობილი სიფრთხილე. აღმოჩნდება, რომ აქციებით გადახდილი დივიდენდები და აქციების დაყოფა, როგორც წესი, წინ უსწრებს ფულად დივიდენდებს და მოგების ზრდას. აშკარაა, ბაზარი განიხილავს აქციებით გადახდილ დივიდენდებს და დაყოფილ აქციებს, როგორც ფულადი დივიდენდების თანადათანობითი ზრდის და კომპანიის მიერ გამომუშავებული მოგების უნარის ინდიკატორს. ამრიგად, აქციების ფასის დადებითი გამოძახილის მიზეზს წარმოადგენს არა იმდენად აქციებით გადახდილი დივიდენდები ან დაყოფილი აქციები, არამედ ამ მოქმედებებში ჩადებული დადებითი ინფორმაცია. გარდა ამისა, თუ კომპანიას სურს თავისი აქციების ფასი დატოვოს მიღწეულ მაღალ დონეზე, მან დროის მიხედვით უნდა უზრუნველყოს დივიდენდების ზრდა და მოგების გაცემის დემონსტრირება.

აქციების გამსხვილება. აქციების გამსხვილება გულისხმობს მიმოქცევაში გასული აქციების რაოდენობის შემცირებას. მაგალითად: გამსხვილებისას პროპორციით 1/2 თითოეული აქციონერი იღებს ერთ ახალ აქციას ამ აქციონერის ხელთ არსებული ორი ძველი აქციის სანაცვლოდ.

აქციების გამსხვილება – აქციების გამსხვილება, როდესაც გამოცემული აქციების რაოდენობა მცირდება. მაგ.: 1/2 პროპორციით აქციების გაერთიანებით, სადაც თვითეული აქციონერი იღებს ერთ ახალ აქციას ორი ძველი აქციისთვის.

იმის მაგივრად, კომპანიამ გაზარდოს ჩვეულებრივი აქციების რაოდენობა მიმოქცევაში, მას შეუძლია შეამციროს მათი რაოდენობა. ეს შესაძლოა მიღწეულ იქნეს აქციების გამსხვილებით. ზემოთ აღნიშნული კომპანია თუკი გადაწყვეტდა განეხორციელებინა გამსხვილება პროპორციით 1/4, მაშინ აქციონერი ყოველ 4 აქციაზე მიიღებდა ერთ ახალ აქციას. ერთი აქციის ახალი ნომინალური ღირებულება შეადგენდა $20-ს ($5X4), ხოლო 40 000 მიმოქცევაში არსებული აქციის მაგიერ დარჩებოდა 100 000 აქცია

(400 000:4). გამსხვილება გამოიყენება აქციის საბაზრო ფასის გაზრდისათვის, ეს მაშინ, როცა ხელმძღვანელობა ვარაუდობს, რომ აქციის ფასი აშკარად დაქვეითებულია.

როგორც აქციებით გადახდილი დივიდენდებისა და დაყოფილი აქციების შემთხვევაში, ასევე აქციების გაერთიანების გამოცხადებასაც თან ახლავს გარკვეული ინფორმაციის და სიგნალის შესაძლო ზეგავლენა. როგორც წესი, ასეთი სიგნალი არის უარყოფითი და ნიშნავს, კომპანიის მიერ გარკვეული ფინანსური სიძნელეების აღიარებას. თუმცა, ფინანსური სიძნელეების არსებობა ყოველთვის არ წარმოადგენს გამსხვილების აუცილებელ მიზეზს. კომპანიის ხელმძღვანელობას შეიძლება უბრალოდ გაუჩნდეს სურვილი გადაიყვანოს აქციის ფასი უფრო მაღალ სავაჭრო დიაპაზონში, სადაც მთლიანი სავაჭრო და მომსახურების დანახარჯები, როგორც წესი, ნაკლებია. ამასთან, პრაქტიკული გამოცდილება გვიჩვენებს აქციების ფასის სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი დაქვეითების არსებობას კომპანიის მიერ გამსხვილების გატარების შესახებ გამოცხადებისთანავე. ეს შემცირება კომპენსირდება კომპანიის ძველი მოგების ხარჯზე, მაგრამ წარმატებული კომპანიის ხელმძღვანელობა, კარგად უნდა დაფიქრდეს მანამ, სანამ განაცხადებს გამსხვილების შესახებ. ინვესტორთა წარმოდგენაში გამსხვილებასთან დაკავშირებით არასასიამოვნო ასოციაციები ჩნდება.

აქციების გამსხვილება: თანამედროვე ტენდენციები. წლების განმავლობაში აქციების გაყოფა განიხილებოდა, როგორც ვიტრინების მორთვა მყიდველის მოსაზიდად, ან პატარა კომპანიების მიერ უიმედო მცდელობა თავიდან აიცილონ აქციების გამორიცხვა საფონდო ბირჟის ლისტინგიდან. მაგრამ როგორ უნდა იქნეს შეფასებული აქციათა გამსხვილების ღონისძიებები, რომლებსაც ამჟამად ახორციელებენ ისეთი კომპანიები, როგორებიცაა: **AT&T Corp., Lucent Technologies Inc.** და **Palm Inc.?**

მიუხედავად იმისა, რომ ანალიტიკოსთა უმრავლესობა არაფრად მიიჩნევენ მათ, არსებობს აქციების გაერთიანების ზოგიერთი პრაქტიკული ხასიათის მიზეზები. ერთ-ერთი მათგანი მდგომარეობს ინსტიტუციონალური ინვესტორების დამშვიდების სწრაფვაში. „ბევრ საინვესტიციო ფონდს აქვს ხელშეკრულება, რომელიც მათ უფლებას არ აძლევს აქციები შეიძინონ რაიმე ფასის ქვემოთ - ჩვეულებრივად ერთ აქციაზე 3$ ან 5$“, - ამბობს **HBC** კაპიტალ-ის ერთ-ერთი უფროსი პარტნიორი ვინსენტ სბარა, **Ned Davis Research**-ის უფროსი ანალიტიკოსი ულრიკო ფონტი ამატებს, რომ ინვესტორები თავს გრძნობენ უფრო კომფორტულად, როდესაც საქმე აქვს აქციებთან, რომელთა ფასი შეადგენს 5$-დან 50$-მდე.

