

პითხვა 1

წყარო. კორექტირებული მიმდინარე ღირებულება განხილულია მე-7 თავში, წმინდა მიმდინარე ღირებულება მე-5 თავში, ხოლო ფინანსური სტრატეგია – მე-12 თავში.

მნიშვნელოვანი რჩევები. უადგილო იქნება მოსალოდნელი მნიშვნელობების გამოთვლა, რადგან ორი სცენარი ურთიერთგამომრიცხავია. მიმდინარე ღირებულების გამოთვლაში ყველაზე რთული იქნება კაპიტალის ღირებულების გამოთვლა. როგორც უკვე კითხვაში აღინიშნა, ფინანსური მონაცემები მოიცავს ინფლაციას, მაგრამ განსხვავებული დონის. ეს კი იმას ნიშნავს, რომ ციფრების დისკონტირება უნდა მოხდეს კაპიტალის ნომინალური ღირებულებით. აქედან გამომდინარე, აუცილებელია რეალური ურისკო განაკვეთისა და საბაზრო უკუგების განაკვეთის კორექტირება ინფლაციის გათვალისწინებით.

კორექტირებული მიმდინარე ღირებულების გამოთვლის საწყისი ეტაპია საბაზისო წმინდა მიმდინარე ღირებულების გამოთვლა კომპანიის საკუთარი კაპიტალის ულევერიჯო ბეტას გამოთვლით, რათა მიღებულ იქნეს ისეთი ბეტა, რომელიც გამოყენებული იქნება კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელის განტოლებაში ულევერიჯო საკუთარი კაპიტალის ღირებულების დასადგენად. ულევერიჯო საკუთარი კაპიტალის ღირებულება, თავის მხრივ, გამოიყენება საბაზისო წმინდა მიმდინარე ღირებულების გამოთვლებაში.

დამახსოვრეთ, რომ D_t გამოიყენება მხოლოდ საგადასახადო დანაზოგის გამოსაყვანად, თუ პროცენტი გადაიხდება განუსაზღვრელი პერიოდისთვის (სავალო ვალდებულება არაგამოსყიდვადია), სხვა შემთხვევებში უნდა გამოითვალოს წმინდა მიმდინარე ღირებულება.

თქვენს განხილვაში მნიშვნელოვანია სტრატეგიული წინაპირობებისა და ასევე გამოთვლების ტექნიკური შეზღუდვების დადგენა.

ადვილად მისაღები ქულები. საბაზისო წმინდა მიმდინარე ღირებულების გამოთვლების შესახებ ცოდნა მიღებული უნდა გქონდეთ F9 წიგნიდან და ამიტომ აქ ნაკლები პრობლემა უნდა შეგექმნათ.

მოს სქმებითი ბარათი

ვის: კომპანია „დარონის“ ხელმძღვანელობას

ვისგან: კომპანიის ბუღალტრისგან

თარიღი: 14 დეკემბერი 20X6 წელი

თემა: გრძელვადიანი სტრატეგიული ალტერნატივები

სტრატეგიული ალტერნატივები

ამ მოხსენებითი ბარათის მიზანია, შეფასდეს კომპანიის ხელთ არსებული სტრატეგიული ალტერნატივები, კერძოდ კომპანიის დაუყოვნებლივ გაყიდვა, არსებული საქმიანობის გაგრძელება და დივერსიფიკაცია, თუ A პარტია გაიმარჯვებს მოახლოებულ არჩევნებში.

კომპანიის გაყიდვა

ეს ვარიანტი შეიძლება შეფასდეს აქციონერებისათვის გაკეთებული შეთავაზების ღირებულებიდან გამომდინარე. კონკურენტი კომპანიის მხრიდან არაფორმალური შეთავაზება \$10 მლნ-ის ოდენობით უნდა შეუდარდეს საკუთარი კაპიტალის ახლანდელ საბაზრო ღირებულებას \$9.2 მლნ-ს (20 მლნ×\$0.46), რაც 8.7%-ის სიდიდის პრემიას წარმოქმნის. თუმცა, შესაძლებელია უფრო სასარგებლო აღმოჩნდეს კომპანიის შეფასება მომავალ ფულად ნაკადებზე დაყრდნობით და ამის ამსახველი მონაცემები მოცემულია ამ მოხსენებითი ბარათის პირველ დანართში. ეს გულისხმობს, რომ თუ A პარტია გაიმარჯვებს არჩევნებში, მომავალი ფულადი ნაკადების წმინდა მიმდინარე ღირებულება იქნება \$18.8 მლნ, ხოლო B პარტიის გამარჯვების შემთხვევაში წმინდა მიმდინარე ღირებულება იქნება \$10.4 მლნ. ორივე შედეგი უფრო მეტია, ვიდრე კონკურენტი კომპანიის შეთავაზება, რაც გულისხმობს, რომ თუ აქციონერებს სურთ კომპანიის გაყიდვა, მაშინ მათ უფრო მეტი ფასი უნდა დაადონ კომპანიას. თუმცა, ეს შეფასებები რამდენიმე გაურკვევლობასთანა არის დაკავშირებული, რაც გათვალისწინებული იქნება წინამდებარე მოხსენებით ბარათში.

აქციონერებმა ასევე უნდა გაითვალისწინონ კომპანიის გაყიდვასთან დაკავშირებული სხვა რამდენიმე სირთულე, როგორცაა ზეგავლენა კომპანიის სხვა დაინტერესებულ მხარეებზე. მაგალითად, გამოიწვევს თუ არა ეს სამუშაო ადგილების შემცირებას? რა ზეგავლენას მოახდენს ასეთი გადაწყვეტილება კლიენტებსა და საზოგადოებაზე.

არსებული საქმიანობის გაგრძელება

პირველ დანართში მოცემული ციფრები წარმოადგენს კომპანიის შედეგების პროგნოზს 20Y6-მდე პერიოდისთვის. თუმცა, როდესაც პროგნოზი ასეთი ხანგრძლივი პერიოდისთვის დგება, იმავდროულად იზრდება უზუსტობების ალბათობა. შესაძლო შეცდომები შეიძლება დაკავშირებული იყოს შემდეგთან:

- ა) დაშვება, რომ კაპიტალის ღირებულება მუდმივი იქნება მთელი პერიოდის განმავლობაში;
- ბ) ინფლაციის დონეების შესახებ გაკეთებული დაშვებები;
- გ) მოსალოდნელი მომავალი არჩევნების ზეგავლენა ეკონომიკურ პირობებზე უახლოეს მომავალში;
- დ) დაშვება, რომ მოგების გადასახადი 30% უცვლელი დარჩება;
- ე) შეცდომები სარეალიზაციო შემოსავლებისა და დანახარჯების პროგნოზებში.

მონაცემებში გათვალისწინებული შემდგომი მნიშვნელოვანი დაშვება ის არის, რომ ამ პერიოდის განმავლობაში ადგილი არ ექნება დამატებით კაპიტალურ ინვესტიციებს. წამოიჭრება რამდენიმე კითხვა, მათ შორის შემდეგი:

- ა) დაიკარგება თუ არა ამ პერიოდის განმავლობაში არსებული სხვა შესაძლებლობები, თუ კომპანია ტექნოლოგიურად ჩამორჩება თავის კონკურენტებს?
- ბ) გახდება თუ არა აუცილებელი მნიშვნელოვანი ახალი ინვესტიციების განხორციელება 20Y1 წლის შემდგომ, რათა კომპანიას საშუალება მიეცეს, განახორციელოს თავისი საქმიანობა?
- გ) რა სარეალიზაციო ღირებულება ექნება კომპანიას 20Y1 წელს?

ამ ბოლო ფაქტორმა შეიძლება ასევე მნიშვნელოვანი გავლენა მოახდინოს პირველ დანართში არსებულ გამოთვლებზე და შეიძლება ნიშნავდეს, რომ მომავალი ფულადი ნაკადების ნამდვილი ღირებულება კითხვაში მოცემული პერიოდისთვის კიდევ უფრო მაღალია, ვიდრე ამ მონაცემებით ივარაუდება.

ზემოთ აღწერილი განუსაზღვრელობებიდან გამომდინარე აუცილებელია დამატებითი სამუშაოს განხორციელება, განსაკუთრებით კი წმინდა მიმდინარე ღირებულების ძირითად ცვლადებთან დაკავშირებული დაშვებების მიმართ მგრძობელობის გამოკვლევის კუთხით.

სასტუმროების სექტორში დივერსიფიკაცია

დივერსიფიკაციასთან დაკავშირებული მონაცემები მოცემულია მეორე დანართში. აქედან ჩანს, რომ პროექტის შემოსავლიანობა უნდა შეადგენდეს \$0.56-ის ოდენობის წმინდა მიმდინარე ღირებულებას. თუმცა, ამ პროგნოზის მთავარი ელემენტია 20Y1 წელს გაყიდვისას არსებული საბოლოო ღირებულება \$10 მლნ-ის ოდენობით და სარეალიზაციო ღირებულების ნებისმიერი ცვლილება, სავარაუდოდ, მნიშვნელოვან ზეგავლენას მოახდენს პროგნოზზე. კვლავინდებურად აუცილებელია მგრძობელობის ანალიზის ჩატარება, რათა დადგინდეს ამ ცვლადის ცვალებადობის ზეგავლენა.

ფინანსურ შეფასებასთან ერთად, „დარონმა“ ინვესტიცია უნდა განიხილოს თავისი სტრატეგიული მიზნების გათვალისწინებით. თუ ინვესტიცია არსებითად მერკანტილისტურია და დივერსიფიკაციით ისარგებლებენ აქციონერები, რაც გამოიხატება რისკის დონის შემცირებაში, ეს შეიძლება მცდარი მიზანი აღმოჩნდეს. აქციონერებს თავად შეუძლიათ მიაღწიონ თავიანთი პორტფელის დივერსიფიცირებას სხვა ინვესტიციების არჩევით და ნაკლებად მოსალოდნელია, რომ ამას „დარონისგან“ მოელოდნენ.

