

იოსებ ხელაშვილი

*ინვესტირების საფუძვლები
სასტუმრო ინდუსტრიაში*

თბილისი - 2016

იოსებ ხელაშვილი

ინვესტირების საფუძვლები
სასტუმრო ინდუსტრიაში

Joseph Khelashvili

Investing Basics in the Hotel Industry

გამომცემლობა „მერიდიანი“

“MERIDIAN” Publishers

თბილისი - 2016

ნაშრომში განხილულია სასტუმრო ინდუსტრიის ცნება, სტრუქტურა და ბიზნესის ორგანიზება, ფრენშიაზინგის, ლიზინგის და სხვა სპეციფიკური ურთიერთობების ჩათვლით. განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა ინსტიტუციონალურ ინვესტორებს, უძრავი ქონების საინვესტიციო ტრასტის მაგალითზე. აღწერილია ინვესტორების ძირითადი სტრატეგიული მიზნები. თემაში განმარტებულია ინვესტიციების ღირებულების ცნება, რომელიც მოიაზრება როგორც საინვესტიციო კაპიტალის ღირებულებისა და საინვესტიციო ობიექტების ფასის ერთობლიობა. საინვესტიციო კაპიტალის ღირებულების დასადგენად გამოყენებულია ტრადიციული მეთოდიკა, რომელიც უკავშირდება ფულის დროში ღირებულებისა და ფულადი ნაკადების კონცეფციებს. წარმოდგენილია მათი გამოვლენის სპეციფიკა სასტუმრო ინდუსტრიაში, მათ შორის ინვესტიციების ხანგრძლივობისა და იპოთეკური სესხების მნიშვნელობის გათვალისწინებით. საინვესტიციო ობიექტები განიხილება ორ ძირითად კატეგორიად - ბიზნესად და ფასიან ქაღალდებად. ბიზნესში პირდაპირი ინვესტიციების შეფასება განხილულია ფართოდ მიღებული მეთოდის - „გონივრული საბაზრო ფასის“ - მაგალითზე. ფასიან ქაღალდებში ინვესტირების შეფასება გაშუქებულია პრაქტიკაში გავრცელებული და სასტუმრო ინდუსტრიისათვის დამახასიათებელი კოეფიციენტებისა და მეთოდიკის გამოყენებით. ინვესტირების ეფექტიანობის რაოდენობრივ მაჩვენებლებთან ერთად, აღწერილია კაპიტალური დაბანდებების სხვა მნიშვნელოვანი გარემოებებიც, როგორცაა კაპიტალის მოზიდვის გზები და უცხოური ინვესტიციების განხორციელების პირობები, ე.წ. „საინვესტიციო კლიმატი“. ნაშრომი განკუთვნილია ტურიზმის სპეციალობის სტუდენტებისათვის და სასტუმრო ინდუსტრიით დაინტერესებული პირებისთვის.

The paper presents the Hotel Industry with its main components, and their business relations, including franchising and leasing. Special attention is paid to institutional investors, on the example of Real Estate Investment Trusts. The subject includes the review of investors' core strategic objectives. Further, investment value is introduced as the combination of Cost of Capital and Business Pricing concepts. Cost of Capital is derived by using the conventional Time Value of Money and Free Cash Flow models. The paper focuses on the particularities of investments in the Hotel Industry, including long-term investments and the importance of mortgage loans. Investments in businesses and in securities are considered separately. Return on direct investment is estimated using the widely accepted valuation method - "Fair Market Value", while return on investment in securities is estimated using ratios applied to stock valuations in the Hotel Industry. The quantitative techniques are complemented with information on ways to raise capital and with international standards on foreign investment conditions, known as the "Investment Climate". The paper is designed to support students who are studying tourism and people, who are interested in the Hotel Industry

რედაქტორები:

რევაზ გოგოხია, ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი, პროფესორი
ხათუნა ბარბაქაძე, ე.ა.დ., თსუ-ის ეკონომიკისა და ბიზნესის
ფაკულტეტის ასოცირებული პროფესორი

რეცენზენტი: თამაზ ზუბიაშვილი, თსუ-ის ეკონომიკისა და ბიზნესის
ფაკულტეტის ასოცირებული პროფესორი

© იოსებ ხელაშვილი

© გამომცემლობა „მერიდიანი“, 2016

ISBN 978-9941-25-046-0

სარჩევი

შესავალი.....	4
თავი I: საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტები და მათი საინვესტიციო საქმიანობა	6
1. ბიზნესის ორგანიზება სასტუმრო ინდუსტრიაში და ინვესტირების სუბიექტები	6
1.1 ბიზნესის ორგანიზება სასტუმრო ინდუსტრიაში	7
1.2 სასტუმრო ინდუსტრიის ინვესტორები (REIT-ის მაგალითზე)	11
2. ინვესტირების წყაროები და საინვესტიციო სტრატეგია	17
2.1 ინვესტირების წყაროები	17
2.2 ინვესტიციების ძირითადი სტრატეგიული მიმართულებები	23
თავი II. ინვესტიციების ღირებულება და შეფასება	30
1. საინვესტიციო კაპიტალის ღირებულება და მოსალოდნელი შემოსავლები.....	31
1.1 საინვესტიციო კაპიტალის ღირებულება	32
1.2 შემოსავლების სახეობები და მათი ღირებულების განსაზღვრის მეთოდები	37
2. საინვესტიციო პროექტების (ობიექტების) შეფასება	42
2.1 მოკმედი და ახალი ბიზნესის განვითარების შეფასება	43
2.2 ფასიანი ქაღალდების შეფასება და ანალიზის მეთოდები.	50
თავი III. ინვესტიციების ეფექტიანობის განსაზღვრა და ინვესტიციების მოზიდვა	55
1. ინვესტიციების ეფექტიანობის განსაზღვრა	55
1.1 პირდაპირი ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასება.	56
1.2 ფასიან ქაღალდებში ინვესტირების შეფასება	62
2. საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვა და „საინვესტიციო კლიმატი“	66
2.1 საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვა	66
2.2 „საინვესტიციო კლიმატი“	71
ლიტერატურა	78

შესავალი

ტურიზმის ინდუსტრია ვითარდება მზარდი ტემპებით და ფართოვდება გლობალურად, რაც, პირველ რიგში, დაკავშირებულია ინვესტიციების ზრდასთან ამ სფეროში. გაეროს მსოფლიო ტურისტული ორგანიზაციის მონაცემებით, ვიზიტორთა მრავალწლიური ზრდის ტენდენცია 4%-ს აღემატება. ექსპერტები ვარაუდობენ, რომ მათი რაოდენობა 2025 წლისათვის, 2015 წელთან შედარებით, გაიზრდება 1 172.8 მლნ-დან, 1 796.2 მლნ-მდე. ამის პარალელურად, კაპიტალური ინვესტიციები ტურიზმისა და მოგზაურობის ინდუსტრიაში მოიმატებს \$853.5 მლნ-დან \$1 336.4 მლნ-მდე (2014 წ. ფასებში) [83; 94;52].

წინამდებარე ნაშრომი ეძღვნება საინვესტიციო საქმიანობის ორგანიზების საფუძვლებს ზოგადად სასტუმროების ინდუსტრიაში, რაც განსხვავდება ცალკე კომპანიების საინვესტიციო საქმიანობის საკითხებისგან ამ სფეროში. კერძოდ, აქცენტი კეთდება ინვესტორებზე, როგორც *ინვესტიციების სუბიექტებზე*, მათ სახეობებსა და მრავალსუბიექტიანი ინვესტორების სტრუქტურებზე; ასევე – *საინვესტიციო ობიექტების სახეობებსა და მათი შეფასების მეთოდოლოგიაზე*; დაბოლოს – *ინვესტიციების მოზიდვის ფორმებსა და საშუალებებზე*. ამ მიდგომისგან განსხვავებით, ცალკე კომპანიის შემთხვევაში კი, აღნიშნული საკითხები კონცენტრირებულია ერთი საინვესტიციო სუბიექტის საქმიანობაზე.

საკუთრივ ტერმინი ინდუსტრია, მათ შორის სასტუმროების ფუნქციონირებასთან მიმართებაში, გულისხმობს ბიზნესის ხედვას, როგორც ეკონომიკური საქმიანობის სფეროს ან დარგს, თავისი შემადგენელი სუბიექტებით და ურთიერთობებით, გლობალურად ან გარკვეული ტერიტორიის (მაგ., ქვეყნის, რეგიონის) ფარგლებში. ასეთი მიდგომა ასახავს, მეტწილად, მოვლენის ხედვას სახელმწიფოს ან ტერიტორიული კვლევების პოზიციებიდან, განსხვავებით კომპანიის ხედვისაგან, რომელიც ძირითადად იფარგლება საკუთარი ბიზნესის ინტერესებით.

სასტუმრო ინდუსტრია (Hotel Industry) მასპინძლობის ინდუსტრიის (Hospitality Industry) ძირითად კომპონენტს წარმოადგენს და გულისხმობს სამეწარმეო საქმიანობას, რომელიც დაკავშირებულია ვიზიტორთა მომსახურებასთან ხანმოკლე განთავსების საშუალებებში, როგორცაა სასტუმროები, მოტელები, ჰოსტელები და სხვა. მასპინძლობის ინდუსტრია კი უფრო ფართო ცნებაა და დამატებით მოიცავს გასართობ პარკებთან, საკრუიზო გემებთან, მოგზაურობასთან და ვიზიტორთა სხვა მომსახურებასთან დაკავშირებულ საქმიანობას.

ტექსტში ხშირია უცხოური ტერმინების პირობითი თარგმანი ქართულად, შესატყვისი ინგლისურენოვანი სიტყვებით და ავტორის კომენტარებით. ეს კეთდება ორი მოსაზრებით. ერთი, ბევრი ტერმინი არ არის ერთი მნიშვნელობით თარგმნილი და დამკვიდრებული ქართულ სპეციალურ ლიტერატურაში ან საერთოდ არ არის ჯერ წარმოდგენილი. მოცემული ნაშრომის ფარგლებში კი, ასეთი თარგმანის გაკეთება არ არის მიზნად დასახული და მხოლოდ პრაქტიკა გამოავლენს ჩვენი თარგმნის ადეკვატურობას.

მეორე, უდავოდ სასურველია ამ ტერმინოლოგიის ორიგინალში გაცნობა და იმის გაგება, თუ ზუსტად რა იგულისხმება ქართულად პირობითად ნათარგმნ ტერმინებში.

აღსანიშნავია, რომ გარკვეულ სირთულეებს ქმნის ერთი და იმავე ტერმინის სხვადასხვა მნიშვნელობით ხმარება თვით ინგლისურში. მაგალითად, კაპიტალიზაციას 6-მდე განმარტება გააჩნია; ინვესტიციას ბუღალტერიაში (ფულადი ნაკადების ანგარიშში) და გარე დაფინანსების კონტექსტით განსხვავებული მნიშვნელობა გააჩნია; ლიკვიდობა, საბალანსო ანგარიშის მაჩვენებლებით, ასახავს კომპანიის მიმდინარე ვალდებულებების დაფარვის შესაძლებლობებს, მაშინ როდესაც იგივე ტერმინი ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე გამოიყენება აქციების სწრაფად გაყიდვის შესაძლებლობის გაგებით. უნდა აღინიშნოს, რომ ზოგი ტერმინი არაადეკვატურად დამკვიდრდა თარგმანში, მაგალითად, ინვენტარი ქართულში ოფისის ავეჯთან და აღჭურვილობასთან არის უფრო დაკავშირებული, ხოლო ინგლისური საბუღალტრო ტერმინი – Inventory ნიშნავს გასაყიდად შექმნილ საქონელს. გერმანული ენიდან შემოსული და ჩვენში დამკვიდრებული ტერმინი რენტაბელობა საერთოდ არ გამოიყენება და მას შეესაბამება ტერმინი – Profitability (ანუ მომგებიანობა). გხვდება ერთი და იმავე უცხოური ტერმინის რამდენიმე ქართული ვარიანტიც, მაგალითად, შემოსავალი აქციაზე და მოგება აქციაზე. ასევე, ინვესტიციებთან დაკავშირებულ ინგლისურ ლექსიკაში ბევრი ტერმინია, რომლებიც პრაქტიკაში გამოიყენება ერთი და იმავე მნიშვნელობით, მაგალითად: Net Income, Net Profit, Net Earning.

ნაშრომი წარმოადგენს დამხმარე სახელმძღვანელოს ტურიზმის სპეციალობის სტუდენტებისათვის და სასტუმრო ინდუსტრიაში ინვესტირების საკითხებით დაინტერესებული მკითხველისათვის. მასში თანამიმდევრობითაა განხილული შემდეგი თემები: საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტები და მათი საინვესტიციო საქმიანობა; ინვესტიციების ღირებულება და შეფასება; ინვესტიციების ეფექტიანობის განსაზღვრა და ინვესტიციების მოზიდვის ორგანიზება.

თავი I. საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტები და მათი საინვესტიციო საქმიანობა

თანამედროვე სასტუმრო ინდუსტრიაში ბიზნესის ორგანიზაცია და საინვესტიციო საქმიანობა უფრო რთული სტრუქტურით ხასიათდება, ვიდრე უბრალოდ კომპანიის მიერ რომელიმე სახის ტურისტულ ობიექტში ინვესტირება და მისი ოპერირება. ამ სფეროში ხდება რამდენიმე პროფილის კომპანიების კოოპერირება: სასტუმროების მფლობელების, სასტუმროების მენეჯერული კომპანიების და ცნობილი სასტუმრო ბრენდების მფლობელების (თუ ასეთ სახელს ატარებს სასტუმრო). მათ რიცხვს ემატება დეველოპერული, საკონსულტაციო, არქიტექტურული და სხვა სპეციალიზირებული კომპანიები. ამ კუთხით განხილული სასტუმრო ინდუსტრია შეიძლება წარმოვადგინოთ ზოგადი მოდელის სახით (იხ. ნახაზი 1ა), და იგივე მოდელი – წამყვანი კომპანიების ჩართვით (იხ.ნახაზი 1 ბ).

1. ბიზნესის ორგანიზება სასტუმრო ინდუსტრიაში 2. და ინვესტირების სუბიექტები

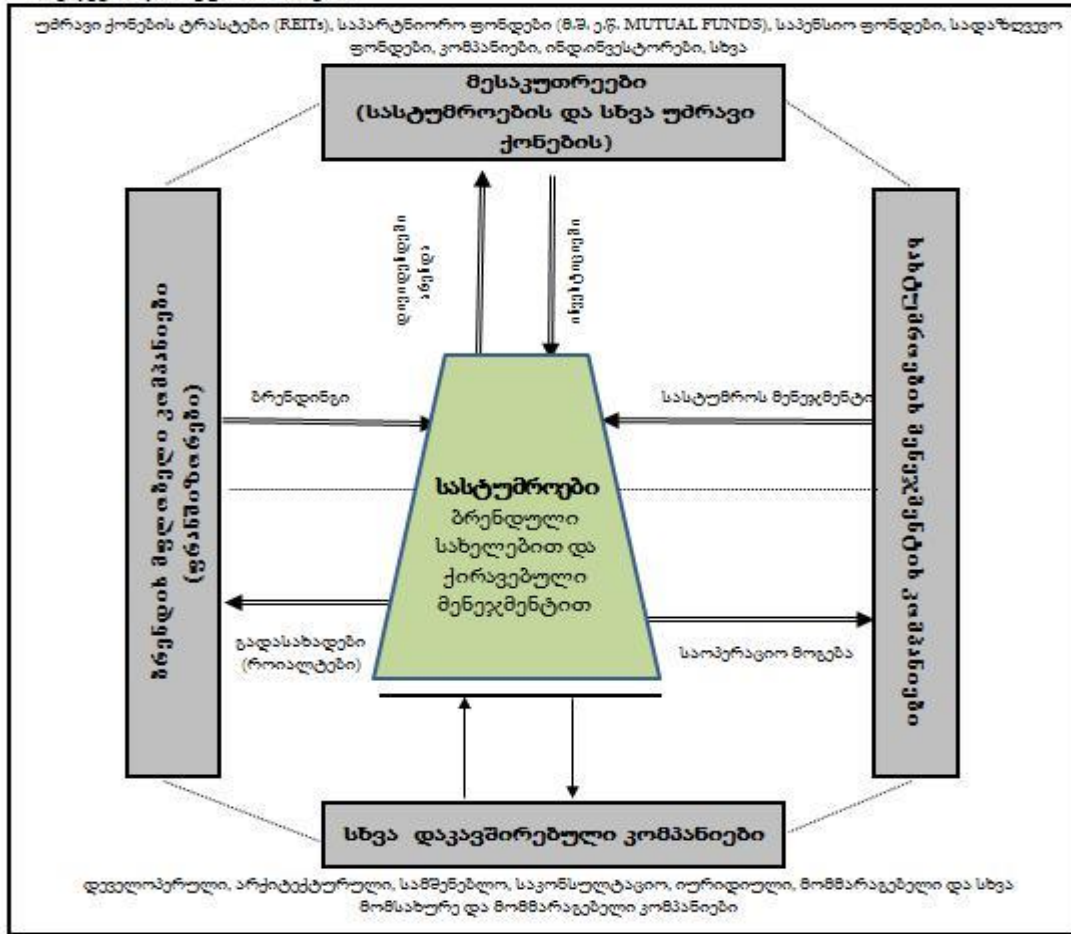
ბიზნესის სუბიექტებს შორის ურთიერთობები, განზოგადებულად, შეიძლება დახასიათდეს შემდეგი სქემით: სასტუმროების მენეჯმენტის კომპანიები ამუშავებენ სასტუმროებს და შემოსავლებს იღებენ საოპერაციო მოგებიდან; ბრენდის მფლობელი კომპანიები კუთვნილი ბრენდების სახელებს ანიჭებენ სასტუმროებს შესაბამისი გადასახადების სანაცვლოდ; სასტუმროს მესაკუთრეები კი არიან ინვესტორები, რომლებიც გარკვეული მოგების მისაღებად, ძირითადად საარენდო გადასახადების და დივიდენდების სახით, აგრეთვე ქონების და აქციების ღირებულების ზრდის შედეგად. როდესაც ფონდი იძლევა იპოთეკურ სესხებს, შემოსავლები შემოდის საპროცენტო განაკვეთების მეშვეობით. ამასთან, არსებობენ ტურიზმთან დაკავშირებული სხვა სუბიექტებიც, რომლებიც შემოსავლებს იღებენ გაწეული მომსახურებიდან ან მიწოდებული პროდუქციიდან (იხ. ნახაზი 1ა).

1.1 ბიზნესის ორგანიზება სასტუმრო ინდუსტრიაში

რეალობაში ბიზნესის ორგანიზება სასტუმრო ინდუსტრიაში უფრო რთულია, ვიდრე ზემოხსენებულ სქემატურ მოდელშია წარმოდგენილი, რადგან კომპანიებს შორის ფუნქციების მკაფიო დაყოფა ხშირად არ ვლინდება. კერძოდ, სასტუმროების მფლობელი კომპანიები შეიძლება თავად მართავდნენ მათ, მენეჯერულ კომპანიებს კი გააჩნიათ საკუთარი სასტუმროები სრულ ან წილობრივ თანამფლობელობაში, იგივე შეიძლება

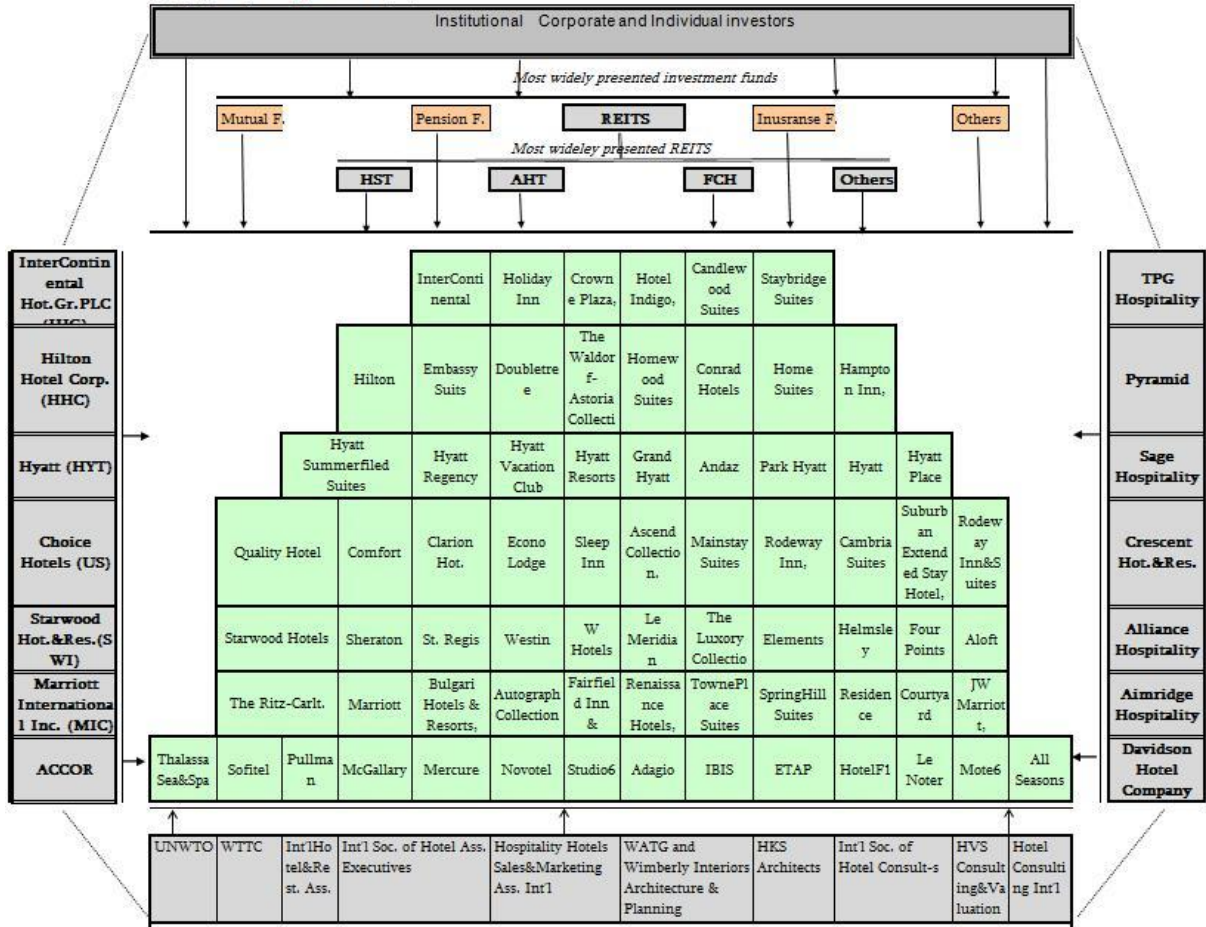
ნახ. 1 ა. ბიზნესის ორგანიზების მოდელი სასტუმროების ინდუსტრიაში

(შედგენილია ავტორის მიერ)



ნახაზი 1 ბ. ბიზნესის ორგანიზების მოდელი სასტუმრო ინდუსტრიაში (შერჩევითი კომპანიების მაგალითზე).

(შედეგნილია ავტორის მიერ)



ითქვას ბრენდის მფლობელ კომპანიებზეც. ამას გარდა, სასტუმროს ოპერატორები, სტუმრის სახლისა და ჰოსტელის შემთხვევებში, შეიძლება წარმოდგენილი იყვნენ მფლობელი ან დაქირავებული ინდივიდებით დაწყებული, დამთავრებული სპეციალიზებული კომპანიებით, რომლებიც, როგორც წესი, მენეჯმენტს უწევენ ბრენდულ ან სხვა მსხვილ სასტუმროებს. მათ სასტუმროების ბიზნესში მესამე მხარესაც (Third Party Hotel Management Companies) უწოდებენ. ამის გათვალისწინებით, სასტუმროების ინდუსტრიაში ბიზნესის ორგანიზებას აერთიანებენ 5 საბაზო მოდელში:

- სასტუმროს სრულად **ფლობს** და **მენეჯმენტს უწევს** ბრენდული კომპანია;
- სასტუმროს მფლობელი დებს **ფრენშაიზინგის** კონტრაქტს ბრენდის მფლობელ კომპანიებთან;
- სასტუმროს მფლობელი **ქირაობს არაბრენდულ** მენეჯერულ კომპანიას;
- სასტუმროს მფლობელი **ქირაობს ბრენდულ** მენეჯერულ კომპანიას;
- სასტუმრო აღებულია ბრენდული კომპანიის მიერ **ლიზინგით**, რაშიც იხდის პერიოდულ გადასახადს ე.წ. „გადასახადს კედლებზე“.

პირველი მოდელი – სასტუმროს ფლობა და მართვა ერთი იურიდიული პირის მიერ – გამოირჩევა მარტივი სქემით. იგი წარმოდგენილია ან სტუმრის სახლის და ჰოსტელების ბიზნესით, ან მსხვილი ბრენდული კომპანიების ბიზნესით, რომლებიც თვითონვე ფლობენ და ამუშავებენ სასტუმროებს.

დანარჩენი მოდელები განისაზღვრება სასტუმროს მფლობელ, ბრენდების მფლობელ და/ან მენეჯერულ კომპანიათა შორის ურთიერთობებით და შეიძლება დაიყოს სამ ალტერნატიულ სახეობად: ფრენშაიზინგად, დაქირავებულ მენეჯმენტად და ლიზინგად.

ფრენშაიზინგი, ზოგადად, არის ბრენდული სახელების მინიჭების ბიზნესი. უფრო კონკრეტულად იგი გულისხმობს ძირითადი საშუალებების, სავაჭრო მარკების, სხვა მატერიალური და არამატერიალური აქტივების გამოყენებაზე უფლების, ანუ ფრენშაიზის, გადაცემას. ამ უფლების გადამცემს, ანუ გამყიდველს, უწოდებენ ფრენშაიზის მიმცემს (ან ფრენშაიზორს), ხოლო მყიდველს - ფრენშაიზის მიმღებს. ეს გადაცემა ფორმდება შესაბამისი ფრენშაიზინგის კონტრაქტით. ზოგჯერ შეიძლება შეგხვდეთ ტერმინი ფრანშიზი, მაგრამ საქართველოს კანონმდებლობაში ეს ტერმინი დამკვიდრდა როგორც ფრენშაიზი, ფრენშაიზინგი [8;9].

ფრენშაიზინგი მოიცავს სამ ძირითად კომპონენტს: 1. **ფრენშაიზინგის მიმღები კომპანიის უფლებებს**: ბრენდული (საფირმო) სიმბოლიკის გამოყენებაზე, საერთო დაჯავშნის და რეკლამირების საშუალებებით სარგებლობაზე, ბრენდული ფირმის საუკეთესო პრაქტიკის გაზიარებასა და შესაბამისი დახმარების მიღებაზე ისეთ საკითხებში, როგორცაა დაპროექტება, დიზაინური გადაწყვეტილების მიღება, საქმის წარმოებისა და ტექნოლოგიების დანერგვა და ა.შ.; 2. **ვალდებულებებს**: მუშაობის, მომსახურებისა და პროდუქციის მაღალი საფირმო სტანდარტების დაცვაზე, ანგარიშგებაზე, სარეკლამო ღონისძიებებში და ტრენინგებში მონაწილეობაზე, ბრენდული კომპანიიდან პერიოდულ

შემოწმებაზე და სხვა; 3. **ფრენშიაინგის გადასახადს**, მის ოდენობას და გადახდის პირობებს [91].

ფრენშიაინგის კონტრაქტი, სასტუმროების შენმთხვევაში, როგორც წესი, გრძელდება 10-25 წელს ან მეტ ხანს. ფასი გამოირჩევა საკმაო ცვალებადობით, მაგრამ საორიენტაციოდ შეიძლება აღებულ იქნეს \$400 სასტუმროს ერთ ოთახზე. ამასთან, მნიშვნელობა აქვს ოთახების მინიმალურ რაოდენობას, რომლის გათვალისწინებითაც საერთო თანხა უნდა მოიაზრებოდეს თვეში \$35-70 ათასის ფარგლებში.

ბიზნესის ასეთი ორგანიზება საშუალებას აძლევს ფრენშიაინგის მიმღებ მრავალრიცხოვან კომპანიებს კონცენტრაცია მოახდინონ წარმოებასა და მომსახურებაზე, ხოლო მათ მიერ გადახდილ თანხებს, ფრენშიაინგის გამცემი კომპანია იყენებს ძირითადად გლობალური მარკეტინგის, ტექნოლოგიების გაუმჯობესების, კვლევით და სხვა სამუშაოებზე, რომლებიც მცირე კომპანიებისათვის ძალიან მნიშვნელოვანია, მაგრამ მიუწვდომელი ფუფუნებაა.

ბიზნესის ეს მოდელი დამახასიათებელია სასტუმრო ინდუსტრიისათვის, მაგალითად აშშ-ში, სადაც იგი განვითარდა და ყველაზე გავრცელებულია. სასტუმროების 50%-ზე მეტი დღეისათვის მოქმედებს ფრენშიაინგული კონტრაქტის საფუძველზე. სულ უფრო პოპულარული ხდება იგი ევროპაშიც. განსაკუთრებით – საფრანგეთში, სადაც 1960 წლიდან მოქმედებს ცნობილი ACCOR Gr. ამ თვალსაზრისით გამონაკლისად რჩება იტალია [13].

ინვესტორის (ანუ სასტუმროს მფლობელის) კონტრაქტი მენეჯმენტზე საოპერაციო კომპანიებთან ითვალისწინებს სასტუმროს ოპერირებას. ამასთან, იგი ხშირად მოიცავს იმ მომსახურებებსაც, რომლებიც შედის ფრენშიაინგის სტანდარტულ კონტრაქტში: ბრენდის გამოყენება, სარეზერვაციო სისტემით სარგებლობა და სხვა.

მენეჯერული კონტრაქტი გულისხმობს სასტუმროს მართვის პასუხისმგებლობის გადაცემას მფლობელიდან მენეჯერულ კომპანიაზე, ფუნქციებში ჩარევის უფლების გარეშე. ამასთან, მფლობელის განკარგულებაში რჩება საბანკო ანგარიში, მოგება, ოპერირების გადასახადის გამოკლებით, კომპანიის სტრატეგიულ საკითხებში ფუნდამენტური გადაწყვეტილებების მიღების უფლება, როგორცაა მაგალითად, წლიური ბიუჯეტის დამტკიცება, კომპანიის დახურვა და მენეჯმენტის შეცვლა

კონტრაქტის ვადის ამოწურვის შემდეგ. ამ ტიპის კონტრაქტის არჩევისას გასათვალისწინებელია, რომ მენეჯერული კომპანიის დაქირავება, ბუნებრივია, უფრო ძვირია, ვიდრე ცალკე სპეციალისტების აყვანა ან ფრენშიაინგის ლიცენზიის შეძენა, მაგრამ პროფესიული კომპანიის დაქირავებას გააჩნია პრინციპული უპირატესობები. კერძოდ:

1. კომპანიას, როგორც წესი, ჰყავს უკეთესი საკადრო რესურსები და გააჩნია უკეთესი კორპორაციული გამოცდილება (განსხვავებით ინდივიდუალური გამოცდილებისგან, დამოუკიდებელი სპეციალისტების დაქირავების შემთხვევაში);

2. კომპანია თვითონ უზრუნველყოფს კადრების მომზადებას, სპეციალიზაციას და კვალიფიკაციის ამაღლებას, მაშინ როდესაც დაქირავებულ სპეციალისტს შესაძლოა არ გააჩნდეს სასტუმროს მრავალპროფილიანი სამსახურებისთვის საკმარისი მომზადება და გამოცდილება, არ ჰქონდეს საკმარისი რესურსები ყველა საჭირო მიმართულებით ცალკე სპეციალისტების დასაქირავებლად;
3. მენეჯერული კომპანია თვითონ უზრუნველყოფს კადრების მოზიდვას, განახლებას და საჭიროების შემთხვევაში, დროებით შეცვლას, ინდივიდუალურად დაქირავების შემთხვევისაგან განსხვავებით, როდესაც კადრის დროებითი ჩანაცვლება, მისი არ ყოფნის პერიოდში (მივლინების, შვებულების ან სხვა მიზეზის გამო), ხდება პრობლემატური.

ლიზინგის კონტრაქტი თავისი შინაარსით უახლოვდება ინვესტორის მიერ ქონების სრული გასხვისების კონტრაქტს, რადგან ამ შემთხვევაში მესაკუთრე როგორც წესი, ყოველწლიურად იღებს მხოლოდ სალიზინგო (საარენდო) გადასახადს და საერთოდ არ ერევა კომპანიის საქმეებში. მენეჯერული კომპანიის უფლებები იზღუდება მხოლოდ იმით, რომ მას არ შეუძლია გაყიდოს ლიზინგით აღებული უძრავი ქონება. პრაქტიკაში ამ ტიპის კონტრაქტების რამდენიმე ნაირსახეობა არსებობს. კლასიკურ ვარიანტში, ლიზინგით აღებული ქონება დამქირავებლის ბალანსზე აისახება და, შესაბამისად, ბიზნესის რისკიც მას ეკისრება. ამიტომ, მენეჯერული კომპანიები ცდილობენ არ დატვირთონ თავიანთი კომპანიის ბალანსი ბევრი ლიზინგური ქონებით და ეს მოდელი სასტუმროების ბიზნესში არაპოპულარულია, ფრენშაიზინგისა და დაქირავებული მენეჯმენტის კონტრაქტებთან შედარებით. არსებობს ე.წ. საოპერაციო ლიზინგიც, რომელიც მენეჯმენტის კონტრაქტს უახლოვდება. დაბოლოს, ლიზინგის კონტრაქტი შეიძლება იყოს უძრავი ქონების მენეჯერული კომპანიის მიერ გამოსყიდვის უფლებით, სალიზინგო პერიოდის ამუწურვის შემდეგ [13].

ამრიგად, სასტუმროს მართვის ღირებულება ინვესტორისათვის (სასტუმროს მესაკუთრისათვის) იცვლება მზარდი მიმართულებით: იწყება ყველაზე ეკონომიურით – ლიზინგით და გრძელდება საკუთარი ძალებით მართვით, ფრენშაიზინგის შემქნით და მთავრდება ყველაზე ძვირადღირებულით – მენეჯერული კომპანიის დაქირავებით. სამაგიეროდ, ამავე მიმართულებით მცრიდება ბიზნესის მართვის რისკიც. შესაბამისად, სწორი გადაწყვეტილება დამოკიდებულია ამ ორ ცვლადს შორის სწორი ბალანსის მოძებნაზე ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში.

1.2 სასტუმრო ინდუსტრიის ინვესტორები (REIT-ს მაგალითზე)

სასტუმრო ინდუსტრიაში მოქმედი ზემოაღნიშნული სუბიექტებიდან უფრო დეტალურად განვიხილავთ ინვესტორების კატეგორიას. საინვესტიციო საქმიანობის სუბიექტები მრავლად არიან წარმოდგენილი. ესენია ფიზიკური პირები და კომპანიები, საკრედიტო კავშირები და სხვა სახის საინვესტიციო ფონდები. ისინი შეიძლება დაიყოს ორ ძირითად ჯგუფად: *პირდაპირ და ინსტიტუციონალურ ინვესტორებად*. პირდაპირი ინვესტორები კაპიტალს აბანდებენ უშუალოდ ბიზნესის შემქნაში ან ახალი ბიზნესის

განვითარებაში, ხოლო ინსტიტუციონალური ინვესტორები - ფასიან ქაღალდებში, რომლებსაც უშვებენ კორპორაციები ან/და სააქციო ფონდები.