ფინანსურ დირექტორ ჯუდი ბრუნერის აზრით, ინსტიტუციონალური ინვესტორების დაკარგვის ერთ-ერთი მიზეზი იყო **Palm Inc** კორპორაციის მიერ აქციების გამსხვილება პროპორციით 1-20 ოქტომბერში. მაგრამ, როგორც თვლიან ჯუდი ბრუნერი და ჩაკ ნოსკი, **AT&T**-ის ყოფილი ფინანსური დირექტორი, მათი კომპანიების აქციების გამსხვილების მთავარ მიზეზად იქცა რესტრუქტურიზაციის აუცილებლობა, რომელიც გულისხმობდა ამ კომპანიების გაყიდვას. **Palm Inc** კორპორაცია, მაგალითად, გეგმავს ორ კომპანიად გაყოფას, რომელთაგან ერთ-ერთი სპეციალიზირებული იქნება ხელით სამართავი მოწყობილობების წარმოებაზე, ხოლო მეორე - ოპერატიული სისტემის შემუშავებაზე. თუმცა, გავითვალისწინებთ **Palm Inc**-ის აქციათა ფასს გამსხვილებამდე, რომელიც ძლივს აღემატებოდა 1$-იან მინიმუმს, დადგენილს NASDAQ-ის მიერ, ორივე კომპანიის აქციების გამსხვილების გარეშე ვერ დაკმაყოფილდებოდა ლისტინგის მოთხოვნები.

ჩაკ ნოსკი ამბობს, რომ თუ **AT&T** გაყიდის თავის საკაბელო ტელევიზიას, კომპანიის დარჩენილი აქციები გაიყიდებოდა 4$-დან 5$-მდე ფასად. თუკი აქციების დაგეგმილი გამსხვილება პროპორციით 1:5 არ იქნებოდა ჩატარებული, ინსტიტუციონალური ინვესტორების თვასაზრისით, **AT&T** აღმოჩნდებოდა „წითელ ზონაში“. აქციების გაყიდვის შემდგომი ფასი იქნებოდა სხვა კომპანიის აქციების ფასის საშუალოზე ბევრად ნაკლები **S&P 500** ჩამონათვლიდან, რაშიც მდგომარეობს აქციათა გამსხვილების კიდევ ერთი პრაქტიკული მიზეზი - დაბრკოლების შიში.

აქციების გამოსყიდვის მეთოდი, როგორც დივიდენდური პოლიტიკის ნაწილი

აქციების გამოსყიდვა. უკანასკნელ წლებში კორპორაციების მიერ საკუთარი ჩვეულებრივი აქციების გამოსყიდვა რიგით მოვლენად იქცა. ზოგიერთი კომპანია თავის ჩვეულებრივ აქციებს გამოისყიდის მათი გამოყენების მიზნით საკუთარი მენეჯერების წასახალისებლად ადმინისტრაციული ოფციონების დახმარებით. ამ შემთხვევაში, აქციათა საერთო რაოდენობა ადმინისტაციული ოფციონების რეალიზაციის დროს არ იზრდება. აქციების გამოსყიდვის კიდევ ერთ მიზეზს წარმოადგენს სურვილი თავიდან იქნეს აცილებული სხვა კომპანიის მიერ მათი შთანთქმა, საკუთარი აქციების ბაზრიდან მოხსნის გზით. ზოგ შემთხვევაში კომპანიები, რომელთაც აღარ სურთ ღია სააქციო საზოგადოებებად დარჩენა, „პრივატიზირდებიან“ გარეშე აქციონერთა ყველა აქციის გამოსყიდვის გზით. გვხვდება აგრეთვე სიტუაციები, როცა აქციები გამოისყიდება ერთადერთი – მათი მიმოქცევიდან ამოღების მიზნით. თუ გავაანალიზებთ ერთობლივ ფულად საშუალებებს, რომლებსაც კორპორაციები მიმართავენ თავიანთი აქციონერებისაკენ - ფულადი დივიდენდები, აქციების გამოსყიდვა და წინადადებები ნაღდ შესყიდვაზე სხვა კომპანიების ჩაძირვასთან დაკავშირებით - აღმოჩნდება, რომ დივიდენდები წარმოადგენს ფულადი საშუალებების განაწილების მხოლოდ ერთ-ერთ (ამასთან არა მთავარ) მექანიზმს.

აქციების გამოსყიდვა – კომპანია ემიტენტის მიერ საკუთარი აქციების გამოსყიდვა ღია (მეორად) ბაზარზე, ან ტენდერის გზით.

აქციების გამოსყიდვის მეთოდები. არსებობს აქციათა გამოსყიდვის სამი ყველაზე მეტად გავრცელებული მეთოდი: სატენდერო პერსონალური წინადადება, ჰოლანდიური აუქციონის მსგავსი პერსონალური წინადადებით და გამოსყიდვა ღია ბაზარზის საშუალებით. როცა საუბარია აქციების სატენდერო გამოსყიდვაზე ფიქსირებული ფასით, კომპანია ფორმალურ წინადადებებს სთავაზობს თავის აქციონერებს, გამოისყიდონ მათგან აქციათა განსაზღვრული რაოდენობა – როგოც წესი, წინასწარ დადგენილი წესის მიხედვით. ეს სახელშეკრულებო ფასი აღემატება აქციათა მიმდინარე საბაზრო ფასს. აქციონერებს შეუძლიათ აირჩიონ: გაყიდონ თავიანთი აქციები მითითებული ფასის მიხედვით, ან გააგრძელონ მათი შენახვა. როგორც წესი, ამ წინადადებების მოქმედების პერიოდი მოიცავს ორიდან სამ კვირამდე. თუ აქციონერები გამოხატავენ მზადყოფნას გაყიდონ უფრო მეტი საკუთარი აქცია, ვიდრე თავდაპირველად სთავაზობდათ კომპანია, ახლა კომპანიას შეუძლია გამოისყიდოს ყველა ან ზედმეტი აქციების ნაწილი, თუმცა არ არის ამის ვალდებულება.

ზოგადად, კომპანიის ტრანზაქციის დანახარჯები ფიქსირებული ფასით აქციების სატენდერო გზით გამოსყიდვაზე უფრო მაღალია, ვიდრე ხარჯები, რომლებიც დაკავშირებულია ღია ბაზარზე აქციების შესყიდვასთან.