მნიშვნელოვანი საკითხი ის არის, თუ რა სტრატეგია უნდა აირჩიოს კომპანიამ თავისი ძირითადი საქმიანობისთვის, ბაზარზე ფასების დაცემის პირობებში. შესაძლებელია, რომ დივერსიფიკაცია შესაფერისი აღმოჩნდეს კომპანიის გადასარჩენად და მისი ზრდისათვის, მაგრამ ყურადღებით უნდა შეირჩეს ის ბაზარი, რომელშიც „დარონი“ ცდილობს დივერსიფიცირებას და ეს, რაიმე გზით, იდეალურად უნდა იყოს დაკავშირებული მის ტექნოლოგიურ, ან კლიენტურის ბაზასთან, ვისთვისაც იგი ამჟამად საქმიანობს. რაც უფრო მეტად დამორღება კომპანია სფეროს, რომელშიც მას დიდი გამოცდილება გააჩნია, მით უფრო მეტად სარისკოა დივერსიფიკაცია და ის შეიძლება მოსალოდნელზე ნაკლებად წარმატებული გახდეს.

დასკვნა

„დარონმა“ უნდა გაითვალისწინოს თავისი გრძელვადიანი სტრატეგიული მიზნები და აქციონერების სურვილები, სანამ არსებულ ალტერნატივებთან დაკავშირებით რაიმე გადაწყვეტილებას მიიღებს. თუ კომპანიის გაყიდვა საუკეთესო ალტერნატივად აღიქმება, მაშინ ღირექტორებმა კომპანია ბაზარზე მაქსიმალურად საუკეთესო სახით უნდა წარმოაჩინონ, რათა სარეალიზაციო შემოსავლების მაქსიმიზაცია მოხდეს, მარტივად არ უნდა დათანხმდნენ კონკურენტების შემოთავაზებას, მხოლოდ იმიტომ, რომ ის უკვე არსებობს. არსებული საქმიანობის გაგრძელების სურვილის შემთხვევაში, ყურადღება უნდა მიექცეს ბაზრის გრძელვადიან პირობებს და ალტერნატიული საინვესტიციო პოლიტიკის შედეგებს. თუ გადაწყდა დივერსიფიკაცია, მაშინ სწორად უნდა შეფასდეს ბაზრები და პროდუქცია, რაც მაქსიმალურად მოერგება კომპანიის არსებულ საქმიანობასა და უპირატესობებს.

დანართი 1: „დარონის“ მიმდინარე ღირებულების შეფასებები

სცენარი 1: არჩევნებში იმარჯვებს A პარტია

| 20X7 | 20X8 | 20X9 | 20Y0 | 20Y1 |
|--------|--------|--------|--------|--------|
| \$ მლნ | \$ მლნ | \$ მლნ | \$ მლნ | \$ მლნ |

| | | | | | |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| რეალიზაცია | 28.0 | 29.0 | 26.0 | 22.0 | 19.0 |
| ცვლადი დანახარჯები | (17.0) | (18.0) | (16.0) | (14.0) | (12.0) |
| მუდმივი დანახარჯები | (3.0) | (3.0) | (3.0) | (3.0) | (3.0) |
| დასაბეგრი ფულადი ნაკადები | 8.0 | 8.0 | 7.0 | 5.0 | 4.0 |
| გადასახადი 30% | (2.4) | (2.4) | (2.1) | (1.5) | (1.2) |
| ფულადი ნაკადები დაბეგვრის შემდეგ | 5.6 | 5.6 | 4.9 | 3.5 | 2.8 |
| საგადასახადო დანაზოგი ცვეთაზე (30% x საგადასახადო მიზნებისთვის გამოსაქვითი ცვეთა) | 1.2 | 0.9 | 0.9 | 0.6 | 0.3 |
| საბრუნავი კაპიტალის ცვლილება | | 1.0 | 2.0 | 3.0 | 3.0 |
| ჩანაცვლების ინვესტიცია | (10.0) | | | | (5.0) |
| თავისუფალი ფულადი ნაკადები | (3.2) | 7.5 | 7.8 | 7.1 | 1.1 |
| 13%-იანი დისკონტირების კოეფიციენტი (იხ. შენიშვნა 1) | 0.885 | 0.783 | 0.693 | 0.613 | 0.543 |
| ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება | (2.8) | 5.9 | 5.4 | 4.4 | 0.6 |

მთლიანი მიმდინარე ღირებულება = \$13.5 მლნ (20X7 – 20Y1)

ამ მონაცემებს უნდა დაემატოს 20Y2-20Y6-ის პერიოდის ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება. ამის გამოყვანა შესაძლებელია 13%-იანი ანუიტეტის გამოყენებით მე-6 – მე-10 პერიოდებისთვის ($5.426 - 3.517 = 1.909$) წლიური ფულადი ნაკადებისთვის. ეს ფულადი ნაკადები 20Y1 წლის მსგავსი იქნება, ცვეთაზე საგადასახადო დანაზოგის, საბრუნავი კაპიტალის ცვლილებისა და ჩანაცვლების ინვესტიციის გარეშე.

| | |
|---------------------------------------|--------|
| | \$ მლნ |
| რეალიზაცია | 19.0 |
| ცვლადი დანახარჯები | (12.0) |
| მუდმივი დანახარჯები | (3.0) |
| დასაბეგრი ფულადი ნაკადები | 4.0 |
| გადასახადი 30% | (1.2) |
| წლიური ფულადი ნაკადები | 2.8 |
| ანუიტეტის კოეფიციენტი | 1.909 |
| ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება | 5.3 |

თავისუფალი ფულადი ნაკადების წმინდა მიმდინარე ღირებულება 20X7-დან 20Y6 წლამდე პერიოდისთვის არის \$13.5 მლნ + \$5.3 მლნ = \$18.8 მლნ.

შენიშვნა 1. გამოსაყენებელი დისკონტირების განაკვეთი არის კაპიტალის ღირებულება. მისი გამოთვლა შეიძლება შემდეგნაირად: კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელის მეშვეობით დავადგენთ საკუთარი კაპიტალის ღირებულებას და შემდეგ მოვახდენთ სავალო ვალდებულებებისა და საკუთარი კაპიტალის შესაბამისი ღირებულებების შეწონვას საბაზრო ღირებულებების საფუძველზე.

საკუთარი კაპიტალის მიმდინარე საბაზრო ღირებულება არის $20 \text{ მლნ} \times \$0.46 = \9.2 მლნ . იგულისხმება, რომ სავალო ვალდებულების საბალანსო ღირებულება უახლოვდება მის საბაზრო ღირებულებას, ანუ $\$7 \text{ მლნ-ს}$. მისი ღირებულება (K_d) აღებულია როგორც ბანკის მიმდინარე განაკვეთი 10%-ის ოდენობით. უკუგების ურისკო განაკვეთი ინფლაციის ჩათვლით არის $(1.05 \times 1.04) - 1 = 9.2\%$. უკუგების საბაზრო განაკვეთი ინფლაციის ჩათვლით არის $(1.10 \times 1.05) - 1 = 15.5\%$.

გამოვიყენოთ კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელი:

$$E(r_j) = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta_j$$

$$= 9.2\% + [15.5\% - 9.2\%] \times 1.25\% = 17.075\%$$

ახლა უკვე შეიძლება კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) განსაზღვრა.

$$\text{კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება} = \left[\frac{V_e}{V_e + V_d} \right] k_e + \left[\frac{V_d}{V_e + V_d} \right] k_d (1 - T)$$

$$= 17.075\% \times 9.2 / (9.2 + 7) + 10\% \times (1 - 0.3) \times 7 / (9.2 + 7)$$

$$= 12.72\% \text{ (დაახლოებით } 13\%)$$

სცენარი 2: არჩევნებში იმარჯვებს პარტია B

| | 20X7 | 20X8 | 20X9 | 20Y0 | 20Y1 |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|
| | \$ მლნ | \$ მლნ | \$ მლნ | \$ მლნ | \$ მლნ |
| რეალიზაცია | 30.0 | 26.0 | 24.0 | 20.0 | 16.0 |
| ცვლადი დანახარჯები | (18.0) | (16.0) | (15.0) | (12.0) | (11.0) |
| მუდმივი დანახარჯები | (3.0) | (3.0) | (4.0) | (4.0) | (4.0) |
| დასაბეგრი ფულადი ნაკადები | 9.0 | 7.0 | 5.0 | 4.0 | 1.0 |
| გადასახადი 30% | (2.7) | (2.1) | (1.5) | (1.2) | (0.3) |
| ფულადი ნაკადები დაბეგვრის შემდეგ | 6.3 | 4.9 | 3.5 | 2.8 | 0.7 |
| საგადასახადო დანაზოგი ცვეთაზე | 1.2 | 0.9 | 0.9 | 0.6 | 0.3 |
| საბრუნავი კაპიტალის ცვლილება | (1.0) | 2.0 | 2.0 | 3.0 | 3.0 |
| ჩანაცვლების ინვესტიცია | (10.0) | | | | (5.0) |
| წმინდა ფულადი ნაკადები | (3.5) | 7.8 | 6.4 | 6.4 | (1.0) |
| 18%-იანი დისკონტირების კოეფიციენტი (იხ. შენიშვნა 2) | 0.847 | 0.718 | 0.609 | 0.516 | 0.437 |
| ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება | (3.0) | 5.6 | 3.9 | 3.3 | (0.4) |

მთლიანი მიმდინარე ღირებულება = $\$9.4 \text{ მლნ}$ (20X7-20Y1)

ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება 20Y2-20Y6 პერიოდისთვის შეიძლება გამოთვლილ იქნეს 18%-იანი ანუიტეტის კოეფიციენტის გამოყენებით მე-6-დან მე-10 პერიოდამდე ($4.494 - 3.127 = 1.367$) წლიური ფულადი ნაკადებისთვის. ეს ფულადი ნაკადები იქნება 20Y1-ის მდგომარეობით ამორტიზაციის, საბრუნავი კაპიტალის ცვლილებისა და ჩანაცვლების კაპიტალის დანახარჯების გამოკლებით.

| | |
|---------------------------------------|--------------|
| | \$ მლნ |
| რეალიზაცია | 16.0 |
| ცვლადი დანახარჯები | (11.0) |
| მუდმივი დანახარჯები | (4.0) |
| დასაბეგრი ფულადი ნაკადები | <u>1.0</u> |
| გადასახადი 30% | <u>(0.3)</u> |
| წლიური ფულადი ნაკადები | 0.7 |
| ანუიტეტის კოეფიციენტი | 1.367 |
| ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება | 1.0 |

აქედან გამომდინარე, თავისუფალი ფულადი ნაკადების წმინდა მიმდინარე ღირებულება 20X7-დან 20Y6-მდე პერიოდისთვის არის \$9.4 მლნ + \$1.0 მლნ = \$10.4 მლნ.