ტურიზმის სფეროში ყველაზე კაპიტალტევად მიმართულებას წარმოადგენს სასტუმროების განვითარების ბიზნესი. აქვე შევნიშნავთ, რომ ეს სექტორი სხვადასხვა სახელწოდებით შეიძლება იყოს წარმოდგენილი, მათ შორის: სასტუმროების და კურორტების, განთავსების საშუალებების, სასტუმროების და მოტელების, მასპინძლობის ინდუსტრიის სექტორი და სხვა. ყოველი მათგანის საინვესტიციო საქმიანობა უკავშირდება იმ უძრავ ქონებას, რომელიც გათვალისწინებულია ვიზიტორების დროებითი განთავსებისა და მომსახურებისათვის.

სასტუმროების ინდუსტრიის სფეროში პოპულარული საინვესტიციო ფონდებია: უძრავი ქონების საინვესტიციო ტრასტები (REITs), ურთიერთსაპაიო ფონდები (MUTUAL FUNDS), საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო ფონდები, საინვესტიციო ბანკები, საინვესტიციო ტრასტები, საკრედიტო კავშირები და სხვა [2].

ინსტიტუციონალური ინვესტიციები ხშირად ერთზე მეტი სუბიექტით არიან წარმოდგენილნი სასტუმროების ერთსა და იმავე ბიზნესში. მეტიც, ერთი და იგივე ინვესტორი, შესაძლოა ფლობდეს ერთსა და იმავე საკუთრებას (მაგ., სასტუმროების ქსელს) პირდაპირ და ირიბად, სხვა ინსტიტუციონალური სუბიექტის მეშვეობით. მაგალითად, Vanguard Mutual Fund-ი ფლობს სასტუმროების საინვესტიციო ტრასტში – Host Hotels&Resort (HST-ში) 10.6%-ს, რომელიც არის Marriot Int. Inc-ს 61.1%-ის მფლობელი, ამასთან, Host Hotels&Resort (HST) არის Marriot Int. Inc-ს 3.3% წილის პირდაპირი მფლობელიც. უფრო სრული სტრუქტურა, წამყვანი საინვესტიციო სუბიექტების და სასტუმრო კორპორაციებისა წარმოდგენილია მე-2 ნახაზზე. გამოყენებული მონაცემები ეკუთვნის 2011 წელს და პერიოდულად იცვლება. მაგრამ მოყვანილი მაგალითი გამიზნულია მსგავსი სტრუქტურების დამახასიათებელ მოდელზე წარმოდგენის შესაქმნელად.

ინსტიტუციონალურ ინვესტორებში განსაკუთრებული კონკურენტუნარიანობით გამოირჩევა უძრავი ქონების საინვესტიციო ტრასტი (REIT), რომლის ერთ-ერთ მთავარ მიმართულებას სწორედ სასტუმროების სფერო წარმოადგენს.

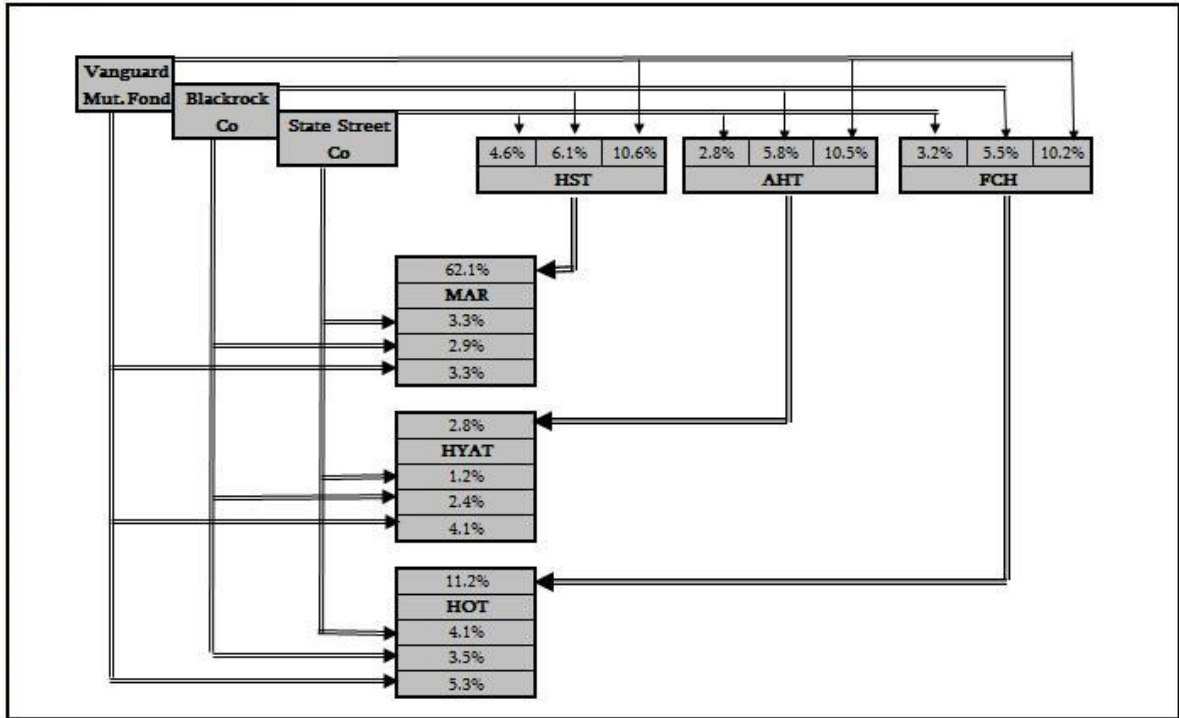
REIT-ი არის სტატუსი, რომელსაც სახელმწიფო ანიჭებს საინვესტიციო სუბიექტს, თუ იგი აკმაყოფილებს განსაზღვრულ პირობებს. ეს საინვესტიციო სუბიექტი, როგორც წესი, არის სააქციო საზოგადოება, განსაკუთრებით აშშ-ში, თუმცა, იგივე სტატუსი შესაძლოა მიენიჭოს სხვა ტიპის საინვესტიციო იურიდიულ ერთეულსაც, მაგალითად, ფონდს, კორპორაციას (მეტწილად აშშ-ში), შპს-ს (გავრცელებულია ევროპაში) [11].

ამ ტიპის ტრასტები პირველად განვითარდა აშშ-ში და ამჟამად გავრცელებულია კანადაში, მექსიკასა და ბრაზილიაში, დასავლეთ ევროპის ქვეყნებში, ავსტრალიაში, იაპონიაში,

სამხრეთი აზიის, სამხრეთ-აღმოსავლეთისა და ახლო აღმოსავლეთის რამდენიმე ქვეყანაში. ეს ტრასტები ფებს იკიდებენ აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებშიც.

ნახაზი 2. REIT-ებისა და ბრენდების მფლობელი კომპანიების ურთიერთინვესტიციების სქემა (2011 წლის მონაცემებით)

(შედგენილია ავტორის მიერ)



		REIT			BRANDS Co-s		
		HST	AHT	FCH	MAR	HYAT	HOT
HOLDERS OF REIT & BRAND Co-s	Vanguard	10.6%	10.5%	10.2%	3.3%	4.1%	5.3%
	Blackrock	6.1%	5.8%	5.5%	2.9%	2.4%	3.5%
	State Street	4.6%	2.8%	3.2%	3.3%	1.2%	4.1%
		100%	100%	100%	100%	100%	100%
BRANDS Co-s	MAR	62.1%	54.3%	6.0%			
	HYAT	4.4%	2.8%	0.0%			
	HOT	25.6%	6.7%	11.2%			
		100%	100%	100%			

აღნიშნული ტრასტის ძირითადი მიზანია წვრილ ინვესტორთა დანაზოგების მობილიზება უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული მსხვილი საინვესტიციო პროექტების განხორციელებისათვის. ამ ტრასტების ინვესტირების უკუგებას განაპირობებს შემოსავლების შემდეგი ხუთი ძირითადი წყარო:

- უძრავი ქონების გაქირავება – ქმნის საარენდო (სალიზინგო) შემოსავლებს აქციონერებისათვის;
- აქციონერთა დივიდენდები – ყველაზე გავრცელებული წყარო საინვესტიციო ფონდებისათვის;
- უძრავი ქონების მომგებიანი ყიდვა-გაყიდვა;
- სააქციო კაპიტალის ღირებულების (ფასის) ზრდა;

- იპოთეკური სესხები, კერძოდ, დაბალპროცენტიანი მოკლევადიანი სესხების მოზიდვა და გრძელვადიანი მაღალპროცენტიანი იპოთეკური სესხების გაცემა (იხ. ცხრილი 1).

ცხრილი 1. სასტუმროს ინდუსტრიაში ბიზნესსუბიექტების შემოსავლების ძირითადი წყაროები (შედგენილია ავტორის მიერ)

<i>შემოსავლების მიმდებნა</i>				
	პირდაპირი მფლობელები (დივიდენდი, კომპანიები, ფონდები)	მენეჯმენტი (სასტუმროების და ფონდების)	ბრენდის მფლობელები	აქციონერები
შემოსავლები	არენდა/ლიზინგი	საოპერაციო მოგება/წმინდა მოგება	როიალტები (გადასახადები ბრენდის გამოყენებაზე)	დივიდენდები
	მოგება რეინვესტიციების გამოკლებით			საპროცენტო განაკვეთები
	მოგება მანეჯმენტის გადასახადის გამოკლებით			
	შემოსავალი ქონების/ბიზნესის გაყიდვიდან	პროცენტები საოპერაციო მოგებიდან		კაპიტალის ნაზრდი
	შემოსავალი სააქციო კაპიტალიდან			

ეს უკანასკნელი შედარებით მაღალი რისკის შემცველი საქმიანობაა და ჩამოთვლილ მიმართულებებთან შედარებით ნაკლებად პოპულარული, თუმცა სხვა უძრავი ქონების ტრასტებთან შედარებით, იგი მაინც ყველაზე მეტად არის გავრცელებული სასტუმროს ტრასტებში.

ტრასტები წარმოდგენილია სხვადასხვა სახეობით, რომელთა ტიპოლოგია რამდენიმე ნიშნით შეიძლება ჩატარდეს. აღნიშნავთ სამ ასეთ კრიტერიუმს: ფუნქციონირების მიმართულებას, ფონდის სახეობას და მფლობელობის სტრუქტურას.

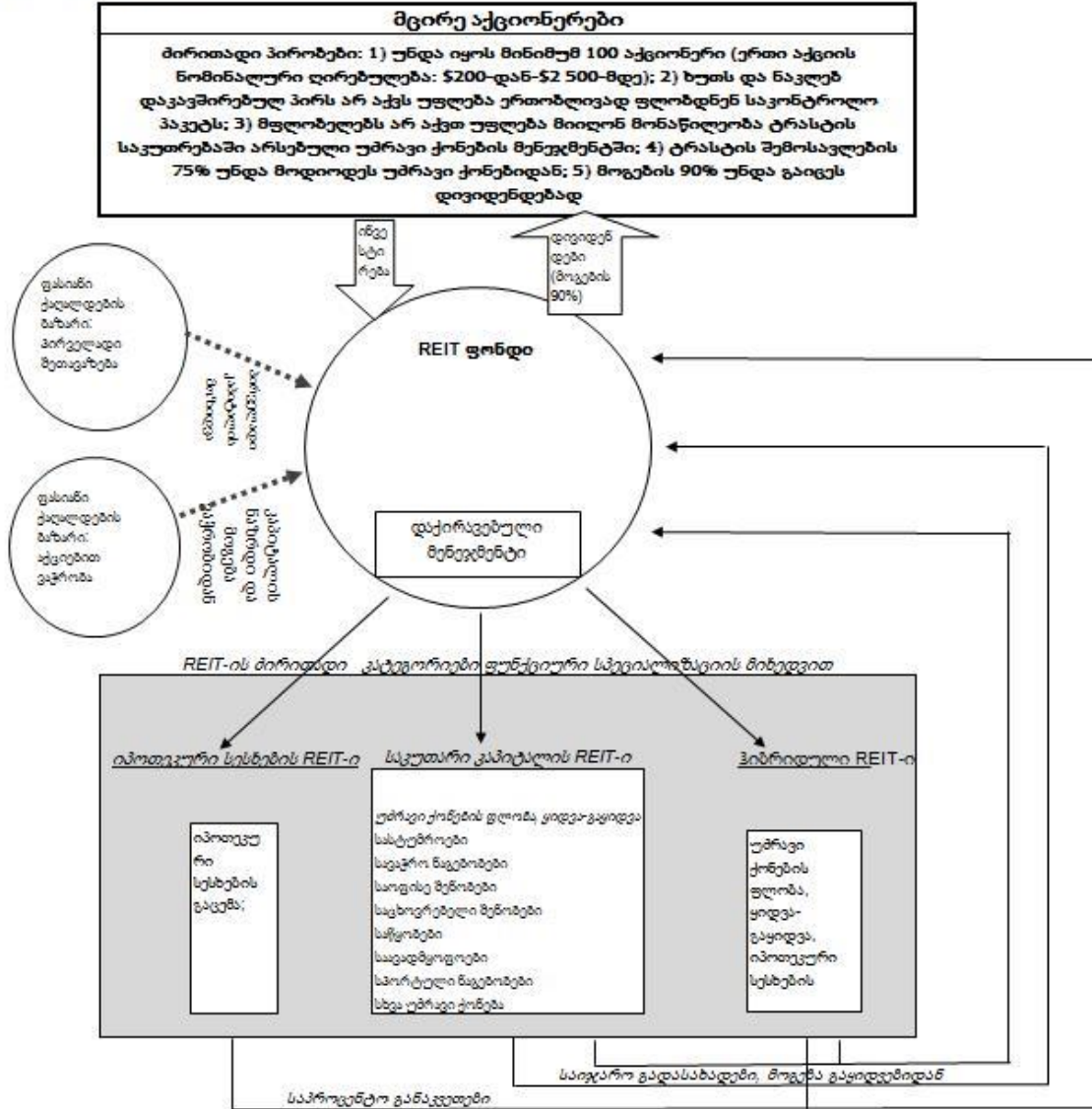
1. ფუნქციური მიმართულების ნიშნით გამოყოფილი ტრასტები, თავის მხრივ, იყოფა სამ კატეგორიად: კერძო ან საკუთარი კაპიტალის (Equity) ტრასტი - ყველაზე გავრცელებული მოდელი; იპოთეკური სესხის (Mortgage) ტრასტი - ნაკლები შეხება აქვს სასტუმროების ბიზნესთან, რადგან არ ფლობს და არ განკარგავს უძრავ ქონებას, მას იყენებს მხოლოდ უზრუნველყოფის საშუალებად, მისი ძირითადი საქმიანობა უკავშირდება ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობას; ჰიბრიდული (Hybrid), ანუ ორივე ფუნქციის მატარებელი უძრავი ქონების ტრასტები – შედარებით პოპულარული სასტუმროებზე ორიენტირებულ ტრასტებში (იხ. ნახაზი 3);

2. ფონდის სახეობებში, ამ კონკრეტულ შემთხვევაში, იგულისხმება მათი აქციების გაყიდვის ფორმები. კერძოდ, ღია ტიპის ფონდს უწოდებენ თუ ტრასტის აქციები არის თავისუფალ ვაჭრობაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე. ხოლო თუ აქციები არ არის

თავისუფალ ვაჭრობაში, ან გაიყიდა მხოლოდ დაფუძნების პროცესში (აქციების ე.წ. პირველადი შეთავაზება ან პირველადი განთავსება), ის წარმოადგენს უძრავი ქონების დახურული ტიპის ფონდს;

ნახაზი 3. REIT (კორპორაცია, ტრასტი ან ფონდი, აშშ-ის მოდელის მაგალითზე)

(შედგენილია ავტორის მიერ)



3. მფლობელობის სტრუქტურის მიხედვით გამოიყოფა: ე.წ. „ქოლგისებრი

საპარტნიორო ფონდი“ (Umbrella Partnership REIT ან UPREIT) - რომლის პარტნიორები იყოფენ წილებს და არა უძრავ ქონებას, რომელიც, ზოგადად, ტრასტის საკუთრებაშია; ე.წ. დაუნ რიტი პარტნიორობა (Down REIT partnership), იგი არსებითად წარმოადგენს ტრასტისა და კონკრეტული უძრავი ქონების მფლობელის პარტნიორობას ერთობლივი საწარმოს ფორმატში, ანუ მოგება იყოფა ტრასტსა და პარტნიორობაში შემოსულ უძრავი ქონების მფლობელს შორის, მათი აქტივების პროპორციული წილების შესაბამისად.

REIT-ი, როგორც საჯარო კორპორაცია, ანუ ტრასტი, უახლოვდება პოპულარულ ურთიერთსაპაიო ფონდს (mutual funds), მაგრამ მისგან და, ზოგადად, სხვა საინვესტიციო ფონდებისგან განსხვავდება მთელი რიგი სპეციფიკური თვისებითა და მახასიათებლით. ამის საილუსტრაციოდ მოვიყვანთ უძრავი ქონების საინვესტიციო ტრასტის 10 მნიშვნელოვან მახასიათებელს:

1. ღია ტიპის REIT-ის აქტივების უდიდეს ნაწილს უნდა შეადგენდეს უძრავი ქონება (ხშირად 75%-ს);
2. შემოსავალს უნდა იღებდეს ძირითადად უძრავ ქონებასთან დაკავშირებული საქმიანობიდან (ხშირად 75%-ს მაინც);
3. მიღებული მოგების უდიდესი ნაწილი (ხშირად 90-95%) აუცილებლად უნდა განაწილდეს დივიდენდებზე;
4. უნდა ჰყავდეს მრავალრიცხოვანი აქციონერი, რისთვისაც ხდება აქციონერთა სავალდებულო მინიმალური რაოდენობის განსაზღვრა (მაგალითად, აშშ-ში 100 აქციონერია);
5. სააქციო კაპიტალი უნდა შედგებოდეს წვრილი აქციონერებისაგან და არცერთ მათგანს არ უნდა გააჩნდეს საკონტროლო პაკეტის ფლობის უფლება (ხშირად ერთი აქციონერის მაქსიმალური წილი ფონდში იზღუდება 15%-ით, ხოლო 5-ზე ნაკლებ აქციონერს არ აქვს უფლება ფლობდეს ფონდის 50%-ზე მეტს);
6. ინვესტიცია უნდა იყოს დივერსიფიცირებული (მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში ფონდი უნდა ფლობდეს სულ ცოტა სამ ობიექტს და თითოეული მათგანის ღირებულება არ უნდა აღემატებოდეს ტრასტის ქონების საერთო ღირებულების 40%-ს);
7. საწესდებო ფონდი უნდა აღემატებოდეს კაპიტალის გარკვეულ მოცულობას (მაგალითად, ფინეთში - 5 მლნ დოლარს);
8. აღნიშნული ტრასტის მიერ მაპროფილებელი საქმიანობიდან მიღებული მოგება არ იბეგრება. მაგრამ, დაბეგვრას ექვემდებარება ტრასტის აქციონერების მიერ მიღებული დივიდენდები;
9. უნდა იმართებოდეს დირექტორთა ან სამეურვეო საბჭოს მიერ, ამასთან, აქციონერები, ხშირ შემთხვევაში, არ უნდა მონაწილეობდნენ უძრავი ქონების მენეჯმენტში, რასაც უნდა აკეთებდეს შესაბამისი დაქირავებული კომპანია;
10. საბუღალტრო და ფინანსურ აღრიცხვებში, გამოიყენება რამდენიმე სპეციფიკური მაჩვენებელი, რომლებსაც პირობითად ვთარგმნით: Funds From Operation (FFO) – გამომუშავებული ფონდები; Adjusted FFO (AFFO) – დაზუსტებული გამომუშავებული ფონდები; Net Operational Income - წმინდა საოპერაციო შემოსავალი; Total Return Fund - მთლიანი უკუგების ფონდი; Mortgage Constant – იპოთეკური სესხის მუდმივი საპროცენტო გადასახადი, შემოკლებით იპოთეკის მუდმივი (ან კონსტანტა). ისინი გამოიყენება სტანდარტული საფინანსო და საბუღალტრო მაჩვენებლების პარალელურად

ან მათ ჩასანაცვლებლად. ამ მაჩვენებლების შედარება სტანდარტულ მონაცემებთან მოცემულია ცხრილში (იხ. ცხრილი 2), ხოლო თითოეული სპეციფიკური მაჩვენებლის მიმართ დამატებითი კომენტარები და განმარტებები, კეთდება შესაბამისი საკითხების განხილვისას.

ცხრილი 2. სასტუმროებთან დაკავშირებული სტანდარტული და სპეციფიკური საბუღალტრო მაჩვენებლები

(ცხრილსა და ფრჩხილებში მოცემული მაჩვენებლები პირობითია)
(შედგენილია ავტორის მიერ)

სტანდარტული მაჩვენებლები	კომენტარები ან/და განმარტებები	მაჩვენებლები ინგლისურ ენაზე	პირობითი მონაცემები
მოგება-ზარალის ანგარიშგება		Income statement	
შემოსავალი (მ.შ. არასისტემური გაყიდვებიდან)		Revenue (including non-systematic sales)	\$10 000 000
საქონლის ღირებულება		Cost of Goods Sold(COGS)	\$2 000 000
საერთო მოგება		Gross Profit	\$8 000 000
საოპერაციო ხარჯები		Operational expenses	\$2 500 000
მოგება საპროცენტო განაკვეთის ხარჯებამდე, დაბეგვრამდე და ამორტიზაციამდე		Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization (EBITD&A)	\$5 500 000
ამორტიზაცია		Depreciation and Amortization - D&A	\$500
მოგება საპროცენტო განაკვეთის ხარჯებამდე და დაბეგვრამდე		Earning Before Interest and Tax (EBIT)	\$5 000 000
საოპერაციო შემოსავალი	მოგება საოპერაციო ხარჯებამდე და დაბეგვრამდე - არასისტემური შემოსავალი (\$25 000)	Operational Income=EBIT- (non-systematic sales)	\$4 975 000
საპროცენტო განაკვეთის ხარჯები		Interest expenses	\$975 000
მოგება დაბეგვრამდე		Earning Before Tax (EBT)	\$4 000 000
მოგების გადასახადი	პირობითად აღებულია 20%-იანი განაკვეთი	Tax (rate 20%)	\$800 000
წმინდა მოგება		Net Uincome (NI)	\$3 200 000
სპეციფიკური მაჩვენებლები	კომენტარები ან/და განმარტებები	მაჩვენებლები ინგლისურ ენაზე	პირობითი მონაცემები
წმინდა საოპერაციო შემოსავალი	წმინდა მოგება - კაპდანახარჯები (\$30 000)	Net Operational Income (NOI)= NI - Cap.Exp.	\$3 170 000,0
წმინდა საოპერაციო მოგება დაბეგვრის შემდეგ (NOPAT)	საოპერაციო შემოსავალი * (1- მოგების გადასახადის განაკვეთი)	Net Operational Income After Tax (NOIAT)= Operational Income * (1-Tax Rate)	\$3 980 000,0
გამომუშავებული ფორნდები (FFO)	წმინდა მოგება + ამორტიზაცია - შემოსავლები არასისტემური გაყიდვებიდან (\$25 000)	Funds From Operation (FFO)=NI+D&A- Gains from Non-systamatic Sales	\$3 175 500,0
დაწესებული გამომუშავებული ფორნდები (AFFO)	გამომუშავებული ფორნდები - კაპდანახარჯები (\$30 000)	Adjusted FFO (AFFO)=FFO-Cap.Exp.	\$3 145 500,0
მთლიანი უკუგების ფონდი	[დღევინდელი ერთ აქციაზე (\$5)+კაპიტალის ნაზრდი ერთ აქციაზე (#2)]*გამომშვებულ აქციათა რაოდენობა (5 მლნ)	Total Return Fund	\$35 000 000,0
იპოთეკის მუდმივი (იპოთეკური სესხის მუდმივი საპროცენტო განაკვეთი (MC)	იპოთეკის (\$4 მლნ-ს) განაკვეთი (I=7,5%) 30 წელზე=(I/12)/[1-W(1+I/12)^360]]	$MC = \left[1 - \frac{1}{\left(1 + \frac{I}{12}\right)^{360}} \right]$	\$ 27 968,58

2. ინვესტირების წყაროები და საინვესტიციო სტრატეგია

ინვესტირების წყაროები მნიშვნელოვნად განაპირობებს ინვესტიციის სტრატეგიას და პირიქით - დასახული სტრატეგიის გათვალისწინებით ხდება საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვა. ქვემოთ განვიხილავთ ამ ორ კომპონენტს და აღვნიშნავთ მათ თავსებადობას.

2.1 ინვესტირების წყაროები

ბიზნესის განვითარების დაფინანსება ხდება ორი ძირითადი გზით: **კერძო კაპიტალით**, რომელიც იდება ინვესტიციების სახით, ინსტიტუციონალური ან ინდივიდუალური ინვესტორების მიერ და **სესხებით**, რომლებიც შეიძლება მოიზიდოს ბანკებიდან და

სხვა საფინანსო ინსტიტუტებიდან ან ბონდების გამოშვების გზით (უფრო იშვიათად და მცირე მასშტაბებით, სესხების აღება ხდება არასაფინანსო პროფილის კომპანიებიდანაც).

არსებობს მესამე წყაროც, რომელსაც გააჩნია ბიზნესის სტიმულირებისა და დახმარების ფუნქციები და, რომელიც, მეტწილად, ორიენტირებულია სახელმწიფოს სოციალური და ეკონომიკური ამოცანების გადაჭრაზე. ეს არის ფედერალური, ადგილობრივი ან სპეციალიზებული სახელმწიფო ორგანიზაციების დაფინანსება. ეკონომიკურად განვითარებადი ქვეყნების მიმართ კი, ხშირად, მოქმედებენ სპეციალური დახმარების ინსტიტუტები და პროგრამები. დაფინანსების ასეთ წყაროებს წარმოადგენენ: საერთაშორისო საფინანსო და სადაზღვევო კომპანიები, ფონდები, საერთაშორისო და სახელმწიფო პროგრამები, სააგენტოები და სხვა. ამ წყაროებიდან თანხების მისაღებად დადგენილია მკაცრი პირობები, რომლებსაც აწესებს დამფინანსებელი ინსტიტუტი ან იგი განსაზღვრულია შესაბამისი პროგრამებით. მათი ძირითადი დანიშნულებაა იმ ნიშის შევსება, სადაც ნაკლებად შედის კერძო ბიზნესი, არამიმზიდველი საინვესტიციო პირობების გამო: მაგალითად, ინფრასტრუქტურის განვითარების სფერო, სამეცნიერო-გამოყენებითი ხასიათის კვლევები; კადრების მომზადება; კონსულტაციების გაწევა; შესაბამისი კანონმდებლობის მომზადება და სხვა. ამით, ერთი მხრივ, ხელი ეწყობა სრულფასოვანი კონკურენციის განვითარებას, მეორე მხრივ, არ ირღვევა ან არ უნდა დაირღვეს, კერძო ბიზნესის ბაზარზე სამართლიანი კონკურენციის გარემო.

კაპიტალის მოზიდვას პირდაპირი ინვესტიციებისათვის შედარებით მარტივი სტრუქტურა გააჩნია: კერძო კაპიტალი შემოდის უშუალოდ ინვესტორებისაგან, ხოლო ნასესხები კაპიტალი – ბანკებიდან და სხვა საკრედიტო ინსტიტუტებიდან, პირდაპირი სესხების და კრედიტების სახით.

განსხვავებული ვითარებაა საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვისას ფასიანი ქაღალდების მეშვეობით. იგი უაღრესად დიდი მრავალფეროვნებით გამოირჩევა, პირველ რიგში საინვესტიციო რისკების თვალსაზრისით, ნაკლებად რისკიანი სასესხო ფასიანი ქაღალდებით დაწყებული, მაღალრისკიანი ვენჩერული კაპიტალის აქციებით დამთავრებული. ბუნებრივია, ეს რისკები მოსალოდნელი მოგების უკუპროპორციულია.

სააქციო კაპიტალის მოზიდვა ხორციელდება, ძირითადად, ე.წ. პირველად საჯარო შეთავაზების (Initial Public offering-IPO) ან კერძო განთავსების (Private Placement) მეშვეობით. ამავე ფუნქციის მატარებელია, სავალდებულო სატენდერო შეთავაზებებიც. შევნიშნავთ, რომ მეორადი შეთავაზება და სხვა მსგავსი ღონისძიებები, რომელთა დროსაც ხდება აქციების გაყიდვა, ითვალისწინებს მოგებას აქციონერთა სასარგებლოდ და არა თანხების მოზიდვას საწყისი კაპიტალისთვის. ამ გზით შეიძლება განხორციელდეს მხოლოდ დამატებითი კაპიტალის მოზიდვა კორპორაციებისა და ფონდებისთვის, ისიც იმ შემთხვევაში, თუ აქციების მფლობელები არიან ეს იურიდიული პირები.

კერძო კაპიტალის მოზიდვა კორპორაციებსა და საინვესტიციო ფონდებში, მათ შორის REIT-ს ტიპის ტრასტებში, ძირითადად, ხდება ჩვეულებრივი აქციების,

პრივილეგირებული აქციების და აქციებში კონვერტირებადი სესხის ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით და განთავსებით.

ყველაზე პოპულარული ფასიანი ქაღალდია ჩვეულებრივი აქცია. იგი უფრო მაღალი რისკის მატარებელია, ვიდრე სავალო ფასიანი ქაღალდები და, შესაბამისად, აქციონერები მისგან უფრო მეტ მოგებასაც ელოდებიან. REIT-ს აქციებში ინვესტირების მთლიანი უკუგება (Total Return) 40 წლიანი საშუალო მაჩვენებლით უდრის 12.83%-ს, რაც ოდნავ მეტია აშშ-ს მსხვილი კაპიტალიზაციის კორპორაციების უკუგების მაჩვენებელზე S&P500 – 12.19% [59].

პრივილეგირებულ აქციებს გააჩნია დივიდენდის მიღების წინასწარგანსაზღვრული ნორმა

– ე.წ. კუპონის განაკვეთი, რომლის ოდენობა და გაცემის პირობები ტრასტის წესდებით ან/და სათანადო ემისიის პროსპექტით განისაზღვრება. განაკვეთი, როგორც წესი, 7-9%-ის ფარგლებში მერყეობს, 2-3% გადახრით [79]. აღნიშნული აქციის მფლობელებს არ გააჩნიათ ხმის უფლება აქციონერთა კრებაზე. ტრასტის ლიკვიდაციის შემთხვევაში,

პრივილეგირებულ აქციებზე დივიდენდების გაცემა ხდება სავალო ფასიანი ქაღალდების შემდეგ, მაგრამ ჩვეულებრივი აქციების დივიდენდების გაცემამდე. ამდენად, ამ ტიპის აქცია შემოსავლების მოლოდინისა და რისკების თვალსაზრისით, დგას სავალო ფასიანი ქაღალდებისა და ჩვეულებრივ აქციებს შორის [7]. აღსანიშნავია, რომ კუპონის განაკვეთის არსებობა პრივილეგირებულ აქციას ბონდთან აახლოებს, თუმცა განსხვავდება ამ უკანასკნელისგან მოქმედების განუსაზღვრული ვადით.

„აქციებში კონვერტირებადი ვალი“ არის სასესხო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ხელშეკრულებით გათვალისწინებული ვადის ამოწურვის შემდეგ, გარდაიქმნება ჩვეულებრივ ან პრივილეგირებულ აქციად.

დამატებითი კერძო კაპიტალის მოზიდვა კორპორაციებსა და ფონდებში ხორციელდება:

1) ტრასტის ფასიანი ქაღალდების მეორად საფინანსო ბაზრებზე ყიდვა-გაყიდვის მეშვეობით; 2) მზარდი ღირებულების ფასიანი ქაღალდებში ინვესტირებით და 3) სესხების საპროცენტო განაკვეთების სხვაობიდან მიღებული მოგებით, რომელსაც საპროცენტო განაკვეთის მარჯას უწოდებენ. ეს საქმიანობა დამახასიათებელია იპოთეკური და ჰიბრიდული REIT-ებისათვის.

ტრასტის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა მეორად ფინანსურ ბაზრებზე, ბუნებრივია, მხოლოდ ღია ტიპის ტრასტების შემთხვევაშია შესაძლებელი, რითაც იგი ნაკლებად განსხვავდება სხვა ტიპის ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობისაგან. დახურული ტიპის ტრასტებში შესაძლებელია წილის ყიდვა-გაყიდვაც, მაგრამ ამ შემთხვევაში მათი ფასების წარმოქმნა ხანგრძლივ პერიოდთან არის დაკავშირებული, აქციებით ვაჭრობისგან განსხვავებით, რომლის დროსაც ფასები მოკლე, ხშირად ყოველდღიური რეჟიმით იცვლება.

ფასიანი ქაღალდების ღირებულების ზრდა კანონზომიერ მოვლენას წარმოადგენს ხანგრძლივ პერიოდში. ეს ტენდენცია განსაკუთრებით ნათლად ვლინდება აშშ-ში, სადაც ღია ტიპის ტრასტები ყველაზე ფართოდაა წარმოდგენილი. კერძოდ, REIT-ების სააქციო

კაპიტალის ღირებულების ზრდის საშუალო მაჩვენებელმა 1988-2012 წლებში შეადგინა 3.68% [13].

სასესხო კაპიტალის მოზიდვა და გამოყენება მნიშვნელოვანი თავისებურებით გამოირჩევა სასტუმროებთან დაკავშირებული საინვესტიციო ფონდების და REIT-ის ტიპის ტრასტებში. კერძოდ, მაღალლიკვიდური უძრავი ქონებით უზრუნველყოფილ ფონდებს გააჩნიათ იმის პრივილეგია რომ მასობრივად შეიძინონ დაბალპროცენტის ხანმოკლე სასესხო ფასიანი ქაღალდები და მოიზიდონ დაბალპროცენტის სესხები. ეს მათ აძლევს საშუალებას თავისი სახელით გასცენ ხანგრძლივი სესხები უფრო მაღალი, საბაზრო საპროცენტო განაკვეთით. შედეგად, ფონდი იღებს მოგებას, რომელსაც საპროცენტო განაკვეთის მარჯა ეწოდება. დაბალპროცენტის სესხებს ტრასტი იზიდავს, როგორც წესი, ან სახაზინო და სხვა მსხვილი საფინანსო ინსტიტუტებიდან, ხანმოკლე სავალო ფასიანი ქაღალდების სახით, ან ბანკებიდან – იპოთეკით დატვირთული ფასიანი ქაღალდების შეძენით (Mortgage Backed Securities-MBS). სესხების გაცემა კი ხდება ან ბონდების გამოშვებით, ან ხელშეკრულების საფუძველზე სესხების გაცემით უშუალოდ უძრავი ქონების მფლობელზე.