პერსონალური წინადადება *- კომპანიებისათვის შეთავაზება გამოისყიდონ თავიანთი აქციები.*

როცა საუბარია „ჰოლანდიური" აუქციონის სახის ტენდერზე, კომპანია წინასწარ მიუთითებს აქციების რაოდენობას, რომელთა გამოსყიდვაც მას სურს, ასევე მინიმალურ და მაქსიმალურ ფასს, რომლის გადახდისთვისაც იგი მზადაა. როგორც წესი, მინიმალური ფასი მცირედით აღემატება მიმდინარე საბაზრო ფასს, ამგვარად, თითოეული აქციონერი იღებს შესაძლებლობას შესთავაზოს კომპანიას აქციათა ის რაოდენობა, რომლის გაყიდვისთვისაც იგი მზადაა, ასევე მათი მინიმალური მისაღები გასაყიდი ფასი, კომპანიის მიერ დაწესებული საფასე დიაპაზონის ჩარჩოებში. მიიღებს რა განცხადებას აქციათა გაყიდვის შესახებ აქციონერებისაგან, კომპანია მათ ახარისხებს ფასის ზრდის მიხედვით. შემდეგ იგი განსაზღვრავს იმ მინიმალურ ფასს, რომელიც უზრუნველყოფს აქციების მითითებული რაოდენობის მთლიანად გამოსყიდვას. ეს ფასი გადაეხდება ყველა აქციონერს, რომელთაც დააწესეს ფასი თავიანთ აქციებზე, რაც არ აღემატება ამ მინიმალურ ფასს. თუკი აქციების რაოდენობა, შემოთავაზებული აქციონერების მიერ, შესასყიდ ფასს არ აღემატება, მაშინ იგი აღმოჩნდება მოთხოვნილზე მეტი, ამიტომ კომპანია განახორციელებს შესყიდვებს პროპორციული პრინციპით. ხოლო, თუკი გასაყიდად წარმოდგენილია ძალზე ცოტა აქცია, მაშინ კომპანია ან აუქმებს თავის შეთავაზებას, ანდა გამოისყიდის ყველა გასაყიდად წარმოდგენილ აქციას მითითებულ მაქსიმალურ ფასად.

ფიქსირებული ფასის პერსონალური წინადადებისაგან განსხვავებით, კომპანიისთვის წინასწარ არ არის ცნობილი საბოლოო შესაძენი ფასი. ორივე სახის წინადადებაში კომპანიისათვის თავდაპირველად უცნობია იმ აქციათა რაოდენობა, რომლებიც წარმოდგენილი იქნება გასაყიდად. „ჰოლანდიური" აუქციონის გზით აქციების გამოსყიდვა იქცა აქციების გამოსყიდვის საკმაოდ პოპულარულ საშუალებად და ასეთი წინადადებები აჭარბებს კიდევაც წლის განმავლობაში ფიქსირებული სახით აქციების გამოსყიდვის წინადადებათა რაოდენობას. მსხვილი კომპანიები, როგორც წესი, უფრო ხშირად ანიჭებენ „ჰოლანდიურ" აუქციონს უპირატესობას, ვიდრე ფიქსირებული ფასით აქციების გამოსყიდვას.

ჰოლანდიური აუქციონი *- (აუქციონი ფასების შემცირებით მანამ, სანამ არ მოიძებნება მყიდველი) - ფასიანი ქაღალდების ყიდვის (გაყიდვის) პროცედურაა, რომელსაც ეწოდება ასე ჰოლანდიაში ყვავილების აუქციონებზე გამოყენებული სისტემის პატივსაცემად. მყიდველი (გამყიდველი) შეისწავლის ფასებს განსაზღვრულ ფასთა დიაპაზონში - ჩვეულებრივ აქციათა ან ობლიგაციათა მსხვილი პაკეტისთვის. შეაფასა რა მის განკარგულებაში არსებული ფასთა შემოთავაზებების დიაპაზონი, მყიდველი (გამყიდველი) ირჩევს მინიმალურ ფასს, რომელიც საშუალებას აძლევს მას შეიძინოს (გაყიდოს) მთელი ბლოკი.*

როცა საუბარია აქციების შეძენაზე ღია (საფონდო) ბაზარზე, კომპანია შეისყიდის თავის აქციებს ისე, როგორც ამას აკეთებს ნებისმიერი სხვა ინვესტორი – საბროკერო კომპანიის მეშვეობით. როგორც წესი, საბროკერო საკომისიო დგინდება მოლაპარაკებების პროცესში. არსებობს აშშ-ს ფასიანი ქაღალდების და ბირჟების კომისიის მიერ შემუშავებული განსაზღვრული წესები, რომლებიც შემოსაზღვრავენ საშუალებებს, რომლითაც კომპანია აწესებს ფასებს საკუთარი აქციების გამოსყიდვისას. ამრიგად, რათა გამოსყიდულ იქნას აქციების შედარებით მსხვილი პაკეტი, კომპანია საჭიროებს დროის საკმაოდ გრძელ პერიოდს. ამ მიზეზით, აქციების გამოსყიდვის შესახებ სატენდერო წინადადება საჭიროა უფრო მაშინ, როცა კომპანიას სჭირდება აქციათა მსხვილი პაკეტის გამოსყიდვა.

სანამ კომპანია დაიწყებს საკუთარი აქციების გამოსყიდვას, მან ინფორმაცია უნდა მიაწოდოს აქციონერებს თავისი განზრახვის შესახებ. აქციების სატენდერო გამოსყიდვის შემთხვევაში, ასეთ ინფორმაციას შეიცავს თავად წინადადებები. ამ შემთხვევაში კი, კომპანია არ არის ვალდებული საიდუმლოდ შეინახოს სხვა ინფორმაცია. იმ კომპანიების მხრიდან, რომელიც დაკავებულია სამთო-სამრეწველო საბადოების შემუშავებით, არაეთიკური იქნებოდა, მაგალითად, მსხვილი საბადოს აღმოჩენის შესახებ ინფორმაციის დამალვა, სთავაზობს რა აქციების გამოსყიდვას. როცა საუბარია ღია ბაზარზე აქციათა გამოსყიდვის შესახებ, კომპანიის შესაბამის გეგმებზე ინფორმირება განსაკუთრებით აუცილებელია. წინააღმდეგ შემთხვევაში, აქციონერები თავიანთ აქციებს გაყიდიან ისე, რომ ეჭვიც არ ექნებათ გამოსყიდვის პროგრამის არსებობის შესახებ, რაც გამოიწვევს ამ აქციათა მოგების გაზრდას. კომპანიის მიზნებისა და გამოსყიდვის მოცულობის შესახებ სრული ინფორმაციის ფლობის შემთხვევაში, აქციონერებს შეუძლიათ საკუთარი აქციების გაყიდვა, თუკი ისინი ამას მოისურვებენ. თუკი არ ფლობს ყველა აუცილებელ ინფორმაციას, აქციონერმა, რომელიც ყიდის თავის აქციებს, შეიძლება იზარალოს. როცა გამოსასყიდი აქციების მოცულობა მნიშვნელოვანია, ამას უფრო მეტად მიესადაგება აქციათა სატენდერო გამოსყიდვა, რადგანაც ამ დროს უზრუნველყოფილია ყველა აქციონერის უფლება და თანასწორობა.