შენიშვნა 2. გამოსაყენებელი დისკონტირების განაკვეთი იქნება კაპიტალის ღირებულება, რომელიც შეიძლება იმავე მეთოდით შეფასდეს, როგორც პირველ სცენარში.

საკუთარი კაპიტალის მიმდინარე საბაზრო ღირებულება კვლავ \$9.2 მლნ-ია. იგულისხმება, რომ სავალო ვალდებულებების საბალანსო ღირებულება უახლოვდება საბაზრო ღირებულებას, ანუ \$7 მლნ-ს, რომლის ღირებულება უნდა იქნეს აღებული, როგორც საბანკო განაკვეთი 15.5%-ის ოდენობით. უკუგების ურისკო განაკვეთი ინფლაციის ჩათვლით არის $(1.04 \times 1.1) - 1 = 14.4\%$, ხოლო საბაზრო უკუგება ინფლაციის ჩათვლით $-(1.10 \times 1.1) - 1 = 21.0\%$.

კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელის გამოყენებით:

$$k_e = r_f + [E(r_m) - r_f] \beta_j$$

$$= 14.4\% + (21.0\% - 14.4\%) \times 1.25 = 22.65\%$$

$$\text{კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება} = \left[\frac{V_e}{V_e + V_d} \right] k_e + \left[\frac{V_d}{V_e + V_d} \right] k_d (1 - T)$$

$$= 22.65\% \times 9.2 / (9.2 + 7) + 15.5\% \times (1 - 0.3) \times 7 / (9.2 + 7)$$

$$= 17.55\% \text{ (დაახლოებით } 18\%)$$

დანართი 2: დივიდენდი-გადახდის პროექტის ფულადი ნაკადების შეფასება

კორექტირებული მიმდინარე ღირებულების შესაფასებლად, პირველ რიგში, აუცილებელია საბაზისო წმინდა მიმდინარე ღირებულების პოვნა. იგი გამოითვლება ულევერიჯო საკუთარი კაპიტალის გამოყენებით. მისი პოვნა შეიძლება შემდეგნაირად:

| | 20X6 | 20X7 | 20X8 | 20X9 | 20Y0 | 20Y1 |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | \$მლნ | \$მლნ | \$მლნ | \$მლნ | \$მლნ | \$მლნ |
| ამონაგები | | 9.0 | 10.0 | 11.0 | 12.0 | 13.0 |
| ცვლადი დანახარჯები | | (6.0) | (6.0) | (7.0) | (7.0) | (8.0) |

| | | | | | | |
|--|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| მუდმივი დანახარჯები | | (2.0) | (2.0) | (2.0) | (2.0) | (2.0) |
| დასაბეგრი ფულადი ნაკადები | | 1.0 | 2.0 | 2.0 | 3.0 | 3.0 |
| გადასახადი 30% | | (0.3) | (0.6) | (0.6) | (0.9) | (0.9) |
| შემოსავალი დაბეგვრის შემდეგ | | 0.7 | 1.4 | 1.4 | 2.1 | 2.1 |
| შესყიდვის დანახარჯები | (9.0) | | | | | |
| საბრუნავი კაპიტალის ცვლილება | | (1.0) | | | (1.0) | |
| სარეალიზაციო ღირებულება | | | | | | 10.0 |
| ფულადი ნაკადები | (9.0) | (0.3) | 1.4 | 1.4 | 1.1 | 12.1 |
| 14%-იანი დისკონტირების კოეფიციენტი (იხ. შენიშვნა 3) | 1.000 | 0.877 | 0.769 | 0.675 | 0.592 | 0.519 |
| ფულადი ნაკადის მიმდინარე ღირებულება | (9.0) | (0.3) | 1.1 | 0.9 | 0.7 | 6.3 |

მთლიანი მიმდინარე ღირებულება (საბაზისო წმინდა მიმდინარე ღირებულება) = -\$300,000
შენიშვნა 3.

$$\beta_a = \beta_e \frac{V_e}{V_e + V_d(1-T)}$$

სადაც: β_a = ულევერიჯო ბეტა

β_e = ლევერიჯიანი ბეტა (1.25)

V_e = საკუთარი კაპიტალის საბაზრო ღირებულება (\$ 9.2 მლნ)

V_d = სავალ ვალდებულების საბაზრო ღირებულება ((\$ 7 მლნ)

T = დაბეგვრის განაკვეთი (30%)

$$\beta_a = 1.25 \times \frac{9.2}{9.2 + 7(1-0.3)} = 0.82$$

ულევერიჯო საკუთარი კაპიტალის ღირებულება შეიძლება შეფასდეს კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელის გამოყენებით:

$$k_{eu} = R_f + \beta_a (E(r_m) - R_f)$$

$$= 9.2\% + (15.5\% - 9.2\%) \times 0.82 = 14.4\% \text{ (ვთქვათ, დაახლოებით 14\%)}$$

ამის გამოყენება შეიძლება პროექტების წმინდა მიმდინარე ღირებულების გამოსათვლელად, თითქოს ეს პროექტები ფინანსდებოდეს საკუთარი კაპიტალით.

მოდულიანი და მილერი

შემდეგი ეტაპია მოდულიანისა და მილერის ფორმულის გამოყენება ლევერიჯის მქონე და ულევერიჯო კომპანიებს შორის ურთიერთკავშირისთვის, რათა დადგინდეს ლევერიჯის ზეგავლენა პროექტის ღირებულებაზე. სავალო ვალდებულებით დასაფინანსებელი თანხა იქნება სასტუმროს შეძენის ღირებულებას დამატებული ემისიის დანახარჯები: \$9 მლნ /98% = \$9.184 მლნ.

ამგვარად, შესაძლებელია სავალო ვალდებულების პროცენტზე საგადასახადო დანაზოგის მიმდინარე ღირებულების გამოთვლა.

| | |
|--|-------------|
| წლიური საპროცენტო დანახარჯი: \$9.184 მლნ×10% | \$918,400 |
| საგადასახადო დანაზოგი: 30% | \$275,520 |
| სავალო ვალდებულების ღირებულება (გადასახადამდე) | 10% |
| საგადასახადო დანაზოგის მიმდინარე ღირებულება 10%-ად 5 წლის პერიოდზე: \$275,520 × 3.791 (დამრგვალებულ \$'000-ში) | \$1,044,000 |

კორექტირებული მიმდინარე ღირებულების გამოთვლა

კორექტირებული მიმდინარე ღირებულება წარმოადგენს საბაზისო წმინდა მიმდინარე ღირებულებას დამატებული დაფინანსების თანმდევი ეფექტები (მათ შორის, ემისიის დანახარჯები):

| | |
|---|--------|
| | \$'000 |
| საბაზისო წმინდა მიმდინარე ღირებულება | (300) |
| ემისიის დანახარჯები | (184) |
| საგადასახადო დანაზოგის მიმდინარე ღირებულება | 1,044 |
| კორექტირებული მიმდინარე ღირებულება | 560 |

აქედან შეიძლება დავასკვნათ, რომ, პირველი, ყველა მოთხოვნილი თანხა შეიძლება მოზიდულ იქნეს სავალო ვალდებულების სახით, ანუ „დარონს“ ექნება საკმარისი სესხის აღების შესაძლებლობა; მეორე, 10%-ის ოდენობის კუპონური განაკვეთი ზუსტად ასახავს კონვერტირებადი სასესხო ფასიანი ქაღალდის რისკს.

მმ-2 კითხვა

წყარო. უცხოური ვალუტის ჰეჯირება განხილულია მე-15 თავში.

მნიშვნელოვანი რჩევები. ერთადერთი ვალუტის მქონე სხვა წევრ ქვეყნებთან უცხოური ვალუტის გაცვლით კურსებთან დაკავშირებული რისკების თავიდან მოშორება ამ კითხვაზე პასუხის (ა) პუნქტის მთავარი საკითხია.

გაურკვეველია, როგორ უნდა გადაიჭრას (ბ) (i) პუნქტში ფიუჩერსების საკითხი მაშინ, როდესაც კონტრაქტის ბოლოსთვის სპოტ კურსები მოცემული არ არის. თქვენ ისეთი პასუხი უნდა წარმოადგინოთ, რომლის შედარება შესაძლებელი იქნება ფორვარდული და ფულადი ბაზრების შედეგებთან. ამ მოთხოვნის დასაკმაყოფილებლად ჩვენს პასუხში ნათქვამია, რომ ჰეჯირებული თანხა, სპოტ და ფიუჩერსების ბაზრის შედეგები გააწონასწორებენ ერთმანეთს და დავადგენთ წმინდა გადასახდელ თანხას მიმდინარე ფიუჩერსულ ფასში. ეს ორივე შემთხვევაში ჰეჯირების გარეშე ტოვებს გარკვეულ თანხებს, რომელთა

ჰეჯირება უკვე შესაძლებელია ფორვარდულ ბაზარზე. ჩვენ ამის დემონსტრირებას მაგალითის მეშვეობით ვახდენთ, თუმცა ეს არ არის აუცილებელი ქულების მაქსიმალური რაოდენობის მისაღებად. ქულების უმრავლესობის მიღებას შეძლებთ ფულადი და ფიუჩერსული ბაზრების განხილვისას.

მნიშვნელოვანია საბაზისო რისკის არარსებობის ახსნა. (ბ)(ii)–ში ნაჩვენებია მარჟის ცვალებადობის მნიშვნელობა.

ადვილად მისაღები ქულები. (გ) პუნქტში მოცემული სია ეხება ამ თემის საფუძვლების ცოდნას. თქვენს პასუხში კონცენტრირება უნდა მოახდინოთ დანახარჯებზე, მოქნილობასა და ზარალის რისკზე.

ა) უცხოურ ვალუტასთან დაკავშირებული რისკები

მმართველი დირექტორი მართალია იმის მტკიცებისას, რომ გაუქმდება უცხოურ ვალუტასთან დაკავშირებული რისკი ევროპის მონეტარული კავშირის სხვა ქვეყნებთან მიმართებაში.

საოპერაციო დანახარჯები

ზემოაღნიშნულის მსგავსად, ევროპის მონეტარული კავშირის წევრ სხვა ქვეყნებთან ვაჭრობისას წარმოქმნილი საოპერაციო დანახარჯებიც გაქრება და ეს მნიშვნელოვან დანახარჯებს განაპირობებს. თუმცა მაინც დარჩება გარკვეული საოპერაციო დანახარჯები, როდესაც საქმიანობა ევროპის მონეტარული კავშირის სხვა არაწევრ ქვეყნებთან განხორციელდება.