სავალო ფასიანი ქაღალდებს წარმოადგენენ: ხანმოკლე სახაზინო ვალდებულებები, ერთ წლამდე ხანგრძლივობის ვადით (Treasury Bills), რომლებსაც მრავალწლიური მონაცემებით, 2-4%-იანი განაკვეთები გააჩნიათ [87]; ხანგრძლივი კორპორაციული თამასუქები, 1-10 წლიანი პერიოდით (Promissory Notes); ობლიგაციები, იგივე ბონდები (Bonds), 10 წელზე მეტი დაფარვის ხანგრძლივობით, რომლის განაკვეთი ხშირად 8-12% -ს შეადგენს (იხ. ჩანართი 1 კომენტარები სახაზინო ვალდებულებებზე). აქვე შევნიშნავთ, რომ ბიზნესში სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებებს უწოდებენ „რისკისაგან თავისუფალ განაკვეთს“, თუმცა ეს პირობითი ტერმინია, რადგან რისკისაგან აბსოლუტურად თავისუფალი ფასიანი ქაღალდი არ არსებობს.

*

*

ჩანართი 1: საჭიროდ ვთვლით დამატებითი ინფორმაციის მოწოდებას ე.წ. „რისკისაგან თავისუფალ“ ფასიანი ქაღალდებზე, რადგან მას დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ინვესტიციების შეფასების მეთოდიკაში, რაც მომდევნო თავებში იქნება განხილული.

სახაზინო ვალდებულებებისა და ბონდების განაკვეთები

აშშ-ში ამ მაჩვენებლად მიღებულია 3-თვიანი სახაზინო ვალდებულებები (ე.წ. Treasury Bill ან T-Bills), რომელთა საპროცენტო განაკვეთი 2014 წლის დასაწყისში იყო დაბალი – 0.02-0,04%, თუმცა 3-თვიანი ვალდებულებების მრავალწლიური (1928-2014 წწ.) განაკვეთი შეადგენს 3.53%-ს [87].

„რისკისაგან თავისუფალი განაკვეთის“ დადგენა ევროპაში ოდნავ განსხვავებულად არის წარმოდგენილი, რადგან ევროს ემისია (გამოშვება) ხდება ევროპის ცენტრალური ბანკის მიერ, მაგრამ იგი არ უშვებს რაიმე ვალდებულებებს და შესაბამისად არ იღებს პასუხისმგებლობას ევროზონაში შემავალი სახელმწიფოების მიერ გამოშვებულ ვალდებულებებზე. ამიტომ, ევროპის რეგიონში „რისკისაგან თავისუფალი განაკვეთის“ გამოსათვლელად გამოიყენება რამდენიმე ვარიანტი, რომელთა შერჩევა ექსპერტზეა

დამოკიდებული და სანდოობაც ამის გათვალისწინებით უნდა შეფასდეს. შესაბამისი მონაცემების აღება ხდება შემდეგი წყაროებიდან:

- ევროზონის წამყვანი სახელმწიფოების მიერ გამოშვებული უმაღლესი რეიტინგის მქონე მოკლევადიანი (1 წლამდე) სახაზინო ვალდებულებების (AAA- Rated euro area central government bonds) საპროცენტო განაკვეთები;

ევროზონდების საპროცენტო განაკვეთები. ეს ტერმინი პირობითია და იგი მხოლოდ ევროპასთან არ არის დაკავშირებული. ევროზონდი ნიშნავს ბონდების (სასესხო ფასიანი ქაღალდების) გამოშვებას ნებისმიერ ქვეყანაში, ნებისმიერ უცხოურ ვალუტაში, ანუ არა იმ ფულად ერთეულში, რომელიც მიღებულია ამ ბონდების გამოშვების სახელმწიფოში. „ევრო“ ამ შემთხვევაში ნიშნავს „გარეს“ ან „უცხოურს“ მაგალითად, საქართველომ შეიძლება გამოუშვას ვალდებულებები დოლარებში, ლონდონის ფასიანი ქაღალდების ბირჟაზე გასაყიდად. ესპერტები თვლიან, რომ ეს მაჩვენებელი ოდნავ მაღალია იმისათვის, რომ ურისკოდ ჩაითვალოს, თუნდაც მისი პირობითი მნიშვნელობით, მაგრამ, არა არსებითად. მისი მაჩვენებელი დღეს შეადგენს დაახლოებით 2.7%-ს [33].

- LIBOR-ი ასახავს იმ საპროცენტო განაკვეთს, რომლითაც ფიქსირდება ლონდონის ბანკთაშორის ფასიანი ქაღალდების ბირჟაზე მოკლევადიანი (1 წელზე ნაკლები) სესხების გარიგებებისას მსხვილ და მაღალრეიტინგიან ბანკებს შორის;

„რისკისაგან თავისუფალი განაკვეთის“ დადგენისათვის კონკრეტულ ქვეყანაში შეიძლება აღებულ იქნეს მოცემული ქვეყნის სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებებიც, თუ ეს ლოგიკური იქნება კონკრეტული ბიზნესის შეფასებისათვის. მაგალითისათვის აღვნიშნავთ, რომ საქართველოში მოკლევადიანი (1 წლამდე) სახაზინო ვალდებულებების განაკვეთი 2014 წელს შეადგენდა დაახლოებით 6.8%-ს [6].

მონაცემების ბაზის შერჩევა, იქნება ეს საერთაშორისო, რეგიონული, თუ ცალკეული ქვეყნების ფარგლებში, დამოკიდებულია, იმ ბიზნესზე, რომელიც ფასდება და ინვესტორთა იმ კატეგორიაზე, რომლისთვისაც კეთდება ეს შეფასება. შერჩევის ასეთი მიდგომა ვრცელდება შეფასების სხვა პარამეტრებზეც.

*

*

*

ვინაიდან საერთაშორისო ინვესტიციები გამოიყენება ტურიზმის ბიზნესშიც, რაც მნიშვნელოვნად არის დაკავშირებული ვალუტის გადაცვლასთან, ინვესტორები, შემოსავლებისა და დამატებითი კაპიტალის მოსაზიდად და/ან მათი ღირებულების დასაცავად, მიმართავენ ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტების გამოყენებას, როგორცაა ფორვარდები, ფიუჩერსები, ოფციონები და ე.წ. SWAP-ები. მათ გამოიყენებას ჰეჯირების მეთოდსაც უწოდებენ.

ფორვარდი წარმოადგენს გარკვეული რაოდენობის უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის კონტრაქტს ორ მხარეს შორის (შესაძლოა კერძო ბროკერის მეშვეობით), რომლის ერთ-ერთი მხარე ხშირად კომერციული ბანკია. კონტრაქტში განისაზღვრება ვალუტების გაცვლითი კურსი, რომლის მიხედვითაც მოხდება თანხების გაცვლა მომავალში, როგორც წესი, 1,2,3, 6 ან 12 თვეში. მაგალითად, მასპინძელ ქვეყანაში სასტუმროს ქსელების ოპერატორი კომპანია თვლის რომ წლის ბოლოს ადგილობრივი ვალუტის კურსი

ევროსთან მიმართებით იქნება 1.8, მაშინ როცა, მას აქვს საშუალება ბანკთან დადოს ხელშეკრულება ვალუტის შექმნაზე 1.6 კურსით. ამასთან, იმავე წლის ბოლოს მას უწევს €100 000-ის გადახდა (როიალტი) ბრენდის მფლობელი კომპანიისთვის ევროებში. თუ სასტუმროების კომპანია ბანკთან დადებს შესაბამის ხელშეკრულებას, იგი დაზოგავს 20 000 ადგილობრივ ვალუტას $[(1.8-1.6)*€100\ 000]$, ანუ €11 111 ეკვივალენტს (20 000/1.8).

ფიუჩერული კონტრაქტები იმავე დანიშნულებას ასრულებს, რასაც ფორვარდული, მაგრამ მათ შორის არსებობს მნიშვნელოვანი განსხვავება: პირველი, ფორვარდული კონტრაქტებისგან განსხვავებით, ფიუჩერული კონტრაქტები იყიდება საფონდო ბირჟებზე და ვაჭრობაში მონაწილეობენ ამ ფონდების ბროკერები. მათში გათვალისწინებული პირობები ბევრად უფრო სტანდარტიზებულია, ვიდრე ფორვარდულ კონტრაქტებში. ამას გარდა, ფიუჩერული კონტრაქტებით ვაჭრობა ხორციელდება ე.წ. კლირინგული სახლის მეშვეობით, რაც ზრდის გარიგების სანდოობას: კონტრაქტის გარანტიად ორივე მხარის წინაშე კლირინგული სახლი გამოდის. ამ გარანტიის ფინანსურ წყაროს წარმოადგენს ბროკერების გადასახადები, რომლებიც განსაზღვრება გარკვეული პროცენტული განაკვეთით მათი მოგებიდან. დაბოლოს, ფორვარდულ კონტრაქტებში ვაჭრობის აღსრულების დრო მომავალში არის განსაზღვრული, მაშინ, როდესაც, ფიუჩერული კონტრაქტი ითვალისწინებს გარიგების ეტაპობრივ აღსრულებას გარკვეული პერიოდის ფარგლებში.

ოფციონი სავალუტო ბაზარზე წარმოადგენს უფლებას და არა ვალდებულებას გაიყიდოს ან შექმნილ იქნეს განსაზღვრული ვალუტა, განსაზღვრული მოცულობით და განსაზღვრული გაცვლითი კურსით, ნებისმიერ დროს, კონტრაქტის მოქმედების განმავლობაში. ოფციონის უფლების მფლობელი ელოდება მომენტს, როდესაც გაცვლითი კურსი, მისი შეფასებით, იქნება ყველაზე მომგებიანი და ახდენს თავისი უფლების რეალიზებას. თუ კონტრაქტის მოქმედების პერიოდში კურსი არ დადგინდა მისთვის მომგებიან ნიშნულზე, ან მან ვერ ისარგებლა დროის იმ მონაკვეთით (მონაკვეთებით), როდესაც ვალუტის გადაცვლა იქნებოდა მისთვის მომგებიანი, ოფციონი კარგავს თავის ღირებულებას.

ე.წ. SWAP კონტრაქტი წარმოადგენს ხანმოკლე, როგორც წესი, 3 თვემდე, გარიგებას ვალუტის ყიდვაზე მიმდინარე გაცვლითი კურსით და მის იმავე მხარისათვის უკან მიყიდვაზე ფორვარდული, ანუ შეთანხმებული კურსით, კონტრაქტის მოქმედების პერიოდის დასრულებისას. ეს მეთოდი ეფექტიანი საშუალებაა კომპანიისათვის ვალუტის მოსაზიდად საჭირო დროს [96].

აღნიშნული ფასიანი ქაღალდები განეკუთვნება მაღალი რისკის შემცველ დერივატების კატეგორიას და გამოიყენება დამატებითი კაპიტალის მოსაზიდად ან არსებულის დასაცავად ტურიზმის ბიზნესში. ამავე კატეგორიას შეიძლება დაემატოს ე.წ. ფორექსის (FOREX) ბაზარი, ანუ უცხოური ვალუტის გადაცვლის ბაზარი, სადაც ფართოდ ხდება ვალუტების გადაცვლა, მაგრამ არა ფასიანი ქაღალდების მეშვეობით.

სავალუტო გადაცვლების საკითხის განხილვის დასასრულს უნდა აღინიშნოს, რომ ეს ქმედებები მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული ქვეყანაში არსებული უცხოური ვალუტის რეგულირებაზე, მათ შორის თავისუფალი გადაცვლის, ქვეყანაში უცხოური ვალუტის შეტანა-გატანის პირობებზე.

სასტუმროს ინდუსტრიაში ყურადღებას იმსახურებს ინვესტიციების გეოგრაფია, რაც რეგიონული არაერთგვაროვნებით გამოირჩევა. საინვესტიციო კაპიტალით მდიდარ და საინვესტიციო პირობებით მიმზიდველ ჩრდილოეთი ამერიკის რეგიონში, ინვესტიციების 80% ამ სფეროში ადგილობრივი (იმავე ქვეყნის) წყაროებიდანაა მოზიდული, მაშინ როდესაც აფრიკის რეგიონში, ინვესტიციების 100% უცხოური წარმოშობისაა. ინვესტიციების ადგილობრივი წყაროებით გამოირჩევა აზიის რეგიონიც - 76%. ამ თვალსაზრისით, გეოგრაფიული დივერსიფიცირებით ხასიათდება ევროპისა და ახლო აღმოსავლეთის რეგიონები, რომლებშიც პრიორიტეტულ როლს ადგილობრივი (იმავე ქვეყნის) საინვესტიციო წყაროები ასრულებს, მაგრამ გაცილებით ნაკლები წილით, კერძოდ 38%-ით - ევროპაში და 50%-ით - ახლო აღმოსავლეთში. დივერსიფიცირებულია ინვესტიციები ლათინურ ამერიკაშიც, თუმცა, სხვა რეგიონებისაგან განსხვავებით, აქ წამყვან როლს ასრულებს შიგარეგონული ინვესტიციები, ძირითადად აშშ-დან. შორეულ ავსტრალიაში, ინვესტიციების შიგარეგონული წყაროები პრაქტიკულად ამოვარდნილია და იგი შორეული რეგიონების (57%) და ადგილობრივი ინვესტიციებისაგან (43%) შედგება (იხ. ნახაზი 4, ცხრილით).

2.2 ინვესტიციების ძირითადი სტრატეგიული მიმართულებები

სასტუმროების ბიზნესში, ისევე როგორც ნებისმიერ სხვა სფეროში, ინვესტიციის სტრატეგიის განსაზღვრა აქტივების შეძენამდე ხდება. გამოყოფენ 5 ასეთ სტრატეგიას, რომლის არჩევა, ბუნებრივია, მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული, როგორც შესაძენი ობიექტის თავისებურებაზე, ასევე ინვესტორთა მოლოდინებზე, რესურსებსა და საინვესტიციო კაპიტალის სტრუქტურაზე [46].

1. *შემოსავლების უზრუნველყოფის სტრატეგია (Income Investing)* მიზნად ისახავს სტაბილური და ხანგრძლივი შემოსავლის წყაროს შექმნას. ამ შემთხვევაში, აქცენტი კეთდება არა მოგების მაქსიმუმზე, არამედ – რენტაბელური ფუნქციონირების სტაბილურობაზე.

შემოსავლების ზრდის სტრატეგია ხასიათდება ხანგრძლივი პროცესით, რომელშიც გადამწყვეტ როლს თამაშობს აქტივების ოპტიმალური გამოყენება კონკურენტულ გარემოში. ასეთი სტრატეგია მოითხოვს სასტუმროებისა და ბიზნესის პერიოდულ განახლებას, ბაზრისა და კონკურენციის ცვლად გარემოზე მორგებას. შესაბამისად, საჭირო ხდება გათვალისწინება ხანგრძლივ პერსპექტივაში ისეთი ფაქტორებისა, როგორცაა: მოსახლეობის რიცხოვნების და მისი კეთილდღეობის ზრდა, ზოგადად ეკონომიკის და, კერძოდ, ტურიზმის განვითარების პერსპექტივა, ინფრასტრუქტურის

ნახაზი 4. ინვესტიციების გეოგრაფია სასტუმრო ინდუსტრიაში.

(წყარო: Hotel Investment Outlook – 2015: Year of upward momentum. JLL.

<http://www.jll.com/HIO/2015/global-capital-flow>)

Cross-border hotel investment | Global Capital Flow 2014



Proportion of investment within each region by source of capital

Region	Domestic	Intra-Regional	Off-Shore	Global
North America	80%	1%	12%	7%
Latin America	34%	40%	26%	0%
Europe	38%	16%	36%	10%
Middle East	50%	26%	24%	0%
Africa	0%	0%	100%	0%
Asia	76%	22%	2%	0%
Australasia	43%	0%	57%	0%

% global investment refers to transactions funded by private equity funds and investment banks that raise capital across a number of countries globally. Absence of arrow connecting two regions indicates that no cross-border investment was tracked in 2014. Percentages of each of the regions add up to 100%.

Source: JLL

განვითარება, პოლიტიკური სტაბილურობა და ა.შ. ეს სტრატეგია ხელმისაწვდომია უფრო ფრენშიაზინგული კომპანიებისთვის, რომლებშიც ბრენდის მფლობელი კომპანია კონცენტრირებულია მართვის ეფექტიანობის კვლევებზე, ხოლო სასტუმროს მენეჯმენტი - ობიექტის ოპერირებაზე.

ასეთ სტრატეგიაში განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიექცეს:

- ბრენდინგს, მარკეტინგს და გაყიდვების გზების დივერსიფიცირებას (დისტრიბუციას);
- სასტუმროების სტაბილურ დატვირთვას;
- სასტუმროების მაქსიმალურად ეფექტიან მენეჯმენტს და ხარჯების ეკონომიას;
- დრო და დრო სასტუმროების განახლების სამუშაოების ჩატარებას იმისათვის, რომ მოხდეს სტუმართა მზარდი მოთხოვნების დროული და მაღალი სტანდარტებით დაკმაყოფილება.

2. მზარდ მოგებაზეგამიზნული სტრატეგია (Growth Investing) გულისხმობს ინვესტიციებს ისეთ ბიზნესში, რომელსაც, ინვესტორის რწმენით, დიდი მომავალი გააჩნია, როგორც შემოსავლების, ისე ღირებულების ზრდის თვალსაზრისით. ეს სტრატეგია, უფრო გამოიყენება მაღალი ტექნოლოგიების შემცველი ბიზნესის სფეროებში. რაც შეეხება სასტუმროებს, რომელთა ძირითად ფუნქციას სტუმრების მომსახურება წარმოადგენს და არა ტექნოლოგიების გაყიდვა, მაინც მნიშვნელოვნი როლი ენიჭება ინოვაციური ტექნოლოგიის დანერგვას და გამოყენებას. იგულისხმება ახალი ტექნოლოგიების დანერგვა სასტუმროს დიზაინში, კლიენტების მომსახურებაში, სასტუმროების ოპერირებაში, რეკლამირებაში, კომუნიკაციის საშუალებებში და სხვა. აღსანიშნავია, რომ ზოგიერთ შემთხვევაში, სწორედ ინოვაციური ტექნოლოგიები წარმოადგენს სასტუმროს მთავარ კონკურენტულ თვისებას. ამის მაგალითებად გამოდგება: უახლესი ციფრული და დისტანციური ტექნოლოგიებით აღჭურვილი Yotel-ი (ქალაქ ნიუ-იორკში); დაკიდული ჭერით, გამჭვირვალე კედლებით და ასევე უახლესი ტექნოლოგიებით მოწყობილი ოთახები სასტუმრო The Torch-ი (ყატარში); ეგზოტიკურ გარემოზე მორგებული, ორიგინალური და ინოვაციურად აგებული მცირე სასტუმროები The Treehotel-ი (შვეციაში); The Whitepod-ი (შვეიცარიაში). ზოგადად, ახალი ტექნოლოგიების დანერგვა და გამოყენება, ეფექტიანი მენეჯმენტის პირობებში, მნიშვნელოვნად ზრდის სასტუმროების საინვესტიციო მიმზიდველობას.

ამ მიმართულებით განსაკუთრებული ყურადღება ეთმობა:

- ინოვაციური ტექნოლოგიების გამოყენებას;
- ორიგინალურ არქიტექტურულ გადაწყვეტილებებს როგორც შენობის ექსტერიერის, ასევე ინტერიერის და სასტუმრო ოთახების მოწყობაში;
- სასტუმროს ოპერირების რაციონალური სტანდარტების დანერგვას;
- კადრების მაღალ კვალიფიკაციას;
- სასტუმრო ქსელების სისტემებში ჩართულობას;
- უნიკალური და ძლიერი კონკურენტული მხარეების შენარჩუნებას და მუდმივ განვითარებას;

- მომსახურების გარკვეული ბაზრის სეგმენტებზე ორიენტირებას და მის შენარჩუნებას, მზარდი მოთხოვნების სათანადო დაკმაყოფილებას.

3. ღირებულების ზრდის სტრატეგია (Value Investing) უკავშირდება ინვესტირებას

სასტუმროების შემენაში (აშენებაში), მათი განახლებისა და გაყიდვის მიზნით. ამ შემთხვევაში, განსხვავებით სხვა სტრატეგიული მიმართულებებისგან შემოსავლებს და მომგებიანობას არ ენიჭება უპირატესი მნიშვნელობა. მათ ნაცვლად, წამყვანი ფაქტორია პერსპექტიული დამატებითი ღირებულების შექმნა, მაგალითად სასტუმროს კლასის ამაღლების, მენეჯმენტის გაუმჯობესების, ე.წ. რებრენდინგის ჩატარება. ღირებულებამ შეიძლება მოიმატოს აგრეთვე ბიზნესგარემოს გაუმჯობესების ხარჯზეც.

მოცემული სტრატეგიისათვის მნიშვნელოვანია იაფი აქტივების შეძენა, რაც შეიძლება მოხდეს გარკვეული ხელსაყრელი პირობების შექმნის ან/და კონკურენტებზე ადრე

ინვესტორის მიერ ობიექტის პერსპექტიულობის გამოცნობის შემთხვევაში. ასეთი ხელსაყრელი პირობები ხშირად იქმნება ბუნებრივი, სოციალური, ეკონომიკური ან პოლიტიკური კატაკლიზმების პერიოდში ან მათი დასრულების შედეგად. მსგავსი მდგომარეობა, მაგალითად, მრავლად გამოვლინდა პოლიტიკური ცვლილებების ზეგავლენით სოციალისტური სისტემის დაშლის შემდეგ ჯერ აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში, შემდგომ კი - საბჭოთა კავშირის ყოფილ რესპუბლიკებში.

ღირებულების ზრდის სტრატეგია უფრო ხშირად ხანმოკლეა, თუმცა, გამორიცხული არ არის გრძელვადიანი განვითარებაც. ინვესტორ კომპანიას უნდა გააჩნდეს სათანადო ხედვა და რესურსები სასტუმროს იმ დამატებითი ღირებულების განვითარებაზე, რომელიც მოთხოვნადი და კონკურენტუნარიანი იქნება ბაზარზე მომავალში, ასევე, უნდა განისაზღვროს ობიექტის გაყიდვის ხელსაყრელი დრო.

აღნიშნული სტრატეგიის არჩევისას საჭიროა:

- ყურადღების გამახვილება აქტივების ეფექტიან მართვასა და კომერციული რისკების მაქსიმალურ შემცირებაზე;
- მშენებლობის/გაუმჯობესების ფაზაში მოსალოდნელი უარყოფითი ფულადი ნაკადების გათვალისწინება;
- უნიკალური და ფარული ღირებულებების გამოვლენა და განვითარება;
- ბიზნესიდან გასვლის მომგებიანი დროის წინასწარ განსაზღვრა, კერძოდ, სანამ სასტუმროს ხარისხობრივი მაჩვენებლების აღქმა ბაზარზე იქნება საშუალოზე მაღალი;
- ბიზნესიდან გასვლისას, ფასწარმოქმნაში მთავარი ღირებულება უნდა გახდეს სასტუმროს ეფექტიანი ფუნქციონირების დაბალი რისკი და შემდეგ – მისი შემოსავლიანობა.

4. აქტივების განაწილების (ან დივერსიფიცირების) სტრატეგია (Asset Allocation investment startegy). ამ შემთხვევაში საინვესტიციო არჩევანი დამოკიდებულია არსებულ საინვესტიციო პაკეტზე (პორტფოლიოზე). თუ იგი შეიცავს დაბალრისკიან ინვესტიციებს, მაშინ გამართლებულია მაღალრისკიანი და მაღალმომგებიანი

ინვესტიციის არჩევა და პირიქით - მაღალრისკიანი პაკეტის შემთხვევაში - სტაბილური ბიზნესის შექმნა.

ზოგადად, მაღალი რისკის ინვესტიცია უფრო გამართლებულია იმ ინვესტორებისთვის, რომლებსაც გააჩნიათ იაფი სესხების მოზიდვის საშუალება ან/და მაღალი ლევერეჯული

კაპიტალი. ამ შემთხვევაში, „სხვისი“ ფულის უპირატესი მონაწილეობით ხდება საკუთრების შექმნა. ამასთან დაკავშირებით აღსანიშნავია, რომ სასტუმროები ითვლება შედარებით მაღალლიკვიდურ აქტივად, რის გამოც, მათთვის გამოყოფილ სესხებს ხშირად გააჩნია შეღავათიანი საპროცენტო განაკვეთები, რაც ზრდის მათ საინვესტიციო პოტენციალს რისკიან ბიზნესში. ბუნებრივია, ეს არის სპეციფიკური, მაგრამ მხოლოდ ერთი ფაქტორი, იმ ფაქტორთა სიაში, რომელიც კომპლექსურად უნდა იქნეს გათვალისწინებული ასეთი ინვესტიციების დროს.

პორტფოლიოს დივერსიფიცირება შეიძლება იყოს დარგობრივი ან გეოგრაფიული, ან ორივე ერთად. მაგალითად, აშშ-ის ტრასტების ინვესტიციები გამოირჩევა დარგობრივი კონცენტრაციით, მათ შორის სასტუმროების სფეროში, და ფართო გეოგრაფიული დივერსიფიცირებით – საერთაშორისო დონეზე. ამის საწინააღმდეგოდ, ევროპულ ტრასტებს ახასიათებს ინვესტიციების დარგობრივი დივერსიფიკაცია, სასტუმროებთან ერთად, საოფისე, საცხოვრებელ, სავაჭრო და სხვა კომერციულ შენობებში, მაგრამ მაღალი ტერიტორიული კონცენტრაცია ერთი-ორი ქვეყნის ფარგლებში.

ეს სტრატეგია, თავისი სირთულისა და კომპლექსურობის გამო, ხელმისაწვდომია უფრო იმ საინვესტიციო სუბიექტებისათვის, რომლებსაც შესაბამისი ძვირადღირებული საკადრო რესურსები ან მათი დაქირავების შესაძლებლობები გააჩნიათ. ესენია საინვესტიციო ფონდები და სასტუმროს ქსელების მფლობელი კომპანიები. აღნიშნული სტრატეგია ასევე პოპულარულია ფასიანი ქაღალდების ინვესტორებისათვის [46].

დივერსიფიკაციის სტრატეგია მოითხოვს:

- განსაკუთრებულ და სპეციალურ კვალიფიკაციას საინვესტიციო პაკეტების შექმნასა და მართვაში;
- სისტემატურ მონიტორინგს საინვესტიციო პროექტებზე და მათ ანალიზს;
- საინვესტიციო პაკეტის პერიოდულ განახლებას როგორც სასტუმროების მიმართ, ისე ფასიანი ქაღალდების დონეზე;
- კომპლექსურ სტრატეგიულ მოქმედებებს,

რასაც ესაჭიროება სტრატეგიული მენეჯმენტის მაღალი კვალიფიკაცია.

5. შერწყმა და შეძენა (Merger and Acquisition – M&A) წარმოადგენს სტრატეგიული მენეჯმენტის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს მიმართულებას, რომელიც ითვლება ყველაზე რთულ და ძვირადღირებულ პროცესად. მის განხორციელებას სჭირდება წლები. შერწყმის და შეძენის ძირითადი მიზანია ისეთი დამატებითი ღირებულებების მიღება, რომელიც აღემატება ამ პროცესში ჩართული კომპანიების ღირებულებების ჯამს. სათაურიდან გამომდინარე, მას გააჩნია ორი მიმართულება: პირველი, უფრო მსხვილი

კომპანიის მიერ მეორე კომპანიის სრული ან ნაწილობრივი (მაგალითად, საკონტროლო პაკეტი) შეძენა, მეორე - გაერთიანება შეთანხმებული პირობების საფუძველზე.

შერწყმისა და შეძენის შედეგად მოსალოდნელი დამატებითი ღირებულება, ანუ სტრატეგიული მიზანი, შეიძლება იყოს ბევრნაირი, თანაც შეთავსებადი. ასეთი მიზნებია : ა) ფინანსური ხასიათის: მოგების გაზრდა; ხარჯების და ბიზნესის თვითღირებულების შემცირება; გაყიდვების ზრდა; გადასახადების შემცირება, შეძენილი კომპანიის ხარჯზე; დამატებითი კაპიტალის მოზიდვა, კაპიტალის გაზრდის შედეგად, რაც ხშირად ამაღლებს საინვესტიციო მიმზიდველობას; კაპიტალის გაიაფება, მაღალ ლევერეჯული კომპანიის

შერწყმით იმ კომპანიასთან, რომელიც „დამძიმებულია“ კერძო კაპიტალით; ბ) მარკეტინგული ხასიათის: ბაზარზე პოზიციების გამყარება და დამკვიდრება; ახალ სეგმენტზე გასვლა და ბაზრის გაფართოება; ბრენდის გამოყენება რეიტინგის ასამაღლებლად; კონკურენტის „შთანთქმა“; გ) მენეჯერული და ტექნოლოგიური ხასიათის - შესაბამისად, მენეჯმენტის გაუმჯობესება და მართვის ოპტიმიზაცია, ახალი ტექნოლოგიების გამოყენება და შერწყმა; მიმწოდებელი ან მომსახურე კომპანიის საკუთარ ბალანსზე აყვანა; დ) სხვა სახის მიზნები, როგორცაა კომპანიის დაცვა ბიზნესგარემოს ან კონკურენტის პირობების გაუარესების შემთხვევაში, ბიზნესის დივერსიფიცირება რისკების შესამცირებლად. ზოგადად, ბიზნესის ძლიერი მხარეების კიდევ უფრო გაძლიერება ან/და სუსტი მხარეების აღმოფხვრა.

შერწყმა და შეძენა, კანონმდებლობის დონეზე, იყოფა სახეებად: ჰორიზონტალური - ერთ

ბიზნესში მყოფი კომპანიების გაერთიანება; ვერტიკალური, როდესაც ხდება მიმწოდებელი ან მომსახურე კომპანიის შეერთება მომხმარებელ კომპანიასთან და კონგლომერაცია, რომელიც ითვალისწინებს სხვადასხვა ბიზნესის დაჯგუფებას ერთ მფლობელობაში. სასტუმროების ინდუსტრიაში, ისევე როგორც, ზოგადად, ბიზნესში, შესყიდვების და შერწყმის 80% მოდის ჰორიზონტალურ სახეობაზე.

შეძენა და შერწყმა შეიძლება იყოს ე.წ. მეგობრული (Friendly) - მხარეების სურვილის შესაბამისი ან ე.წ. მტრული, ზოგჯერ იხმარება აგრესიული (Hostile), როდესაც ერთი კომპანია იძულებულია, თავისი სურვილის საწინააღმდეგოდ შეუერთდეს მეორე კომპანიას. ეს იძულება, როგორც წესი, გამოწვეულია გაკოტრების თავიდან აცილების მიზნით.

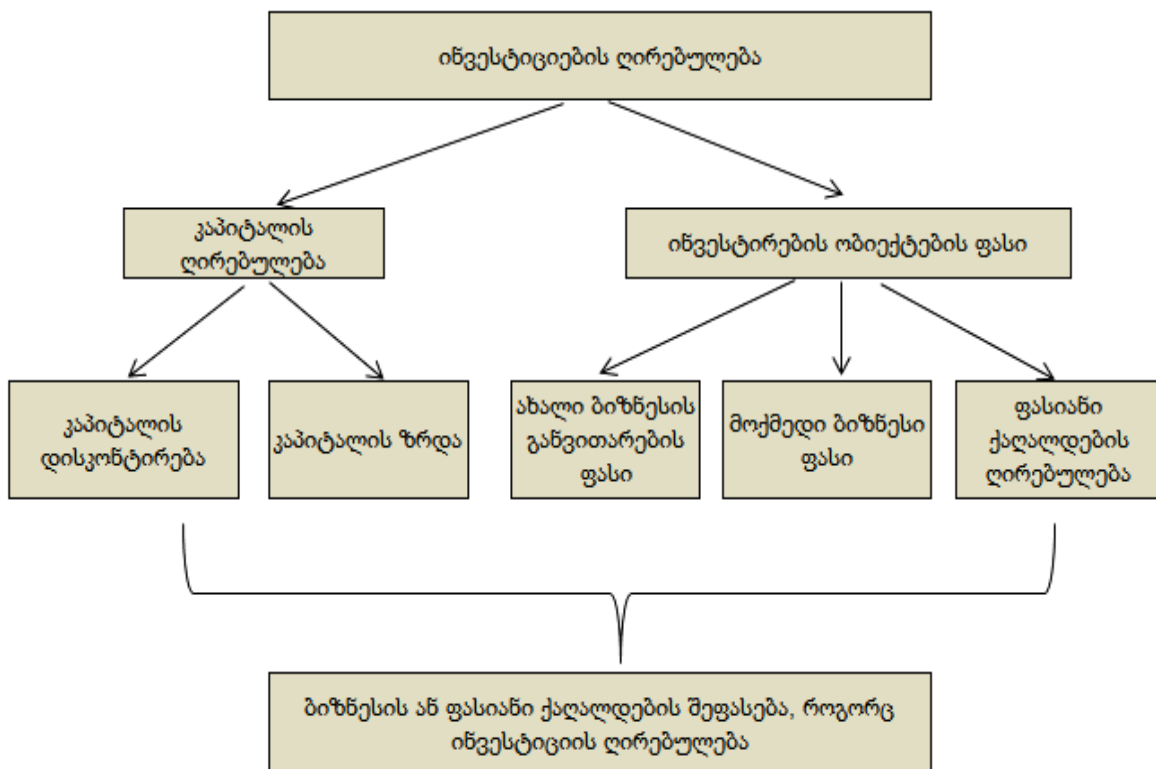
მოყვანილი სტრატეგიული მიმართულებები ერთგვარად განაზოგადებს პრაქტიკაში არსებულ ბევრად უფრო მრავალფეროვან და სტრუქტურულ საინვესტიციო მიმართულებებს. ამ განზოგადების მიზანია ჩარჩოწარმოდგენის შექმნა ძირითად სტრატეგიულ მიმართულებებზე, რომელიც გამოდგება ორიენტირად კონკრეტული საინვესტიციო გეგმების შემუშავებისას. შედარებისათვის, მოგვყავს ასეთი განზოგადების

მიზნით შედგენილი ცხრილი (იხ. ცხრილი 3), რომელშიც 5 სტრატეგიული მიმართულება განხილულია მათზე მოქმედი 6 ფაქტორის ჭრილში. იგი შედგენილია აშშ-ის კორნელის უნივერსიტეტის სასტუმროების მართვის სკოლის მიერ [24].

თავი II. ინვესტიციების ღირებულება და შეფასება

ინვესტიციების შეფასება ეყრდნობა ორ ძირითად კომპონენტს: **საინვესტიციო კაპიტალის ღირებულებას** და **ინვესტიციის ობიექტის ღირებულებას ან ფასს**. კაპიტალის ღირებულება, თავის მხრივ, განისაზღვრება დროის ფაქტორით, რომელიც მოქმედებს ფულის გაუფასურებასა (ე.წ. დისკონტირება) და ინვესტიციებიდან მოსალოდნელ შემოსავლებზე, რომლებიც ზრდიან კაპიტალს. საინვესტიციო ობიექტის ღირებულებას კი განაპირობებს ან ის დანახარჯები, რომლებიც სჭირდება ახალი ბიზნესის განვითარებას (მაგალითად, სასტუმროს აშენებას), ან/და - ფასი, რომელიც უნდა იყოს გადახდილი მოქმედი ბიზნესის ან ფასიანი ქაღალდების შესაძენად (იხ. ნახაზი 5):

ნახაზი 5. ბიზნესის და ფასიანი ქაღალდების შეფასების ლოგიკური სქემა
(შედგენილია ავტორის მიერ)



აქვე აღვნიშნავთ, რომ საინვესტიციო ხარჯებში შედის სხვა კომპონენტებიც, როგორიცაა საკონსულტაციო, არქიტექტურული, სამუშაო და სარეკლამო კომპანიების მომსახურების ხარჯები, ლიცენზიების და რეგისტრაციის გადასახადები, წარმომადგენლობით ღონისძიებებსა და მივლინებებთან დაკავშირებული ხარჯები და სხვა. მათი აღრიცხვა ხდება საინვესტიციო ბიუჯეტის შედგენისას, რაც წინამდებარე ნაშრომში არ განიხილება.