აქციათა გამოსყიდვა, როგორც სადივიდენდო პოლიტიკის ნაწილი. თუ კომპანია ფლობს ჭარბ ფულად სახსრებს და განიცდის მომგებიანი საინვესტიციო შესაძლებლობების უკმარისობას, რათა მიზნობრივი სახით გამოიყენოს ეს საშუალებები, მაშინ შესაძლოა მათი მიმართვა კომპანიის აქციონერებისაკენ. ეს შესაძლებელია განხორციელდეს ან აქციების გამოსყიდვის გზით, ან სიჭარბის გადახდის გზით მომატებული დივიდენდების სახით. ინდივიდუალური შემოსავლებისა და ტრანზაქციული დანახარჯების გადასახადების არარსებობის მითითებული ორი ვარიანტი აქციონერებისათვის სრულიად თანაბარმნიშვნელოვანია. აქციების გამოსყიდვის შემთხვევაში მიმოქცევაში რჩება აქციათა უმცირესი რაოდენობა, შედეგად მაღლდება აქციაზე მოგების სიდიდე და საბოლოო ანრაგიშით ერთ აქციაზე გადახდილი დივიდენდების მაჩვენებელი. შედეგად უნდა გაიზარდოს აქციების საბაზრო ფასიც. თეორიულად აქციების გამოსყიდვის შედეგად გამოწვეული კაპიტალის ზრდა უნდა გაუტოლდეს იმ დივიდენდებს, რომლებიც გადახდილი იქნებოდა საპირისპირო შემთხვევაში.

დავუშვათ, კომპანია აპირებს მიმართოს 1,5 მლნ $ თავის აქციონერებზე, ან ფულადი დივიდენდების სახით, ან საკუთარი აქციების გამოსყიდვის გზით. ქვემოთ ჩამოთვლილია კომპანიის მუშაობის უმნიშვნელოვანესი მაჩვენებლები 1,5 მლნ $ გადახდამდე.

მოგება გადასახადების გადახდის შემდეგ	$ 2 000 000
მიმოქცევაში გამოშვებული ჩვეულებრივი აქციების რაოდენობა	500 000
მოგება აქციაზე (EPS)	$ 4
ერთი აქციის მიმდინარე საბაზრო ფასი	$ 63
მოსალოდნელი დივიდენდები ერთ აქციაზე	$ 3

რადგან ინვესტორები იმედს ამყარებენ ფულად დივიდენდებზე 3$ ოდენობით ერთ აქციაზე (1 500 000$/500 000), ამიტომ ერთი აქციის ღირებულება დივიდენდების გადახდამდე (63$) შედგება მოსალოდნელი დივიდენდებისაგან ერთ აქციაზე (3$) პლუს საბაზრო ფასი, რომელიც დადგენილი უნდა იქნეს მითითებულ ფულადი დივიდენდების გადახდის შემდეგ (60$).

ალტერნატიული ვარიანტის სახით კომპანიას შეუძლია გამოისყიდოს თავისი აქციების ნაწილი, გაუკეთებს რა თავის აქციონერებს ტენდერულ წინადადებას აქციების გამოსყიდვის შესახებ 63$-ის ღირებულებით ერთ აქციაში. ამ შემთხვევაში კომპანიას შეეძლო გამოესყიდა 23 810 აქცია (1 500 000$/63$). მოგება აქციაზე გამოსყიდვის შემდეგ შეადგენდა:

EPS = $2 000 000 /(500 000 - 23 810) = $4,20

თუ კომპანია ამჯობინებს გადაიხადოს ფულადი დივიდენდები, მაშინ კოეფიციენტი „ფასი/მოგება“ (P/E) დივიდენდების გადახდის შემდეგ შეადგენს 15 (60$/4$). თუ P/E დარჩება 15 ტოლი აქციების გამოსყიდვის შემდეგ, მაშინ აქციის საბაზრო ფასი შეადგენს 63$ (4,20X15). ამრიგად, კომპანიის აქციონერებისთვის სულერთია, მიიღებენ ისინი ფულად დივიდენდებს თუ კომპანია გაყიდის თავის აქციებს. ფულადი დივიდენდების გადახდის შედეგად კომპანიის აქციონერები, საბოლოო ჯამში, მიიღებენ 3-3$ დივიდენდს თითოეულ აქციაში პლუს თითოეული აქციის ღირებულებას (60$). აქციების გამოსყიდვის შედეგად კომპანიის აქციონერები მიიღებენ 63$-ს თითოეულ აქციაში. ამრიგად, აქციონერებზე მიმართული თანხა შეადგენს 3$ თითოეულ აქციაში - ან დივიდენდების ფორმით, ან აქციების ფასის გაზრდის (და მიღებული კაპიტალის ზრდიდან) ფორმით.

იმის გათვალისწინებით, რომ კაპიტალის ზრდაზე პერსონალური გადასახადის განაკვეთი ნაკლები იქნება სადივიდენდო შემოსავალზე, აქციების გამოსყიდვა უზრუნველყოფს უპირატესობას დივიდენდების გადახდაზე გადასახადის გადამხდელი ინვესტორისათვის.