ეკონომიკური რისკები

ამის გარდა კომპანია მაინც იდგებოდა ეკონომიკური რისკების წინაშე მხოლოდ ევროპული მონეტარული კავშირის წევრ ქვეყნებთან საქმიანობის განხორციელებისას. თუ ევროს ღირებულება გადაჭარბებულად შეფასდა არაწევრი ქვეყნების ვალუტების მიმართ, არაწევრი ქვეყნების კომპანიებმა შეიძლება სარგებელი მიიღონ რეალიზაციიდან გაერთიანებული სამეფოს კომპანიების ხარჯზე, რადგან ნაკლები ფასების დაწესება შეუძლიათ. კომპანია შეიძლება ასევე არაპირდაპირი საფრთხის წინაშე აღმოჩნდეს, თუ ის პროდუქციას ევროპული მონეტარული კავშირის სხვა წევრი ქვეყნისგან შეიძენს, რომლებიც მათ ნედლეულს იძენენ ევროპული მონეტარული კავშირის არაწევრ ქვეყნებში. გაცვლითი კურსის ნებისმიერი არასახარბიელო ცვლილება, რაც ნედლეულის ფასების ზრდას გამოიწვევს, შემდეგ გავრცელდება ღირებულების ჯაჭვის მეშვეობით.

ბ)

| | |
|--------------------|---|
| (i) შემოსულობები | გადახდები |
| ორი თვე | €393,265 |
| სამი თვე Kr8.6 მლნ | 491,011 + 890,217 – 60,505 – 1,997,651 = €676,928 |

ჰეჯირება ფორვარდული ბაზრით

| | |
|----------|-------------------------------------|
| ორი თვე | |
| გადახდა | $\frac{€393,265}{1.433} = £274,435$ |
| სამი თვე | |
| გადახდა | $\frac{€676,928}{1.431} = £473,045$ |

$$\text{შემოსულობა} \frac{\text{Kr}8,600,00}{10.83} = \text{£}794,090$$

ჰეჯირება სავალუტო ბაზრით

(i) გადახდა ორ თვეში

ინვესტირება ახლა უნდა განხორციელდეს, რათა მივაღწიოთ €393,265-თან საჭირო შესაბამისობას.

$$\text{დასაბანდებელი თანხა} = \frac{\text{€}393,265}{1 + \frac{0.035}{6}} = \text{€}390,984$$

$$\text{კონვერტაცია სპოტ კურსით} \frac{390,984}{1.439} = \text{£}271,705$$

£271,705-ის მისაღებად უნდა ვისესხოთ ორი თვის ვადით.

$$\text{მსესხებლისთვის გადასახდელი თანხა} = 271,705 \times \left(1 + \frac{0.075}{6}\right) = \text{£}275,101$$

(ii) გადახდა სამ თვეში

კვლავინდებურად უნდა განვახორციელოთ ინვესტიცია

$$\text{დასაბანდებელი თანხა} = \frac{\text{€}676,928}{1 + \frac{0.035}{4}} = \text{€}671,056$$

$$\text{კონვერტაცია სპოტ კურსით} \frac{671,056}{1.439} = \text{£}466,335$$

£466,335-ის სესხება სამი თვით

$$\text{გამსესხებლისთვის გადასახდელი თანხა} = 466,335 \times \left(1 + \frac{0.075}{4}\right) = \text{£}475,079$$

(iii) შემოსულობა სამ თვეში

უნდა ვისესხოთ ახლა, რათა მოხდეს თანხვედრა შესაძლო მისაღებ შემოსულობასთან.

$$\text{სასესხებელი თანხა} = \frac{\text{Kr}8,600,000}{1 + \frac{0.08}{4}} = \text{Kr}8,431,373$$

$$\text{კონვერტაცია სპოტ კურსით} \frac{8,431,373}{10.71} = \text{£}787,243$$

$$\text{მისაღები თანხა} = 787,243 \times \left(1 + \frac{0.055}{4}\right) = \text{£}798,068$$

ფიურერსი – 2 თვე

- შეიძინეთ ივნისის ფიურერსი, რადგან მათი დაფარვის ვადა მაშინვე, გადახდის დღის შემდეგ ღებება.
- შეიძინეთ ევროს ფიურერსი.

- კონტრაქტების რაოდენობა = $\frac{€393,265}{125,000} = 3.146$ (ვთქვათ, 3 კონტრაქტი).
- ამის შედეგად ($€393,265 - [125,000 \times 3]$) = €18,265 რჩება ჰეჯირების გარეშე ფიუჩერსული კონტრაქტებით. ჰეჯირება მოხდება ფორვარდულ ბაზარზე 1.433-ად.
- ბიჯის ზომა = $125,000 \times 0.0001 = £12.50$.

| რას ვაკეთებთ დღეს (20 აპრილი) | შედეგი (20 ივნისი) |
|--|--|
| 1. დასაფარად საჭირო ევრო = 393,265 | 4. ფაქტობრივი ოპერაცია ივნისის სპოტ კურსით |
| 2. კონტრაქტის მოცულობა 125,000 | ფაქტობრივი დაფარვა (393,265) |
| კონტრაქტების რაოდენობა 3 კონტრაქტი | სპოტ კურსი 1.433 £(274,434.80) |
| 3. ივნისის ფიუჩერსი: შეიძინეთ ევრო 0.6964-ად | შეადარეთ აპრილის სპოტს (1.439) = £273,290.50. ივნისში ცუდი სიახლეები |
| | 5. ფიუჩერსი – მოგება ან ზარალი |
| | აპრილი– 0.6964 |
| | შეძენა |
| | ივნისი– <u>0.6978⁽¹⁾</u> |
| | გაყიდვა |
| | 0.0014 მოგება (14 ბიჯი) |
| | მოგება კონტრაქტზე = $£12.50 \times 14 = £175$ |
| | მთლიანი მოგება (3×175) = £525 |
| | 6. წმინდა შედეგი |
| | ფაქტობრივი £(274,434.80) |
| | ფიუჩერსი 525.00 |
| | <u>£(273,909.80)</u> |

(1)

| | აპრილის ბოლო | ივნისის ბოლო |
|------------------|-------------------------|-----------------|
| ივნისის ფიუჩერსი | 0.6964 | 0.6978 |
| სპოტი (1/1.433) | 0.6978 | 0.6978 |
| ბაზისი | <u>(0.0014)</u> | <u>ნული</u> |
| | 2-თვიანი დროითი სხვაობა | დარჩენილი 0 თვე |

სამთვლიანი გადახდისთვის

რას ვაკეთებთ დღეს (20 აპრილი) შედეგი (20 ივნისი)

| | | | |
|---|---------------------------|--|---------------|
| 1. დასაფარად საჭირო ევრო = | 676,928 | 4. ფაქტობრივი ოპერაცია ივლისის სპოტ კურსით | |
| 2. კონტრაქტის მოცულობა | 125,000 | €676,928@1.431-ად = | £(473,045.40) |
| კონტრაქტების რაოდენობა | $\frac{676,928}{125,000}$ | შეადარეთ აპრილის სპოტს (1.439) | |
| | ≈ 5 კონტრაქტი | €676,928 @ 1.439 = | |
| 3. სექტემბრის ფიუჩერსი: შეიძინეთ ევრო 0.6983-ად | | = £470,415.60 ∴ ივნისში ცუდი სიახლეები | |

| | |
|--------------------------------------|------------------------------|
| 5. მოგება ან ზარალი | |
| აპრილი-შექენა | 0.6983 |
| ივნისი- | <u>0.7002</u> ⁽¹⁾ |
| გაყიდვა | |
| | 0.0019 მოგება |
| მოგება კონტრაქტზე = 19 ბიჯი × £12.50 | |
| | = £237.50 |
| მთლიანი მოგება | = £237.50 × 5 |
| | = £1,187.50 |

| | |
|---|----------------------|
| 6 წმინდა შედეგი | |
| ფაქტობრივი ოპერაცია ივლისის სპოტ კურსით | £(473,045.40) |
| ფიუჩერსი | 1,187.50 |
| | <u>£(471,857.90)</u> |

(1)

| | აპრილის ბოლო | ივნისის ბოლო |
|---------------------|---------------------------------|-------------------------|
| სექტემბრის ფიუჩერსი | 0.6983 | 0.6978 |
| სპოტი (1/1.439) | 9.6949 | 0.6978 (131.431) |
| ბაზისი | $\frac{0.0034}{5} \times 1/5 =$ | <u>0.0014</u> |
| | 5 თვიანი დროითი სხვაობა | 2 თვიანი დროითი სხვაობა |

დასკვნა

კონკრეტულ შემთხვევაში უნდა შეიძლება დადგინდეს, თუ საბაზისო რისკის დიდი ზეგავლენის მოხდენა არ შეუძლია, მაშინ ფორვარდული ბაზარი შეიძლება საუკეთესო არჩევანი აღმოჩნდეს.

(ii) **1-ლი დღე** ცვლილება $0.6930 - 0.6916 = 14$ ბიჯი ზარალი. საჭიროა დამატებით გადახდა $\pounds 175 (14 \times \pounds 12.50)$ -ის ოდენობით. თუ დამატებითი გადახდა არ განხორციელდა, კონტრაქტი დაიხურება. ამიტომ:

მე-2 დღე ცვლილება $0.6944 - 0.6930 = 14$ ბიჯი ზარალი, დამატებით გადახდა $\pounds 175$ -ის ოდენობით.

მე-3 დღე ცვლილება $0.6940 - 0.6944 = 4$ ბიჯი მოგება. მოგება $= 4 \times \pounds 12.50 = \pounds 50$; ეს შეიძლება ნაღდ ფულად ავილოთ.

გ) ფორვარდული კონტრაქტების უპირატესობები

(i) შესაძლებელია კონტრაქტის მორგება მომხმარებლის ზუსტ მოთხოვნებზე, მათ მიერ მოთხოვნილი რაოდენობის, თარიღისა და ფასების გათვალისწინებით.

(ii) ოპერაციის მონაწილეს წინასწარ ეცოდინება, რა თანხას მიიღებს ან გადაიხდის.

(iii) კონტრაქტის დასრულებამდე გადახდა არ მოითხოვება.