1. საინვესტიციო კაპიტალის ღირებულება და მოსალოდნელი შემოსავლები

საინვესტიციო კაპიტალს დროში ეცვლება ღირებულება სხვადასხვა ფაქტორის ზემოქმედებით. მათ შორის უმნიშვნელოვანესია ფულის გაუფასურება და ინვესტიციებთან დაკავშირებული რისკები. ამ ღირებულების დასაშვები ზღვარი დამოკიდებულია მოსალოდნელ შემოსავლებზე.

1.1 საინვესტიციო კაპიტალის ღირებულება

საინვესტიციო კაპიტალის ღირებულების ცვლის ერთ-ერთ ძირითად ფაქტორს, როგორც აღინიშნა, წარმოადგენს *ფულის დროში გაუფასურება*. ეს პროცესი, ზოგადად, ობიექტური მოვლენაა და მას თავისი მაკროეკონომიკური ახსნაც გააჩნია. ჩვენი თემატიკიდან გამომდინარე, ამ საკითხს აღარ ჩავუღრმავდებით და მას მივიღებთ როგორც მოცემულობას, მით უმეტეს, რომ ინფლაციური პროცესები ადვილად დასაწახია ჩვეულებრივი მომხმარებლისთვისაც. ამ მოცემულობიდან გამომდინარე, შეიძლება ითქვას, რომ ერთი და იმავე ოდენობის ფულის დღევანდელი მყიდველობითუნარიანობა მეტია, ვიდრე მას ექნება მომავალში და რაც უფრო შორია ეს მომავალი, მით უფრო დიდი იქნება სხვაობაც. ამდენად, აუცილებელი ხდება მომავალი შემოსავლების დღევანდელი, ანუ მიმდინარე ღირებულების (Present Value) განსაზღვრა. განაკვეთს, რომლის მიხედვითაც ხდება მომავალი თანხების დღევანდელ ღირებულებამდე დაყვანა ეწოდება ფასდათმობის ანუ დისკონტირების კოეფიციენტი (Discount Rate). ხშირად მის რაოდენობრივ მაჩვენებლად უბრალოდ იღებენ ინფლაციის ოფიციალურ მონაცემებს, თუ კონკრეტულ შემთხვევაში არ მოიაზრება თანხების ბიზნესში ინვესტირება.

ბიზნესში გამოყენებულ კაპიტალს – კერძო ინვესტიციებსა და აღებულ სესხებს განსხვავებული ღირებულება გააჩნია, რადგან ნასესხებ კაპიტალს ახლავს საპროცენტო გადასახადები, ხოლო კერძო კაპიტალს – მოგების ის განაკვეთი, რომელსაც ელოდებიან კერძო ინვესტორები ბიზნესში ჩადებული თანხებიდან. საინვესტიციო ნასესხი და კერძო კაპიტალის ერთობლივი ღირებულება იქმნება ამ ორი კომპონენტის წილობრივი მონაწილეობით. ვინაიდან ინვესტიციები და მისგან სარგებლის მიღება დაკავშირებულია ისევ დროსთან, ამ მოვლენას უწოდებენ ფულის დროში ღირებულებას (Time Value of Money).

პრაქტიკაში კაპიტალის ღირებულების გამოსათვლელად, გამოიყენება სამი ძირითადი მეთოდი: კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება - Weighted Average Cost of Capital (WACC), კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელი მთლიანი აქტივების მიმართ Capital Asset Discount Model (CAPM as) და კაპიტალური აქტივების შეფასების მოდელი კერძო კაპიტალის მიმართ – Capital Asset Pricing Model (CAPM eq). ტექსტში ამ

მეთოდების აღსანიშნავად გამოყენებული იქნება საერთაშორისო პრაქტიკაში მიღებული აბრევიატურა.

განხილვას დავიწყებთ WACC მეთოდით, რადგან მასში გათვალისწინებული კომპონენტები გამოიყენება დანარჩენი ფასდაკლების კოეფიციენტების გამოთვლებშიც. ამას გარდა, იგი უდავოდ ყველაზე პოპულარული მეთოდია ბიზნესის შეფასებებში.

WACC არის სესხის ღირებულებას დამატებული კერძო კაპიტალის ღირებულება, მათი წილების გათვალისწინებით საერთო კაპიტალში (იხ. ფორმულა A.1).

$$(A.1) \text{WACC} = \text{KD}\% + \text{KE}\%;$$

$$(A.1.1) \text{KD}\% (\text{Cost of Debt per share}) = 0.3 * 7.5\% * (1 - 0.2 \text{ Tax Rate}) = 1.8\%;$$

$$(A.1.2.) \text{KE}\% = I_c + (\beta_{eq} * R_p) = 11.78\% + (\beta * R_p);$$

$$(A.1.2.1) R_p = (R_m - I_m) = (15.2\% - 12\%) = 3.2\%;$$

$$(A.1.2.2.1) \beta_{asset} = \sqrt{[(P_{mj} \sigma_j) / \sigma_m]^2}, (1.23 = \sqrt{[(0.9768 * 0.0356) / 0.0283]^2});$$

$$(A.1.2.2.2) \beta_{equity} = \beta_{asset} / E\% = 1.23 / 0.7 = 1.755;$$

$$(A.1.2.3) \text{KE}\% = I_c + (\beta_{eq} * R_p) = 0.7 * [11.78\% + (1.76 * 3.2\%)] = 12.18\%;$$

$$(A.1.3) \text{WACC} = \text{KD}\% + \text{KE}\% = 1.8\% + 12.18\% = \mathbf{13.98\%};$$

მოცემულობა მაგალითისთვის:

D% (Debt share) – სესხის წილი მთლიან კაპიტალში - 0.3;

E% (Equity share) – კერძო კაპიტალის წილი მთლიან კაპიტალში - 0.7;

KD (Cost of debt) – კომპანიის მიერ აღებული სესხის ღირებულება (იგივეა, რაც სესხზე დარიცხული საპროცენტო განაკვეთი) - 7.5%;

Tax Rate – ბეგარის განაკვეთი- 20%;

I m – ხანგრძლივი დაფარვის სახაზინო ბონდების მრავალწლიური საპროცენტო განაკვეთი განსაზღვრული ბაზრისა და პერიოდის ფარგლებში – 12%;

I c – ხანგრძლივი დაფარვის სახაზინო ბონდების მიმდინარე საპროცენტო განაკვეთი, განსაზღვრული ბაზრის ფარგლებში – 11.78%;

Rmg – ინვესტიციებზე უკუგების საშუალო მრავალწლიური მაჩვენებელი, განსაზღვრული პერიოდისა და ბაზრის ფარგლებში – 15.2%;

PmJ – პირსონის კორელაცია ზოგადად ბიზნესსა და მოცემულ ბიზნესში, ინვესტიციების უკუგების მრავალწლიურ მონაცემებს შორის;

σ – სტანდარტული სტატისტიკური გადახრა მოცემულ ბიზნესში,

ინვესტიციების უკუგების მრავალწლიურ მონაცემებში;

om – სტანდარტული სტატისტიკური გადახრა ზოგადად ბიზნესში,
ინვესტიციების უკუგების მრავალწლიურ მონაცემებში;

Rp – რისკის პრემიუმი.

კომპანიის სესხის ღირებულება უდრის სესხზე დარიცხულ საპროცენტო განაკვეთს (მაგალითად, 7.5%-ს) გამრავლებულს სესხის წილზე კომპანიის საერთო კაპიტალში – $0.075 * 0.3 = 0.0225$. ამასთან, გასათვალისწინებელია ის გარემოებაც, რომ სესხის საპროცენტო გადასახადი განიხილება ხარჯებში და აკლდება დასაბეგრ მოგებას, რაც კიდევ უფრო ამცირებს მის ღირებულებას. (იხ. ფორმულა A1.1).

სესხების ღირებულების განსაზღვრა სასტუმროების სფეროში ბიზნესის შეფასებისას გამოირჩევა გარკვეული სპეციფიკურობით. აქ ხშირად გამოიყენება იპოთეკური, ანუ უძრავი ქონებით უზრუნველყოფილი სესხი, რომლის საპროცენტო გადასახადების რეჟიმი განსხვავდება სტანდარტული სესხების მომსახურებისაგან. კერძოდ, იპოთეკური სესხის საპროცენტო გადასახადი წარმოდგენილია უცვლელი რაოდენობით სესხის

გასტუმრების მთელ პერიოდში, განსხვავებით ჩვეულებრივი ხანგრძლივი ვალდებულებებისაგან, სადაც ეს მაჩვენებელი დამოკიდებულია სესხის ნარჩენ მოცულობაზე (აქვე შევნიშნავთ, რომ ზოგი კრედიტორი იპოთეკური სესხის მიმართაც იყენებს სტანდარტულ მიდგომებს). შესაბამისად, იპოთეკური სესხების მუდმივ საპროცენტო განაკვეთს უწოდებენ იპოთეკის მუდმივს ან კონსტანტას (Mortgage Constant - MC). სპეციალურ ლიტერატურაში შეიძლება იგი მოხსენიებული იყოს აგრეთვე, როგორც უზრუნველყოფილი სესხის მუდმივი (Collateralized Loan Constant) ან, უბრალოდ, სესხის მუდმივი (Loan Constant). ამ მაჩვენებლის გამოთვლა ხდება შემდეგი ფორმულით (მაგალითისათვის აღებულია 30 წლიანი და 7,50%-იანი სესხი, \$ 4 000 000,0 ოდენობით): (ყოველწლიური განაკვეთის მისაღებად, ყოველთვიური მაჩვენებელი მრავლდება 12-ზე).

$$MC_{monthly} = \frac{\frac{I}{12}}{\left\{ 1 - \left[\frac{1}{\left(1 + \frac{I}{12}\right)^{360}} \right] \right\}} \quad - \text{ყოველთვიური მუდმივის გამოსათვლელად}$$

$$MC_{monthly} = \frac{\frac{7,5\%}{12}}{\left\{ 1 - \left[\frac{1}{\left(1 + \frac{7,5\%}{12}\right)^{360}} \right] \right\}} = \$27\,068,6$$

სადაც პირობითი ნიშნებია

MC - იპოთეკის მუდმივი (კონსტანტა);

I - იპოთეკის საპროცენტო განაკვეთი, მაგ., 7.5%

N - იპოთეკის პერიოდი, მაგ., 360 თვე - ყოველთვიური მუდმივის გამოსათვლელად.

გაცილებით მეტ გაანგარიშებებს და კომენტარებს მოითხოვს კერძო კაპიტალის წილის ღირებულების გამოთვლა. ზოგადად, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, კერძო კაპიტალის ღირებულებას განსაზღვრავს ის მოლოდინი, რომელიც ინვესტორებს გააჩნიათ დაბანდებული კაპიტალის უკუგებაზე, ანუ მოგებაზე. კერძო კაპიტალის ინვესტორი ელის უფრო მაღალ მოგებას, ვიდრე კრედიტორი, რადგან ბიზნესის წარუმატებლობის შემთხვევაში, კრედიტორების გასტუმრება ხდება ინვესტორების ხარჯზე. სწორედ ამ რისკის კომპენსაციას წარმოადგენს ე.წ. რისკის პრემიუმი (Risk Premium) [69]. მისი გამოთვლა ხდება მარტივი არითმეტიკული ფორმულით, მაგრამ ამ ფორმულაში გამოყენებული მაჩვენებლების განსაზღვრა მოითხოვს ბევრი მონაცემის მოძიებას და მრავალსაფეხურიან გამოთვლებს, რაც ქვემოთ არის განხილული.

ნორმალურ ვითარებაში, ინვესტორი დგას შემდეგი არჩევანის წინაშე: ა) დააბანდოს თანხები მათი დღევანდელი ღირებულების დაკარგვის „რისკის გარეშე“, რაც, როგორც წესი, ხორციელდება სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული და გარანტირებული მოკლევადიანი სახაზინო ვალდებულებების, ანუ ობლიგაციების (იხ. თავი პირველი) შეძენით; ბ) გასწიოს მცირე რისკი და დააბანდოს თანხები ისეთი შემოსავლის მისაღებად, რომელიც, სავარაუდოდ, დაფარავს ინფლაციას და მოიტანს მცირე მოგებას, რაც, ძირითადად, შეიძლება განხორციელდეს სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ხანგრძლივი (1-წელზე მეტი) დაფარვის ობლიგაციების შეძენით ან კომპანიების მიერ გამოშვებული და გარანტირებული ვალდებულებების (ბონდების) შესყიდვით; გ) გასწიოს დამატებითი რისკი და დააბანდოს თანხები კერძო ბიზნესში, პირდაპირ ან აქციების მეშვეობით ისეთი სავარაუდო შემოსავლის მისაღებად, რომელიც გადაფარავს ინფლაციას, ანუ იქნება ზეინფლაციური და მოიტანს პრემიალურ მოგებას.

ამ საკითხის გამოხატვა შეიძლება შემდეგი ტერმინებით: კერძო კაპიტალის ღირებულება უდრის „რისკისაგან თავისუფალ განაკვეთს“ მიმატებული ინფლაციის მაჩვენებელი და რისკის პრემიუმი. ტერმინებით გამოხატული ეს ფორმულა შეიძლება შევამოკლოთ, თუ გავითვალისწინებთ, რომ ხანგრძლივი დაფარვის სახაზინო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები ფარავს ინფლაციის მაჩვენებლებს (შესაბამისად, შეიცავს მოკლევადიანი სახაზინო ვალდებულებების განაკვეთს). ამრიგად, ფორმულა იღებს შემდეგ სახეს:

კერძო კაპიტალის ღირებულება = ხანგრძლივი დაფარვის სახაზინო ბონდების განაკვეთი + რისკის პრემიუმი.

როდესაც ეს ფორმულა გამოიყენება კონკრეტული ბიზნესის მიმართ, მაშინ რისკის პრემიუმის დაკონკრეტება ხდება ე.წ. ბეტა კოეფიციენტის მეშვეობით (იხ. ჩანართი 2). ეს კოეფიციენტი ერთვის კერძო კაპიტალის ღირებულების კომპონენტს და მრავლდება ამ კაპიტალის წილზე მთლიან კაპიტალში (იხ. ფორმულა A.1.2).

ბეტა კოეფიციენტის განსაზღვრით სრულდება WACC-ს გამოსათვლელად საჭირო ყველა კომპონენტის მნიშვნელობის დადგენა და ამ კოეფიციენტის მეშვეობით შესაძლებელი ხდება ბიზნესში გამოყენებული კაპიტალის ღირებულების განსაზღვრა. მოცემულ მაგალითში იგი უდრის 13.14%-ს (იხ. ფორმულა A.1.3.)

აღნიშნული მეთოდის უფრო ნათლად წარმოსადგენად, რაოდენობრივი მაჩვენებლების გამოთვლის გზებს განვმარტავთ დამატებით.

საყურადღებოა, რომ განხილულ მეთოდში, გამოიყენება როგორც ხანგრძლივი ბონდების მიმდინარე ღირებულების მაჩვენებელი (სესხის მიმდინარე ღირებულების დასადგენად), ასევე იმავე კატეგორიის ბონდების მრავალწლიური მაჩვენებელი (რისკის პრემიუმის გამოსათვლელად).

ხანგრძლივი დაფარვის ბონდების მიმდინარე ღირებულებად იღებენ იმ საპროცენტო განაკვეთს, რომელიც ფიქსირდება შეფასების დღისათვის. მოყვანილ მაგალითში იგი, პირობითად, უდრის 11.78%-ს (იხ. ფორმულა A.1.2).

ხანგრძლივი დაფარვის ბონდების მრავალწლიურ მონაცემად, როგორც წესი, მიიღება სახელმწიფოს მიერ გამოშვებული ხანგრძლივი დაფარვის ვალდებულებების 10-წლიანი პერიოდის საშუალო მაჩვენებელი. ეს ინფორმაცია განთავსებულია ქვეყნების ცენტრალური ბანკების ვებგვერდებზე. მოცემულ მაგალითში იგი უდრის 12%-ს (იხ. ფორმულა A 1.2.1.).

კერძო კაპიტალის ინვესტიციებზე უკუყების (მოგების მიღების) მონაცემები გროვდება ფასიანი ქაღალდების ბირჟების ან სხვა შესაბამისი სტატისტიკური წყაროებიდან. ხშირ შემთხვევაში სარგებლობენ სარეიტინგო ან საკონსულტაციო კომპანიების „რისკის პრემიუმის“ უკვე გამოთვლილი კოეფიციენტებით [29,67]. მოყვანილ მაგალითში იგი გამოთვლილია პირობითი მონაცემების გამოყენებით და უდრის 15.2%-ს (იხ. ცხრილი 4 და ფორმულა A 1.2.1.).

რისკის პრემიუმი რაოდენობრივად წარმოადგენს სხვაობას ინვესტიციებიდან მოსალოდნელი მოგების მრავალწლიურ მაჩვენებელსა და ბონდების მრავალწლიურ საპროცენტო განაკვეთს შორის (იხ. ფორმულა A 1.2.1.). მისი გამოთვლის მეთოდი ასახულია მაგალითისათვის შედგენილ ცხრილში და შეადგენს – 3.2%-ს (იხ. ცხრილი 4 და ფორმულა A.1.2.1).

აღსანიშნავია, რომ მრავალწლიური მონაცემების არეალი უნდა იქნეს შერჩეული გარკვეული ბაზრის (ქვეყნის) და პერიოდის ფარგლებში, რომელიც უნდა შეარჩიოს ექსპერტმა გონივრულად შეფასების კონკრეტული შემთხვევისათვის, კერძოდ, ინვესტორებისა და ინვესტირების ობიექტის სპეციფიკის გათვალისწინებით.

WACC-თვის დადგენილი მონაცემების გამოყენებით შესაძლებელი ხდება დისკონტირების კოეფიციენტების გამოთვლა, დანარჩენი ორი მეთოდის მიხედვით (იხილეთ ფორმულები A.2 და A.3).

$$(A.2) \text{ CAPM asset} = [Ic + (\beta_{\text{ass}} * Rp)] = 11.78\% + (1.23 * 3.2\%) = 15.72\%$$

$$(A.3) \text{ CAPM eq} = [Ic + (\beta_{\text{eq}} * Rp)] = 11.78\% + (1.76 * 3.2\%) = 17.39\%$$

აღნიშნული მოდელები ეყრდნობა მთლიანი შემოსავლების მიღების მონაცემებს, სესხის და საპროცენტო განაკვეთების ჩათვლით, და ხდება მათი შეფარდება მთლიან აქტივებთან, ინვესტიციების ეფექტიანობის შესაფასებლად ან მხოლოდ კერძო ინვესტირებულ კაპიტალთან, კერძო ინვესტიციის ეფექტიანობის შესაფასებლად მთლიან ინვესტიციაში. ეს მოდელები, მეტწილად, გამოიყენება ფასიანი ქაღალდების ან საინვესტიციო პორტფოლიოს შეფასებისას.

* * *

ჩანართი 2: ბეტა კოეფიციენტის გაანგარიშება წარმოადგენს მარტივ, მაგრამ რამდენიმესაფეხურიან პროცედურას. მისი გამოთვლის საჭიროება განპირობებულია იმ მარტივი ჭეშმარიტებით, რომ ყოველ კონკრეტულ ბიზნესში (კომპანიაში) ჩადებული ინვესტიციების უკუგების მაჩვენებელი მეტ-ნაკლებად განსხვავდება ზოგადად ბაზარზე არსებულ რისკის საშუალო მაჩვენებლისგან. მას სპეციფიკურ ან არასისტემურ, რისკებს უწოდებენ. როგორც წესი, ყოველთვის გამოიყოფა ე.წ. დარგობრივი რისკი, მაგალითად სასტუმროების სექტორისთვის. იგი შესაძლოა კიდევ უფროდაკონკრეტდეს ბაზრის რეგიონისა და პერიოდის გათვალისწინებით ან გამოიყოს არადივერსიფიცირებული ინვესტიციების რისკი, დაბალი ლიკვიდობის რისკი, მენეჯმენტის რისკი და სხვა.

თუ ბაზრის რისკის მაჩვენებელს მივიჩნევთ კოეფიციენტ 1-ის ტოლად, 1-ზე მეტი მიუთითებს იმაზე, რომ ინვესტორების შემოსავლები წლების მანძილზე უფრო მერყევი იყო და შესაბამისად, უფრო მაღალი რისკის მატარებელი, ვიდრე საშუალო მაჩვენებელი და პირიქით, 1-ზე ნაკლები მეტყველებს კონკრეტული ბიზნესის შემოსავლების შედარებით სტაბილურობაზე. გამოთვლის პროცედურა მოცემულია ფორმულა A.1.2.2-ისა და ცხრილი 4-ის მონაცემების გამოყენებით.

ბეტა კოეფიციენტის შესწავლას სასტუმროებთან მიმართებით შედარებით მოკლე ისტორია გააჩნია და იგი 2000-იანი წლების დასაწყისიდან იღებს სათავეს. ამიტომ, ამ მაჩვენებლის გრძელვადიან კანონზომიერებას ერთგვარი პირობითობა ახასიათებს. ამასთან, გამოვლენილია გარკვეული ტენდენციები, მაგალითად: REIT- ტრასტებს შორის სასტუმროებზე ორიენტირებული ინვესტიციები გამოირჩევა მეტი რისკიანობით სხვა უძრავ ქონებაში ინვესტიციებთან შედარებით; მაღალი კლასის სასტუმროებში ინვესტირების უკუგება მეტი ცვალებადობით გამოირჩევა ($\beta=1.5-1.8$ -მდე), ვიდრე დაბალი კლასის სასტუმროებში; სასტუმროს სპეციფიკური რისკები შეადგენს საერთო რისკის უდიდეს ნაწილს [45;17].

ბოლოს, ამ კოეფიციენტთან დაკავშირებით აღვნიშნავთ, რომ მისი გამოთვლა მოხდა კომპანიის მთლიანი აქტივების უკუგების მიმართ. შესაბამისად, არ ჩანს თუ რა უკუგება მოდის კერძო კაპიტალზე გადაანგარიშებით, რაც გამოთვლების კიდევ ერთ ამოცანას წარმოადგენს. ამისათვის მიღებული ბეტა კოეფიციენტი მთელს აქტივებზე იყოფა კერძო კაპიტალის წილის მაჩვენებელზე (იხ. ფორმულა A.1.2.2.2.).

პრაქტიკაში ბეტა კოეფიციენტის გამოთვლის ალტერნატიული გზებიც გამოიყენება, კერძოდ, აქციების ფასის (P/S Ratio), სარეიტინგო და სხვა მსგავსი კომპანიებისა და სააგენტოების მიერ

უკვე დათვლილი ბეტა კოეფიციენტები ზოგადად ბაზრისთვის (მაგალითად, აშშ) და ბიზნესის ცალკე დარგებისათვის. ინფორმაციის ნაკლებობის შემთხვევაში, გამოცდილი ექსპერტები ხელმძღვანელობენ არაპირდაპირი, შერჩევითი მონაცემებით ან საერთოდ თვითონ განსაზღვრავენ ამ კოეფიციენტის მაჩვენებელს ემპირიული ცოდნიდან გამომდინარე. ამდენად, ბიზნესის შეფასებებში არსებობს მნიშვნელოვანი სუბიექტური კომპონენტი, შედეგებიც ამის გათვალისწინებით უნდა იქნეს დანახული. სასურველია, ყურადღება მიექცეს არამხოლოდ საბოლოო შედეგს, არამედ იმასაც, თუ რა კოეფიციენტები იქნა გამოყენებული და რის საფუძველზე.

ცხრილი 4. ბეტა კოეფიციენტის გამოთვლა 2006-2016 წლებისთვის [43]

წელი	ინვესტიციებზე უკუგება მოცემულ ბიზნესში		ინვესტიციების უკუგების საშუალო მაჩვენებლები
	Rms		Rmg
2006		17.0%	15.0%
2007		20.0%	17.0%
2008		18.0%	15.0%
2009		8.0%	8.0%
2010		12.0%	10.0%
2011		14.0%	13.0%
2012		17.0%	15.0%
2013		15.0%	14.0%
2014		16.0%	15.0%
საშუალო Rmg		15.2%	13.6%
პირსონის კორელაცია Pmjtj			0.9768
სტანდარტული გადახრა		0.0356	0.0283
β as. კოეფიციენტი		1,2284	
β eq. კოეფიციენტი		1,7548	

* * *

1.2 შემოსავლების სახეობები და მათი ღირებულების განსაზღვრის მეთოდები

ბიზნესის მოსალოდნელი შემოსავლები წარმოადგენს ინვესტიციის ეფექტიანობის გამოთვლის უმთავრეს კომპონენტს. მისი გამოყენება, შეფასების პროცესში, დაკავშირებულია შემდეგი სამი პირობის დაკონკრეტებასთან: შემოსავლების სახეობის

შერჩევის, შემოსავლების ცვლილების ანუ დინამიკის განსაზღვრისა და მოსალოდნელი შემოსავლების ხანგრძლივობის დადგენის.

პრაქტიკაში განასხვავებენ ფულადი ნაკადის რამდენიმე სახეობას. მათი არჩევა დამოკიდებულია შეფასების სუბიექტზე, ანუ იმაზე, თუ ვისი პოზიციიდან ხდება ბიზნესის შეფასება და, აქედან გამომდინარე, შემოსავლების რომელი კონკრეტული კომპონენტი წარმოადგენს ღირებულებას. კერძოდ: 1) კრედიტორებისა და კერძო ინვესტორების პოზიციიდან ფასდება ე.წ. „თავისუფალი ფულადი ნაკადი“ – Free Cash Flow (FCF); 2) აქციონერებისათვის ფასდება მთლიანი აქტივების გამოყენება ე.წ. „კაპიტალის ფულადი ნაკადი“ – Capital Cash Flow (CCF); და 3) კერძო პირდრაპირი ინვესტორების პოზიციიდან ფასდება საკუთარი (ანუ კერძო) კაპიტალი, ე.წ. „საკუთარი კაპიტალის ფულადი ნაკადი“ – Equity Cash Flow (ECF).

*

*

*

ჩანართი 3: შეიძლება დაისვას კითხვა, თუ რატომ არ გამოიყენება ამ მიზნებისთვის შემოსავლების სხვა მაჩვენებლები, მაგალითად მოგება. ამ კითხვაზე სრული პასუხის გაცემა დაგვაშორებს ჩვენს ძირითად თემას, მაგრამ ზოგადად მაინც აღვნიშნავთ, რომ მოგების გაანგარიშება უფრო ორიენტირებულია ბეგარის გადასახადის გამოთვლაზე და იგი განსხვავდება ბიზნესისაგან მიღებული ნაღდი ფულის რეალური შემოსავლებისაგან. მაგალითად, მოგების საბუღალტრო გამოთვლისას შემოსავალს აკლდება ამორტიზაციის ხარჯები, რომლებიც დაკავშირებული არ არის ფულის რეალურ ხარჯვასთან, არ აისახება აგრეთვე სესხების სახით შემოსული და გასული თანხები და ასე შემდეგ. ეს მაგალითები ცხადყოფენ, რომ მოგების საბუღალტრო მაჩვენებლები არასრულყოფილად ასახავენ ბიზნესის მიერ რეალურად გამოიმუშავებულ და სამოქმედოდ მოზიდულ თანხებს, ისევე როგორც იმ თანხებს, რომლებიც შეიძლება მიიღონ კერძო ინვესტორებმა, კრედიტორებმა ან საკუთრივ ბიზნესმა რეინვესტირების სახით.

*

*

*

აღსანიშნავია, რომ ბიზნესის შეფასებებისას გამოყენებული ყველა მონაცემი თუ კატეგორია წარმოადგენს საბუღალტრო პრაქტიკაში ფართოდ მიღებულ სტანდარტს და კომპანიებს, როგორც წესი, უნდა გააჩნდეთ შესაბამისი მონაცემები.

ყველა სახეობის ფულადი ნაკადების დადგენა იწყება ე.წ. სამუშაო ფულადი ნაკადის გამოთვლით – Operational Cash Flow (OCF), რომელიც უდრის

$$(B.1) OCF = EBIT + \text{Depr.} + \text{CapExp} - \text{Inc. W.C.}, \$3\,200 = \$3\,000 + \$400 + \$500 - (+\$200)\text{-ს;}$$

EBIT - მოგება დაბეგვრამდე და სესხის საპროცენტო ხარჯებამდე;

CapExp - კაპ.დანახარჯები;

Inc.W.C - საბრუნავი კაპიტალის ზრდა.

Free Cash Flow (FCF) წარმოადგენს კომპანიის საქმიანობის შედეგად მიღებულ ფულად შემოსავალს, რომელიც „თავისუფალი“ კაპიტალის ყველა გადასახადისგან და შეიძლება განაწილდეს როგორც ინვესტორებზე, ისე კრედიტორებზე. იგი ყველაზე ხშირად გამოიყენება ბიზნესის შეფასების პრაქტიკაში:

$$(B.1.1) FCF = OCF - CapExp - (EBIT * T) ; \$1\,500 = \$3\,200 - \$500 - (\$3\,000 * 0.4)$$

ყურადღებას შევაჩერებთ ერთ ტექნიკურ დეტალზე. ამ მეთოდის სპეციფიკიდან გამომდინარე, ფორმულაში რეალური გადასახადის მაგივრად გამოყენებულია ე.წ. ჰიპოთეკური გადასახადი. იგულისხმება გადასახადი საპროცენტო განაკვეთების ხარჯების დაქვითვის გარეშე, რაც, ჩვეულებრივ, აკლდება დასაბეგრ თანხას. მოცემულ შემთხვევაში, ამ ფაქტორის გათვალისწინება ხდება FCF-ს ღირებულების კოეფიციენტის – WACC-ის გამოთვლისას (იხ. წინა ქვეთავი). შესაბამისად, ორჯერ ერთი და იმავე მაჩვენებლის დათვლის თავიდან ასაცილებლად, იგი ამოღებულია ამ სახეობის ფულადი ნაკადების გამოთვლებიდან.

Capital Cash Flow (CCF) არის კომპანიის საქმიანობის შედეგად მიღებული ფულადი შემოსავალი, სავალდებულო გადასახადების გამოკლებით (Aftertax cash flow), მაგრამ სესხებზე დარიცხული პროცენტების თანხის ჩათვლით:

$$(B.1.2) CCF = OCF - Actual\ Tax - CapEx ; \$1\,742 = \$3\,200 - \$958 - \$500$$

Equity Cash Flow (EQF) შედგება კომპანიის საქმიანობის შედეგად მიღებული ფულადი შემოსავლებისაგან, სესხებზე დარიცხული საპროცენტო გადასახადებისა და ბეგარის გადასახადების გამოკლებით, ნასესხი კაპიტალის სალდოს დამატებით (თუ სალდო უარყოფითია, იგი აკლდება საერთო თანხას):

$$(B.1.3) ECF = OCF - Actual\ Tax - CapEx - Interest + Dept\ Capital\ (net) ; \$931 = \$3\,200 - \$958 - \$500 - \$206 + (-\$605)$$

შემოსავლების დინამიკა შეიძლება იქნეს ნავარაუდები როგორც: სტაბილურად უცვლელი, ანუ ყოველ მომდევნო წელს შემოსავალი განისაზღვრება ერთი და იმავე ოდენობით, რასაც უწოდებენ ანუიტებს (Annuity ან no-growth); თანაბრად მზარდი, ანუ ივარაუდება, რომ შემოსავლები ყოველ მომდევნო წელს გაიზრდება გარკვეული და უცვლელი განაკვეთით (even growth); ცვლადი (uneven), როდესაც შემოსავლების პროგნოზირება ხდება ადებული პერიოდის ყოველი წლისათვის ინდივიდუალურად.

შემოსავლების ხანგრძლივობას ექსპერტები ყოფენ ორ ძირითად კატეგორიად: „შეუზღუდავი“ ხანგრძლივობით (Perpetuity), ანუ კომპანიის ფუნქციონირების შეწყვეტა არ მოიაზრება მომდევნო ათეული წლების განმავლობაში; და განსაზღვრული ხანგრძლივობით, როცა კომპანიის საქმიანობა განიხილება მისთვის შესაბამისი გონივრული პერიოდის ფარგლებში. მაგალითად, სასტუმროების შემთხვევაში,

ხშირად იღებენ 10-20 და მეტ წელს, რადგან ბიზნესში უძრავი ქონების გამოყენება შესაძლებელია შედარებით ხანგრძლივი პერიოდის განმავლობაში, ახალი მნიშვნელოვანი კაპიტალური დაზანდებების გარეშე, ხოლო მცირე ზომის რესტორნებისათვის ხშირად 5-წლიან პერიოდს იღებენ.

აღსანიშნავია აგრეთვე ერთჯერადი შემოსავალი, მაგალითად როდესაც სტრატეგია ითვალისწინებს ბიზნესის გაყიდვას გარკვეული პერიოდის შემდეგ. ასეთი გაყიდვიდან მიღებული შემოსავალი, ბუნებრივია, განსხვავებულია ბიზნესის ოპერირებიდან მიღებული შემოსავლებისგან. ამ საკითხზე უფრო ვრცლად შევჩერდებით ქვეთავში ბიზნესის შეფასებისას.

შემოსავლების ღირებულების განსაზღვრა შესაძლებელია, როდესაც დადგენილია კაპიტალის ღირებულება (დისკონტირების კოეფიციენტი), შემოსავლების სახეობები და მათი ძირითადი მახასიათებლები. მნიშვნელოვანია აღინიშნოს, რომ შემოსავლების ყოველ სახეობას შეესაბამება მისთვის სპეციფიკური დისკონტირების კოეფიციენტი, რომელიც ქვემოთ იქნება განხილული.

მომავალი შემოსავლების მიმდინარე ღირებულება, ფულადი ნაკადების სახეების მიხედვით, გამოითვლება შემდეგი ფორმულებით:

ერთჯერადი მომავალი შემოსავლის (Present Value of Future Income)

$$(B.2) PVdCF = \frac{CF_t}{(1+d)^t} \qquad \$1254.6 = \frac{\$1736.44}{(1+12.00\%)^3}$$

სადაც,

PV - მიმდინარე ღირებულება;

CF- ფულადი ნაკადია აღებულ პერიოდში (მაგალითში მესამე წელია);

d - დისკონტირების (ანუ ფასდათმობის) კოეფიციენტი (მაგალითში 12%-ია);

t - წლის რიგითი ნომერია აღებული პერიოდის n წლებში, სადაც n=0 არის საწყისი წელი.