აქციების გამოსყიდვა უფრო მეტად ხელსაყრელია, როცა კომპანიას აქვს ჭარბი ნაღდი ფული, რომელიც მას შეუძლია მიმართოს თავისი აქციონერებისაკენ. ამ ფულის გადახდა დამატებითი დივიდენდების სახით გამოიწვევს არაგადავადებულ გადასახადების გადახდას აქციონერების მხრიდან. ეს „საგადასახადო დარტყმა“ შესაძლოა რამდენადმე შერბილდეს დამატებითი დივიდენდების სახით ფულის გადახდისას გარკვეული დროის შემდეგ, თუმცა ამას შეუძლია გამოიწვიოს ის, რომ ინვესტორებს მომავალშიც ექნებათ დამატებითი დივიდენდების მუდმივი გადახდის იმედი. ამას გარდა, კომპანია არ უნდა გაიტაცოს აქციების მუდმივმა გამოსყიდვამ დივიდენდების გადახდის ნაცვლად. საგადასახადო

ადმინისტრაციას შეუძლია აღიქვას აქციათა მუდმივი გამოსყიდვები, როგორც ფულადი დივიდენდების ექვივალენტი და აუკრძალოს აქციონერებს, რომლებიც შთანთქავენ თავიანთ აქციებს, მიიღონ რაიმე საგადასახადო სარგებელი კაპიტალის ზრდისაგან.

საინვესტიციო გადაწყვეტილება ან გადაწყვეტილება ფინანსირების შესახებ. ზოგიერთი სპეციალისტი აქციათა გამოსყიდვას განიხილავს, როგორც საინვესტიციო გადაწყვეტილებას და არა როგორც ფინანსურს. სინამდვილეში, ზუსტი მნიშვნელობით ეს ასეა, თუმცა აქციები, რომლებიც ინახება კომპანიის ფინანსურ განყოფილებაში, როგორც გამოსყიდული აქციები, არ უზუნველყოფენ მოსალოდნელ შემოსავლიანობას, როგორც სხვა ინვესტიციები. არ არსებობს კომპანია, რომელიც შეძლებდა თავისი არსებობის უზრუნველყოფას მხოლოდ საკუთარ აქციებში ინვესტირების ხარჯზე. აქციების გამოსყიდვის შესახებ გადაწყვეტილებამ უნდა გაითვალისწინოს ზედმეტი ფულადი სახსრების მიმართვა აქციონერებისაკენ, როცა კომპანიის საინვესტიციო შესაძლებლობები არასაკმარიად მიმზიდველია იმისათვის, რომ უზრუნველყოს ამ ფულადი საშუალებების გამოყენება – ან ახლა, ან უახლოეს მომავალში. ამგვარად, ვაძლევთ რა განსაზღვრას აქციების გამოსყიდვას, სინამდვილეში ის არ შეიძლება განვიხილოთ, როგორც საინვესტიციო გადაწყვეტილება.

აქციების გამოსყიდვა უმჯობესია განხილულ იქნას, როგორც გადაწყვეტილების ტიპი ფინანსირების შესახებ, რომლისთვისაც დამახასიათებელია მოტივაციები, რომლებიც ეხება კაპიტალის სტრუქტურის ან სადივიდენდო პოლიტიკის ცვლილებას. მაგალითად, ზოგჯერ აქციათა გამოსყიდვის მიზანი მდგომარეობს კომპანიის კაპიტალის სტრუქტურის შეცვლაში. უშვებს რა ობლიგაციებს ან გამოისყიდის აქციებს, კომპანიას შეუძლია დაუყონებლივ შეცვალოს თანაფარდობა „ვალი/საკუთარი კაპიტალი“ სესხის დიდი პროპორციით. სხვა შემთხვევაში, როცა კომპანიას უჩნდება ჭარბი ფულადი სახსრები, აქციების გამოსყიდვა შეიძლება განვიხილოთ, როგორც მთლიანობაში კომპანიის სადივიდენდო პოლიტიკის ნაწილი.

გამოსყიდული აქციები – ჩვეულებრივი აქციები, რომლებიც იქნა გამოსყიდული და ინახება კომპანია-ემიტენტის საფინანსო განყოფილებაში.

სიგნალების გადაცემის შესაძლო საშუალება. აქციების გამოსყიდვა შესაძლოა ასევე დადებითი სიგნალების გადაცემის საშუალებად მოგვევლინოს. მაგალითად, დავუშვათ, კომპანიის ხელმძღვანელობას მიაჩნია, რომ თავისი აქციების ფასი შემცირებულია. ასევე დავუშვათ, რომ კომპანიის ხელმძღვანელობას არ აქვს შესაძლებლობა გამოეხმაუროს ტენდერს აქციათა გამოსყიდვის შესახებ საკუთარი აქციების გაყიდვის გზით. ამ შემთხვევაში „პრემია“, რომელიც გარანტირებულია სატენდერო წინადადებით აქციების გამოსყიდვაზე (სიდიდე, რომელზეც გამოსყიდვის ფასი აღემატება აქციათა მოქმედ ფასს), ასახავს ხელმძღვანელობის აზრს აქციათა დაუფასებლობის ხარისხის შესახებ. როგორც წინათ, იდეა მდგომარეობს იმაში, რომ მოქმედებანი, როგორც წესი, სჯობია სიტყვებს.

საინტერესოა აღინიშნოს, რომ „ჰოლანდიური“ აუქციონის გზით აქციების გამოსყიდვის წინადადებები, როგორც წესი, ხასიათდება რამდენადმე უფრო დადებითი სასიგნალო ეფექტით, ვიდრე ფიქსირებული ფასის მიხედვით აქციათა გამოსყიდვის ტენდერი. ამის ერთ-ერთი შესაძლო მიზეზი მდგომარეობს იმაში, რომ „ჰოლანდიური“

აუქციონი ჩვეულებრივ უზრუნველყოფს ნაკლებ პრემიას, ვიდრე ფიქსირებული ფასით აქციათა გამოსყიდვის წინადადება. ღია ბაზარზე აქციათა გამოსყიდვის პროგრამები, როგორც წესი, უზუნველყოფენ სიგნალების გადაცემის მხოლოდ უკიდურესად ზომიერ დადებით ეფექტს. ამის ერთ-ერთი ახსნა ისაა, რომ ასეთი პროგრამები – აქციათა გამოსყიდვის წინადადებების დანარჩენი ორი ტიპისგან განსხვავებით – უფრო ხშირად ინიცირდება აქციათა ფასების შემცირების მხოლოდ განსაზღვრული პერიოდის შემდეგ.