ფორვარდული კონტრაქტების ნაკლოვანებები

(i) მონაწილე მხარემ შეიძლება ვერ შეძლოს კარგ პირობებზე მოლაპარაკება; ფასი შეიძლება დამოკიდებული იყოს გარიგების ზომასა და იმაზე, თუ როგორი რეიტინგი გააჩნია მონაწილეს.

(ii) მონაწილე მხარეებმა უნდა გაინაწილონ კონტრაქტის შეძენისა და გაყიდვის ფასს შორის არსებული პრემია.

(iii) გარიგებების შეცვლა შესაძლებელია მხოლოდ თავდაპირველ მდგომარეობაში დაბრუნებით და საწყისი გარიგების გადაფარვით.

(iv) მესამე მხარის გადახდის უუნარობა შეიძლება პრობლემატური საკითხი იყოს.

სავალუტო ფიუჩერსების უპირატესობები

(i) არსებობს ბაზრის მიერ დადგენილი ერთადერთი სპეციფიკური ფასი და კლიენტს არა აქვს შესაძლებლობა, გამოიყენოს მოლაპარაკების წარმოების უპირატესობა.

(ii) საოპერაციო დანახარჯები, როგორც წესი, ნაკლებია, ვიდრე ფორვარდულ კონტრაქტებში.

(iii) არ არის საჭირო ვალუტის მიღების ან გადახდის ზუსტი თარიღის ცოდნა, რადგან ფიუჩერსული კონტრაქტები არ უნდა დაიხუროს, სანამ თანხა ფაქტობრივად არ იქნება მიღებული ან გადახდილი.

(iv) საპირისპირო გარიგების დადება (გადახურვა) მარტივად ხორციელდება ბაზარზე

(v) არ არსებობს გადახდის უუნარობის რისკი, რადგან ფიუჩერსების კონტრაქტების ღირებულების შესაბამისობაში მოყვანა ყოველდღიურად ხორციელდება.

სავალუტო ფიუჩერსების ნაკლოვანებები

- (i) რაოდენობა და მიწოდების თარიღები ფიქსირებულია, რაც აუცილებელია ფიუჩერსის-სთვის, რაც იმას ნიშნავს, რომ კლიენტების რისკი შეიძლება სრულად არ იყოს გარიგებით მოცული.
- (ii) ფიუჩერსული კონტრაქტები შეიძლება არ გაფორმდეს იმ ვალუტებში, რომლებიც კლიენტს ესაჭიროება.
- (iii) ფიუჩერსების ბაზარზე არსებული ცვალებადი სავაჭრო პირობები ნიშნავს, რომ პოტენციური ზარალი შეიძლება მნიშვნელოვანი იყოს.

მე-3 კითხვა

წყარო. რეალური ოფციონები განხილულია მე-ნ თავში.

მნიშვნელოვანი რჩევები. მნიშვნელოვანია მიხვდეთ, რომ (ა) პუნქტი რეალური ოფციონების გამოთვლას უკავშირდება. არ დაგავიწყდეთ ინფლაციის გათვალისწინება.

ადვილად მისაღები ქულები. (ბ) პუნქტი საშუალებას გაძლევთ, მოიპოვოთ მარტივად რამდენიმე ქულა, თუ ერკვევით რეალურ ოფციონებში.

ა) „ქუგარმა“ უნდა გადაიხადოს დღეს (საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოთა დანახარჯები) რათა შესაძლებლობა ჰქონდეს, წარმოება დაიწყოს 2 წლის შემდეგ. ის მხოლოდ მაშინ აირჩევს ამ გზას, თუ წარმოების ოფციონის ღირებულება გადააჭარბებს საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოთა დანახარჯების მიმდინარე ღირებულებას.

საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოთა დანახარჯები

| <i>დრო</i> | <i>ფულადი ნაკადები</i> | <i>დისკონტირების კოეფიციენტი</i> | <i>კორექტირებული ღირებულება</i> |
|---|------------------------|----------------------------------|---------------------------------|
| | \$'000 | | \$'000 |
| 0 | 1,200 | 1 | 1,200 |
| 1 | 1,400 | 0.885 | 1,239 |
| საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოთა დანახარჯების მიმდინარე ღირებულება | | | 2,439 |

წარმოების ოფციონი

ამ რეალური ოფციონის შესაფასებლად უნდა გავიგოთ

$S = PV$ ცვალებადი ფიუჩერსული ფასებით, თუ პროექტი განხორციელდა.

$X = PV$ ოფციონის ვადის გასვლისას არსებული ნებისმიერი ცვალებადი ფულადი ნაკადები, რაც წარმოიქმნება პროექტის განხორციელების შემთხვევაში.

S = უკუგების ცვალებადობა

r_f = ურისკო განაკვეთი

t = ვადის გასვლის დრო

განიხილეთ მომავალი ცვალებადი ფულადი ნაკადები მოსალოდნელ მოთხოვნაზე დაყრდნობით, რომ წლიური შემოსავალი დღევანდელ ფასებში იქნება \$9,398,000 (\$127 × 74,000). 3%-იანი ინფლაციისა და 13%-იანი კაპიტალის ღირებულების პირობებში ეს იძლევა შემდეგს:

| დრო | ფულადი ნაკადები \$'000 | დისკონტირების კოეფიციენტი | კორექტირებული ღირებულება \$'000 |
|--|--------------------------------|------------------------------|------------------------------------|
| 3 | $9,398 \times 1.03^3 = 10,264$ | $\frac{1}{1.13^3}$ | 7,117 |
| 4 | $9,398 \times 1.03^4 = 10,578$ | $\frac{1}{1.13^4}$ | 6,487 |
| 5 | $9,398 \times 1.03^5 = 10,895$ | $\frac{1}{1.13^5}$ | 5,913 |
| 6 | $9,398 \times 1.03^6 = 11,222$ | $\frac{1}{1.13^6}$ | 5,390 |
| საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებიდან მიღებული უკუგება (S) | | | <u>24,907</u> |

ამჯერად, წლიური საწარმოო დანახარჯი მიმდინარე ფასებში არის \$6,882,000 (\$93 × 74,000). ურყევი ფულადი ნაკადების დროს, რაც წარმოიქმნება ოფციონის აღსრულებისას, 24 თვეში ისევე როგორც აღსრულების დღეს, გვექნება შემდეგი:

| დრო | ფულადი ნაკადები \$'000 | დისკონტირების კოეფიციენტი | კორექტირებული ღირებულება \$'000 |
|--|------------------------------|------------------------------|-------------------------------------|
| 2 | 150 | $\frac{1}{1.13^2}$ | 118 |
| 2 | $6882 \times 1.03^2 = 7,301$ | $\frac{1}{1.13^2}$ | 5,718 |
| 3 | $6882 \times 1.03^3 = 7,520$ | $\frac{1}{1.13^3}$ | 5,212 |
| 4 | $6882 \times 1.03^4 = 7,746$ | $\frac{1}{1.13^4}$ | 4,751 |
| 5 | $6882 \times 1.03^5 = 7,978$ | $\frac{1}{1.13^5}$ | 4,330 |
| მიმდინარე ღირებულება ამჟამად | | | <u>20,128</u> |
| რთული კოეფიციენტი 2 წლისთვის | | | \times <u>1.13²</u> |
| მიმდინარე ღირებულება აღსრულების დღეს (X) | | | <u>25,701</u> |

ამგვარად გვაქვს

$$S = \$24,907,000$$

$$X = \$25,701,000$$

$$s = 18\% \text{ წლიური}$$

$$r_f = 6\% \text{ წლიური}$$

$$t = 2 \text{ წელი}$$

$$d_1 = \frac{\ln\left[\frac{24,907}{25,701}\right] + (0.06 + 0.5 \times 0.18^2) \times 2}{0.18 \times \sqrt{2}} = 0.4754$$

$$d_2 = d_1 - s \sqrt{t} = 0.4752 - 0.18 \times \sqrt{2} = 0.2208$$

$$N(d_1) = N(0.48) = 0.5 + 0.1844 = 0.6844$$

$$N(d_2) = N(0.22) = 0.5 + 0.0871 = 0.5871$$

$$C = SN(d_1) - Xe^{-rt} N(d_2)$$

$$C = 24,907 \times 0.6844 - 25,701 \times e^{-0.06 \times 2} \times 0.5871 = \$3,664,000$$

| დასკვნა | \$'000 |
|---|---------------|
| საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების ქოლ ოფციონის ღირებულება | 3,664 |
| საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების დანახარჯების მიმდინარე ღირებულება | 2,439 |
| გაფართოების შესაძლებლობის წმინდა მიმდინარე ღირებულება | 1,225 |

აქედან გამომდინარე, კომპანიამ უნდა გააგრძელოს გაფართოება.

- ბ) ოფციონი ის არჩევანია, რომელიც უნდა აღსრულდეს იმ შემთხვევაში, თუ ეს ინვესტორს უპირატესობას მოუტანს. რეალური ოფციონი წარმოადგენს არჩევანს ან შესაძლებლობას, რაც კაპიტალური ინვესტიციის შედეგად წარმოიშობა. არჩევანი შეიძლება მოიცავდეს პროექტის მსვლელობისას მისი შეცვლის უფლებას. თავდაპირველი გეგმის შედგენისას შეიძლება წინასწარ ვერ მოხდა შესაძლებლობის განჭვრეტა, მაგრამ ის მოგვიანებით წარმოიქმნა.

რეალური ოფციონები მოიცავს:

- (i) **გადაღების ოფციონს** – როდესაც კომპანიას გააჩნია უფლებები პროექტის ან პროდუქციის მიმართ, მაგრამ შეუძლია გადადოს პროექტის განხორციელება / პროდუქციის წარმოება შემდგომი თარიღისთვის. ეს შეიძლება სასარგებლო აღმოჩნდეს, თუ სარეალიზაციო ფასები ამჟამად დაბალია, მაგრამ საკმაოდ მერყევი. ეს არის ქოლ ოფციონი, რომლითაც რაიმეს მიღება მოგვიანებით შეიძლება;
- (ii) **უარყოფის ოფციონს** – როდესაც კომპანია მიმდინარე საქმიანობას ახორციელებს, მაგრამ შესაძლებლობა აქვს, გამოიტანოს და კომპენსირება გაუკეთოს დაბანდებულ კაპიტალს. ეს წარმოადგენს ფუთ ოფციონს აღნიშნულ ოპერაციებზე;
- (iii) **გაფართოების ოფციონს** – როდესაც კომპანიას შესაძლებლობა გააჩნია, მომავალში განახორციელოს შემდგომი ინვესტიციები. ეს არის ქოლ ოფციონი ამ შესაძლო სამომავლო ოპერაციებზე;

(iv) **გადართვის ოფციონს** – როდესაც მწარმოებლური აქტივების გამოყენება შეიძლება ალტერნატიული მიზნების მისაღწევად. ეს არის ალტერნატიული წარმოების სარგებელზე დაფუძნებული ფუთ ოფციონი.