შეუზღუდავი პერიოდის შემოსავლების ნაკადისათვის უცვლელი ან /და მზარდი შემოსავლებით (ასევე უწოდებენ პერპეტუიტის [1, გვ. 24]) **(Present Vanue of Perpetuity):**

$$(B.3) PVdCF_{prep} = \frac{CF}{(d-gr)}$$

სადაც, თუ $gr=0$ - შემოსავლები უცვლელია: $\$15050 = \frac{\$1806}{(12\%-0\%)}$

ხოლო, თუ $gr>0$ - თანაბრად მზარდია: $\$22575 = \frac{\$1806}{(12\%-4\%)}, gr = 4\%$

გავაკეთებთ ორ შენიშვნას: 1) შეუზღუდავი პერიოდისთვის გამოთვლილი მაჩვენებლები უახლოვდება მრავალწლიურ მაჩვენებელს, მაგალითად, 135 პერიოდისთვის და საერთოდ შეუზღუდავი პერიოდისთვის გამოთვლილი მონაცემები ერთი და იგივეა მესამეების სიზუსტით; 2) თანაბრად მზარდი შემოსავლების გამოთვლას ექვემდებარება მხოლოდ ის შემთხვევები, რომლებშიც შემოსავლების ზრდის კოეფიციენტი დისკონტირების (ფასდათმობის) კოეფიციენტზე ნაკლებია, წინააღმდეგ შემთხვევაში ფორმულას აზრი ეკარგება.

განსაზღვრულ პერიოდში (აქ 3 წელი) თანაბარი ფულადი ნაკადებისათვის (აქ \$1 500), ანუ ანუიტებისათვის (Present Value of annuity):

$$(B.4) PVdCFann = CF * \left[\frac{1 - (1+d)^{-n}}{d} \right] \quad \$3603 = \$1500 * \left[\frac{1 - (1+12\%)^{-3}}{12\%} \right]$$

განსაზღვრულ პერიოდში (აქ 3 წელი) თანაბრად მზარდი (აქ 5% წლიური) ფულადი ნაკადებისთვის, ანუ მზარდი ანუიტებისათვის (Present Value of Growing Annuities):

$$(B.5) PVdCFann = CF * \left(\frac{CF}{(d-gr)} \right) * \left[1 - \left(\frac{1+gr}{1+d} \right)^n \right] \quad \$3772 = \left(\frac{\$1500}{(12\% - 5\%)} \right) * \left[1 - \left(\frac{1+5\%}{1+12\%} \right)^3 \right]$$

განსაზღვრულ პერიოდში (აქ 3 წელი) ფულის ცვლადი ნაკადისთვის (აქ: t1=\$1 550; t2=\$1 600; t3=\$1 700) (Present Value of Uneven cash flow):

$$(B.6) PVdCFun = CF * \sum \frac{CFt}{(1+gr)^{nt}} \quad \$3869 = \left[\frac{\$1550}{(1+12\%)^1} \right] + \left[\frac{\$1600}{(1+12\%)^2} \right] + \left[\frac{\$1700}{(1+12\%)^3} \right]$$

აღსანიშნავია, რომ ეს სტანდარტული მეთოდიკა უკვე დაპროგრამებულია პერსონალური კომპიუტერის – „ექსელის“ (Excel) – აპლიკაციაში (იხ. მაგალითად: [84]), ან შეიძლება გამოყენებული იქნეს ე.წ. „ონ-ლაინ“ ინტერნეტგვერდზე არსებული პროგრამები [35].

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, თითოეული ფულადი ნაკადის სახეობას შეესაბამება დისკონტირების კონკრეტული მოდელი (იხ. ცხრილი 5).

ცხრილი 5. ფულადი ნაკადები და შესატყვისი დისკონტირების კოეფიციენტები
(შედგენილია ავტორის მიერ)

Cash Flow – CF (ფულადი ნაკადის სახეობა)		Discount technique (კაპიტალის ღირებულების გამოთვლის მეთოდები)
Free Cash Flow – FCF (თავისუფალი ფულადი ნაკადი)	⇒	Weighted Average Cost of Capital - WACC (კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულება)
Capital Cash Flow – CCF (მთლიანი კაპიტალის ფულადი ნაკადი)	⇒	Capital Assessment Pricing Model for asset – CAPM as. (მთლიანი კაპიტალის შეფასების მოდელი)
Equity Cash Flow – ECF (კერძო კაპიტალის ფულადი ნაკადი)	⇒	Capital Assessment Pricing Model for equity – CAPM eq. (კერძო კაპიტალის შეფასების მოდელი)

2. საინვესტიციო პროექტების (ობიექტების) შეფასება

ზემოთ განვიხილეთ ფასწარმოქმნის მნიშვნელოვანი კომპონენტები. ამასთანავე, შეფასების მეთოდიკა და საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღება საჭიროებს დამატებით მონაცემებს. სრული წარმოდგენისთვის ქვემოთ მოგვყავს ამ მაჩვენებლების სია, უკვე განხილულ მაჩვენებლებთან ერთად:

- საწყისი საინვესტიციო დანახარჯები, ახალი ბიზნესის განვითარების შემთხვევაში;
- საინვესტიციო კაპიტალის მოცულობა და ინვესტიციის რისკები;
- შემოსავლების მოცულობა, პერიოდი და თანამიმდევრობა;
- ბიზნესის ღირებულება (ერთჯერადი შემოსავალი) მისი გაყიდვისას;
- საინვესტიციო შესაძლებლობების არჩევანის არსებობა: ერთი პროექტი, ალტერნატიული პროექტები და ურთიერთთავსებადი პროექტები.

აღნიშნული მაჩვენებლების გათვალისწინება ხდება შეფასების ყველა მეთოდიკაში, თუმცა, სხვადასხვა დონეზე, ემპირიულად თუ გამოთვლებით, პირდაპირ თუ ირიბად.

შეფასების მეთოდიკის არსენალი მრავალფეროვანია, გამოცდილებაზე დაყრდნობილი სწრაფი და მარტივი მეთოდებით დაწყებული, დამთავრებული რთული

მრავალფაქტორიანი გამოთვლებით. როგორც წესი, ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში, პარალელურად იყენებენ რამდენიმე მეთოდს, რათა გამოვლინდეს ფასების დიაპაზონი.

ცალკე აღსანიშნავია, რომ შეფასების ობიექტები შეიძლება დაიყოს ორ განსხვავებულ კატეგორიად: ერთი, ბიზნესი, რომელიც დაკავშირებულია სამეწარმეო საქმიანობასთან, მეორე - ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც უზრუნველყოფილია მასთან დაკავშირებული ბიზნესით და საკუთრებით.

2.1 მოქმედი და ახალი ბიზნესის განვითარების შეფასება

ბიზნესის შეფასების მეთოდები შეიძლება დაჯგუფდეს შემდეგ სახეებად:

- დანახარჯების მეთოდი;
- კაპიტალის ღირებულების (ანუ დისკონტირების) მეთოდი;
- ჯერადობის კოეფიციენტების (საბაზრო ფასების შედარების და ემპირიული კოეფიციენტების) მეთოდი;
- შემოსავლების ზრდის, ანუ კაპიტალიზაციის მეთოდი.

დანახარჯების მეთოდი.

დანახარჯების მეთოდი გამოიყენება ახალი საშუალებების მშენებლობისა და განვითარების ან ახლად აშენებული ობიექტების ღირებულების შესაფასებლად. ამ შემთხვევაში, ჯერ მსჯელობენ პირველად შეფასებაზე და არა სამშენებლო ბიუჯეტის შედგენაზე, რაც პირველადი შეფასების შემდგომი ეტაპია.

დანახარჯების მეთოდით დადგენილი ღირებულება შეზღუდული მნიშვნელობისაა, რადგან მასში არ აისახება მომავალი შემოსავლები. ამასთან, იგი იძლევა წარმოდგენას ინვესტიციების ძირითად მოცულობაზე და აგრეთვე გამოიყენება სხვა ბიზნესის შეფასების და ინვესტიციების ეფექტიანობის განსაზღვრის მეთოდებში, როგორცაა მაგალითად, პირდაპირი კაპიტალიზაცია, აქტივების წმინდა (ნარჩენი) ღირებულება, წმინდა მიმდინარე ღირებულება და სხვა (ეს მეთოდები განხილულია ქვემოთ). დანახარჯების მეთოდის მთავარი უპირატესობა მისი სიმარტივეა, მთავარი ნაკლოვანება კი - მიღებული შედეგის მიახლოებითი მნიშვნელობა.

ახალი ბიზნესის წამოწყება (ასეთ ინვესტირებას Greenfiled Investment-საც უწოდებენ), ძირითადად, დაკავშირებულია მშენებლობების ხარჯებთან. ბუნებრივია, ეს ხარჯები, პირველ რიგში, დამოკიდებულია სასტუმროს სახეობაზე, რომელიც დიდი მრავალფეროვნებით გამოირჩევა როგორც ფუნქციური სპეციალიზაციით, ასევე კლასით, მდებარეობით და მრავალი სხვა ნიშნით. სასტუმროს მშენებლობის ღირებულებაზე

ზოგადი წარმოდგენის შესაქმნელად მოგვყავს ერთ-ერთი ცნობილი საკონსულტაციო კომპანიის, HVS International-ის, მიერ განზოგადებული მონაცემები (იხ. ცხრილი 6).

ცხრილი 6. სასტუმროების მშენებლობისა და ამოქმედების ღირებულება (საშუალო მაჩვენებლების მიხედვით ერთ სასტუმრო ოთახზე გაანგარიშებული)[22]

	მიწის ღირებულება	წინასაშენებლო სამუშაოები (Development)	მშენებლობის ღირებულება	ავეჯი, აღჭურვილობა და მოწყობილობები (FF&E)	გახსნის-წინა ხარჯები და საბრუნავი კაპიტალი	სულ პროექტის ღირებულება
დაბალი კლასის სასტუმროები						
ყველაზე დაბალი	\$4 500	\$300	\$13 500	\$2 900	\$800	\$30 100
ყველაზე მაღალი	\$6 700	\$3 300	\$44 400	\$12 700	\$5 300	\$64 600
საშუალო	\$7 200	\$1 200	\$31 700	\$6,400	\$2 400	\$48 900
პროცენტული წილი	15%	2%	65%	13%	5%	100%
საშუალო კლასის სასტუმროები						
ყველაზე დაბალი	\$5 600	\$1 400	\$27 900	\$4 600	\$1 000	\$48 200
ყველაზე მაღალი	\$35 000	\$41 700	\$154 100	\$20 700	\$12 300	\$203 900
საშუალო	\$13 000	\$9 000	\$65 400	\$10 800	\$3 600	\$101 800
პროცენტული წილი	13%	9%	64%	11%	4%	100%
მაღალი კლასის სასტუმროები						
ყველაზე დაბალი	\$4 500	\$300	\$13 500	\$2 900	\$800	\$66 400
ყველაზე მაღალი	\$6 700	\$3 300	\$44 400	\$12 700	\$5 300	\$323 500
საშუალო	\$7 200	\$1 200	\$31 700	\$6 400	\$2 400	\$172 000
პროცენტული წილი	15%	2%	65%	13%	5%	100%
ლუქსის კლასის სასტუმროები						
ყველაზე დაბალი	\$17 900	\$26 500	\$142 800	\$36 400	\$5 500	\$231 800
ყველაზე მაღალი	\$137 500	\$144 700	\$285 900	\$104 600	\$28 500	\$596 000
საშუალო	\$48 500	\$60 500	\$202 100	\$52 000	\$12 400	\$375 500
პროცენტული წილი	13%	16%	54%	14%	3%	100%

აშენებული სასტუმროს შენობის დანახარჯების მეთოდით შეფასება ხდება მისი არსებობის წლების და მომავალში ამორტიზაციის პერიოდის გათვალისწინებით. ამ მეთოდს, ზოგჯერ, შენობის არსებობის წლების მეთოდს (*Age-life method*) უწოდებენ. იგი უფრო გამოდგება სტანდარტული სასტუმროებისათვის, რომელთა მიწის, ავეჯის, მოწყობილობების, საბრუნავი კაპიტალის და სხვა მაჩვენებლების ღირებულება მიახლოებულია საბაზრო სტანდარტებთან. ამ მეთოდის უკეთ გასაცნობად მოვიყვანთ

მაგალითს, რომელიც შედგენილია პირობითი მონაცემების გამოყენებით და გამოთვლის ეტაპების წარმოდგენით.

საწყისი მონაცემები:

- მიწის ფასი: \$7 500 000;
- შენობა და რემონტი: \$30 500 000 (\$ 122 000 ოთახზე გაანგარიშებით);
- ავეჯი და აღჭურვილობა: \$ 3 500 000 (\$ 14 000 ოთახზე);
- გახსნის და საბრუნავი თანხები: \$1 350 000 (\$ 5 400 ერთ ოთახზე);
- ოთახთა რაოდენობა: 250;
- შენობის ამორტიზაცია: 50 წელი; აქედან 8 წელი გასულია, ავეჯისა და აღჭურვილობის ამორტიზაციის ვადა - 10 წელი.
- შედარებადი სასტუმროების უახლესი გაყიდვების საშუალო ფასი (ე.წ. ანალოგის ფასი): \$42 850 000.

გამოთვლის მეთოდი:

- „ანალოგის ფასი“ გამოკლებული შენობის 8-წლიანი ამორტიზაციის თანხა: $(42\,850\,000 * 8/50) = \$ 4\,880\,000$;
- გამოკლებული ავეჯის და აღჭურვილობის ამორტიზების თანხა: $(\$ 3\,500\,000 * 8/10) = \$2\,800\,000$;
- დამატებული კაპ.დანახარჯები 8 წლის მანძილზე: \$3 000 000;
- სულ დაზუსტებული ღირებულება: \$38 170 000.

შემოსავლების მეთოდი.

მოქმედი ბიზნესის შეფასების მეთოდიკა სტანდარტულად განიხილება ფინანსების თემატიკასთან დაკავშირებულ სალექციო კურსებსა და ლიტერატურაში. ჩვენს ამოცანას წარმოადგენს ყურადღების გამახვილება იმ თავისებურებებზე, რომლებიც ახლავს სასტუმროებთან დაკავშირებული ბიზნესის შეფასებას. ასეთი თავისებურებები ვლინდება შეფასების პროცედურის სხვადასხვა ეტაპზე და მათი უბრალოდ ცალკე

გამოყოფა მოგვცემდა არასრულყოფილ სურათს. ამიტომ, ბიზნესის შეფასების მეთოდიკას, სასტუმროების ბიზნესის შეფასების სპეციფიკით განვიხილავთ იქ, სადაც ამას აქვს ადგილი.

ასეთი მიდგომა შეიცავს მეთოდიკის ორ ჯგუფს: ა) დისკონტირების მეთოდს, ცვლადი შემოსავლების მქონე ობიექტებისათვის; და ბ) პირდაპირი კაპიტალიზაციის მეთოდს, რომლის გამოყენება უფრო გამართლებულია სტაბილური და პროგნოზირებადი შემოსავლების მქონე ობიექტების მიმართ.

*

*

*

ჩართვა 4: პირდაპირი კაპიტალიზაციის მეთოდის, ბიზნესის შეფასების მეთოდების კლასიფიკაციაში ზოგჯერ ცალკე გამოყოფილი, ხოლო შემოსავლებზე დაფუძნებული ჯერადობის კოეფიციენტები ჯერადობის კოეფიციენტების არსენალიდან გამოიყოფა და შემოსავლების მეთოდის კაპიტალიზაციაში განიხილება.

*

*

*

კაპიტალის ღირებულების (დისკონტირების) მეთოდის კომპანიის ბიზნესის ფასს, განსაზღვრავს სამი ძირითადი ფაქტორი: 1) საქმიანობიდან მიღებული და მოსალოდნელი შემოსავალი; 2) აქტივების გაყიდვიდან მოსალოდნელი შემოსავალი; 3) ბიზნესში გამოყენებული კაპიტალის – სესხის და კერძო თანხების ღირებულება. ამ შეფასებას ხშირად Fair Market Value (FMV)-ს უწოდებენ, რაც ითარგმნება, როგორც გონივრული საბაზრო ფასი [57]. მისი გამოთვლა ხდება შემდეგი ფორმულით:

$$(C.1) FMV = PVd CF + PVdTV.$$

ამ ფორმულაში ახალ კომპონენტს წარმოადგენს ე.წ. „ტერმინალური ღირებულება“: Terminal Value (TV), რომელიც ასახავს კომპანიის ღირებულებას ლიკვიდაციის ან გაყიდვის პროცესში. მისი შეფასების მეთოდის რამდენიმე ვარიანტად არის წარმოდგენილი, იმის მიხედვით თუ რა სცენარით იქნება განხილული ბიზნესის მომავალი მისი გაყიდვის შემდეგ: გაუქმდება თუ გააგრძელებს ფუნქციონირებას და შემოსავლების მოტანას.

შეფასების მეთოდის შერჩევა და გამოთვლის მოდელი, აგრეთვე, დამოკიდებულია ინფორმაციის ხელმისაწვდომობასა და იმაზე, თუ ბიზნესის რომელი მაჩვენებელია უფრო პროგნოზირებადი. პროგნოზირებადი მაჩვენებლები, აგრეთვე, გამოიყენება ნაკლებად პროგნოზირებადი მონაცემების შესაფასებლად არსებული ფარდობითი კოეფიციენტების გამოყენებით. აქვე აღვნიშნავთ, რომ ისევე როგორც მთლიანი ბიზნესის შეფასებისას, ამ

კომპონენტის მიმართაც, ექსპერტები აწარმოებენ გამოთვლებს რამდენიმე ალტერნატიული მეთოდით ფასების დიაპაზონის დასადგენად და საორიენტაციო ფასად იღებენ საშუალო მაჩვენებელს. ამ მეთოდებს განვიხილავთ ქვემოთ.

ბიზნესის მომავალი გასაყიდი ფასის მიმდინარე ღირებულება და ეს ბიზნესი გაყიდვის შემდეგ განიხილება როგორც მზარდი შემოსავლების მომტანი „შეუზღუდავი პერიოდით“ (Present Value Terminal Value as a growing Perpetuity - PVTV). ეს მეთოდი ითხოვს სავარაუდო შემოსავლების ზრდის კოეფიციენტის განსაზღვრას ბიზნესის გაყიდვის შემდეგ. იგი შეიძლება იყოს ბოლო წლების საშუალო მაჩვენებელი ან მედიუმი, ან სხვა შესატყვისის სტატისტიკური პარამეტრი. ხშირად იღებენ შემოსავლების ბოლო წლის ზრდის კოეფიციენტს, რომელიც ჩვენს მაგალითშიც არის გამოყენებული (იხ. ფორმულა- B.3 ზემოთ, თავი I.,1.2).

ექსპერტმა ასევე უნდა შეარჩიოს შემოსავლების სახეობაც, რომლის თავისებურებები წინა თავში განვიხილეთ. მოცემულ მაგალითში გამოყენებულია თავისუფალი ფულის ნაკადი

(FCF). დანარჩენი მონაცემები და დაშვებები აღებული გვაქვს ჩვენ მიერ უკვე წარმოდგენილი მაგალითებიდან, კერძოდ WACC-(A.1.3); FCF-(B.1.1.). გასაყიდი კომპანიის ნარჩენი აქტივების ღირებულებად, შემოსავლების ზრდის კოეფიციენტად და

შემოსავლების პერიოდად აღებულია ფორმულა B.2, B.3 და B.4-ის მონაცემები (იხ. თავი I, 1.2).

$$(C.2)PVTV_{prgr} = \left[\frac{\left(\frac{FCFn * (1+gr)}{(WACC-gr)} \right)}{(1+WACC)^{n+1}} \right] \quad \$10726 = \left[\frac{\left(\frac{\$1736 * (1+4\%)}{(13,98\% - 4\%)} \right)}{(1+13,98\%)^{3+1}} \right]$$

რაც შეეხება მომავალში გასაყიდი ბიზნესის შეფასებას, უცვლელი შემოსავლების პერსპექტივით (*Present Value of Terminal Value as an annuity*), გამოთვლა ხდება იმავე ფორმულით, რომელიც გამოვიყენეთ მზარდი შემოსავლების მქონე კომპანიის მაგალითისათვის, იმ ცვლილებით, რომ ზრდა არის ნულის ტოლი. შესაბამისად, ფორმულა იღებს გამარტივებულ სახეს:

$$(C.3)PVTV_{pran} = \frac{\left(\frac{FCFn}{WACC} \right)}{(1+WACC)^{n+1}} \quad \$7362 = \frac{\left(\frac{\$1736}{13,98\%} \right)}{(1+13,98\%)^{3+1}}$$

გასაყიდი ბიზნესის სალიკვიდაციო ფასების დადგენაც აქტივების იმ ნარჩენი ღირებულებით ხდება, რომელიც მას ექნება ლიკვიდაციის დროს მომავალში. სხვანაირად რომ ვთქვათ, ეს არის გასაყიდი ბიზნესის მომავალი საბალანსო ღირებულება დღევანდელი ფასებით. ამ შემთხვევაში, მოსალოდნელი შემოსავალი ფასდება ე.წ. წმინდა ნარჩენი აქტივების - PV Net Asset Value (NAV) – მეთოდით და იგი დაკავშირებულია ბუღალტრულ გამოთვლებთან.

სასტუმროების ინდუსტრიაში ფართოდ გამოიყენება *სასტუმრო ოთახის ღირებულების განსაზღვრა ჯერადობის კოეფიციენტით*. ემპირიული კანონზომიერებიდან გამომდინარე (რასაც ცერა თითის წესს უწოდებენ), სასტუმროს ფასი უახლოვდება თანხას, რომელიც 1000-ჯერ მეტია სასტუმრო ოთახის საშუალო დღიურ განაკვეთზე (ფასზე). ეს უკანასკნელი გამოითვლება ოთახებიდან მიღებული შემოსავლების გაყოფით გაყიდულ ოთახთა რაოდენობაზე დღეში. მაგ.,: 200 (სასტუმრო ოთახის რაოდენობა) * \$150 (საშუალო დღიური შემოსავალი ოთახზე) * 1000 = \$30 მლნ-ს (სასტუმროს ფასი).

არსებითად იგივე კოეფიციენტია ერთ ოთახზე საშუალო წლიური შემოსავლის ჯერადობის კოეფიციენტი (RevPAR- Revenue per Available Room), რომელიც ემპირიულად ჩამოყალიბებული კანონზომიერებით, უდრის 3.5-4.5 სასტუმროს, დატვირთულობის მიხედვით [70]. აღნიშნავთ, რომ ერთ ოთახზე შემოსავალი გამოითვლება ოთახებიდან მიღებული შემოსავლების გაყოფით სასტუმროს ოთახების საერთო რაოდენობაზე და აღებული პერიოდის დღეებზე გაყოფით: RevPAR=Total Guest Room Revenue/Number of

Total Available Rooms/Number of days in the period [92], ან $ADR * Occupancy\ rate$. ზემოთ ხსენებული მონაცემების გამოყენებით, სასტუმროს ფასი იქნება: $200 \text{ ოთახი} * \$150 \text{ ADR} * 0.70$ დატვირთვა $* 365 * 4$ ჯერადობა = \$30.6 მლნ.

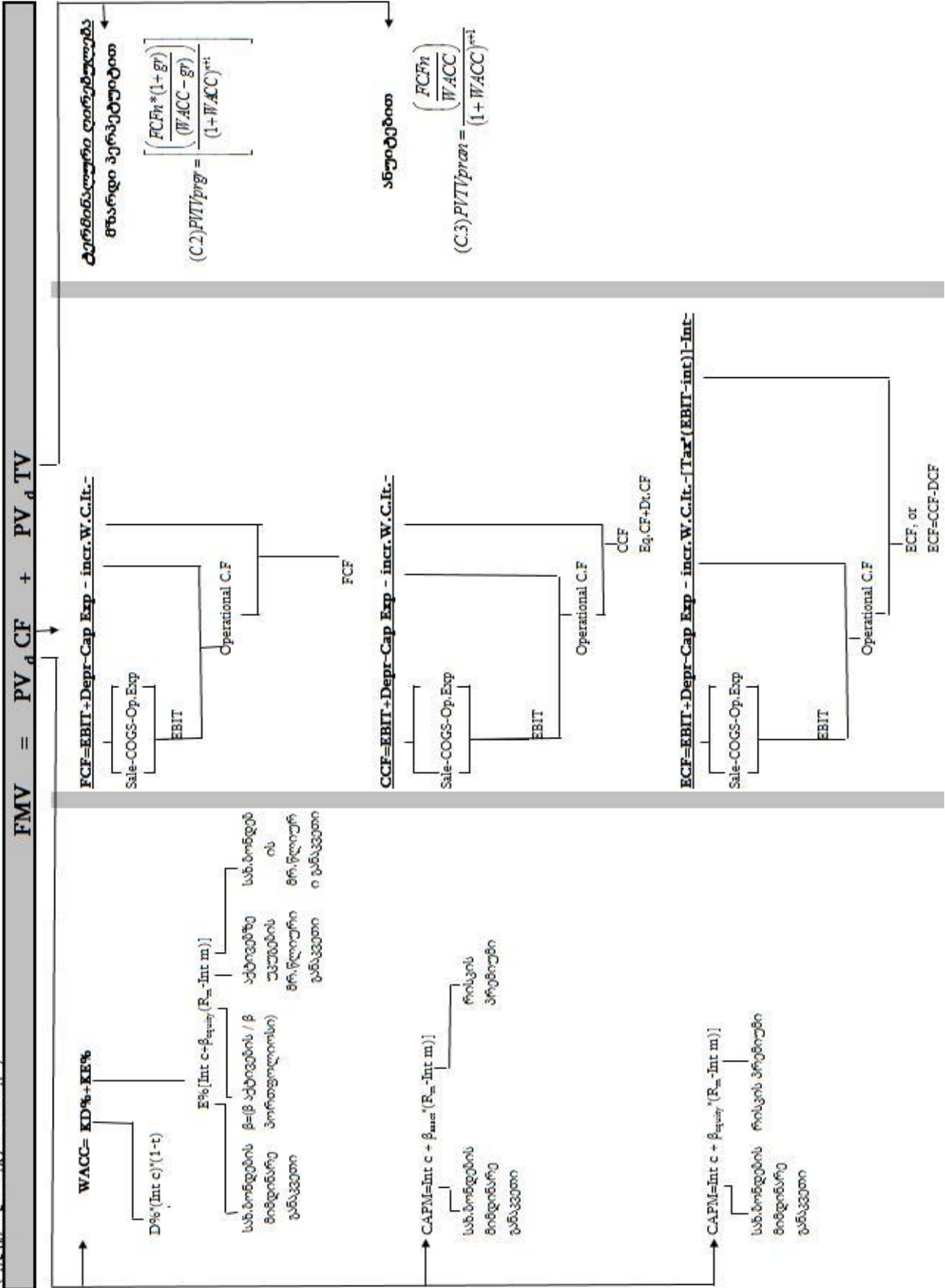
კიდევ ერთი და ამასთანავე მარტივი მეთოდი, რომელიც ტრადიციულად გამოიყენება სასტუმროების შესაფასებლად, მისი გაყიდვის დროს, არის მოგება გამრავლებული დისკონტირების ჯერადობის კოეფიციენტზე. დისკონტირების ჯერადობის კოეფიციენტის გამოთვლა ხდება შემდეგი ფორმულით: $100 / \text{დისკონტირების კოეფიციენტი}$, მაგალითად: $100 / WACC = 100 / 13.98 = 7.15$. თუ მოგება შეადგენს მაგალითად, \$3.5 მლნ-ს, სასტუმროს ფასი იქნება: $\$3\,500\,000$ (სასტუმროს წლიური მოგება) $* 7.15$ (ჯერადი) = $\$25\,025\,000$. სასტუმროების ბიზნესში ეს მაჩვენებელი საშუალოდ იცვლება 6 დან 18-მდე და საშუალო მაჩვენებელი შეადგენს 14-ს [62].

ფასიანი ქაღალდების გასაყიდი ღირებულება განსხვავდება ბიზნესის გაყიდვის ღირებულებისაგან, რადგან ფასიანი ქაღალდები მუდმივ და პერიოდულ ყიდვა-გაყიდვის პროცესშია და მას ფასწარმოქმნის განსხვავებული ბუნება ახასიათებს. ამ საკითხს შემდეგ თავში დავუბრუნდებით.

ამრიგად, ბიზნესის ტერმინალური ღირებულების განხილვით დასრულდა ზოგადად ბიზნესის, როგორც საინვესტიციო ობიექტის, შეფასების თემატიკა. როგორც ვნახეთ, იგი მრავალფეროვნებით და კომპლექსურობით გამოირჩევა. განხილული მეთოდების ურთიერთკავშირების დასანახად და მთელი პროცესის მთლიანობაში წარმოსადგენად, მოგვყავს სქემატური გამოსახულება, რომელიც იწყება შეფასების ყველაზე განზოგადებული ფორმულით და გრძელდება თითოეული მისი შემადგენლის „დაშლით“ ქვეკომპონენტებად, შესაბამისი ფორმულების მითითებით (იხ. ნახაზი 6).

ნახაზი 6. „გონივრული საბაზრო ფასის“ (FMV) გამოთვლის ზოგადი ფორმულა შემავალი კომპონენტებით

(შუღიწილით ავტორის მიერ)



2.2 ფასიანი ქაღალდების შეფასება და ანალიზის მეთოდები.

ფასიანი ქაღალდების შეფასება, ინვესტირების მიზნით, ხშირად ხდება პირდაპირი ინვესტიციების შემთხვევაში გამოყენებული მეთოდებით, შესაძლოა გარკვეული მოდიფიკაციებით. ამდენად, მეთოდების გარკვეული ნაწილის დაყოფა, შეფასების ობიექტის საფუძველზე, პირობითია. ამასთან, არის შეფასების ისეთი მეთოდები და კოეფიციენტები, რომლებიც სპეციფიკურია მართო ფასიანი ქაღალდებისათვის, მათი ფასწარმოქმნის ბუნებიდან გამომდინარე. მაგალითად: საინვესტიციო ფონდის აქციები უზრუნველყოფილია დივერსიფიცირებული ბიზნესით და ქონებით, რაც არსებითად განასხვავებს მას პირდაპირი ინვესტირების ობიექტებისაგან; ფასიანი ქაღალდი უძრავი ქონებისგან განსხვავებით სისტამატურ ვაჭრობაშია.

ფასიანი ქაღალდების შეფასების მრავალი ათეული მეთოდი და კოეფიციენტი არსებობს (იხ. მაგ.,[41]). მათ ყოფენ სხვადასხვა კატეგორიებად ძირითადი დანიშნულების, მაგალითად, მომგებიანობის, შემოსავლიანობის, ლიკვიდობის და გადახდისუნარიანობის მიხედვით.

რადგან ინვესტიციების საბოლოო მიზანი დაბანდებულ კაპიტალთან მიმართებაში მოგების განსაზღვრა, ანუ ეფექტიანობის დადგენა, ამდენად, მის შესაბამის მეთოდიკას განვიხილავთ ცალკე (იხ. ქვეთავი III.1). ქვემოთ გამოყოფილია დანარჩენი დანიშნულების მეთოდები და კოეფიციენტები, რომლებსაც ხშირად მიმართავენ სასტუმროების ინდუსტრიასთან დაკავშირებული ფასიანი ქაღალდების შეფასებებისას:

1. NOI – Net Operating Income - წმინდა საოპერაციო შემოსავალი. იგი ასახავს სასტუმროების მართვის ეფექტიანობას, მაგრამ წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ფასწარმოქმნის ერთ-ერთ ძირითად მაჩვენებელს. წმინდა საოპერაციო შემოსავალი განსხვავდება სტანდარტული წმინდა შემოსავლისგან იმით, რომ მასში აისახება მხოლოდ სისტემური და არაერთჯერადი ან არასისტემური შემოსავლები, რომლებიც შეიძლება წარმოიქმნას რაიმე აქტივის, მაგალითად, საინვესტიციო პორტფოლიოს ერთ-ერთი სასტუმროს ან ტერიტორიის ერთი ნაკვეთის გაყიდვის შედეგად და ა.შ. ასეთი მიდგომა უკეთესად ასახავს მაპროფილზელი ბიზნესის შემოსავლიანობას;
2. EPS – Earning Per Share - მოგება (შემოსავალი) აქციაზე. გამოითვლება: Net Inc/Outstanding Shares ან NOI/Outstanding Shares ან FFO/Outstanding Shares-ით. იგი წარმოადგენს მოგებას, რომელიც კომპანიამ მიიღო გასულ საანგარიშო წელს, ბრუნვაში მყოფ ერთ ჩვეულებრივ აქციაზე გადაანგარიშებით. ამ კოეფიციენტის განხილვისას უნდა გვახსოვდეს, რომ მასში არ შედის პრივილეგირებული აქციები. წლის მანძილზე შესაძლოა აქციების რაოდენობის ცვლა. ეს ინფორმაცია მოიპოვება ფინანსური ანგარიშებიდან. აგრეთვე, აღვნიშნავთ, რომ თუ ფასდება იმ კომპანიის აქციები, რომლებიც შემოსავალს იღებენ არენდით გაცემული სასტუმროებიდან, მაშინ აღნიშნულ მაჩვენებელში წმინდა შემოსავლის ნაცვლად იყენებენ გამომუშავებული ფონდების FFO [38] მონაცემს;

3. P/E – Price Earnings Ratio - ფასი/მოგების (ასევე იხმარება ფასი/შემოსავლის) კოეფიციენტი - ყველაზე პოპულარული მაჩვენებელია ინვესტიციებთან მიმართებაში. იგი ასახავს თუ რამდენად მეტს იხდიან ინვესტორები, კომპანიის დღევანდელი მოგების გათვალისწინებით, რომ მისგან მომავალში მეტი მოგება მიიღონ. ეს მაჩვენებელი გაანგარიშებულია ერთ აქციაზე. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ, ზოგჯერ, აქციათა რაოდენობად იღებენ ან გასული წლის საშუალო მაჩვენებელს, ან მომავალი წლის მოსალოდნელ რაოდენობას;
4. P/S - Price/Sale Ratio - ფასი/გაყიდვების კოეფიციენტი. იგულისხმება ერთი აქციის ფასი, გაყოფილი ამ აქციის გაყიდვებით მიღებულ შემოსავალზე და მიუთითებს თუ რამდენად ხშირად ყიდულობენ ამ აქციებს ინვესტორები (ხშირად, სასტუმროების ინდუსტრიაში ეს მაჩვენებელი 5-დან 10-ის ფარგლებში მერყეობს);
5. D/E – Debt Equity Ratio - სასესხო და საკუთრი კაპიტალის ფარდობის კოეფიციენტი, ე.წ. ლევერეჯის მაჩვენებელია. ამ შემთხვევაში, სასესხო კაპიტალში შედის არა მარტო პროცენტური სესხები, არამედ კომპანიის მთლიანი ვალდებულებები. რაც მეტია კოეფიციენტი, სავარაუდოა, რომ მით უფრო იაფი დაუჯდება კომპნიას ბიზნესის მართვა, რადგან სესხები და სხვა ვალდებულებები, როგორც აღინიშნა, უფრო იაფი საინვესტიციო კაპიტალია, ვიდრე კერძო კაპიტალი. ამასთან, დაბალი კოეფიციენტი მიუთითებს კომპანიის მიერ სესხების მიზიდვის მაღალ პოტენციალზე;
6. Dividends per Share – გაცემული (განაწილებული) დივიდენდები ერთ ჩვეულებრივ აქციაზე;
7. Dividends Yield – მიღებული დივიდენდები. გამოითვლება როგორც ერთ აქციაზე მიღებული დივიდენდები, გაყოფილი ერთი აქციის ფასზე – Annual Dividend per Share / Current Price per Share;
8. Price to Book Ratio - ფასი-საბალანსო ღირებულების კოეფიციენტი. იგულისხმება კომპანიის აქციის საბაზრო ღირებულების შეფარდება მის საბალანსო ღირებულებასთან. იგი, არსებითად, ასახავს თუ რამდენს იხდიან ინვესტორები კომპანიის ნარჩენ ღირებულებაზე.
9. Payout Ratio - Cash DivPaid/Net Income - ეს კოეფიციენტი აჩვენებს თუ რა რაოდენობის დივიდენდები გაიცა კომპანიის მოგების ერთ ერთეულზე. ითვლება რომ 0.75 მაჩვენებელი ზოგადად ბიზნესში წარმოადგენს მაქსიმუმს. ამასთან, REIT-ის შემთხვევაში დივიდენდების თითქმის სრული (75%-95%-ის ოდენობით) გაცემა წარმოადგენს ტრასტის სპეციფიკას და კანონით სავალდებულოა. სხვა შემთხვევებში, დივიდენდების გაცემა კომპანიის სტრატეგიის მანიშნებელია: კერძოდ, მცირე დივიდენდების გაცემა შესაძლოა განპირობებული იყოს კომპანიის ზრდით, ხოლო დიდი ოდენობის დივიდენდების გაცემა – კომპანიის მიმზიდველობის გაზრდის მიზნით ან კომპანიის დახურვის გეგმებით;
10. Current Ratio - კოეფიციენტი წარმოადგენს ფარდობას მიმდინარე აქტივებსა და მიმდინარე ვალდებულებებს შორის - Current Asset/Current Liabilities. იგი საბუღალტრო ბალანსის მაჩვენებელია, ამასთან, მნიშვნელოვან გავლენას ახდენს აქციების ფასებზე, კერძოდ, მისი ლიკვიდურობის თვალსაზრისით. ზოგადად, რაც

მეტია კოეფიციენტის მაჩვენებელი (მაგალითად 2-ზე მეტი), მით უფრო სანდოა ზოგადად ბიზნესი;

11. Solvency Ratio – კომპანიის გადახდისუნარიანობის კოეფიციენტი. გამოთვლის ფორმულაა: წმინდა მოგება (სასტუმროების ინდუსტრიაში შესაძლოა წმინდა საოპერაციო მოგება) გაყოფილი მიმდინარე და გრძელვადიან ვალდებულებებზე – $\text{Net Income} / (\text{Short term Liabilities} + \text{Long-term Liabilities})$. ეს კოეფიციენტი მიუთითებს კომპანიის არსებობის შესაძლებლობებზე ხანგრძლივ პერსპექტივაში.