მიუხედავად იმისა, რომ ფულადი დივიდენდები და აქციების გამოსყიდვა საინფორმაციო შინაარსით ერთმანეთის მსგავსია, რადგან ორივე იყენებს ფულს დადებითი სიგნალების გადაცემისას, ისინი ასევე იძლევიან ზოგიერთ განსხვავებულ ინფორმაციას. რეგულარული ფულადი დივიდენდები მუდმივად ადასტურებენ კომპანიის შესაძლებლობის გაძლიერებას ნაღდი ფულის მისაღებად. ისინი ასრულებენ ყოველკვარტალური შეტყობინებების თავისებურ როლს ბეჭდვითი ორგანოებისათვის. ფულადი დივიდენდებისაგან განსხვავებით აქციების გამოსყიდვა არ წარმოადგენს რეგულარულ მოვლენას. ამიტომ ის შეიძლება განვიხილოთ, როგორც „დამატებითი" საინფორმაციო ბიულეტენი, გამოყენებული იმ შემთხვევაში, როცა ხელმძღვანელობა თვლის, რომ კომპანიის ჩვეულებრივი აქციების ფასი მკვეთრად შემცირებულია. იმდენად რამდენადაც, როგორც ფულადი დივიდენდები, ასევე აქციების გამოსყიდვა ხორციელდება ფულის საშუალებით, კომპანიის ხელმძღვანელობას არ აქვს მიზეზი გასცეს ცრუ სიგნალები. როგორც წესი, ითვლება, რომ ხელმძღვანელობა არ არის დაინტერესებული იმაში, რომ ფულადი ნაკადების შედეგები არ შეესაბამებოდეს გაცემულ სიგნალებს.

ადმინისტრაციული მოსაზრებანი

საპროცედურო ასპექტი. როცა კორპორაციის დირექტორთა საბჭო განაცხადებს ფულადი დივიდენდების შესახებ, იგი ასევე მიუთითებს აქციონერთა რეგისტრაციის თარიღს. ამ დღის შემდეგ კომპანიის აქციონერთა სარეგისტრაციო წიგნის საფუძველზე დგინდება მათი ჩამონათვალი. აქციონერები, რომლებიც ირიცხებიან ამ სიაში, იღებენ უფლებას წარმოდგენილ დივიდენდებზე, მაშინ, როცა აქციონერები, რომელთაც მოცემული თარიღისთვის ვერ მოასწრეს დარეგისტრირება, ვერ ისარგებლებენ ამ უფლებით.

ვთქვათ, კონკურენტი კომპანიის დირექტორთა საბჭომ 8 მაისს გამართა კრება, რომელზედაც გამოცხადებულ იქნა დივიდენდების გადახდის შესახებ (1$ ერთ აქციაზე). ეს დივიდენდები გადაეხდება 15 ივნისს იმ აქციონერებს, რომლებიც გაივლიან რეგისტრაციას 31 მაისამდე. თუ კონკრეტულმა ადამიანმა შეიძინა ამ კომპანიის აქციები სწორედ 31 მაისის წინ, მაშინ მას მაინც აქვს უფლება მიიღოს დივიდენდები, გინდაც გაყიდოს თავისი აქციები დივიდენდების ფაქტიური გადახდის დღემდე (15 ივნისამდე).

გარკვეული პრობლემები შეიძლება წარმოჩინდეს აქციათა გაყიდვისას მათი რეგისტრაციის წინა დღეს (ანდა რამდენიმე დღით ადრე). მყიდველსა და აქციების გამყიდველს აქვს რამდენიმე დღე გარიგების დასადებად. რათა თავიდან აცილებულ იქნას შესაძლო გაუგებრობები, თუ რომელ აქციონერებს აქვთ დივიდენდების მიღების უფლება და რომლებს – არა, იმ შემთხვევაში, როცა აქციები იყიდება უშუალოდ აქციონერთა რეგისტრაციის თარიღის წინ, ბროკერებს შორის არსებობს გარკვეული წესები, რომელთა შესაბამისად, ახალი აქციონერები მიიღებენ დივიდენდებზე უფლებას მხოლოდ იმ

შემთხვევაში, თუ ისინი აქციებს შეიძენენ არა ნაკლებ ორ სამუშაო დღით ადრე აქციონერთა რეგისტრაციის თარიღის დადგომამდე. თუ აქციები შეისყიდება უფრო გვიან, აქციონერებს აღარ აქვთ უფლება მიიღონ დივიდენდები. თითონ ამ თარიღს ეწოდება „დივიდენდების გამორიცხვის“ თარიღი.

აქციონერების რეგისტრაციის თარიღი *– დივიდენდების გამოცხადების შემთხვევაში დირექტორთა საბჭოს მიერ დადგენილი თარიღი; ამ დღისათვის ყველა ინვესტორი უნდა დარეგისტრირდეს როგორც აქციონერი, რაც აძლევს მას წარმოდგენილი დივიდენდების მიღების უფლებას.*

დივიდენდების გამორიცხვის თარიღი *– პირველი დღე, როცა აქციონერს ჩამოერთმევა ახლახან გამოცხადებული დივიდენდების უფლება.*

დივიდენდების გამოცხადების თარიღი *– დღე, როდესაც დირექტორთა საბჭო აცხადებს დივიდენდების შემდეგ გადახდის თარიღს და მათ სიდიდეს.*

დივიდენდების გადახდის თარიღი *– დღე, როდესაც კომპანია ფაქტობრივად იხდის გამოცხადებულ დივიდენდებს.*