ამ ოფციონების მნიშვნელობა ის არის, რომ ისინი პროექტს ღირებულებას მატებენ და გათვალისწინებული უნდა იქნეს ინვესტიციის შეფასების ნაწილად.

პიოსკა 4

წყარო. მე-13 თავი.

მნიშვნელოვანი რჩევები. (ა) პუნქტში უპირატესობათა უმეტესობა ენიჭება საინვესტიციო კომპანიას, თუმცა სხვა პუნქტების განხილვაც ზრდის თქვენ მიერ მაღალი ქულების მიღების შესაძლებლობებს. (ბ) პუნქტში ხაზი გაუსვით წლიური გადახდების გამოთვლის მეთოდს, თუ ყოველწლიურად იფარება პროცენტი და ძირითადი თანხა. (გ) პუნქტში ყურადღება გამახვილდება სასესხო ფასიანი ქაღალდების სანაცვლოდ ვარანტების უფლებით გამოშვებული აქციების რაოდენობაზე და არა ფასზე.

ადვილად მისაღები ქულები. თუ გადახედავთ ხელმძღვანელობის მიერ კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის გამოსყიდვას, მაშინ მისი უპირატესობების განხილვა (ა) პუნქტში საკმაოდ პირდაპირი იქნება.

ა) (i) **კომპანიის მდგომარეობის მოწესრიგება**

გაყიდვის მოხერხებული მეთოდი

ხელმძღვანელობის მიერ კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის გამოსყიდვით შესაძლებელია კომპენსაციის მიღება იმ შვილობილი კომპანიის სანაცვლოდ, რომელიც კომპანიისთვის არ წარმოადგენს ძირითად საქმიანობას, ან რომლის საქმიანობა ზარალიანია.

ლიკვიდაციისგან თავის არიდება

ხელმძღვანელობაზე მიყიდვისას ადმინისტრაციული დანახარჯები არ წარმოიქმნება შვილობილი კომპანიის ლიკვიდაციისას.

გაყიდვის დრო

ხელმძღვანელობაზე შვილობილი კომპანიის მიყიდვა შეიძლება უფრო სწრაფად განხორციელდეს, ვიდრე მესამე მხარეზე.

უფრო მეტი თანამშრომლობა

თუ მშობელი კომპანიამ გადაწყვიტა შვილობილის გაყიდვა, ის, სავარაუდოდ, უფრო მეტ თანამშრომლობას მიაღწევს ხელმძღვანელობასთან და თანამშრომლებთან, ვიდრე მესამე მხარესთან.

სამომავლო კავშირები

გამყიდველი კომპანია უფრო მეტად შეინარჩუნებს კავშირებს სეგმენტთან და აქედან სარგებელს მიიღებს, თუ გაყიდვა ხელმძღვანელობაზე განხორციელდება და არა მესამე მხარეზე.

(ii) **ხელმძღვანელების პოზიცია**

მეტი შანსი აქვთ წარმატებით განახორციელონ შეძენა, ვიდრე ნებისმიერ გარე მხარეს ექნებოდა. ისინი ასევე უფრო მეტად მოტივირებულნი იქნებიან შესაძლო სარგებლის მიღების გამო.

(iii) **სარისკო კაპიტალის მქონე მხარეების პოზიცია**

მართალია, სარისკო კაპიტალის მქონე ორგანიზაციებმა შეიძლება საკუთარ თავზე მაღალი რისკი აიღონ ხელმძღვანელობის მიერ კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის გამოსყიდვის დაფინანსებით, მაგრამ ისინი ამას მაინც გააკეთებენ, რადგან არსებობს მაღალი უკუგების მიღების შესაძლებლობა და ასევე იმის შანსი, რომ მათი ინვესტიციის ამოღება შესაძლებელი გახდება კომპანიის გაყიდვით, როდესაც მისი კოტირება საფონდო ბირჟაზე მოხდება.

ბ) დაუშვით, რომ გადახდილია დივიდენდი მაქსიმუმ 15%-ის ოდენობით

| | გაანგარიშება | 1 | 2 | 3 | 4 |
|--|--------------|---------|---------|---------|---------|
| | | \$'000 | \$'000 | \$'000 | \$'000 |
| შემოსავლები პროცენტამდე და გადასახადამდე | | 320.0 | 410.0 | 500.0 | 540.0 |
| პროცენტი 8.5%-იან სესხზე | | (170.0) | (170.0) | (170.0) | (170.0) |
| პროცენტი 9%-იან სესხზე | 1 | (27.0) | (23.4) | (19.5) | (15.2) |
| შემოსავლები გადასახადამდე | | 123.0 | 216.6 | 310.5 | 354.8 |
| გადასახადი 30% | | (36.9) | (65.0) | (93.2) | (106.4) |
| შემოსავლები დაბეგვრის შემდეგ | | 86.1 | 151.6 | 217.3 | 248.4 |
| დივიდენდები 15% | | (12.9) | (22.7) | (32.6) | (37.3) |
| გაუნაწილებელი მოგება | | 73.2 | 128.9 | 184.7 | 211.1 |
| საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულება | | 873.2 | 1,002.1 | 1,186.8 | 1,397.9 |

გაანგარიშება

$$\begin{aligned}
 \text{მოთხოვნილი წლიური გადახდა} &= 300,000 / \text{კუმულაციური } n\text{-წლიანი კოეფიციენტი } 9\% \text{-ად} \\
 &= 300,000 / 4.486 \\
 &= \$66,875, \text{ ვთქვათ } \$66,900
 \end{aligned}$$

| | 1 | 2 | 3 | 4 |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|
| | \$'000 | \$'000 | \$'000 | \$'000 |
| დარჩენილი ღირებულება | 300 | 260.1 | 216.6 | 169.2 |

| | | | | |
|-------------|------|-------|------|------|
| პროცენტი 9% | 27 | 23.4 | 19.5 | 15.2 |
| კაპიტალი | 39.9 | 43.49 | 47.4 | 51.7 |

წლიური ზრდის ტემპი საკუთარი კაპიტალის საბალანსო ღირებულებაში = $\sqrt[4]{(1,397.9 \div 800)} - 1 = 15.0\%$

ეს განაკვეთი მოთხოვნილ 20%-ზე ნაკლებია; თუმცა, ზრდის ეს ტემპი ნაკლებად მნიშვნელოვანი უნდა იყოს ინვესტორისთვის, ვიდრე საკუთარი კაპიტალის საბაზრო ღირებულების ზრდის ტემპი.

გ) თავდაპირველი მდგომარეობა

თავდაპირველი მდგომარეობის მიხედვით, ხელმძღვანელობას ექნებოდა 1 მლნ აქცია, ხოლო სარისკო კაპიტალის მფლობელებს – 600,000 აქცია. ვარანტი სარისკო კაპიტალის მფლობელებს მისცემდა დამატებით $100/100 \times 300,000 = 300,000$ აქციას, რაც მათ ხელთ არსებულ რაოდენობას 900,000-მდე გაზრდიდა, მაგრამ აქციების უმრავლესობა ჯერ კიდევ ხელმძღვანელობის ხელთ იქნებოდა.

განახლებული მდგომარეობა

მიუხედავად ამისა, სარისკო კაპიტალის მფლობელთა მიერ შეთავაზებული განახლებული პირობებით ისინი მიიღებენ $150/100 \times 300,000 = 450,000$ -ის ოდენობის დამატებით აქციას, რაც მათ საერთო რაოდენობას 1.05 მლნ-მდე გაზრდის და მათ კომპანიის ეფექტიანი კონტროლის საშუალებას მისცემს ვარანტების აღსრულების შემთხვევაში. ხელმძღვანელობა შეიძლება ამისთვის მზად არ აღმოჩნდეს, სანამ მათ ასევე შესაძლებლობა არ ექნებათ გაზარდონ აქციების ფლობის შანსი.

დ) მოხსენებითი ბარათი: სარისკო კაპიტალის მფლობელთა როლი

სარისკო კაპიტალის მფლობელები არიან ორგანიზაციები, რომლებსაც სურთ სარისკო კაპიტალის გაცემა კომპანიაზე, როგორც წესი, ამ ორგანიზაციაში წილის მიღების სანაცვლოდ. სარისკო კაპიტალის მფლობელები უფრო მეტად არიან დაინტერესებულნი ხელმძღვანელობის მიერ კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის გამოსყიდვის დაფინანსებით, როგორც ამ შემთხვევაში, ვიდრე შედარებით უფრო სარისკო, ახლად დაფუძნებული კომპანიების დაფინანსებით. მინიმალური განსახილველი ინვესტიციის მოცულობა, როგორც წესი, იქნება დაახლოებით \$100,000, ხოლო ინვესტიციის მოცულობა საშუალოდ \$1 მლნ-დან \$2 მლნ-მდე. ასე, რომ დამატებითი დაფინანსების მოთხოვნა სარისკო კაპიტალის მფლობელებისთვის არანაირ პრობლემას არ წარმოადგენს.

სარისკო კაპიტალზე მოთხოვნილი უკუგება მტკიცე ხელმძღვანელობის მქონე კარგად ორგანიზებული კომპანიისთვის (როგორც ამ შემთხვევაში) დაახლოებით 25% – 30%-იანი ნიშნულზე უნდა იყოს. რა თქმა უნდა, სარისკო კაპიტალის მფლობელების მიერ განხორციელებული ყველა ინვესტიცია არ იქნება აუცილებლად წარმატებული და სარისკო კაპიტალის საერთო უკუგება დაახლოებით 10% – 15%-ია.

ისევე, როგორც წინამდებარე შემთხვევაში, სარისკო კაპიტალის მფლობელები არ წარადგენენ აუცილებელი დაფინანსების უდიდეს ნაწილს. კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის შექმნა შეიძლება დაფინანსდეს \$300,000-ის ოდენობის სარისკო კაპიტალით, \$2-ის ოდენობის სავალო ვალდებულებით და \$300,000 ოდენობის სუბორდინირებული სესხით.