ხაზი უნდა გაესვას, რომ აღნიშნული კოეფიციენტები ან მეთოდები არ იძლევა ერთმნიშვნელოვნად უარყოფით ან დადებით შეფასებას. რეალობაში, ინვესტიციების წარმატებაზე მოქმედებს მრავალი სხვა არასისტემური და შემთხვევითი, ობიექტური თუ სუბიექტური ფაქტორი, რომლებიც არ აისახება მოყვანილ მეთოდებში.

ამასთან, ამ კოეფიციენტების კომპლექსური განხილვა და ურთიერთშედარება იძლევა ინფორმაციას, რომლის გათვალისწინებას საინვესტიციო გადაწყვეტილებებში დიდი მნიშვნელობა აქვს. ქვემოთ განხილულია მათი კავშირები ბიზნესის სტრატეგიის ოთხ მიმართულებასთან, რომლებიც გამოვყავით პირველ თავში. არჩეულ სტრატეგიულ

მიმართულებებს უკეთდება განმეორებითი მოკლე კომენტარი, ნორმატიულ მაჩვენებლებთან მათი კავშირების უკეთ წარმოსაჩენად.

სტაბილურ შემოსავლებზე გათვლილი ინვესტიციები (Incoming Investing): ამ სტრატეგიისას ინვესტორი მიზნად ისახავს სტაბილური და ხანგრძლივი შემოსავლების უზრუნველყოფას მოსალოდნელი დიდი მოგების დათმობის ხარჯზე. იგი ყველაზე პოპულარული მიმართულებაა სასტუმროებთან დაკავშირებულ ინვესტიციებში. ამ არჩევანისთვის დამახასიათებელია შემდეგი მონაცემები: ერთ აქციაზე დივიდენდების (Div/Per Share) მაღალი კოეფიციენტი ხანგრძლივ (ბოლო 5, 10, 15 და მეტი წლების) პერიოდში; დივიდენდების გაცემის – (Dividends Pay-Out Ratio) – მაღალი მაჩვენებელი (როგორც უკვე აღინიშნა REIT-ის შემთხვევაში იგი სავალდებულოდ მაღალია); დივიდენდების მიღების მაღალი და მზარდი კოეფიციენტი – (Dividends Yield Ratio), კერძოდ, 5-6% და მეტი წელიწადში, თუმცა 1-2 წლის განმავლობაში არ უნდა იყოს მკვეთრი ზრდა (მაგალითად, 1.5% დან - 6% მდე), რაც შესაძლოა უახლოეს მომავალში კომპანიის ფასის მკვეთრი დაცემის მანიშნებელი იყოს.

ღირებულების ზრდაზე ორიენტირებული ინვესტიციები (Value Investing) ხორციელდება, როდესაც შესაძენი აქტივების ფასი ინვესტორის რწმენით, არის მის რეალურ საბაზრო ფასზე ნაკლები ან ინვესტორს ეძლევა საშუალება იყიდოს აქტივები შეღავათიან ფასად. ამით იქმნება იაფი აქტივების შეძენის, მათ განვითარებაში ინვესტირების და შემდგომ მომგებიანად გაყიდვის ხელსაყრელი შესაძლებლობები. ეს სტრატეგია შეიძლება იყოს ხანგრძლივი ან მოკლევადიანი. მისი არჩევისთვის შესატყვისი მაჩვენებლებია: დაბალი საბალანსო ღირებულება (Price/Book Ratio); დაბალი/მოგების კოეფიციენტი (Price/Earning Ratio); დივიდენდების მიღების (Dividends Yield) მაღალი ნიშნული.

მზარდ მოგებაზე გამიზნული სტრატეგია მაღალი რისკის შემცველი მიმართულებაა, რომელიც ითვალისწინებს კომპლექსურ ზრდას როგორც აქტივების ღირებულებაში, ისე შემოსავლების ზრდაში. ეს არჩევანი განსაკუთრებულად გამართლდა გასული ათწლეულების პერიოდში მაღალი ტექნოლოგიების შემცველი კომპანიების წარმოჩენით. სასტუმრო ბიზნესისათვის იგი ნაკლებად დამახასიათებელია. ამ სტრატეგიის არჩევასა ყურადღება ექცევა შემდეგ მონაცემებს: მაღალი მოგება აქციაზე (EPS) ბოლო 5-10 წლის განმავლობაში, რაც, საორიენტაციოდ, არის 5%-იანი წლიური ზრდა, მსხვილი კორპორაციის შემთხვევაში (აქტივების ღირებულება \$4 მლრდ-ზე მეტი), 7%-იანი ზრდა საშუალო კაპიტალიზაციის აქტივებისთვის (\$4 მლრდ-400 მლნ) და 12%-იანი ზრდა ნაკლები კაპიტალიზაციის კორპორაციებისთვის (\$400 მლნ-ზე ნაკლები); ასევე, მაღალი ფასი აქციაზე (P/S); მზარდი შემოსავლები (10-15%), სადაც 15%-იანი განაკვეთი ნიშნავს შემოსავლების გაორმაგებას 5-წლიან პერიოდში; დივიდენდების გაცემის მაღალი კოეფიციენტი; სტაბილური ან მზარდი მოგება კერძო კაპიტალზე (ROE).

აქტივების განაწილების სტრატეგია ემსახურება რისკების დაბალანსებას ინვესტიციების დივერსიფიცირების გზით. ამ შემთხვევაში, ყურადღება ექცევა მომგებიანობის და

რისკების მაჩვენებლების შედარებას გადახდისუნარიანობის, ლიკვიდობის და კაპიტალის სტრუქტურის მაჩვენებლებთან. ასხვავებენ რისკების განაწილების შემდეგ სახეობებს: აგრესიულს (ანუ მაღალ მოგებაზე ორიენტირებულს და მაღალი რისკის შემცველს), რომელშიც პრაქტიკულად წარმოდგენილი არ არის დაბალრისკიანი ბონდები და თამასუქები; ზომიერად აგრესიულს, ბონდების 16%-იანი მონაწილეობით; ზომიერს, ბონდების და მსგავსი დაბალრისკიანი ფასიანი ქაღალდების წილი 40%-ზე მეტია. ბუნებრივია, ეს მაჩვენებლები ემპირიული და განზოგადებულია. ამ სტრატეგიის სპეციალისტები იყენებენ უფრო რთულ, მათემატიკური მოდელირების მეთოდებს [15].

ზემოთ წარმოდგენილი კოეფიციენტები და მათი ნორმატივები შერჩევითადაა მოყვანილი, რადგან მათი შემდგომი ანალიზი მოითხოვს კერძო შემთხვევების ვრცელი სპექტრის განხილვას. ამ საკითხს მოცემული ნაშრომის ფარგლებში მხოლოდ სასტუმროების მაგალითზე განვახილავთ.

სასტუმრო ბიზნესთან დაკავშირებული აქციების მაჩვენებლების განხილვისთვის შევარჩიეთ კონკრეტულად REIT-ის სტატუსის მატარებელი კომპანიების საინფორმაციო ბაზები და მათი შეფასების კრიტერიუმები ინვესტირების მიზნებისთვის. დღეისათვის არსებობს REIT-ების 8 პოპულარული ვებგვერდი. ესენია: finviz.com [37]; Google Finance [75]; Yahoo Finance [95]; Morningstar: MarketWatch [56]; Kiplinger [51]; StockScouter [95]; Guru Stock screener [60]; და Financial Post [36]. უნდა აღინიშნოს, რომ კომპანიების შეფასება ყოველთვის ხდება შემფასებლის ისეთი სუბიექტური ფაქტორის გათვალისწინებით, როგორცაა: ინვესტირების მიზანი, ინვესტიციის უკუგების მოლოდინი და მოგების მიღების პერიოდი, ინვესტორის რესურსები და სხვა. ამიტომ, ქვემოთ მოყვანილი მაჩვენებლები და ნორმატივები შერჩეულია პრაქტიკაში მათი ხშირი გამოყენების გამო და არა როგორც მკაცრად განსაზღვრული კრიტერიუმების სია. შესაბამისად, ისინი ატარებენ საინფორმაციო და სარეკომენდაციო ხასიათს.

ცხრილი 7. REIT-ს აქციების შეფასების ხშირად გამოყენებადი კრიტერიუმები [37;70]

მაჩვენებელი	ინგლისური სახელწოდება	პოპულარული ნიშნულები/რეკომენდაცია	კომენტარები ინგლისურად	თარგმანი და/ან კომენტარები
„მიღებული დივიდენდები“	“Dividends yield”	4%-ზე მეტი	Dividend Yield = Annual Dividend Per Share / Price Per Share	მიღებული დივიდენდები=აქციაზე გაცემული წლიური დივიდენდი /აქციის ფასი
„ერთ აქციაზე მოგების მოსალოდნელი ზრდა მომავალ ხუთწლეულში“	“EPS growth next 5 years”	10%-ზე მეტი (სულ ცოტა 5%-ზე მეტი)	Net Income - Dividends On Preferred Stock) / Average Outstanding Shares	გამოიყენება ხანგრძლივი პერსპექტივის შეფასებისას
„ინსტიტუციონალური მფლობელის წილი“	“Institutional”	40%-ზე მეტი ownership”	% of shares currently owned by institutional investors	ინსტიტუციონალური ფლობელობა მიიჩნევა მეტი სანდოობის მაჩვენებლად
აქციების „ფასი“	“Price”	\$5-ზე მეტი (სულ ცოტა \$2-ზე მეტი); ზოგი \$15-ზე მეტი	The current stock price or the close price during the last trading session.	აქციის მიმდინარე ფასი ან ბოლო ვაჭრობის დახურვამდე დაფიქსირებული ფასი
„200-დღიანი მარტივი მცოცავი საშუალო“	“200-day simple moving average (SMA)”	ფასი SMA 20-ზე მეტი	simple moving average of closing price is the mean of the previous 200 days' closing prices. Passing stocks should be trading above moving averages	ბოლო 200 დღის დახურვის ფასის საშუალო არითმეტიკული მაჩვენებელი
გასაყიდი აქციების „მიმდინარე რაოდენობა“	“Current volume”	200 000-ზე მეტი აქცია	Total number of shares traded for a given stock today, or during the last trading session.	გაყიდულ აქციათა რაოდენობა მოცემულ ბაზარზე, მიმდინარე დღის ან ბოლო ვაჭრობის სესიის განმავლობაში
„ცვლილება“ (ფასში)	“Change”	რანჟირება ფასების %-ული ზრდის მიხედვით, მაქსიმალურად გაზრდილი ფასის გამოსავლენად	Sort by % change to see most increasing price	პროცენტული სხვაობა მიმდინარე დღის და დახურვის წინა დღის ფასებს შორის

„იყიდე ან უკეთესი“	„Buy or Better“		FINVIZ compiles them into 5 categories: strong buy, buy or better, hold or better hold, hold or worse, sell, sell or worse and strong sell. Obviously, for stocks to be in-favor, analysts must be advising buying. Use the Analyst Recommendations filter and specify “Buy or better.”	ფასიანი ქაღალდების სპეც. ვებგვერდებზე ანალიტიკოსების წარმოდგენილია რეკომენდაციები, რომლებიც სტანდარტიზებულია 5 კატეგორიად. მათი სახელწოდებები პირობითად ნათარგმნია შემდეგი მაქსიმალურად მიახლოებული ტერმინებით: 1. ყიდვა ძალიან სასურველია; 2. იყიდე; 3. შეინახე; 4. გაყიდე; 5. გაყიდვა ძალიან სასურველია. FINVIZ-ში არის აგრეთვე გარდამავალი კატეგორიები: Buy or Better, Sell or Better, რომლებსაც ვთარგმნით როგორც „ჯობია იყოდო“, „ჯობია გაყიდო“.
--------------------	-----------------	--	---	---

თავი III. ინვესტიციების ეფექტიანობის განსაზღვრა და

ინვესტიციების მოზიდვა

ინვესტიციების ობიექტების ანალიზი და მათი შეფასება საშუალებას იძლევა განისაზღვროს ინვესტიციების ეფექტიანობა და დაიგეგმოს დაფინანსების მოზიდვის გზები.

1. ინვესტიციების ეფექტიანობის განსაზღვრა

ზოგადად ინვესტიციების ეფექტიანობა განისაზღვრება სხვაობით ან ფარდობით ჩადებულ თანხებსა და მიღებულ შემოსავლებს შორის, რასაც ხშირად უკუგებას უწოდებენ. ამ ეფექტიანობის შეფასების ბევრი მეთოდი არსებობს, რომელთა უმრავლესობის გამოყენება შეიძლება როგორც პირდაპირ, ისე ფასიან ქაღალდებში ინვესტიციების

შემთხვევაში. ამასთან, მათ გააჩნიათ პრიორიტეტული გამოყენება ერთ-ერთი ამ მიმართულებით, ზოგჯერ, გარკვეული მოდიფიკაციის მეშვეობით. ქვემოთ განხილული მეთოდები ამ პირობითობით არის დაჯგუფებული.

1.1 პირდაპირი ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასება.

პირდაპირი ინვესტირების ეფექტიანობა ტრადიციულად განისაზღვრება ხუთი პოპულარული მეთოდით:

- წმინდა მიმდინარე ღირებულება (Net Present Value - NPV);
- უკუგების შიგა განაკვეთი (Internal Rate of Return – IRR);
- დამატებითი ეკონომიკური ღირებულება (Economic Value Added- EVA);
- გამოსყიდვის პერიოდი (Pay Back Period – PBP);
- ხარჯ-სარგებლობის კოეფიციენტი (Cost-Benefit Ratio – CBR).

ცალკე გამოყოფთ კაპიტალიზაციის მეთოდს, რომელიც პოპულარულია ფასიან ქაღალდებში ინვესტიციებთან მიმართებაშიც, თუმცა, გააჩნია განსხვავებული განზომილება.

მომავალი ფულადი ნაკადების *მიმდინარე (ახლანდელი) წმინდა ღირებულება (NPV)* იგივეა, რაც ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულება (PV), რომელიც განხილულია წინა თავში, გამოკლებული ინვესტირებული კაპიტალი. ვინაიდან, ინვესტირებული კაპიტალი იგივე ფულადი ნაკადია ოღონდ უარყოფითი ნიშნით, ამიტომ მიმდინარე წმინდა ღირებულების ფორმულის გამოსახულება არ განსხვავდება ფულადი ნაკადების მიმდინარე ღირებულების ფორმულისგან (იხ. ფორმულა B 2, თავი I, 1.2). სხვაობა ვლინდება მხოლოდ გასული თანხების - ინვესტიციების ან ხარჯების - მონაცემების გათვალისწინებაში. როდესაც ხდება ამ მეთოდის გამოყენება სასტუმროების მიმართ, ზოგჯერ, ფორმულაში ფულადი ნაკადების გადინება-შემოდინების ნაცვლად იყენებენ წმინდა საოპერაციო მოგების მაჩვენებელს. იგი ასახავს შემოსულ და გასულ (დახარჯულ) თანხებს შორის სხვაობას და ფორმულა იღებს შემდეგ სახეს:

$$(D.1) NPV = \sum \frac{NOI}{(1+r)^n}, \quad \text{სადაც}$$

NOI - მომავალი ფულადი ნაკადები (უფრო დეტალურად იხ. ბიზნესის შეფასების ქვეთავი). ეს მაჩვენებელი სპეციფიკურია სასტუმროს ბიზნესში.
სტანდარტულად გამოიყენება ფულადი ნაკადების (Cash Flow - CF) ერთ-ერთი სახეობა (უფრო დეტალურად იხ. ბიზნესის შეფასების ქვეთავი);

r - დისკონტირების განაკვეთი;

n- წლების რაოდენობა შემოსავლების განხილულ პერიოდში.

როდესაც NPV მეტია 0-ზე, ეს ნიშნავს, რომ მომავალი შემოსავლები, დღევანდელი ღირებულებით, აღემატება ჩადებულ ინვესტიციებს. ქვემოთ მოყვანილ მაგალითში ეს დადებითი სხვაობა უდრის \$4.77 მლნ-ს.

ცხრილი 8. პირდაპირი ინვესტიციების ეფექტიანობის შეფასების მაგალითი

(შედგენილია ავტორის მიერ)

1	საწყისი ინვესტიცია	-\$20,000,000	მიახლოებულია საშუალო კლასის სასტუმროს მშენებლობის ღირებულებასთან
2	ოთახთა რაოდენობა სასტუმროში	250	
3	ოთახების დაკავების შესაძლო დღეთა რაოდენობა	365	აღებულია წლიური მონაკვეთი
4	საშუალო წლიური დატვირთვა	70%	
5	ოთახის საშუალო დღიური განაკვეთი \$\$ (ADR)	\$135	ADR = შემოსავლები ოთახებიდან (room revenue) / დაკავებული ოთახები (rooms sold)
6	დამატებითი შემოსავლები ერთ დაკავებულ ოთახზე	\$73	პრაქტიკაში დამატებითი შემოსავლები შეადგენს საერთო შემოსავლების 20-40%-ს [იხ. მაგ., 58]. აქ აღებულია 35%-იანი განაკვეთი. გამოითვლება: (5)*[1/(1-0.3)]-(5)
7	მთლიანი შემოსავალი ერთ დაკავებულ ოთახზე (TRevPar) დღეში	\$208	TRevPAR განსხვავდება RevPar-სგან ოთახების გარდა სხვა შემოსავლების დამატებით (იხ.მაგ., [92]). გამოითვლება: (6)+(7) (იხ. მაგ., [57]).
8	წლიური მთლიანი შემოსავალი	\$13 266.346	გამოითვლება: (7)*(2)*(3)*(4)
9	წლიური წმინდა საოპერაციო მოგება (NOI)	\$3 316.587	NOI-ს წარმოადგენს მოგებას გადასახადების, სესხების, მათი განაკვეთების, ამორტიზაციის გადასახადებამდე და კაპიტალურ დანახარჯებამდე. აქ პირობითად აღებულია საერთო შემოსავლის 25%-ი. გამოითვლება: (8)*0.25
10	აღებული პერიოდი წლებში	20	
11	დისკონტირების განაკვეთი	12%	უფრო დეტალურად იხილეთ ბიზნესის შეფასების ქვეთავი
12	წმინდა საოპერაციო მოგების (NOI) 20 - წლიანი ნაკადების მიმდინარე ღირებულებების ჯამი	\$24 773 056	ჯამდება 20-წლიანი პერიოდის ყოველი წლის NOI-ს მიმდინარე ღირებულება (PV)
13	წმინდა მიმდინარე (ახლანდელი) ღირებულება (NPV)	\$4 773 056	თუ გამოთვლა ხორციელდება Excel-ის აპლიკაციაში, საგულისხმოა, რომ იგი არ ითვალისწინებს საწყისი დაბანდების მონაცემს. ეს მაჩვენებელი უნდა გამოაკლდეს მას შემდეგ, რაც პროგრამა დაითვლის

			მომავალი შემოსავლების ჯამის მიმდინარე ღირებულებას.
14	უკუგების შიგა განაკვეთი (IRR)	15.7%	
15	მომგებიანობის ინდექსი (PI), იგივე, რაც ხარჯ/სარგებლობის კოეფიციენტი (CBR)		გამოითვლება: (12)/(1)= \$24, 773 056/20 000 000=1.24

როდესაც მომავალი შემოსავლების ზუსტი გამოთვლა შეუძლებელია, ფულადი ნაკადების პროგნოზირება ხდება მუდმივი მზარდი განაკვეთით ან უზრალოდ მუდმივი მაჩვენებლით. ეს უკანასკნელი გამოყენებულია ზემოთ მოყვანილ მაგალითშიც.

ინვესტირების ეფექტი შეიძლება გამოიხატოს მომგებიანობის ინდექსითაც (Profitability Index – PI), რომელსაც ხარჯ/სარგებლობის კოეფიციენტადაც მოიხსენიებენ (Benefit-Cost Ratio (BCR) ან Cost-Benefit Ratio (CBR)) ([14;31;76]). იგი მეტწილად გამოიყენება კომპანიის ძირითად საშუალებებში ინვესტიციების ეფექტიანობის შესაფასებლად, რაც კაპიტალური ბიუჯეტის შედგენის სფეროს განეკუთვნება. ეს ინდექსები ასახავს მოგების ფარდობას ინვესტიციებთან მიმართებით, განსხვავებით წმინდა მიმდინარე (ახლანდელი) ღირებულებისაგან, სადაც მოგება ან წაგება განისაზღვრება თანხით, რომელშიც არ ჩანს თუ რამდენად დიდია მოგება ინვესტიციის მოცულობასთან შედარებით. ის გამოითვლება შემდეგი ფორმულით:

$$(D.4) BCR = \sum \frac{NOI}{Inv}$$

მაგალითად: \$24 773 056 / \$20 000 = 1.24.

უკუგების შიგა განაკვეთი (D.5): Internal Rate of Return (IRR) [62] არის დისკონტირების ის განაკვეთი, რომლის დროსაც წმინდა მიმდინარე ღირებულება (NPV) უდრის ნულს. როგორც წესი, IRR-ის მაჩვენებელს ადარებენ საშუალო შეწონილი კაპიტალის (WACC) კოეფიციენტს და თუ იგი აღემატება მას, ინვესტიციას ეძლევა დადებითი შეფასება. IRR-ის გამოთვლა შესაძლებელია სტანდარტული Excel-ის აპლიკაციის გამოყენებით. ზემოთ მოყვანილი მაგალითის მონაცემებით, IRR უდრის 15.7%-ს. ეს ნიშნავს, რომ მოცემულ საინვესტიციო პროექტში შეიძლება მომგებიანად ჩაიდოს კაპიტალი, რომლის ღირებულება არ აღემატება ამ მაჩვენებელს. ცნობისათვის, IRR-ის მაჩვენებლები სასტუმროების ინვესტიციების სფეროში, მაგალითად ევროპაში, მერყეობს, საშუალოდ, 12.4%-დან 16.1%-მდე, ხოლო საშუალო შეადგენს 14%-ს [62].

გასათვალისწინებელია, რომ სასტუმრო ამ გამოთვლებში რჩება იმავე მესაკუთრის ხელში და გაყიდვის შემთხვევაში მოიტანს დამატებით შემოსავალს.

დამატებული ეკონომიკური ღირებულება Economic Value Added (EVA) მოიაზრება როგორც საინვესტიციო შეფასების მეთოდი, რადგან იგი მნიშვნელოვნად განსაზღვრავს

კომპანიის ფასს, ხოლო თუ კომპანია არის სააქციო საზოგადოება ან ფონდი – მისი

აქციების ფასს. არსებითად ეს არის ის ღირებულება, რომელიც დაემატა კომპანიას თავისი ეკონომიკური საქმიანობის შედეგად. ჩვენ მიერ უკვე განხილული ტერმინების ენაზე იგი შეიძლება ასე განვმარტოთ: წლის განმავლობაში მიღებულ შემოსავლებს გამოკლებული კაპიტალის ღირებულება ფულადი გამოსახულებით. იგულისხმება გადასახადებისაგან თავისუფალი შემოსავლები.

$$(D.6) \text{ EVA} = \text{NOPAT} - K_w * C, \quad \$685.4 = \$2\,057.22 - 12\% * \$11\,429,$$

სადაც:

NOPAT - საოპერაციო შემოსავალი დაბეგვრის შემდეგ, შეფასების წელს (\$3 000-\$958).

შევნიშნავთ, რომ EVA-ს ფორმულაში ეს მაჩვენებელი სტანდარტულად წარმოდგენილია EBIAT-თი (მოგება პროცენტის გადახდამდე და დაბეგვრის შემდეგ), მაგრამ უძრავ ქონებაში ინვესტიციებთან დაკავშირებით გამოიყენება NOPAT;

K_w - კაპიტალის ღირებულება, მაგალითში აღებულია WACC – 12% (იხ. ფორმულა);

C - გამოყენებული კაპიტალი (\$8 000+ \$3 429).

ალტერნატიული ფორმულაა: $\text{EVA} = (\text{ROI} - K_w C) * C$, $\$685.4 = (18\% - 12\%) * \$11\,429$, სადაც

ROI არის მოგება ინვესტიციებზე და მოცემულ მაგალითში პირობითად უდრის 18%-ს. ეს კოეფიციენტი განხილულია მომდევნო ქვეთავში.

EVA-ს მაჩვენებლებს ანგარიშობენ ერთი კონკრეტული წლის მიმართ, ხოლო თუ შეფასება უნდა გავრცელდეს ხანგრძლივ პერიოდზე, მაშინ გასათვალისწინებელია გამოყენებული კაპიტალის (Capital Employed) ამორტიზაცია და დადგენილი ფასის დროში ღირებულება, შესაბამისი წლებისა და ფასდათმობის (დისკონტირების) კოეფიციენტის საფუძველზე.

EVA-ს შეფასების მეთოდი გამოიყენება აქციების შეძენის, კაპიტალდაბანდების ბიუჯეტირების, ცალკე საინვესტიციო პროექტის ეფექტიანობის განსაზღვრისას, ამასთან ასახავს კომპანიის მენეჯმენტის ეფექტიანობას და ადვილი აღსაქმელია. ამ მეთოდს, მისი პოპულარობის მიუხედავად, შეზღუდვებიც გააჩნია. კერძოდ, მასში არ არის ჩადებული რისკის ფაქტორი, შესაბამისად განსაზღვრული არ არის რა ალბათობით გამართლდება მოსალოდნელი მოგება. ამას გარდა, იგი არ ითვალისწინებს კომპანიის პერსპექტივას. ამდენად, ამ მეთოდის ინტერპრეტაცია და წაკითხვა აღნიშნული თავისებურებების გათვალისწინებით უნდა მოხდეს.

გამოსყიდვის პერიოდის მეთოდი აჩვენებს რამდენ ხანში ანაზღაურდება (გამოსყიდება)

პროექტში ინვესტირებული თანხები. ამ მეთოდის ფორმულაა:

$$(D.7) \text{ PBP} = \frac{Inv}{CF \text{ ann}}, \text{ სადაც}$$

Inv - არის ინვესტირებული თანხა, CF ann - წლიური ფულადი ნაკადი.

მაგალითად, თუ განიხილება სასტუმროსათვის დამატებითი პარკინგის ნაკვეთის შემენა \$10 000-ად, რომელიც წელიწადში, სავარაუდოდ, მოიტანს \$ 4 000-ს, მაშინ გამოსყიდვის პერიოდი იქნება 2.5 წელი. ამ მეთოდის გამოყენებისთვის გასათვალისწინებელია, რომ იგი შეიცავს ფულადი ნაკადის წლიურ მაჩვენებელს და მასში არ არის გათვალისწინებული ფულის დროში ღირებულება. ამდენად, გამოსყიდვის პერიოდის მაჩვენებელს არა აქვს პირდაპირი კავშირი მოგების ცნებასთან და იგი მხოლოდ დაახლოებით აჩვენებს თუ რა დრო დასჭირდება ჩადებული თანხების უკან დაბრუნებას. მისი უპირატესობა მდგომარეობს სიმარტივესა და ობიექტის ლიკვიდობაზე სწრაფი პირველადი წარმოდგენის შექმნაში, ძირითად ნაკლოვანებას კი წარმოადგენს მისი

გამოყენების შეზღუდული შესაძლებლობა მცირე და ხანმოკლე ინვესტიციების ფარგლებში და ფულის ნაკადების გათვალისწინებლობა გამოსყიდვის პერიოდის შემდგომ. ქვემოთ მოგვყავს ამ გამოთვლის მაგალითი:

ცხრილი 9. „გამოსყიდვის მეთოდის“ გამოყენების მაგალითი [20]

		საწყისი წელი	წელი 1	წელი 2	წელი 3	წელი 4
1	წმინდა საოპერაციო შემოსავლები (NOI)	-\$10 000	\$4 500	\$4 500	\$3 000	\$3 000
2	დისკონტირებული NOI	-\$10 000	\$4 091	\$3 719	\$2 254	\$1 366
3	გამოსყიდვის ინვესტიცია: წინა წლის (3) - მომდევნო წლის (2)	-\$10 000	-\$5 909	-\$2 190	\$64	\$1 430
4	$PBP\ disc = Y_{pos} + (B_{pos}/NOI_{y+1})^*$			2.97		

*პირობითი ნიშნები:

PBP disc- გამოსყიდვის პერიოდი დისკონტირებული შემოსავლებით;

Y_{pos} - წლის რიგითი ნომერი, როდესაც ხდება ინვესტირებული თანხის გამოსყიდვა;

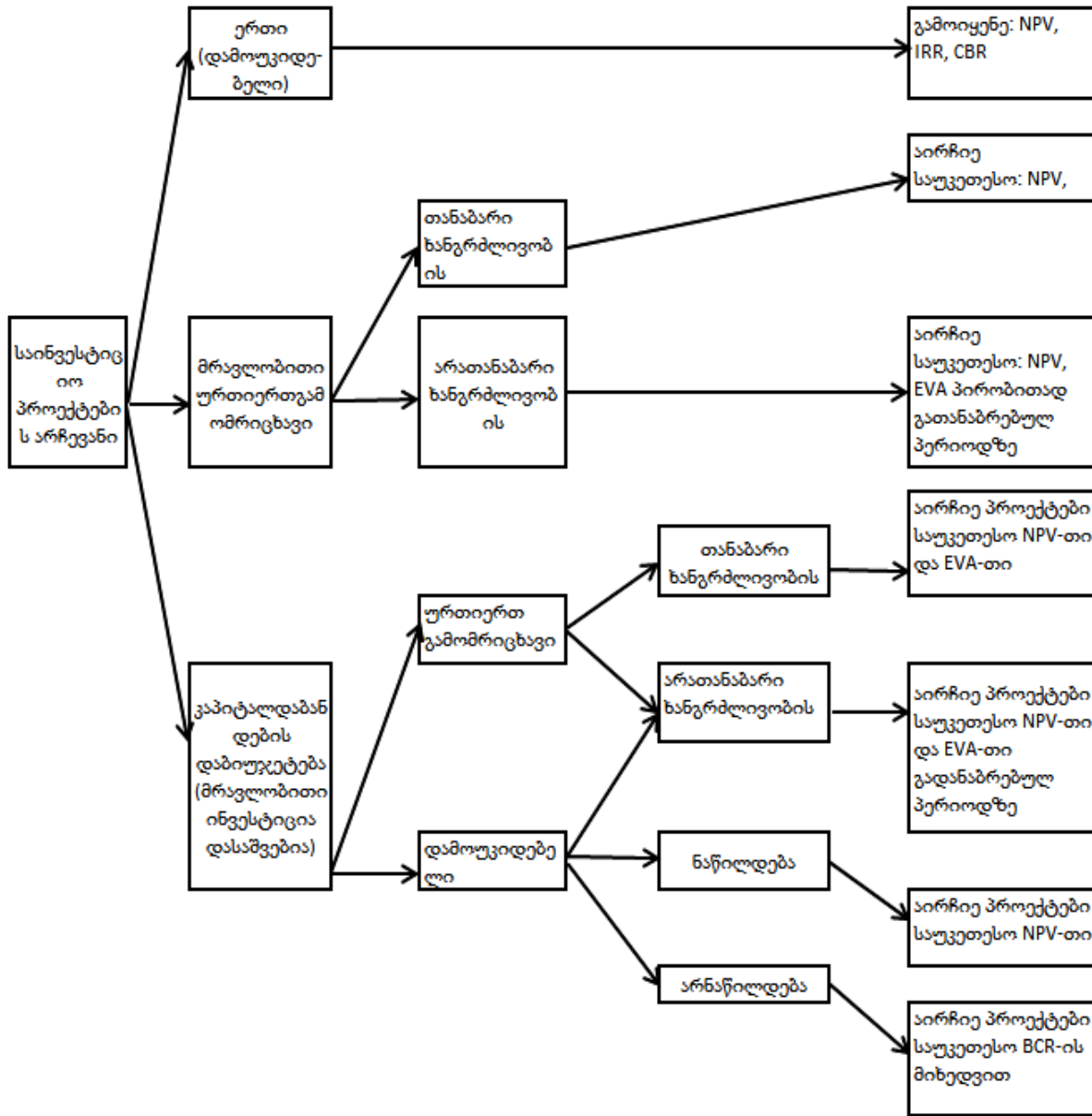
B_{pos} - ბოლო გამოსყიდული ნაშთის ოდენობა;

NOI_{y+1} - მომდევნო წლის დისკონტირებული შემოსავალი.

მოყვანილ მაგალითში გამოსყიდვა, ანუ უარყოფითი ნაშთი, დასრულდა მეორე წლის პერიოდში. გამოსყიდვის ზუსტი პერიოდის გამოსათვლელად ამ მაგალითში გამოიყენება შემდეგი ფორმულა: $PBPdisc = 2 + \frac{2254}{2254^{2190}} = 2.97$ წელი, ანუ 2 წელი, 11 თვე და 24 დღე.