დივიდენდების რეინვესტირების პროგრამა (DRIP). მსხვილი კომპანიების მიერ შემუშავებულია დივიდენდების რეინვესტირების პროგრამები. მათ შესაბამისად აქციონერები იღებენ შესაძლებლობას თავიანთი ფულადი დივიდენდების რეინვესტირება მოახდინონ შესაბამისი კომპანიის დამატებით აქციებში. არსებობს დივიდენდების რეინვესტირების პროგრამის ორი ძირითადი ტიპი: ეს შეიძლება იყოს ან უკვე არსებული ჩვეულებრივი აქციები, ან ახლადგამოშვებული ჩვეულებივი აქციები. თუკი გამოიყენება უკვე არსებული ჩვეულებრივი აქციები, კომპანიას ყველა იმ აქციონერის ფულადი დივიდენდები, რომელთაც სურთ თავიანთი კაპიტალის რეინვესტირება, გადააქვთ ბანკში, რომელიც ასრულებს სარწმუნო პირის როლს. შემდეგ ეს ბანკი ღია ბაზარზე ყიდულობს კომპანიის ჩვეულებრივ აქციებს. ზოგიერთი კომპანია თავის თავზეც კი იღებს ჩვეულებრივი აქციების შეძენასთან დაკავშირებული ნებისმიერი სახის ბროკერული ხარჯების დაფარვას, რომლებიც საჭიროა რეინვესტირებისათვის. თუმცა აქციების რეინვესტირების პროგრამის შემთხვევაში, რომლის დროსაც საბროკერო ხარჯები თავის თავზე უნდა აიღოს აქციონერმა, ეს ხარჯები შედარებით დაბალია იმდენად, რამდენადაც სარწმუნო პირი ყიდულობს აქციათა დიდ რაოდენობას.

აქციების რეინვესტირების მეორე ტიპი დაკავშირებულია კომპანიის მიერ ახალი ჩვეულებრივი აქციების გამოშვებასთან. მხოლოდ ამ შემთხვევაში კომპანიას უჩნდება ახალი ფულადი სახსრების მიზიდვის რეალური შესაძლებლობა. რეინვესტირების პროგრამის ამ ტიპმა მოიპოვა განსაკუთრებული პოპულარობა იმ კომპანიებისათვის, რომლებიც საჭიროებენ ახალი კაპიტალის მოზიდვას მშენებლობისა და წარმოების სრულყოფისათვის. არსებითად, ასეთი პროგრამა იწვევს კომპანიის მიერ ფულადი დივიდენდების გადახდის შემცირებას. დავუშვათ, რომ კომპანია, რომელიც იყენებს რეინვესტირების პროგრამას ახალი

ჩვეულებრივი აქციების გამოშვების საფუძველზე, ამჟამად უზრუნველყოფს დივიდენდების გადახდის 60%-იან კოეფიციენტს. თუმცა ყველა ფულადი დივიდენდის გამორიცხვის შემდეგ, რომლებიც რეინვესტირდება ახალ ჩვეულებრივ აქციებში, „ფაქტიური" გადახდები შესაძლოა დაეცეს 40%-მდე. ფულის ეკონომიამ მსხვილი კომპანიისთვის შესაძლოა ადვილად შეადგინოს მილიონობით დოლარი. ახალი აქციების გამოშვების საფუძველზე დივიდენდების რეინვესტირების პროგრამის შემთხვევაში ამ აქციათა უშუალო წყაროს წარმოადგენს კომპანია, ამიტომ არავითარი ბროკერულ ხარჯებზე საუბარი არ შეიძლება იყოს. ახალი აქციების გამოშვებაზე დაფუძნებული ზოგიერთი ასეთი პროგრამა თავის მონაწილეებს იმის საშუალებასაც კი აძლევს, რომ დამატებითი აქციები შეძენილ იქნეს ფასდაკლებით საბაზრო ფასთან შედარებით. ჩვეულებრივ ასეთი ფასდაკლება შეადგენს 3-5% და წარმოადგენს დამატებით სტიმულს რეინვესტირებისათვის. მიუხედავად დივიდენდების რეინვესტირებისა, ისინი მაინც იბეგრება გადასახადებით, როგორც აქციონერის ჩვეულებრივი შემოსავალი. სწორედ ამაში მდგომარეობს დივიდენდების რეინვესტირების მთავარი ნაკლი აქციონერებისათვის, როდესაც უხდებათ გადასახადების გადახდა. კომპანიები, რომლებიც გვთავაზობენ დივიდენდების რეინვესტირების პროგრამებს, შესაძლოა იყოს მუნიციპალური და კომუნალური საწარმოები, ბანკები, სამრეწველო კონცერნები და ა.შ.

საკონტროლო კითხვები

1. შეადარეთ პასიური და აქტიური დივიდენდური პოლიტიკა.
2. როგორ ქმნის ინვესტორი „ხელოვნურ" დივიდენდებს? რა არის იმ ინვესტროების ქმედების გავლენა სხვა თანაბარი პირობებისას?
3. გადასახადები რა ზეგავლენას ახდენენ სხვადასხვა აქციონერების მიერ მიღებულ შემოსავალზე? უნდა გავითვალისწინოთ თუ არა გადასახადები გადაწყვეტილებებში, რომლებიც ეხება დივიდენდურ პოლიტიკას?
4. რატომაა რომ ზრდის მაღალი ტემპების მქონე კომპანიები, როგორც წესი, იყენებენ დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტის დაბალ მნიშვნელობებს, ხოლო ზრდის დაბალი ტემპების მქონე კომპანიები - დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტის მაღალ მნიშვნელობებს?
5. რაში მდგომარეობს ფინანსური სიგნალების გადაცემა, როდესაც საუბარია ფულად დივიდენდებზე, აქციებით გადახდილ დივიდენდებზე, აქციათა დანაწევრებასა და აქციათა გამოშვებაზე?
6. კომპანიის ხელმძღვანელობის თვალსაზრისით, როგორ ზემოქმედებენ დივიდენდების გადახდის კოეფიციენტზე კომპანიის ლიკვიდურობა და მისი უნარი ისესხოს ფული?
7. როგორც კომპანიის ხელმძღვანელი, რომელ დივიდენდურ პოლიტიკას გაუწევდით რეკომენდაციას დირექტორთა საბჭოს თითოეულ აქციაზე სტაბილური დივიდენდების გადახდას თუ დივიდენდების გადახდის სტაბილური კოეფიციენტის შენარჩუნებას? რაში მდგომარეობს თითოეული ამ მეთოდის ნაკლოვანება? გაითვალისწინებთ კი თქვენს გადაწყვეტილებებში იმას, თუ რომელ დარგს მიეკუთვნება თქვენი კომპანია? განმარტეთ პასუხი.
8. რას ნიშნავს დივიდენდების გადახდის გეგმური კოეფიციენტი? რას ნიშნავს დამატებითი ფულადი დივიდენდები?