სარისკო კაპიტალის მფლობელმა უნდა დაიცვას იმ ინვესტორთა ინტერესები, რომლებიც რისკიან დაფინანსებას ახდენენ. შედეგად სარისკო კაპიტალის მფლობელი წილს მოითხოვს კომპანიის საკუთარ კაპიტალში. ეს, როგორც წესი, ხელმძღვანელობის მიერ აქციების საკონტროლო პაკეტის შექმნისას არსებული სააქციო კაპიტალის 20-დან 30%-მდე შეადგენს. მათ შეიძლება ასევე სურდეთ სპეციალური უფლების მიღება, რათა დანიშნონ შეთანხმებული რაოდენობის დირექტორები. ეს დირექტორები იმოქმედებენ მათი საბჭოში წარმომადგენლის სახით და დაიცავენ მათ ინტერესებს სარისკო კაპიტალის მქონე ორგანიზაციებში. სარისკო კაპიტალის მფლობელებმა შეიძლება მოითხოვონ მათი წინასწარი თანხმობა კომპანიის მიერ ემისიის ან შექმნის ოპერაციების განხორციელებამდე. სარისკო კაპიტალის მფლობელებს სურვილი ექნებათ, რომ მენეჯერები ფინანსურად ვალდებულნი იყვნენ. ეს ამ შემთხვევაში პრობლემას არ წარმოადგენს, რადგან ხელმძღვანელობა 1,000,000-ის ოდენობის საკუთარი კაპიტალის აქციების მფლობელი იქნება, ხოლო სარისკო კაპიტალის მფლობელები - 600,000 აქციისა.

სარისკო კაპიტალის მფლობელებს, როგორც წესი, სურთ წინასწარ იცოდნენ წილიდან გამოსვლის თარიღი და ასევე დროის ის მომენტი, როცა ისინი შეძლებენ ხელმძღვანელობის მიერ კომპანიის აქციების საკონტროლო პაკეტის შექმნის დასაფინანსებლად ჩადებული ინვესტიციის მთლიანად ან ნაწილობრივ კომპენსირებას. დასაწყისში სარისკო კაპიტალის მფლობელებს სურვილი ექნებათ, ჩამოაყალიბონ საქმიდან გამოსვლის რამდენიმე სქემა. ეს მოიცავს აქციების გაყიდვას საზოგადოებრივ თუ ინსტიტუციონალურ ინვესტორებზე, რაც მოჰყვება კომპანიის საფონდო ბირჟაზე კომპანიის აქციების კოტირებას. გასვლის სხვა სტრატეგია მოიცავს კომპანიის გაყიდვას სხვა კომპანიაზე, ან სარისკო კაპიტალის აქციების ხელახალ გამოსყიდვას კომპანიის ან მისი მფლობელების მიერ, ან სარისკო კაპიტალის აქციების მიყიდვას ისეთ დაწესებულებაზე, როგორცაა საინვესტიციო ტრასტი.

მმ-5 კითხვა

წყარო. თავი 1 მენეჯმენტის როლსა და ანგარიშვალდებულებას მოიცავს, თავი 3 გარემოსდაცვით საკითხებს, ხოლო თავი 2 – სააგენტო ურთიერთობების საკითხებს.

ექსპერტის რჩევები. სცენარში მრავალი საკითხია, რომელიც უნდა განიხილოთ, მაგრამ მიაქციეთ ყურადღება, რომ (ა) პუნქტის პასუხი სტრატეგიულ ფინანსურ საკითხებს დაუკავშირდეს. დარწმუნდით, რომ თქვენ მიერ დადგენილი საკითხები საკმაოდ სპეციფიკურია, რადგან თქვენ მოგეთხოვებათ პოტენციურ ღონისძიებათა დასახვა, რითიც ეს საკითხები და პრობლემები უნდა გადაიჭრას.

ეთიკა გამომცდელისათვის სასწავლო პროგრამის მნიშვნელოვან ნაწილს წარმოადგენს და ეს საკითხები (ბ) პუნქტშია მოცემული. ზოგიერთი მათგანი მარტივი დასადგენია, მაგრამ სხვები, როგორცაა შემოსავლების მართვის საკითხი, უფრო მეტად სათუთია; არ იდარდოთ, თუ მის შესახებ არაფერს დაწეროთ, ის მხოლოდ 2 ქულის მომტანია.

რადგან შეკითხვის ორივე პუნქტი ერთმანეთთან მჭიდროდ არის დაკავშირებული, ფრთხილად უნდა დაგვემოთ პასუხი იმისათვის, რომ თქვენ მიერ (ა) პუნქტში დადგენილი ალტერნატივების გამოყენებით (ბ) პუნქტში არსებული ეთიკის საკითხების გადაჭრა იყოს შესაძლებელი.

ადვილად მისაღები ქულები. როგორც უკვე ზემოთ აღინიშნა, (ბ) პუნქტში შესაძლებელია რამდენიმე მარტივი ქულის მიღება სცენარში არსებული ეთიკის საკითხების ამოცნობით.

გამომცდელის კომენტარები. ამ შეკითხვამ კანდიდატებს მისცა კომპანიასთან დაკავშირებული სტრატეგიული, ფინანსური და ეთიკური საკითხების ამოცნობის ფართო სპექტრი. კანდიდატების პასუხები მრავალფეროვანი და განსხვავებული იყო. ბევრმა კანდიდატმა დაგვემისა და სქემის შედგენის უნარები გამოავლინა. თუმცა, შედარებით მცირე ნაწილი შეეხო ფინანსური დირექტორის პერსპექტივას, რომლის როლი მათ უნდა განეხილათ შეკითხვიდან გამომდინარე. პრობლემებისა და ალტერნატიულ ქმედებათა კურსის დეტალების შერჩევა ზოგადად შეზღუდული და ზოგჯერ წინააღმდეგობრივიც იყო. კანდიდატებს ასევე უნდა მიექციათ ყურადღება მარტივი ქულებისადმი. მაგალითად, მოცემულ კომპანიას ჭარბი ფულადი სახსრები გააჩნია და მნიშვნელოვანი საკითხია, არსებობს თუ არა ამ სახსრების ეფექტიანად გამოყენების პერსპექტივა ახალი მოგებიანი ინვესტიციის გზით. თუ ეს ვერ მოხერხდა, კომპანიის ეთიკური მოვალეობაა ჭარბი სახსრები დაუბრუნოს აქციონერებს.

კანდიდატებმა ასევე ყურადღება უნდა მიაქციონ იმას, რომ თემა არ განმეორდეს მანამ, სანამ ეს აუცილებელი არ იქნება არგუმენტის დასკვნაში უკვე აღნიშნული ან ახალი მიმართულების განსავითარებლად.

შეფასების სქემა

| | ქულები |
|---|---------------|
| (ა) აღწერეთ და გამოყავით ძირითადი პრობლემები და მათი წყაროები | 2 |
| მთავარი ალტერნატივები: | 2 |
| – შეძენის სტრატეგია | 2 |
| – რეორგანიზაცია, ორგანული ზრდა დანახარჯების მინიმიზაციით | 2 |
| – ფულადი სახსრების ინვესტორებისათვის დაბრუნება | 2 |
| – მენეჯმენტის სტიმულირება აქციების ოფციონის პროგრამით | 2 |
| | 10 |
| (ბ) ძირითადი ეთიკური პრობლემების დადგენა | |
| – ეთიკის მხარდამჭერი სოციალური პოლიტიკა და საკუთრების უფლებების არგუმენტები | 2 |
| – გადაწყვეტილება და რჩევა | 4 |
| – კომენტარი შემოსავლების მართვის ეთიკის შესახებ | 2 |
| | 10 |
| | 20 |

ა) „ცვლილებების გეგმა“ – მოკლე საინფორმაციო ხასიათის მინიშნება
საბჭოს დოკუმენტისთვის

სტრატეგიული ფინანსური საკითხები

როგორც ჩანს, კომპანიამ ნაწილობრივ დაკარგა თავისი კონკურენტული უპირატესობა თავდაცვითი კომპონენტების წარმოებაში დანახარჯების შემცირების შედეგად, რაც კომპანიის საქმიანობის ძირითად ნაწილს შეადგენს. კომპანიამ ვერ მოახდინა ინვესტირება სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებში, მიუხედავად იმისა, რომ მას შეძენის საფუძველზე ზრდის სტრატეგია გააჩნდა. მნიშვნელოვანი პრობლემებია, როგორც ჩანს, ახალ საინვესტიციო პროექტებზე დანახარჯების ნაკლებობა და იმ მმართველების ანგარიშვალდებულების დაბალი დონე, რომლებიც არადამაკმაყოფილებელი შედეგების მომტან პროექტებს აფინანსებენ და რომელთა ხელფასებიც შედარებით დაბალია.

ფინანსური მდგომარეობა

კომპანიის ფინანსური მდგომარეობა, ერთი შეხედვით, მყარია დაბალი ლევერიჯითა და ხელსაყრელი მიმდინარე ლიკვიდობის კოეფიციენტით, ასევე ფულადი სახსრების სიჭარბით სალაროსა და დეპოზიტზე. თუმცა, ასეთი ფინანსური პოზიცია კომპანიას ამზადებს სხვის მფლობელობაში გადასაცემად.

შესაძლო ალტერნატივები

მე ჩამოვყალიბე ოთხი ალტერნატივა, რომელთა განხორციელებით შესაძლებელია სტრატეგიული ფინანსური საკითხების გადაჭრა. ისინი არ გამოორიცხავს ერთმანეთს.

(i) **სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოების ექსპერტიზის მიღება შეძენის გზით**

რამდენადაც კომპანიას უკვე გააჩნია „შეძენის გზით ზრდის“ სტრატეგია, მას შეუძლია ასევე მის სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო სამუშაოებზე განავრცოს. ვინაიდან შიდა ინვესტირების დაფინანსებით სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო საქმიანობის ზრდას შეიძლება წლები დასჭირდეს და კომპანიას დროის ფუფუნება არ გააჩნია, ამიტომ „შეძენის გზით ზრდის“ სტრატეგია ძალზე სიცოცხლისუნარიანია, განსაკუთრებით კი იმიტომ, რომ საკმარისი ფულადი სახსრებია ხელმისაწვდომი. სამეცნიერო-კვლევით და საცდელ-საკონსტრუქტორო შესაძლებლობების გაუმჯობესება კომპანიას საშუალებას მისცემს, განავითაროს ახალი და გაუმჯობესებული პროდუქტები და ამით მიმზიდველი გახდეს უფრო მოგებიანი ბაზრებზე. ეს განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, რადგან კომპანიის საქმიანობის ძირითადი თავდაცვითი მხარე, როგორც ჩანს, დაცემას განიცდის.