აღნიშნული მეთოდების გამოყენება დამოკიდებულია იმ არჩევანზე, რომელიც გააჩნია ინვესტორს. კერძოდ: ერთი პროექტია, თუ რამდენიმე; ხანგრძლივობა განსაზღვრულია თუ არა; ასარჩევ პროექტები ურთიერთგამომრიცხავია თუ არა; ასარჩევ პროექტებში მომავალი შემოსავლების პერიოდი თანაბარია თუ განსხვავებული. ქვემოთ მოგვყავს სქემა, რომელზეც ნაჩვენებია თუ რომელ არჩევანს, რა მეთოდები შეესაბამება. (იხ. ნახაზი 7).

ნახაზი 7. საინვესტიციო გადაწყვეტილებები [43, გვ 267].



ცალკე აღნიშვნას იმსახურებს პირდაპირი კაპიტალიზაციის მეთოდი, რომელიც თანაბრად გამოიყენება როგორც პირდაპირ ინვესტიციებში, ასევე ფასიან ქალაქებში

ინვესტირების სფეროში, მაგრამ განსხვავებული ცვლადებით. ეს ნაწილობრივ გამოწვეულია ტერმინის სხვადასხვა მნიშვნელობით გამოყენების პრაქტიკით (იხ. ჩანართი 5).

ჩანართი 5: ტერმინი კაპიტალიზაცია სხვადასხვა მნიშვნელობით გამოიყენება [10], კერძოდ:

1. კაპიტალიზებული პირობითი შემოსავლების გაანგარიშების პროცესი (რაოდენობრივად: შემოსავალი გაყოფილი საპროცენტო განაკვეთზე და

გამრავლებული ასზე.);

2. ფასიანი ქაღალდების გამოშვება ძირითადი აქტივების დასაფინანსებლად;
3. კაპიტალის მოზიდვა კომპანიებსა და ორგანიზაციებში;
4. კაპიტალის სტრუქტურა, ანუ საკუთარი კაპიტალის წილი კაპიტალის საერთო რაოდენობაში ან ჩვეულებრივი და პრივილეგირებული აქციების წილი კაპიტალის საერთო რაოდენობაში;
5. კომპანიის რეზერვების ტრანსფორმაცია კაპიტალში, ახალი აქციების გამოშვება და გადაცემა შიდა აქციონერებზე;
6. კომპანიის ყველა აქციის საერთო ღირებულება მიმდინარე ფასებით.

ამასთან, მისი მნიშვნელობები მხოლოდ ორ ძირითად შინაარსამდე დადის: ა) კაპიტალიზაცია, როგორც რესურსების ბრუნვაში ჩართვა და მისი ღირებულების ზრდის პროცესი და ბ) კაპიტალიზაცია, როგორც საწარმოების შეფასება. პირველი ასახავს ფულადი ნაკადების დამატებით ღირებულებაში გარდაქმნის პროცესს, ხოლო მეორე – ამ პროცესის შედეგს.

* * *

კაპიტალიზაციის გამოთვლა ხდება შემდეგი ფორმულით:

$$(E.1) MV = \frac{NOI}{Cr} , \text{ (მაგ.,: } \$16\,422\,222.22 = \$1\,478\,000.00/9\% \text{) , სადაც}$$

MV – მოცემული უძრავი ქონების საბაზრო ღირებულება;

NOI – წმინდა საოპერაციო შემოსავალი;

Cr – კაპიტალიზაციის კოეფიციენტი.

ცალკე განმარტება უნდა მიეცეს კაპიტალიზაციის კოეფიციენტს. მისი დადგენა ხდება სასტუმროს წმინდა საოპერაციო შემოსავლების გაყოფით სასტუმროს სავარაუდო საბაზრო ფასზე. ეს უკანასკნელი ფასდება მსგავსი სასტუმროების გაყიდვების ემპირიული მონაცემებით:

$$Cr = NOI/MV \text{ comparable (მაგ., } CR = \$240\,000 / \$3\,000\,000 = 8\% \text{)}.$$

აღსანიშნავია, რომ კაპიტალიზაციის ეს მაჩვენებელი ევროპაში მერყეობს 5.7%-დან 8.8%-მდე, საშუალოდ 6.9%-ით [62].

ფასიანი ქაღალდების მიმართ პირდაპირი კაპიტალიზაციის მაჩვენებელი გამოითვლება აქციის ფასის გამრავლებით ბრუნვაში მყოფი აქციების რაოდენობაზე.

1.2 ფასიანი ქაღალდებში ინვესტირების შეფასება

ფასიანი ქაღალდებთან მიმართებით მომგებიანობის მაჩვენებლებად, ტრადიციულად, იყენებენ შემდეგ კოეფიციენტებს: ROA, ROE, ROI, ასევე მათ მოდიფიკაციებს და ურთიერთშეფარდებებს.

მოგება აქტივებზე (ROA) ასახავს თუ რა მოგებას იღებს კომპანია გამოყენებული აქტივებიდან. გამოთვლა წარმოებს შემდეგი ფორმულით:

$$(E.2) \text{ROA} = \frac{\text{NOPAT}}{\text{Av.Asset}}$$

ამ მეთოდით ვლინდება მენეჯმენტის როლი აქტივების მართვაში, რაც მნიშვნელოვნად განაპირობებს ფასიანი ქაღალდის ფასსაც. ამას გარდა, ეს მაჩვენებელი გამოიყენება სხვა კორპორაციების აქციების შესადარებლად, განსაკუთრებით მაშინ, როდესაც უცნობია კაპიტალის სტრუქტურა. უფრო ზუსტი შეფასების მისაღებად აღნიშნული მეთოდით ხდება ნაღდი ფულის ჭარბი რაოდენობის გამოკლება, რათა გამოვლინდეს მოქმედებაში მყოფი აქტივების გამოყენების ეფექტიანობა. დავაკონკრეტებთ, რომ პრაქტიკაში ჭარბად ითვლება ის რაოდენობა, რომელიც აღემატება საერთო შემოსავლების 5%-ს [73].

მოგება სააქციო კაპიტალზე (ROE) ასახავს კორპორაციის ბიზნესის მომგებიანობას, კერძოდ, რამდენად ეფექტიანად იყენებს კომპანია აქციონერთა კაპიტალს [12, გვ 158]. გამოსათვლელად გამოიყენება შემდეგი ფორმულა:

$$(E.3) \text{ROE} = \frac{\text{Nety Income After Tax (excluding preferred stocks)}}{\text{Av.Total Equity (excluding preferred stocks)}}$$

ეს კოეფიციენტი განსაკუთრებულ ინტერესს წარმოადგენს კერძო ინვესტორებისთვის. ამას გარდა, იგი ეფექტიანი მაჩვენებელია კორპორაციების შედარებითი ანალიზის ჩასატარებლად, როდესაც მათი საკუთარი კაპიტალის წილი საერთო კაპიტალში დაახლოებით თანაბარია. ეს მაჩვენებელი განსხვავდება ROA-სგან ძირითადად იმით, რომ აქ წმინდა მოგება იყოფა კერძო ინვესტიციაზე და არა მთლიან აქტივებზე.

მოგება ინვესტიციაზე (ROI). მას ასევე უწოდებენ უკუგების განაკვეთს, მაგრამ ტერმინი არ უნდა გაიგივდეს უკუგების შიდა განაკვეთთან. ამ მეთოდს გააჩნია რამდენიმე მოდიფიკაცია:

$$(E.4) \text{ROI} = \frac{\text{Income After Tax}}{\text{Initial Investment}}; \text{ სტანდარტული ვარიანტი};$$

$$\text{ROI} = \frac{\text{NOI}}{\text{Initial Investment}}; \text{ სასტუმროებთან დაკავშირებით ან}$$

$$\text{ROI} = \frac{\text{Earning} - \text{Initial Investment}}{\text{Initial Investment}}; \text{ ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებით}$$

როდესაც ეს კოეფიციენტი გამოითვლება ხანგრძლივი ბიზნესისთვის, საჭირო ხდება დისკონტირების ფაქტორის დამატება და ფორმულა იღებს შემდეგ სახეს: $(\sum \text{PV NOI} - \sum \text{PV Inv}) / \sum \text{PV Inv}$. მაგალითი მოყვანილია ქვემოთ.

ცხრილი 10. „მოგება ინვესტიციებზე“ კოეფიციენტის გამოთვლის მაგალითი დისკონტირების ფაქტორის გათვალისწინებით

(შედგენილია ავტორის მიერ)

	წელი 0	წელი 1	წელი 2	წელი 3	წელი 4	წელი 5	წელი 6
ინვესტირება	\$231,825						
საოპერაციო ხარჯები		-\$20 800	-\$20 800	-\$20 800	-\$20 800	-\$20 800	-\$20 800
მიმდინარე ღირებულება	-231835	-\$18 571	-\$16 582	-\$14 805	-\$13 219	-\$11 802	-\$10 538
მზარდი ჯამი	-231835	-\$250 396	-\$266 978	-\$281 783	-\$295 002	-\$306 804	-\$317 342
ფულადი ნაკადები		\$120 450	\$240 900	\$240 900	\$240 900	\$240 900	\$240 900
მიმდინარე ღირებულება		\$107 545	\$192 044	\$171 468	\$153 096	\$136 693	\$122 047
მზარდი ჯამი		\$107 545	\$299 589	\$471 057	\$624 153	\$760 846	\$882 893
სხვაობა	-\$231 825	-\$142 852	\$32 611	\$189 273	\$329 151	\$454 042	\$565 551
დისკონტირების კოეფიციენტი	12%						
ROI	ROI = 1+	$\frac{\sum VP CF - \sum (Inv+Exp)}{\sum (Inv+Exp)}$		1,78			
PBP	PBP=Ypos+	$\frac{B_{pos}}{NOI_{y+1}}$		2,48			

ეს მაჩვენებელი მეტწილად ავლენს არა მენეჯმენტისა და კორპორაციის, არამედ ინვესტიციის ეფექტიანობას [37]. შეფასების ობიექტი ფასიან ქალაქდებთან მიმართებით არის კორპორაციის აქციები და არა მისი ბიზნესი, ხოლო ბიზნესის შეფასების შემთხვევაში, ფასდება საინვესტიციო პროექტი. ROI , სხვა ზემოთ აღნიშნული კოეფიციენტების მსგავსად, იძლევა სხვადასხვა დარგის კომპანიების აქციების ან საინვესტიციო პროექტების შედარების შესაძლებლობას. ეს აქტუალურია, როდესაც ინვესტორის მთავარი მიზანია ყველაზე მომგებიანი აქციების შეძენა ან ყველაზე მომგებიანი პროექტის არჩევა, ალტერნატიული წინადადებების ან მრავლობითი არჩევანის არსებობის შემთხვევაში.

ინვესტიციის ეფექტიანობის მაჩვენებლის სხვაობა ფასიანი ქალაქდების და კონკრეტული ბიზნესის შემთხვევებს შორის, შეიძლება განიმარტოს შემდეგი მაგალითით: დავუშვათ, კორპორაციის საინვესტიციო პროექტში მოგება ინვესტიციაზე შეფასდა 15%-ად, ხოლო ინვესტორმა ამ კორპორაციის აქციები შეიძინა \$100 000-ად და ერთი წლის შემდეგ გაყიდა \$125 000-ად. შესაბამისად, აქციებში ინვესტიციიდან მოგებამ შეადგინა 25% ($(\$125 000 - \$100 000)/\$100 000 = 25\%$), ხოლო ამავე კორპორაციის საინვესტიციო პროექტმა გაამართლა 15% მოგების ვარაუდი.

ინვესტიციებზე მოგების კოეფიციენტები სხვადასხვა მოდიფიკაციითაა წარმოდგენილი. მათი საჭიროება განპირობებულია შედეგების დაზუსტების მოსაზრებით:

ერთი ასეთი მაჩვენებელია მოგება გამოყენებულ (და არა სრულ) კაპიტალზე: Return on Capital Employed – ROCE.

$$(E.5) ROCE = \frac{\text{Operating Income}}{\text{Capital Employed}}, \text{ სადაც}$$

გამოყენებული კაპიტალი (Capital Employed) არის მთლიან აქტივებს გამოკლებული მიმდინარე ვალდებულებები.

მსგავსი დაზუსტება ხდება, როდესაც მიმართავენ ე.წ. მოგებას ინვესტირებულ კაპიტალზე (ROIC):

$$(E.6) ROIC = \frac{\text{After Tax Operational Earning}}{(A - C - X + W)}, \text{ სადაც}$$

A – აქტივები;

C – ნაღდი ფული და მისი ეკვივალენტი;

X- არასაპროცენტო მიმდინარე ვალდებულებები;

W- აქტივების ჩამოწერილი ღირებულება (ჩამოწერის კონკრეტული ვადა განისაზღვრება, სუბიექტურად, შემფასებლის მიერ).

ეს კოეფიციენტები ორიენტირებულია ბიზნესის ეფექტიანობაზე (არა ამ ბიზნესის აქციების მომგებიანობაზე). იგი ძირითადად გამოიყენება საშუალომეწონილი ღირებულების მაჩვენებელთან შესადარებლად, რათა დადგინდეს აღემატება თუ არა მიღებული მოგება ინვესტიციის ღირებულებას. ისინი, ასევე ფართოდ გამოიყენება ერთი და იმავე დარგის კომპანიების შესადარებლად. ამასთან, დარგთაშორის შედარებას არ ექნება აზრი, რადგან სხვადასხვა დარგს ესაჭიროება განსხვავებული ღირებულების ხანგრძლივი აქტივები (მაგალითად, ავიაკომპანიას იურიდიული მომსახურების კომპანიასთან შედარებით ან სასტუმროების მფლობელ კომპანიას სამოგზაურო სააგენტოებთან შედარებით).

ROCE და ROIC განსხვავდება: 1) ROA-სგან, ძირითადად, მიმდინარე ვალდებულებების ანგარიშების გამორიცხვით, რაც ზრდის ინვესტიციის ეფექტიანობის განსაზღვრის სიზუსტეს; 2) ROE-სგან ხანგრძლივი სასესხო კაპიტალის ჩართვით შეფასებაში; 3) ROI-სგან იმით, რომ საინვესტიციო კაპიტალი არის დაკონკრეტებული საბრუნავი და ფიქსირებული კაპიტალით.

დაბოლოს, ROCE, განსხვავებით ROIC-სგან, კიდევ უფრო აკონკრეტებს ინვესტირებული კაპიტალის ანგარიშებს და გამორიცხავს კომპანიის ბალანსზე არსებულ ჭარბ, უფუნქციოდ დარჩენილი ნაღდი ფულის და მისი ეკვივალენტის მაჩვენებლებს. ამ უკანასკნელის დიდი რაოდენობით არსებობისას, ინვესტიციის ეფექტიანობის

მაჩვენებელი მცირდება. აღვნიშნავთ, რომ თუ კომპანიას წლების განმავლობაში ახასიათებს ROIC-ის 15% და მეტი მაჩვენებელი, ითვლება, რომ მას გააჩნია მდგრადი კონკურენტული უპირატესობა [49;89].

ცნობილი საკონსულტაციო და ფინანსური მომსახურების კომპანია PKF სასტუმროებში ინვესტირების საკითხებში რეკომენდაციას უწევს ROI/ROCE ფარდობითი კოეფიციენტის გამოყენებას, კერძოდ, კომპანიისათვის სასურველი საინვესტიციო უკუგების მაჩვენებელთან შესადარებლად და თუ იგი აღემატება მას - პროექტი იქნება მისაღები [62].

2. საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვა და „საინვესტიციო კლიმატი“

პროექტების, ობიექტების და ბიზნესების საინვესტიციო მიმზიდველობა უმნიშვნელოვანესი, მაგრამ არასაკმარისი პირობაა ინვესტიციების განსახორციელებლად. ერთი მხრივ, საჭიროა საინვესტიციო შესაძლებლობების სწორი მიწოდება პოტენციური ინვესტორებისთვის, მეორე მხრივ, პოტენციური ინვესტორების დაინტერესება მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული იმ საინვესტიციო გარემოზე (ე.წ. საინვესტიციო კლიმატზე), რომელიც ახლავს ინვესტიციის ობიექტებს.

2.1 საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვა

საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვა მრავალეტაპიანი პროცესია და თითოეულ ეტაპს წინადადების მიწოდების სპეციფიკური ფორმა ახასიათებს. შეიძლება ითქვას, რომ ამ თვალსაზრისით, არსებობს გარკვეული სტანდარტები და პრინციპები, მაგრამ მათი მრავალფეროვნება უაღრესად დიდია. ამდენად, განვიხილავთ პრაქტიკაში ხშირად გამოყენებულ სტანდარტულ შეთავაზებებს, ტიპური საკითხების მაგალითებზე.

ინვესტორების მოზიდვის საწყის ეტაპზე ხშირად მზადდება 5-10 გვერდის მოცულობის ე.წ. საინვესტიციო წინადადება ან მსგავსი საბუთი, საინვესტიციო წერილი (Letter of Investment). მასში პასუხი უნდა გაეცეს ინვესტორის ტიპურ პირველ შეკითხვებს:

- ვინ ხარ? (კომპანია და მენეჯმენტი, 3 წლის ფინანსური მონაცემები, ხელმძღვანელების ავტობიოგრაფია);
- რის შეთავაზებას აპირებ? (რა უნდა აწარმოო ან ააშენო, განხორციელების ეტაპები, ვინ იქნება მომხმარებელი და რატომ, რა ფასები იქნება, კონკურენტუნარიანობა);
- როგორ აპირებ განხორციელებას? (უფლებები, არსებული ტექნიკური და საკადრო რესურსები, რა საშუალებები არის და რა უნდა იქნეს მოზიდული, რა რესურსებით, ვისი მონაწილეობით, როგორია მარკეტინგული სტრატეგია, ბიზნესის განვითარების ეტაპები);
- აღსრულების გეგმა (მარკეტინგული სტრატეგია);
- რა მოგება ექნება ინვესტიციას? (NPV, IRR, ROI და სხვა) რა დროში არის ნავარაუდები შემოსავლები;
- რა თანხებს საჭიროებს (ოდენობა, დრო).

როდესაც ამოცანას წარმოადგენს ობიექტის გაყიდვა კონკურენტულ პირობებში, ნებისმიერ მყიდველზე და არა კონკრეტულ ინვესტორზე, ამ შემთხვევაში იწერება ე.წ.

შეთავაზების წერილი Letter of Intent (LOI), რომელშიც ძირითადად აისახება შემდეგი მონაცემები:

- შეძენის ფასი, მათ შორის დეპოზიტი (რაც უნდა იყოს დაბრუნებადი გარკვეული პირობების დადგომის შედეგად) ან ე.წ. „ბ“;
- გადახდის/დაფინანსების ეტაპები;
- შემოწმების პერიოდი - რა დრო დასჭირდება მყიდველს, შეამოწმოს შესაძენი ობიექტის შესაბამისობა განცხადებულ პირობებთან;
- კონტრაქტის გაფორმების ვადა და მხარე, რომელიც მოამზადებს პროექტს;
- მესამე პირის განსაზღვრა მხარეებს შორის (შუამავლის, რეალტორის, კონსულტანტის და სხვა);
- წინადადების მიღების ვადა;
- სხვა გარემოებები, რომლებიც მნიშვნელოვანია კონკრეტული პროექტისთვის.

ეს წერილი წარმოადგენს ერთგვარ წინასაკონტრაქტო საბუთს, რომელიც მომავალში დაზოგავს კონტრაქტის გაფორმების დროს.

ბიზნესგეგმა არ არის მიმართული კონკრეტულ ინვესტორზე და არის ზოგადი მარკეტინგული დოკუმენტი, რომელიც გათვლილია ნებისმიერ დაინტერესებულ პირზე. მას შეიძლება დაერთოს კომერციული კონფიდენციალობის განცხადებაც. ამ გეგმის ნაერსახეობაა პირობით თარგმანში მზა ბიზნესგეგმა ინვესტორისთვის (Investor ready Business Plan), რომელიც, არსებითად, წარმოადგენს ფასიან ქაღალდს და სხვა ფასიანი ქაღალდების მსგავსად, შეიძლება გაიყიდოს საფინანსო ბაზრებზე. პრაქტიკაში ხშირია 20-30 გვერდიანი ბიზნესგეგმები. ამასთან, მათი მოცულობის და სტრუქტურის მრავალფეროვნება იმდენად დიდია, რომ შეიძლება მსჯელობა მხოლოდ პრინციპულად მნიშვნელოვან პუნქტებზე [18, 46]:

- რეზიუმე
- გეგმის მიზანი;
- მონაცემები კომპანიაზე;
- დაგეგმილი საქმიანობა (მომსახურება, პროდუქცია);
- ბაზრის ანალიზი;
- გეგმის განხორციელების სტრატეგია;
- მენეჯმენტი;
- ფინანსური გეგმა;
- დანართები.

როდესაც ხდება ინვესტორის მოზიდვა წილის ან აქციების შესაძენად, გამოიყენება დოკუმენტი, რომელსაც უწოდებენ *კერძო განთავსების მემორანდუმს* (იგივეა, რაც შეთავაზების მემორანდუმი). ბიზნესგეგმისგან განსხვავებით, იგი ნაკლებად შეიცავს მარკეტინგულ ინფორმაციას, არის უფრო კონკრეტული და ფაქტებზე ორიენტირებული. ეს მემორანდუმი იურიდიულ დოკუმენტს წარმოადგენს ბევრ ქვეყანაში, რომლებშიც ფასიანი ქაღალდების ბაზრებია განვითარებული. ასეთი სტატუსი გამომწვევს აკისრებს პასუხისმგებლობას იმ ინფორმაციაზე, რომელიც ასახულია მემორანდუმში. იგი იყიდება

საფინანსო ბაზრებზე როგორც ფასიანი ქაღალდი. სწორად შედგენილი მემორანდუმი შეიცავს მარკეტინგული ხასიათის ელემენტებსაც. მემორანდუმის ძირითადი პუნქტებია:

- რეზიუმე;
- შესავალი;
- ყველა სახის ცნობილი რისკფაქტორები;
- კომპანიის და მისი მენეჯმენტის დახასიათება;
- მომავალი ინვესტიციების გამოყენების გეგმები;
- დოკუმენტის სტატუსის აღწერა: უფლებები, შეზღუდვები და მისი, როგორც ფასიანი ქაღალდის, კლასი;
- შეძენის პირობები;
- დანართები, რომლითაც გამომშვებს ეძლევა საშუალება უფრო სრულად დაანახოს ინვესტორს ძლიერი მხარეები. იგი შეიძლება შეიცავდეს ფინანსურ ანგარიშებს და გათვლებს, საინვესტიციო კონტრაქტის პროექტს, ლიცენზიებს და სხვა.

ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთება (Feasibility Study). დოკუმენტის ეს სახეობა საქართველოში შემოვიდა 90-იანი წლებიდან და დაიმკვიდრა სახელი, რომელსაც

მანამდე მსგავსი დანიშნულების დოკუმენტი ატარებდა. იგი ფაქტობრივად წარმოადგენს ბიზნესგეგმის ფინანსური და ეკონომიკური ნაწილის გაფართოებულ ვარიანტს. ამდენად, ამ დოკუმენტის შედგენა, როგორც წესი, უსწრებს ბიზნესგეგმის

შექმნას. ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთება შეიცავს დეტალურ ფინანსურ გაანგარიშებებს როგორც აქამდე შესრულებული სამუშაოების, ასევე მომავალი გეგმების მიმართ. იგი ფინანსურად უნდა ასაბუთებდეს გეგმაში წარმოდგენილ პერსპექტივებს. ამ ანგარიშის სტრუქტურა განსხვავდება ბიზნესგეგმისგან და შეიცავს შემდეგ ძირითად საკითხებს:

- რეზიუმე;
- ბაზრის ანალიზი: მოცულობა, სეგმენტები და მათი მოთხოვნები, მათი გადახდისუნარიანობა, გაყიდვების სავარაუდო მოცულობები, მარკეტინგული ხარჯები;
- ფინანსური დასაბუთება: შემოსავლები კატეგორიების და ბაზრის სეგმენტების გათვალისწინებით, ხარჯები, მოსალოდნელი მოგება წლების მიხედვით
- განსაზღვრულ პერსპექტივაში, დაფინანსების სტრუქტურა, მოზიდვის წყაროები, ბიზნესგეგმების სტრატეგიის გათვალისწინებით;
- ბიზნესის წარმართვის საკითხები: საოპერაციო ხარჯები და რესურსები, კადრების საკითხები, მომარაგების საკითხები, ძირითადი საწარმოო საშუალებების გამოყენება, ყიდვა, განახლება, ლიცენზირების საჭიროებები;
- დასკვნითი ნაწილი, რომელიც უნდა წარმოადგენდეს მთავარი წინადადების დასაბუთებას;
- დანართი - ცხრილები, ნახაზები, საბუთები.

აღვნიშნავთ, რომ საკითხების თანამიმდევრობა და არჩევანი, ისევე როგორც სხვა მსგავს დოკუმენტებში, გარდა იურიდიული სტატუსის მატარებელი დოკუმენტებისა, საკმაოდ

არაერთგვაროვანია. ტექნიკურ-ეკონომიკური დასაბუთების მოცულობაც ცვლადია, მაგრამ იგი მეტია, ვიდრე ბიზნესგეგმა და შეიძლება შედგებოდეს მრავალი ათეული და მეტი გვერდისგანაც.

IPO - პირველადი საჯარო შეთავაზება - გულისხმობს კომპანიის სააქციო საზოგადოებად, ანუ საჯარო კორპორაციად გარდაქმნას. ამ ქმედების მიზანია დიდი რაოდენობის კერძო კაპიტალის მოზიდვა მზარდი ბიზნესისათვის. ეს მიზანი შეიძლება დაისახოს მაგალითად, სასტუმროების მფლობელმა შპს-ს ტიპის კომპანიამ, REIT-ს ტიპის სააქციო ტრასტად გარდასაქმნელად. ასეთ ქმედებებს გააჩნია თავისი როგორც ძლიერი, ისე სუსტი მხარეები.

ძლიერი მხარეებია დიდი რაოდენობით კერძო საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვის და საბრუნავი საშუალებების გაზრდის შესაძლებლობა, ლიკვიდობის ამაღლება, კომპანიის საბაზრო ფასის ზრდის უკეთესი პერსპექტივა, რეგულირებადი კომპანიის სტატუსის მოპოვება და, შედეგად, სანდოობის ამაღლება, დაბოლოს, ღია ტიპის REIT-ს კორპორაციად გარდაქმნის შემთხვევაში კომპანიის მოგების გადასახადებისგან განთავისუფლება.

ამასთან, გასათვალისწინებელია სუსტი მხარეებიც, როგორცაა: პროცედურის სიძვირე, კერძოდ - გადასახადები ანდერრაითერის (იხ. ქვემოთ), იურიდიულ, საბუღალტრო, სარეგისტრაციო და სხვა სავალდებულო და საჭირო მომსახურებებზე (ამ ხარჯების მოცულობა საშუალოდ მილიონობით, ხშირად კი, ათობით მლნ-ს აღწევს, ხოლო მსხვილი კომპანიების შემთხვევაში შეიძლება ასობით მლნ დოლარამდეც ავიდეს); წამყვანი მეწილეების კონტროლის შესუსტება კომპანიაზე, მისი ღია სააქციო საზოგადოებად გადაქცევის შემდგომ, ხოლო, თუ გარდაქმნა მოხდა REIT-ს ტიპის კორპორაციაში - აქციონერებს საერთოდ ეკრძალებათ საკონტროლო პაკეტის ფლობა (იხ. თავი I); სახელმწიფო და საზოგადოებრივი კონტროლის გაძლიერება და კომპანიის ბიზნესის კონფიდენციალობის დათმობა; პირვანდელ სტატუსზე დაბრუნების შესაძლებლობის პრაქტიკულად დაკარგვა; დამატებითი ხარჯების გაწევა ახალი და სავალდებულო ანგარიშების მოსამზადებლად, რომლებიც უნდა წარედგინოს ყოველწლიურად სახელმწიფოს ფასიანი ქაღალდების და ბირჟების მარეგულირებელ უწყებებს.

ბევრი კომპანია, პირველადი საჯარო შეთავაზების ძლიერი და სუსტი მხარეების გათვალისწინებით, მაინც ძლიერ მხარეებს ანიჭებს უპირატესობას და დღეს ეს პროცესი აქტიურად მიმდინარეობს. მაგალითად აშშ-ში, მხოლოდ 2013 წელს ადგილი ჰქონდა 222 პირველად საჯარო შეთავაზებას, რის შედეგადაც მოზიდულ იქნა \$55 მლრდ, მათ შორის ერთ-ერთი უდიდესი შეთავაზება გააკეთა მსხვილი სასტუმროების მფლობელმა კომპანიამ Hilton Worldwide, რომელმაც მოიზიდა \$2 353 მლნ [88].

პირველადი საჯარო შეთავაზება ხანგრძლივი და მრავალსაფეხურიანი პროცესია. ქვემოთ განხილულია მისი ძირითადი ეტაპები, შესაბამისი მოკლე დახასიათებებით.

მოსამზადებელი პერიოდი: ხდება კომპანიის შეთავაზების მაქსიმალურად ხელსაყრელი დროის განსაზღვრა, დაახლოებით 2 წლით ადრე იწყება მოსამზადებელი სამუშაოები, რომლებიც ითვალისწინებენ დასახული გეგმების დეტალურ ფინანსურ-ეკონომიკურ

დასაბუთებას, ბიზნესგეგმის შედგენას, კომპანიის ყველა სუსტი რგოლის შეძლებისდაგვარად აღმოფხვრას.

ანდერრაითერის(ების) შერჩევა იგივეა, რაც საინვესტიციო კომპანიების (ბანკის და სხვა საინვესტიციო ინსტიტუტების) შერჩევა. შერჩეული საინვესტიციო ინსტიტუტი ატარებს კომპანიის ფინანსურ და სხვა ყოველმხრივ შემოწმებას (ე.წ. Due Dilligance) და ამზადებს მას ღია ფინანსურ ბაზარზე გასასვლელად. ამასთან, ანდერრაითერი სთავაზობს კომპანიას მისი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის გარანტირებულ მინიმალურ ფასს, ეხმარება ფინანსური ანგარიშების სრულყოფაში და იღებს ვალდებულებას გაყიდოს ფინანსურ ბაზარზე კომპანიის აქციები შეთავაზებულ გარანტირებულ ფასად. ეს ეტაპი იგეგმება 2-4 თვით ადრე საჯარო შეთავაზებამდე (ანდერრაითერები, რომლებიც სთავაზობენ კლიენტს გარანტირებულ მინიმალურ ფასს, ამ მომსახურებისათვის იღებენ გარკვეულ საზღაურს, ხშირად – 3-7%-ს, მსხვილი გაყიდვებისათვის იგი შეიძლება დავიდეს 1.2-1.7%-მდეც და პირიქით. ზოგ შემთხვევაში საკომისიო ადის 10%-ზე, ასევე, შეთანხმებისამებრ, ანდერრაითერს შეუძლია მონაწილეობა მიიღოს მოგებაში, მაგალითად, 40-50%-ით, თუ აქციები გაიყიდა გარანტირებულ ფასზე მაღლა. სანაცვლოდ ისინი იღებენ ვალდებულებას დასწიონ აქციების გარანტირებული მინიმალური ფასი საკუთარ ხარჯზე, ან დაიტოვონ დარჩენილი აქციები როგორც ვალდებულება) [46].

ფასიანი ქაღალდების რეგისტრაცია უწყებაში. ყველა ქვეყანას გააჩნია ისეთი უწყება, რომელიც ზედამხედველობას უწევს საჯარო ფინანსურ ბაზრებს. ეს ხორციელდება ან ქვეყნის ცენტრალური ბანკის მიერ, ან დამოუკიდებელი უწყების მეშვეობით მაგ., აშშ-ში არსებობს ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისია (SEC). ეს პროცედურა მოითხოვს დოკუმენტების წარდგენას დაწესებული ფორმებისა და სტანდარტების შესაბამისად აღნიშნულ უწყებაში. ისინი, ძირითადად ასახავენ დეტალურ ინფორმაციას დაგეგმილ საჯარო შეთავაზებაზე, კომპანიის ფინანსურ მდგომარეობაზე წარსულში, მიმდინარე ეტაპზე და პროგნოზზე უახლოეს პერსპექტივაში. რეგისტრაციის შედეგად, რამდენიმე სამუშაო დღეში (ე.წ. „გაგრილების“ – Cooling-off - პერიოდში) კომპანია იღებს ე.წ. პროსპექტუსს, რომელიც წარმოადგენს იურიდიულ დოკუმენტს ბირჟაზე დარეგისტრირების შესახებ.

როულ შოუ არის უმნიშვნელოვანესი ეტაპი პროცედურაში, როდესაც ხდება კომპანიისა და მისი ანდერრაითერის გამგზავრება აქციების პოტენციურ მსხვილ მყიდველებთან პროექტის პრეზენტაციის მიზნით. იგი ტარდება ხშირად, 4-7, შესაძლოა მეტი დღის განმავლობაში, აქციების ბაზარზე გატანამდე რამდენიმე კვირით ან 1 თვით ადრე [55].

ფასის და აქციების რაოდენობის საბოლოო დადგენა როულ შოუს ეტაპის შემდეგ კომპანიას და მის ანდერრაითერს ექმნებათ უფრო სრული წარმოდგენამომავალ გაყიდვებზე და შესაბამისად აზუსტებენ აქციის გასაყიდ ფასს და გასაყიდ აქციათა

რაოდენობას. ეს ეტაპი იკავებს 1-10 დღეს გაყიდვებამდე. პროსპექტუსის მიღებიდან მეორე დღეს კომპანიის აქციები შეიძლება გავიდეს გაყიდვებზე.

ბაზარზე გატანის დღე ხდება აქციების გაყიდვა, რის შედეგებზეც ანდერრაითერი ანგარიშს უწერს კომპანიას (trade-up report), კომპანია იმავე დღეს უშვებს პრესრელიზს, ხოლო ფასიანი ბირჟების კომისია აქვეყნებს განცხადებას შემდგარ პირველად საჯარო შეთავაზებაზე.

გარიგების დახურვა მომდევნო ერთი თვის განმავლობაში კომპანიის მიერ ხდება შემოსავლების მიღება და სააქციო სერტიფიკატების გაცემა (თუ სერტიფიკატები

გათვალისწინებულია), კონტრაქტის დახურვა ანდერრაითერთან და სხვა საკონსულტაციო კომპანიებთან [70].

2.2 „საინვესტიციო კლიმატი“

„საინვესტიციო კლიმატში“ იგულისხმება ის პირობები, რომლებიც გავლენას ახდენს

ყველა სახის ინვესტიციებზე, ზემოთ განხილულ, კონკრეტულ საინვესტიციო პროექტებზე ორიენტირებული საკითხებისგან განსხვავებით. იგი, როგორც წესი, მოიაზრება ცალკეული ქვეყნის ფარგლებში და განსაკუთრებულ ინტერესს წარმოადგენს უცხოელი ინვესტორებისათვის, რომლებიც ინვესტირებას აპირებენ ისეთ ქვეყნებში, სადაც ზოგადი საინვესტიციო პირობები, ანუ „საინვესტიციო კლიმატი“, განსხვავდება საერთაშორისო სტანდარტებისგან.

„საინვესტიციო კლიმატს“ განსაზღვრავს ქვეყნის ზოგადი პოლიტიკა, მისი

ხელიუფლების და მთავრობის მიდგომა უცხოური ინვესტიციების მიმართ. აქედან გამომდინარე, ყალიბდება შესაბამისი წამახალისებელი ან შემზღუდავი კანონმდებლობა, დახურული ან ღია შიგა საბაზრო რეგულირებები, იქმნება შესაბამისი საინვესტიციო ინსტიტუტები, იდება საერთაშორისო ხელშეკრულებები და ქვეყანა წევრიანდება საერთაშორისო ორგანიზაციებში. ამდენად, „საინვესტიციო კლიმატი“ წარმოადგენს რთულ და მრავალფეროვან ცნებას.