9. განმარტეთ აქციებით გადახდილი დივიდენდები და აქციების დაყოფა. რა ზეგავლენას ახდენენ ისინი აქციების ღირებულებაზე?
10. წარმოადგენენ თუ არა რაიმე ფასეულობას ინვესტორებისთვის აქციებით გადახდილი დივიდენდები? განმარტეთ პასუხი.
11. ღირს თუ არა გამსხვილების გამოყენება, თუ თქვენ გსურთ აქციების ფასის ზრდა? განმარტეთ პასუხი.
12. კომპანიის მიერ თავისი ჩვეულებრივი აქციების გამოსყიდვის რომელ ხერხს აირჩევდით თქვენ, როგორც აქციონერი: აქციების გამოსყიდვის შესახებ სატენდერო შემოთავაზების გზით თუ ოპერაციებით საფონდო (ღია) ბაზარზე? განმარტეთ პასუხი.
13. ვითვალისწინებთ რა აქციების გამოსყიდვისთვის დადებით დაბეგვრის ეფექტს, რატომ უნდა სურდეთ კომპანიებს, საერთოდ, ფულადი დივიდენდების გადახდა?
14. კომპანიის მოგების ვარდნის შემთხვევაში დირექტორთა საბჭო რატომ მიდის ძალზე უხალისოდ დივიდენდების შემცირებაზე?
15. სასესხო კონტრაქტების დადებისას კრედიტორები ხშირად რატომ დებენ ფორმალურ შეზღუდვას კომპანიის აქციონერებისთვის გადახდილი დივიდენდების ოდენობაზე?
16. რას ნიშნავს დივიდენდების რეინვესტირების პროგრამები (DRIP) და როგორ შეიძლება იგი დაეხმაროს აქციონერებს?
17. რას წარმოადგენს დივიდენდური პოლიტიკა: დაფინანსების შესახებ გადაწყვეტილებაა თუ საინვესტიციო გადაწყვეტილების ერთ-ერთი სახე? განმარტეთ პასუხი.

ამოცანები

1. კომპანიის სააქციო (საკუთარი) კაპიტალის სტრუქტურას აქვს შემდეგი სახე:

ჩვეულებრივი აქციები (ნომინალური ღირებულება - 5$ გამოშვებულია 1 მლნ. აქცია)	$ 5 000 000
დამატებით გადახდილი კაპიტალი	5 000 000
გაუნაწილებელი მოგება	15 000 000
სააქციო კაპიტალი	$ 25 000 000

ამჟამად, აქციონერები ზეგავლენას ახდენენ კომპანიის ხელმძღვანელობაზე დივიდენდების გადახდის მიღწევის მიზნით. კომპანიის სალაროს ნაშთები უტოლდება 500 000 $-ს, თანაც მთელი ეს თანხა საჭიროა მისი ბიზნესისთვის. კომპანიის აქციები იყიდება აქციაზე 7 $ ფასად.

ა) შეადგინეთ ახალი საბუღალტრო ანგარიში სააქციო კაპიტალის მიხედვით, თუ კომპანია იხდის 15%-იან დივიდენდებს აქციების სახით.

ბ) შეადგინეთ ახალი საბუღალტრო ანგარიში სააქციო კაპიტალის მიხედვით, თუ კომპანია იხდის 25%-იან დივიდენდებს აქციების სახით.

2. კომპანიის სააქციო კაპიტალი 20X3 წლის 30 დეკემბრის მდომარეობით

ჩვეულებრივი აქციები (ნომინალური ღირებულება - 1$; 1 მლნ. აქცია) –	1 000 000 $
დამატებით გადახდილი კაპიტალი	300 000
გაუნაწილებელი მოგება	1 700 000
სააქციო კაპიტალი	3 000 000

20X3 წელს კომპანიამ (გადასახადების გადახდის შემდეგ) მიიღო 300 000$ და გადაიხადა ამ მოგების 50% ფულადი დივიდენდების სახით. 30 დეკემბრის მდგომარეობით მისი აქციების ფასმა შეადგინა 5$.

ა) თუკი 31 დეკემბერს ფირმამ გამოაცხადა აქციებით 3%-იანი დივიდენდების გაცემის შესახებ, როგორ გამოიყურება სააქციო კაპიტალის სტრუქტურის ახალი ვარიანტი?

ბ) ვთქვათ, რომ ფირმამ არ გასცა დივიდენდები აქციებით, როგორი იქნებოდა 20X3 წელს აქციაზე მოგების ოდენობა? როგორი იქნებოდა აქციაზე დივიდენდების ოდენობა?

გ) თუ ვივარაუდებთ აქციებით 3%-იანი დივიდენდების გადახდას, როგორ შეიცვლებოდა აქციაზე (EPS) მოგების ოდენობა და აქციაზე (DPS) დივიდენდების ოდენობა 20X3 წელს?

დ) როგორი იქნებოდა აქციათა ფასი აქციებით 3%-იანი დივიდენდების შემდეგ "სიგნალის" ეფექტისა და სხვა ეფექტების არარსებობის დროს.

3. კომპანიამ გამოუშვა მიმოქცევაში 2,4 მლნ. ჩვეულებრივი აქცია; აქციის მიმდინარე საბაზრო ფასი უტოლდება 36 $ სააქციო კაპიტალის სტრუქტურას აქვს შემდეგი სახე:

ჩვეულებრივი აქციები (ნომინალური ღირებულება - 2$; 2.4 მლნ. აქცია) –	4 800 000 $
დამატებით განაღდებული კაპიტალი	5 900 000
გაუნაწილებელი მოგება	87 300 000
სააქციო კაპიტალი	98 000 000

ა) თუ კომპანია გამოაცხადებს აქციებით 12%-იანი დივიდენდების გადახდის შესახებ, როგორ გამოიყურებოდეს იქნება სააქციო კაპიტალის სტრუქტურის ახალი ვარიანტი? 25%-იანი დივიდენდების აქციებით გადახდის შემთხვევაში? 5%-იანი დივიდენდების აქციებით გადახდის შემთხვევაში?

ბ) როგორ გამოიყურებოდეს იქნება სააქციო კაპიტალის სტრუქტურის ახალი ვარიანტი, თუკი კომპანია გამოაცხადებდა აქციათა დანაწილებას პროპორციით 3:2? 2:1? 3:1?

გ) რა მოხდებოდა, თუკი კომპანია გამოაცხადებდა გამსხვილებას პროპორციით 1:4? 1:6?