(ii) **აქციონერებისათვის ფულადი სახსრების დაბრუნება**

ფულადი სახსრების სიჭარბის გამო, კომპანია შეიძლება დაუცველი იყოს მისი მფლობელობის მსურველი სხვა კომპანიებისადმი. ამის თავიდან აცილების ერთი გზა, განსაკუთრებით კი, როცა ასეთი გზა სულ რამდენიმეა, თუკი საერთოდ რაიმე მოგებიანი

ინვესტირების საშუალება არსებობს, არის ფულადი სახსრების ინვესტორისთვის დაბრუნება ან სპეციალური დივიდენდური შანით, ან კიდევ აქციების გამოსყიდვის გზით. ვინაიდან ამჟამად პროექტების დამფინანსებელი მმართველების ანგარიშვალდებულების პრობლემა დგას, არსებობს რისკი, რომ ისინი წამგებიან პროექტებში ჩაერთვებიან მხოლოდ იმიტომ, რომ გამოჩნდეს, ისინი სახსრებს ხარჯავენ (მაგრამ აქციონერების ქონების ხარჯზე). სახსრების ასეთი ბოროტად გამოყენების თავიდან აცილება იქნებოდა აქციონერებისთვის სახსრების პირდაპირ დაბრუნება.

(iii) თანამედროვე საწარმოო ტექნოლოგიების აქტიური ათვისება

აეროკოსმოური დეტალების დამზადება ყველაზე თანამედროვე ტექნოლოგიების გამოყენებას მოითხოვს. რამდენადაც კომპანია აქტიურად არ იყენებდა ასეთ ტექნოლოგიებს, მან კონკურენტული უპირატესობის მდგომარეობა დაკარგა და ნაკლებად სავარაუდოა, რომ მაქსიმალური ეფექტიანობითა და მინიმალური დანახარჯებით ფუნქციონირებდეს. კომპანიამ უნდა იცოდეს, რომ მოწინავე ტექნოლოგიების გამოყენებისგან თავის არიდება მას სავარაუდოდ გრძელვადიან უარყოფით შედეგებს მოუტანს. დანახარჯების ეფექტიანობის უზრუნველსაყოფად მმართველებს მეტი ანგარიშვალდებულება უნდა დაეკისროთ მათ მიერ დაფინანსებული ზუსტად განსაზღვრული ბიუჯეტებისა და მიზნების მქონე პროექტების შედეგებზე. საოპერაციო ეფექტიანობის ასამაღლებლად კომპანიამ უფრო აგრესიული პოლიტიკა უნდა გაატაროს, თანამედროვე წარმოების ტექნიკის დანერგვის კუთხით.

(iv) მმართველების მოტივირება

ამჟამად მმართველების ანაზღაურება დაბალია და სანამ ხელფასების მაღალი დონე მათი მოტივირების ერთადერთი ფაქტორი არ არის, მანამ ისინი ხელს უწყობენ კომპანიის მიერ თავისი თანამშრომლების დაფასებას. ანაზღაურების დაბალმა დონემ კომპანიას პრობლემები შეუქმნა კვალიფიცირებული მმართველი გუნდის მოზიდვაში. კომპანიას შეუძლია სიტუაციის გამოსწორება ისეთი მასტიმულირებელი სარგებლის პაკეტის შეთავაზებით, როგორცაა აქციების ოფციონის პროგრამა. თუ მმართველებს ეცოდინებათ, რომ აქციონერების ქონების გაზრდა მათ სარგებელს მოუტანს, მაშინ ისინი მხოლოდ იმ პროექტებს განახორციელებენ, რომლებსაც დადებითი წმინდა მიმდინარე ღირებულება გააჩნია და დანახარჯების კონტროლს გაამკაცრებს.

ბ) ძირითადი პრობლემები

საინვესტიციო შესაძლებლობების ნაკლებობა.

კომპანიისათვის ერთ-ერთი მთავარი პრობლემა მოგებიანი საინვესტიციო შესაძლებლობის ნაკლებობაა, რამაც შემოსავლების ზრდის ტემპის შემცირება გამოიწვია, რასაც მალევე შეეძლო გამოეწვია ამჟამინდელი ვარდნა. ამის მთავარი მიზეზი, როგორც ჩანს, უნდა იყოს მოწინავე სამრეწველო ტექნოლოგიების დანერგვის უუნარობა და ხელმძღვანელობის ანგარიშვალდებულების დეფიციტი.

ეთიკის თვალსაზრისით, თუ არ არსებობს მოგებიანი ინვესტიციის საშუალება, მაშინ კომპანიამ უნდა უზრუნველყოს, რომ აქციონერების ქონება არ დაიხარჯოს ზარალიან პროექტებზე.

გავლენა გარემოზე

მეორე პრობლემა დაკავშირებულია გარემოსდაცვითი საკითხების მიმართ კომპანიის მიდგომასთან. ის უკვე დააჯარიმეს მდინარის დაბინძურებისათვის, ყოველგვარი გარჩევის გარეშე და ასეთი შემთხვევები, სავარაუდოდ, კიდევ განმეორდება.

შემოსავლების მართვა

შემოსავლების მართვა კიდევ ერთი სხვა პრობლემაა. აუცილებელია კომპანიის შემოსავლები პროცენტამდე, გადასახადამდე, ცვეთამდე და ამორტიზაციამდე (EBITDA) საოპერაციო ფულად ნაკადებთან შეფარდების კოეფიციენტის დეტალური განხილვა. კოეფიციენტი, რომელიც მუდმივად უფრო დაბალია, ვიდრე მზარდ კომპანიას უნდა გააჩნდეს, გულისხმობს შემოსავლების დამალვას. ამან შეიძლება გამოიწვიოს აქციონერების მხრიდან მენეჯმენტზე ზეწოლა, რათა მათ ჭარბი სახსრები დაუბრუნდეს. მენეჯმენტს არ შეუძლია მოითხოვოს მათი ხელფასების გაზრდა, ხელოვნურად შემცირებული შემოსავლების ფონზე. ალტერნატივის სახით, ეს შეიძლება შემოსავლების გაწონასწორების მცდელობა იყოს, რათა ანგარიშგებაში უფრო თანმიმდევრული შედეგები აისახოს. თუ შემოსავლები შემცირებულია ხელოვნურად, მაშინ ეთიკის საკითხი წამოიჭრება, კომპანიის აქციონერების მოტყუების კუთხით.

როგორ შეიძლება ამ პრობლემების გადაჭრა?

(i) აქციონერებს დაუბრუნდეთ ჭარბი სახსრები

ეთიკური საკითხი, რომ აქციონერების სახსრები არ უნდა გაიფლანგოს, შეიძლება მოგვარდეს აქციონერებისათვის ჭარბი სახსრების დაბრუნებით (როგორც ეს ზემოთ (ii) პუნქტშია შემოთავაზებული). ეს სახსრები არ უნდა იქნეს გამოყენებული მენეჯმენტის მიერ საკუთარი პრივილეგიების გასაძლიერებლად, მიუხედავად იმისა, თუ როგორი უკმაყოფილოც არ უნდა იყვნენ ისინი თავიანთი ანაზღაურებით. შეიძლება სადავოც იყოს ის, რომ თუ სახსრები მმართველების ანაზღაურების პაკეტის გასაუმჯობესებლად იქნებოდა გამოყენებული, მაშინ მათ მეტი მოტივაცია ექნებოდათ კომპანიის უმთავრესი მიზნის – აქციონერთა ქონების მაქსიმიზაციის მისაღწევად. თუმცა აქციონერებისათვის სახსრების დაბრუნების შემთხვევაში, მათ შესაძლებლობა ექნებოდათ თავად მიეღოთ გადაწყვეტილებები, თუ როგორ გამოიყენებდნენ ამ სახსრებს გამოყენება უკეთესად. კრიტიკულ ფაქტორებს წარმოადგენს რესურსების მფლობელობა და მათი ეფექტიანი გამოყენება. აქციონერები ფლობენ კომპანიას, ნებისმიერი სარეზერვო ფონდი თუ ნამეტი თანხა კანონიერად ეკუთვნის მათ და ამიტომ ეს მათ აძლევს ამ სახსრების უკან დაბრუნების უფლებას.

(ii) მოწინავე საწარმოო ტექნოლოგიების გამოყენება

კომპანია დაჯარიმდა, გადაუმუშავებელი ნარჩენების მდინარეში ჩაყრის გამო. გარემოსდაცვით პრობლემებთან დაკავშირებული მზარდი ყურადღებისა და გარემოს დაბინძურებისასთან დაკავშირებული ეთიკური საკითხების ფონზე, კომპანიამ ყველა შესაძლო დანახარჯით უნდა აარიდოს თავი ამგვარ საზოგადოებრივ ყურადღებას.

გარემოს დაბინძურების ერთი სავარაუდო მიზეზი შეიძლება იყოს მოძველებული სამრეწველო ტექნოლოგიის გამოყენება. ამ პრობლემის გადაჭრა შეიძლება მოწინავე საწარმოო ტექნოლოგიებზე ორიენტირებით და მათში ინვესტირების გზით. ეს არა მარტო გარემოს დაბინძურებას შეამცირებს, არამედ ენერჯის მოხმარებასაც.

(iii) **შიდა აუდიტი**

მმართველების მიერ მონაცემების რაც შეიძლება სწორად მოწოდების უზრუნველსაყოფად, შესაძლებელია შიდა აუდიტის ჩამოყალიბება, თუ ის უკვე არ ფუნქციონირებს. მმართველობის ასეთი წესი უფრო გამჭვირვალეს ხდის ანგარიშგებაში მოცემულ ციფრებს და შეუძლია იმ სისტემური პრობლემების აღმოჩენა, რომლის გამოც მონაცემები არასწორია. კომპანიის მოვალეობაა თავისი შედეგების შესახებ სრული და სწორი ინფორმაცია გამოაქვეყნოს, ხოლო ეფექტიანმა შიდა აუდიტმა ამის უზრუნველყოფა უნდა შეძლოს.