დღეისათვის არსებობს არაერთი სახელმწიფო, საერთაშორისო და კერძო ორგანიზაცია, რომელიც პერიოდულად აქვეყნებს ინფორმაციას ქვეყნებსა და რეგიონებში საინვესტიციო პირობების შესახებ. მათ შორის არის მსოფლიო ბანკი (WB), საერთაშორისო საფინანსო კორპორაცია (IFC), საერთაშორისო სავალუტო ფონდი (IMF), ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაცია (OECD) და სხვა. ინვესტიციების და კრედიტების რისკების შეფასებებს აკეთებენ სარეიტინგო კომპანიები, რომელთა შორის ყველაზე პოპულარულია აშშ-ის ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისიის მიერ დაარსებული Fitch Ratings Inc., კერძო კომპანიები - Moody's და Standard & Poor's LLP. მაგალითად, საქართველოს, ამ ინდექსების მიხედვით, ენიჭება შემდეგი კატეგორიები: Moody's: Ba3, BB-, BB-; S&P და Fitch: B3 და B+ B- შესაბამისად, რომლებიც აყენებენ მას კვიპროსსა და რუსეთს შორის, 2015 წლის შეფასებით, და იგი, ზოგადად, ხასიათდება როგორც რისკიანი (Speculative) კატეგორია.

„საინვესტიციო კლიმატის“ შესახებ ანგარიშების ფორმები, მათი პერიოდულობა და სახელწოდებები არაერთნაირია. მათ შორის განსაკუთრებულ აღნიშვნას იმსახურებს ამავე სახელწოდების, აშშ-ის სახელმწიფო დეპარტამენტის ყოველწლიური ანგარიში, რომელიც მოიცავს მსოფლიოს ყველა ქვეყანას [85].

აღნიშნულ ანგარიშებში განიხილება და გათვალისწინებულია ქვეყნების საინვესტიციო პირობების სამართლებრივი, პოლიტიკური, ეკონომიკური და სოციალური ფაქტორები. მათი განხილვის სტრუქტურა, სიღრმე და თანამიმდევრობა არ არის სტანდარტიზებული, ამიტომ, მათ დაჯგუფებას საფუძვლად დავუდებთ იმ კითხვებს, რომლებიც უცხოელ ინვესტორებს ხშირად გააჩნიათ საინვესტიციო გადაწყვეტილების მიღებისას, კერძოდ: როგორია ინვესტიციების ჩადების პირობები? როგორია მოსალოდნელი მოგების ქვეყნიდან გატანის პირობები? რამდენად არის დაცული ქვეყანაში საკანონმდებლო რეგულირება და რამდენად შეიძლება უცხოელი ინვესტორების ინტერესების დაცვა, მათ შორის კონფლიქტურ ვითარებაში. ამასთან, აქცენტს გავაკეთებთ იმ საკითხებზე, რომლებიც სპეციფიკურია ტურიზმის, მათ შორის სასტუმროების ინდუსტრიაში ინვესტირებისათვის.

ინვესტირების პირობები:

განისაზღვრება შესაბამისი კანონმდებლობით, სახელმწიფოს პოლიტიკით ინვესტიციების წახალისებასა და შეზღუდვებში, ასევე ადგილზე არსებული ეკონომიკური და სოციალური პირობების ერთობლიობით.

კანონმდებლობის ერთ-ერთ კატეგორიას წარმოადგენს *უცხოური ინვესტიციების* რეგულირება. ბოლო ათწლეულებში სულ უფრო ფართოვდება ქვეყნებს შორის ურთიერთინვესტიციების დაცვის და წესების უნიფიცირების ხელშეკრულებების გაფორმება. ეს პროცესები უფრო გავრცელებულია მოსაზღვრე ქვეყნებს შორის და წარმოდგენილია სპეციალური ორმხრივი ხელშეკრულებებით, ან საერთაშორისო რეგიონული ხელშეკრულებებით, როგორც ამას ადგილი აქვს ჩრდილოეთი ამერიკის რეგიონში, ევროპაში. ამ ტიპის ორმხრივი ხელშეკრულებები არსებობს იაპონიასა და სინგაპურს შორის, აშშ-სა და ავსტრალიას შორის, სამხრეთ კორეასა და ჩილეს შორის და ა.შ. შეთანხმების საკითხები, როგორც წესი, არის ორმაგი დაბეგვრის აცილება, დავების ერთობლივი გადაწყვეტა, ინვესტიციების დაცვა. არსებობს ე.წ. უპირატესი ხელშეწყობის მინიჭების სტატუსი, რომლის თანახმადაც პრაქტიკულად ხდება საინვესტიციო პირობების უნიფიცირება ქვეყნებს შორის. მაგალითისათვის აღვნიშნავთ, რომ საქართველოს ხელმოწერილი აქვს ამ ტიპის ხელშეკრულება 30-ზე მეტ ქვეყანასთან [67.გვ 186] და რამდენიმე ათეული ხელშეკრულება არის განხილვისა და საბოლოო გაფორმების პროცესში [4].

ამასთან, არის ქვეყნები, რომლებსაც გააჩნიათ სხვადასხვა სახის და დონის შეზღუდვები უცხოურ ინვესტიციებზე. ესენი ძირითადად არიან არასაბაზრო ეკონომიკის ან/და განვითარებადი ეკონომიკის მქონე ქვეყნები. შეზღუდვები ხშირად ვრცელდება: კერძო საკუთრების დაშვებაზე, მიწის ფლობაზე, ფილიალების გახსნაზე, კაპიტალის გატანაზე, უცხოელების მიერ პრივატიზებასა ან ტენდერებში მონაწილეობაზე, უცხოური კერძო

კაპიტალის შემოტანის ან/და გატანის რაოდენობაზე, დაბანდების ადგილებსა ან/და სფეროებზე, უცხოელი კადრების დასაქმებაზე და სხვა. ხდება სპეციალური ლიცენზიების, ნებართვების და სხვა „ბარიერების“ დაწესება [59]. განსაკუთრებით გავრცელებულია უცხოური პირდაპირი ინვესტიციების შეზღუდვა და მისი დაშვება მხოლოდ ადგილობრივი კომპანიის მეშვეობით და მათთან პარტნიორობით. ასეთ ერთეულებს უწოდებენ მრავალეროვნულ (იგულისხმება საერთაშორისო) კორპორაციებს ან საწარმოებს (Multinational Corporations-MNC ან Multinationa Enterprises – MNE).

ინვესტორების განსაკუთრებულ ყურადღებას იმსახურებს *თავისუფალი ეკონომიკური ზონების* არსებობა, მათ შორის სპეციალიზებული მიმართულებებით და კერძოდ ტურიზმის პროფილითაც. ასეთი ეკონომიკური ზონები წარმოდგენილია თურქეთში, ჩინეთში, სამხრეთ კორეაში. საქართველოშიც არის ასეთი ზონები, კერძოდ, ქობულეთისა და ანაკლიის ტურისტული ზონები. ისინი ითვალისწინებენ მოგების და უძრავი ქონების გადასახადებიდან განთავისუფლებას 15 წლის განმავლობაში, უფასო ლიცენზიას მშენებლობაზე, განთავისუფლებას დამატებული ღირებულების გადასახადიდან და სხვა შეღავათებს. ამჟამად განხილვის სტადიაშია თავისუფალი ტურისტული ზონების ცალკე კანონმდებლობაც. აქვე შევნიშნავთ, რომ ამ პროფილის თავისუფალი ეკონომიკური ზონები ზოგადად არ არის ფართოდ გავრცელებული ფენომენი. მხედველობაშია მისაღები ის გარემოებაც, რომ ასეთ ზონებს ნაკლები სარგებელი მოაქვთ ქვეყნის

ცენტრალური ბიუჯეტისათვის და დადებითი ეფექტი ძირითადად ვლინდება ლოკალურად, მეტწილად ადგილობრივი მოსახლეობის დასაქმებაში.

არსებითი მნიშვნელობა ენიჭება *საგადასახადო სისტემას*, მათ შორის: მოგების გადასახადის განაკვეთებს, დღგ-ს, სასტუმროებთან დაკავშირებით კი - უძრავი ქონების გადასახადებს. განსაკუთრებული ყურადღება ექცევა ორმხრივი დაბეგვრის ხელშეკრულებებს, რომლის თანახმადაც გადამხდელებს საშუალება ეძლევათ ერთ-ერთ ქვეყანაში გადახდილი ბეგარა გარკვეული პირობებით ჩაითვალოს მეორე ქვეყანაშიც. საქართველოს 2015 წლისათვის, ხელმოწერილი აქვს ეს შეთანხმება 50-მდე ქვეყანასთან [54].

ბრენდული სასტუმროების განვითარებისათვის მნიშვნელოვანია ქვეყანაში *ფრენშიაზინგთან* დაკავშირებული კანონმდებლობის, სასტუმროების მშენებლობისა და ტურიზმთან დაკავშირებული საქმიანობის *ლიცენზირების* არსებობა. ამ თვალსაზრისით, ხშირია შეზღუდვები სათამაშო ბიზნესის განვითარებასთან დაკავშირებით.

ტურისტული ობიექტების მშენებლობა და მათი ფუნქციონირება, როგორც წესი, დაკავშირებულია საგარეო ვაჭრობასთან და, შესაბამისად, ქვეყნის იმპორტისა და ექსპორტის რეგულირების საკითხებთან, მათ შორის ტარიფებსა და ნებართვებთან. ამ თვალსაზრისით, დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ქვეყნის მონაწილეობას მსოფლიო სავაჭრო ორგანიზაციაში (World Trade Organisation – WTO), რომლის წევრია საქართველო 2000 წლიდან.

ტურისტულ ქვეყნებში განსაკუთრებულ მნიშვნელობას იძენს უცხოურ ვალუტასთან დაკავშირებული რეგულირება. ქვეყნისთვის მნიშვნელოვანია თანხების მოზიდვა,

ინვესტორებისთვის კი მოგების გატანა. რეგულირებები, როგორც წესი, ეხება: უცხოელების მიერ ვალუტის შემოტანის ან გატანის დასაშვებ რაოდენობას, ვაჭრობაში უცხოური ვალუტის გამოყენების და ტურისტების მიერ ვალუტის გადაცვლის შესაძლებლობას, გაცვლითი კურსის რეგულირებას და განაკვეთებს, საკრედიტო

ბარათების გამოყენების და გადარიცხვების შესაძლებლობებს. ამ საკითხების რეგულირების დიაპაზონი ქვეყნებს შორის უაღრესად დიდია, მკაცრი აკრძალვებით დაწყებული (მაგ., ბელარუსია, სირია, ირანი, ინდოეთი, ინდონეზია, პაკისტანი, კუბა და სხვა) [32], დამთავრებული სრული ლიბერალიზაციით, მაგალითად, სადაც დოლარი გამოიყენება, როგორც პარალელური ვალუტა. ეს უკანასკნელი დამახასიათებელია მცირე ეკონომიკის მქონე ქვეყნებისთვის, როგორცაა მაგალითად, პანამა, ეკვადორი და სხვა. უცხოური ვალუტა უმეტეს შემთხვევაში, ექვემდებარება კონვერტაციას თავისუფლად ან გარკვეული პირობებით. საქართველოში ამ მხრივ შეზღუდვები უმნიშვნელოა, მაგალითად, მგზავრებს ევალებათ \$ 13 300 ღირებულებაზე მეტი თანხის გატანა-შემოტანის დეკლარირება.

უცხოელ ტურისტთა ნაკადის მოცულობა, რაც პირდაპირ განაპირობებს ვალუტის შემოსავლებს, არსებითად დამოკიდებულია *ვიზების რეგულირებაზე*. კერძოდ, ევროპაში, ე.წ. შენგენის ზონაში, უვიზო მიმოსვლით დაწყებული, დამთავრებული მკაცრი სავიზო რეჟიმით, მაგალითად ჩრდილოეთ კორეაში.

უცხოური ინვესტორებისთვის არსებითი მნიშვნელობა აქვს ისეთ საკითხებს, როგორცაა *კაპიტალის რეპატრიაცია და ბიზნესიდან გასვლის კანონმდებლობა, ინვესტიციების დაცულობა, სადავო საკითხების რეგულირება და დაზღვევა*.

საერთაშორისო პრაქტიკიდან გამომდინარე, მოგების ქვეყნიდან გატანის და ბიზნესიდან გასვლის პირობების შეზღუდვის მაგალითებია: ფასიანი ქაღალდებიდან მიღებული მოგების მხოლოდ რამდენიმე თვის შემდეგ გატანის დაშვება (მაგ., ბრაზილიაში), კაპიტალის გატანის სავალდებულო შეჩერება რამდენიმე წლით (მაგ., ჩილეში) ან გატანის სრული თავისუფლება (მაგ., ისრაელში). უმრავლეს შემთხვევაში კი მოგების ან კაპიტალის გატანასა და მათ ვადებზე დაწესებულია გარკვეული კვოტები [38].

საქართველო, ევროკავშირთან ღრმა და ყოვლისმომცველი თავისუფალი სავაჭრო სივრცის შესახებ შეთანხმების (DCFTA) ფარგლებში, ვალდებულია დაიცვას მოგების და კაპიტალის თავისუფალი გადაადგილება (DCFTA, თავი 7) [3]. იგივე ვალდებულება გააჩნია ქვეყანას აშშ-საქართველოს ორმხრივი საინვესტიციო ხელშეკრულების თანახმად და მსოფლიო სავალუტო ორგანიზაციასთან დადებული ხელშეკრულების მიხედვით (მუხლი 7, პუნქტები 2,3 და 4, 1996 წ.).

კაპიტალის დაცულობა და სადავო საკითხების რეგულირება ასევე არსებით როლს თამაშობს ქვეყნების საინვესტიციო მიმზიდველობაში. ზოგადად შეიძლება ითქვას, რომ რაც უფრო ნაკლებად არის დავების გადაჭრა დამოკიდებული ადგილობრივ სტრუქტურებზე და მეტია ორმხრივი, მრავალმხრივი ან საერთაშორისო რეგულირების მექანიზმების ჩართულობა, შესაბამისად, მით მეტია ნდობა ინვესტიციების უსაფრთხოების მიმართ. ზემოთ ხსენებული ორმხრივი საინვესტიციო ხელშეკრულებების

ფარგლებში ქვეყნები ვალდებულებას იღებენ, არ დაარღვიონ ხელშემკვერელი სახელმწიფოს წარმომავლობის მქონე ინვესტორების უფლებები, არ განახორციელონ მათი ქონების ექსპროპრიაცია, არ ჩააყენონ ისინი სხვა (საკუთარი ან მესამე ქვეყნის წარმომავლობის მქონე) ინვესტორებთან შედარებით დისკრიმინაციულ მდგომარეობაში და ა.შ. [42].

ამ ტიპის ხელშეკრულებები, როგორც წესი, შეიცავს დავის მოგვარების მექანიზმებსაც საერთაშორისო საინვესტიციო და საარბიტრაჟო ტრიბუნალებში მიმართვის გზით, რისი საშუალებით ინვესტორს უფლება ეძლევა ქვეყნის შიგა სასამართლოების გვერდის ავლით დამოუკიდებლად, გაასაჩივროს სახელმწიფოს არამართლზომიერი ქმედება და მოითხოვოს ზიანის ანაზღაურება.

საინვესტიციო დავებისას ყველაზე ხშირად მიმართავენ მსოფლიო ბანკის ჯგუფში შემავალ საარბიტრაჟო ინსტიტუტს, საინვესტიციო დავების მოგვარების საერთაშორისო ცენტრის - International Centre for Settlement of Investment Disputes (ICSID). ამგვარი პოპულარობის ერთ-ერთი მიზეზია მისი გადაწყვეტილების უპირობო აღსრულების ვალდებულება, რომელიც აკისრიათ ბანკის წევრ ქვეყნებს [1]. ამიტომ, ამ ცენტრის გადაწყვეტილება არ საჭიროებს საერთაშორისო საარბიტრაჟო გადაწყვეტილებების აღსრულების შესახებ ნიუ-იორკის 1958 წლის კონვენციით გათვალისწინებულ პროცედურას, რომლის თანახმად არბიტრაჟის გადაწყვეტილების აღსრულება ხდება ქვეყნის შიგა სასამართლოს გავლით, რაც, როგორც წესი, დროსთან და დამატებით ხარჯებთან არის დაკავშირებული. ორგანიზაცია „საერთაშორისო გამჭვირვალობა – საქართველოს“ მონაცემებით, საქართველოში 2011 წლისათვის დაგროვილი 450 სადავო საქმიდან უმეტესობა (279 საქმე) გადაეცა საინვესტიციო დავების მოგვარების საერთაშორისო ცენტრს - ICSID-სა და გაეროს საერთაშორისო სავაჭრო სამართლის კომისიას - UNCITRAL-ს (126 საქმე)[4]. სხვა დავების განმხილველი ინსტიტუტებიდან, 21 საქმე განიხილა სტოკჰოლმის სავაჭრო პალატამ, 7 – საერთაშორისო სავაჭრო პალატამ, 1 საქმე - გაეროს საერთაშორისო კომერციული არბიტრაჟის რეგიონულმა ცენტრმა და 1 საქმე – ლონდონის საერთაშორისო საარბიტრაჟო სასამართლომ [4].

უცხოური წყაროებიდან დაფინანსებას ხელს უწყობს ავტორიტეტული საფინანსო ინსტიტუტების მხრიდან ქვეყანაში *ინვესტიციების დაზღვევა*. შესაბამისად, იზრდება საინვესტიციო მიმზიდველობა იმ ქვეყნებისა, რომლებსაც ფარავენ აღნიშნული დამზღვევი ორგანიზაციები და კომპანიები. ასეთი ინსტიტუტების მაგალითებად შეიძლება დავასახელოთ ქვეყნებში კერძო ინვესტიციების დაზღვევის კორპორაცია აშშ-ში (Overseas Private Investment Corporation - OPIC), მსოფლიო ბანკის ჯგუფის წევრი - მრავალმხრივი საინვესტიციო გარანტიის სააგენტო (Multilateral Investment Guarantee Agency - MIGA), ასევე ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკი (European Bank for Reconstruction and Development - EBRD) [38]. საქართველო შედის იმ ქვეყნების სიაში, რომლებიც შეიძლება დაიფაროს ამ სადაზღვევო ორგანიზაციებით. ამასთან, საქართველო არის უცხოური საარბიტრაჟო გადაწყვეტილებების ცნობისა და აღსრულების შესახებ გაერთიანებული ერების ორგანიზაციის 1958 წლის კონვენციის ხელმომწერი.

ბევრ ქვეყანაში ჯერაც აქტუალური რჩება *კანონის უზენაესობის* საკითხი, ანუ რამდენად იცავს სახელმწიფო საერთაშორისო და ორმხრივ ხელშეკრულებების თანახმად მიღებულ კანონებს და რეგულირებებს. რასთანაც მჭიდრო კავშირშია ქვეყნებში კორუფციის, კანონის აღსრულების, საზოგადოებრივი მონიტორინგისა და გამჭვირვალობის დონე და ხარისხი. ამ თვალსაზრისით, ინტეგრირულ მაჩვენებელს წარმოადგენს მსოფლიო ბანკის მიერ შემუშავებული კორუფციისა და გამჭვირვალობის ინდექსი [80] და ორგანიზაცია „საერთაშორისო გამჭვირვალობის“ კორუფციის აღქმის ინდექსი [81].

„საინვესტიციო კლიმატის“ შემადგენელი კომპონენტებია აგრეთვე ინვესტიციებთან დაკავშირებული *სახელმწიფო და არასახელმწიფო ორგანიზაციების არსებობა*. ამ მიმართულების ინსტიტუტებს წარმოადგენენ სამინისტროები, დეპარტამენტები, ხელშემწყობი სახელმწიფო და არასახელმწიფო სააგენტოები, სავაჭრო პალატები, ბიზნესის განვითარების საბჭოები და სხვა. საქართველოს მაგალითზე ასეთ ინსტიტუტებს წარმოადგენენ საქართველოს ეკონომიკისა და მდგრადი განვითარების სამინისტრო, საქართველოს ტურიზმის ეროვნული ადმინისტრაცია, ინვესტიციების ხელშემწყობი სააგენტო, ინვესტორთა ასოციაცია, საერთაშორისო ინვესტორთა ასოციაცია, საქართველოს ტურიზმის ასოციაცია, საქართველოს სავაჭრო სამრეწველო პალატა, საქართველოს ბიზნეს პალატა, საერთაშორისო სავაჭრო პალატა, აშშ-ის სავაჭრო პალატა საქართველოში, ისრაელის ბიზნეს პალატა, საქართველო-ირანის გაერთიანებული სავაჭრო პალატა, ექპორტისა და იმპორტის ასოციაციები, საქართველოს თანადაფინანსების ფონდი, საპარტნიორო ფონდი.

ინვესტორების ინტერესები მოიცავს აგრეთვე ბიზნესის განვითარებისა და წარმოების რესურსების არსებობას ქვეყანაში, რაშიც იგულისხმება უცხოური სანდო ბანკების არსებობა და ადგილობრივი ბანკების SWIFT-ის სისტემაში ჩართულობა, რაც უზრუნველყოფს საერთაშორისო ტრანზაქციებს; კავშირგაბმულობა, განსაკუთრებით საერთაშორისო კომუნიკაციების თვალსაზრისით; საერთაშორისო ტრანსპორტი - საერთაშორისო მგზავრების და მოგზაურობისთვის, განსაკუთრებით საერთაშორისო აეროპორტებისა და სანდო რეისების სიხშირის კუთხით; შიგა სატრანსპორტო ინფრასტრუქტურა - გზები და ტრანსპორტის საშუალებები; ინფრასტრუქტურა - დენის, წყლის, გაზის და სხვა კომუნალური უზრუნველყოფის საკითხები, შრომითი რესურსები - მათი კვალიფიკაცია, დაქირავების ღირებულება და უფლებების დაცვის რეგულირება.

საქართველოში საბანკო სექტორი მეტწილად, საშუალო და მცირე ზომის 19 კომერციული ბანკისგან შედგება. მათ შორის 16-ში გახსნილია უცხოელ ინვესტორთა ანგარიშები. არ არის წარმოდგენილი მსხვილი მოქმედი უცხოური ბანკი, თუ არ ჩავთვლით Societe Generale-ის, Vneshtorgbank-ის და Privat Bank-ის ფილიალებს და ორ ვიწროფუნქციურ უცხოურ ბანკს Turkish Bank Ziraat, The International Bank of Azerbaijan-ს და ბაზის ბანკს, რომლის აქციების 90% შეიძინა ჩინურმა კომპანიამ. საქართველოს რამდენიმე წამყვანი ბანკი ჩართულია SWIFT-ის და Western Union-ის ბანკთაშორის და საერთაშორისო გადარიცხვების სისტემაში. ქვეყანაში მოქმედებს საერთაშორისო აეროპორტები და არსებობს საბაზო ინფრასტრუქტურა, რომელიც განვითარების და სრულყოფის

პროცესშია. ასევე ხელმისაწვდომია შედარებით იაფი და კვალიფიციური შრომითი რესურსები.

უცხოური ინვესტიციები, განსაკუთრებით კი ტურიზმის სფეროში, მნიშვნელოვნად არის დამოკიდებული შიდა და გარე პოლიტიკური რისკების არსებობაზე. ყველა ამ ფაქტორის გათვალისწინებით, მსოფლიო ბანკის მიერ ქვეყნების რანჟირებაში (Easy of doing business rank) საქართველოს 24-ე ადგილი უჭირავს მსოფლიოს 189 ქვეყანას შორის [92].

განხილული ფაქტორები წარმოადგენს „საინვესტიციო კლიმატის“ ძირითად მახასიათებლებს, მაგრამ არა მათ სრულ სიას. ინვესტიციის ყოველ კონკრეტულ შემთხვევას დამატებითი, სპეციფიკური გარემოებები და ფაქტორები გააჩნია. მათი გამოვლენა და გათვალისწინება უნდა მოხდეს კონკრეტული საინვესტიციო პროექტების ფარგლებში. „საინვესტიციო კლიმატის“ დახასიათების ტიპური სტრუქტურა მოცემულია ქვემოთ:

ცხრილი 11. საინვესტიციო კლიმატის დახასიათების ტიპური სტრუქტურა (ა.საერთაშორისო პრაქტიკის გათვალისწინებით და ბ. აშშ-ის სახელმწიფო დეპარტამენტის ანგარიშების გათვალისწინებით) [82;83]

ა. საინვესტიციო პირობების აღწერასთან დაკავშირებული ტიპური საკითხები	ბ. აშშ-ის სახელმწიფო დეპარტამენტის „საინვესტიციო კლიმატის“ ანგარიშში შემავალი ტიპური საკითხები
ეროვნული უსაფრთხოება	თავისუფალი ბაზრის ბარიერები
ქვეყანაში მმართველი ძალების სტაბილურობა	ბიზნესრისკები
სახელმწიფო რეგულირება	საკანონმდებლო და მარეგულირებელი სისტემა
საგადასახადო რეგულირება	სადავო საკითხების გადაჭრის პრაქტიკა
კრიმინალური ვითარება და	კორუფცია
კანონის უზენაესობა	
პოლიტიკური სტაბილურობა	პოლიტიკური ძალადობის არსებობა
შრომითი რესურსები	შრომის საკითხები
საკუთრების უფლებების დაცვა	ინტელექტუალური საკუთრების დაცვის საკითხები
ინფრასტრუქტურა	
მთავრობის ანგარიშვალდებულების მდგომარეობა	
სიღარიბის დონე (ზოგჯერ გამოიყენება ტერმინი	
სიღატაკის დონე)	
მთავრობის ქმედებების გამჭვირვალობა	

ლიტერატურა:

1. ასლანიშვილი დ., სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები საქართველოში: გამოწვევები და პერსპექტივები. საქართველოს წმ. ანდრია პირველწოდებულის სახელობის ქართული უნივერსიტეტი. სადოქტორო ნაშრომი. თბილისი, 2015.
<http://sangu.ge/images/2015/davitaslanishvili.pdf>
2. ბახტაძე ლ., ბარბაქაძე ხ., ყანდაშვილი თ., ფინანსური ინსტიტუტები და ბაზრები (ლექციათა კურსი). თსუ, თბილისი, 2012.
3. ევროკავშირთან ღრმა და ყოვლისმომცველი თავისუფალი სავაჭრო სივრცის შესახებ შეთანხმება (DCFTA). საქართველოს ეკონომიკის და მდგრადი განვითარების სამინისტრო. <http://www.economy.ge/ge/dcfta>
4. ნადირაძე ა., რამდენად მიზანშეწონილია ინვესტიციების დაცვის ორმხრივი ხელშეკრულებების დადება. <http://www.transparency.ge/blog/ramdenad-mizanshetsonilia-investitsiebis-datsvis-ormkhrivi-khelshekrulebebis-dadeba?page=1https://>
5. საქართველოს ეროვნული ბანკი. <http://www.nbg.gov.ge/index.php?m=611;>
6. საქართველოს ფინანსთა სამინისტრო. <http://www.mof.ge/DebtFinance>
7. საქართველოს საფინანსო ზედამხედველობის სააგენტო.
http://nbg.gov.ge/uploads/legalacts/supervision/kapitalis__adekvaturoba.pdf
8. საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი. [<https://matsne.gov.ge/ka/document/view/31702>]
9. ქოქიაშვილი მ., ფრენშაიზინგი და მისი სამართლებრივი რეგულირება თბილისი, გამომცემლობა „მერიდიანი“, 2011.
<https://elawjournal.wordpress.com/2011/12/17/ფრენშაიზინგის-წარმოშობა>.
10. ჩხაიძე ი., კაპიტალიზაცია – საქართველოს ეკონომიკური ზრდის პრობლემა და მისი დაძლევის გზები. სადოქტორო დისერტაცია. საქართველოს საპატრიარქოს წმიდა ანდრია პირველწოდებულის სახელობის ქართული უნივერსიტეტი. თბილისი, 2015, გვ 16-17.
11. ხელაშვილი ი., უძრავი ქონების საინვესტიციო ტრასტი: აქტუალობა საქართველოსთვის. ეკონომიკა და ბიზნესი. ტ.VIII, N3. თსუ. 2015, გვ. 35-57.
12. ჯეიმს ვან ჰორნი, ჯონ მ. ვაპოვიჩი, უმცრ. – ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები. სტენფორდის უნივერსიტეტი. ქართული გამოცემა: საქართველოს მაცნე, 2008 წ.

13. A Frenchised or Managed? Hotel and Tourism. November 2012.
<http://www.cleverhotel.org/resource/article/franchised-or-managed-model>

14. Accounting Management. PI is the same as BCR:
<http://accountlearning.blogspot.com.cy/2011/07/concept-of-profitability-indexpits.html> - Internal

15. Bankrate. <http://www.bankrate.com/finance/financial-literacy/asset-allocation-helps-mitigate-risk-1.aspx>

16. BBC. <http://www.bbc.com/news/business-18281703>

17. Bloom B. The Predictive Ability of the Historic Beta of Hotel Stocks in the 2008 Market Downturn. Journal of Hospitality Financial Management. Volume 17, Article 6. 1-1-2009

18. Bpalns: http://www.bplans.com/resort_hotel_ski_lodge_business_plan/executive_summary_fc.php

19. Capital Appreciation, Income component, Total Return – NAREIT 1988-2012 <https://www.reit.com/data-research/research/capital-appreciation> -

20. Capital Budgeting Rules: NPV, IRR, Payback, Discounted Payback, AAR. CFA Institute. <http://cfatutor.me/2013/07/27/capital-budgeting-rules-npv-irr-payback-discounted-payback-aar/>

21. Choice of Discount rate. <http://www.wlcf.org.uk/page32.html>

22. Coy J. and Haralson B. What's It Going to Cost to Build a Hotel PKF Consulting. May 2003

23. Damodaran A. 2015 http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/histretSP.html

24. Davis G., Roos J. Structuring Hotel Deals To Achieve Strategic Goals: An Owners Perspective. Cornell University School of Hotel Administration. The Scholarly Commons. . Cornell 2004. <http://scholarship.sha.cornell.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=1194&context=articles>

25. Discount Vash Flow Calculator. <http://startups.co.uk/discounted-cashflow-calculator/>

26. Dividend.com. <http://www.dividend.com/dividend-stocks/high-dividend-yield-stocks/>

27. Domash. H. Winning Investing.com. http://www.winninginvesting.com/fast_growth_screen.htm

28. DS Mann. Management Consultant. <http://www.dsmann.co.uk/discount-rate-for-discounted-cash-flow/>
29. Duff&Phelps: <http://www.duffandphelps.com/expertise/publications/pages/ResearchReportsDetail.aspx?itemid=70>.. The Duff & Phelps' Risk Premium Report
30. Duff&Phels Risk Premium Report. <http://www.duffandphelps.com/expertise/publications/pages/ResearchReportsDetail.aspx?itemid=70>
31. Easterbrook S. Univeristy of Toronto. Oronto 2004.
www.cs.toronto.edu/~sme/CSC340F/2004/slides/tutorial-roi.pdf
32. Edassery J.P. List of Countries where Forex Trading is Banned.Dollars Sower. January 2014. <http://www.dollarshower.com/forex-trading-banned-countries/>
33. European Central Bank. <http://www.ecb.europa.eu/stats/money/yc/html/index.en.html>
34. FFO: http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/financial-statement-analysis/funds_operations-ffo-813
35. Finance Formulas:http://financeformulas.net/Present_Value_of_Growing_Anuity.html
36. Financial Post: <http://business.financialpost.com/investing/the-best-websites-to-help-you-choose-winning-stocks>
37. FinViz: <http://finviz.com/help/screener.ashx>
38. Foreign Direct Investment in Developing Countries. IMF.
https://books.google.com.cy/books?id=X4Yeg3CPcEsC&pg=PA31&lpg=PA31&dq=capital+repatriation+regulations+by+countries&source=bl&ots=pZyHGWE45A&sig=fws9dzJnMbGjHS27IpoPj8yjNOK&hl=en&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=capital%20repatriation%20regulations%20by%20countries&f=false.
39. Guide to EBRD Financing
40. Gov Bonds Discount CF in UK: <http://www.tradingeconomics.com/united-kingdom/government-bond-yield>
41. GuruFocus: <http://www.gurufocus.com/term/Dividends%20Per%20Share/NSE:HOTELEELA/Dividends%2BPer%2BShare/Hotel%2BLeela%2BVenture%2BLtd>

42. Guru Focus: <http://www.gurufocus.com/term/ROE/SGX:K71U/Return%2Bon%2Bequity/Keppel%2BREIT>
43. Higgins R. Analysis for Financial Management. The University of Washington. 2001
44. Hotel Portfolio Topics. Hotel Investment Strategies LLC, Volume 1, Issue 3, April 2006
45. HotelIYO. <http://hoteliyo.com/hotel-business-plan-writing/>
46. HotelIYO. <http://hoteliyo.com/hotel-investment-strategy-options/>
47. Investing Answers: <http://www.investinganswers.com/financial-dictionary/businesses-corporations/underwriting-fees-6097>
48. Investing Classroom. Return on Invested Capital.
<http://news.morningstar.com/classroom2/course.asp?docId=145095&page=9>
49. JLL.- HotelInvestment Outlook – 2015: Year of upward momentum. <http://www.jll.com/HIO/2015/global-capital-flow>
50. Kaplan Financial Knowledge Bank.
[Wiki%20Pages/Discount%20cash%20flow%20techniques.aspx?mode=none](http://www.kaplanfinancial.com/Wiki%20Pages/Discount%20cash%20flow%20techniques.aspx?mode=none)
51. Kiplinger: <http://www.kiplinger.com/fronts/channels/investing/index.html>
52. KNOEMA: Travel & Tourism Capityal Investment.
<http://knoema.com/WTTC2013/world-travel-and-tourism-council-data>
53. Larry Yu. The International Hospitality Business. Management and Operations. New York, London. Oxford. 1999, pp 218-221. See source 5).
Books https://books.google.ge/books?id=l8jgMLLmc_0C&pg=PA220&lpg=A220&dq=optoions+and+futures+contrat+in+hotel+business&source=bl&ots=nEbTvVII1-&sig=4rypLDG67dE10BR4SV9t-aGk1yw&hl=ka&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=optoions%20and%20futures%20contrat%20in%20hotel%20business&f=false
54. Ministry of Fianance of Georgia. <http://www.mof.ge/en/4681>
55. Money Morning. <http://moneymorning.com/2015/04/10/heres-what-happens-during-the-ipo-roadshow-process/>
56. Morningstar Inc: <http://www.marketwatch.com/investing/stock/morn>

57. My Forex: [<http://www.myforex.ge/?p=244>].
58. Narasimhan Lakshmi. Ignite Insight LLC. Rooms and Food & Beverage: Optimizing Revenues And Profits http://hotelexecutive.com/business_review/3694/rooms-and-food-beverage-optimizing-revenues-and-profits
59. NAREAIT: Total Return data <https://www.reit.com/investing/reit-basics/reit-financial-benefits/reits-and-investment-performance>
60. Nasdaq: <http://www.nasdaq.com/investing/guru/guru-stock-screener.aspx>
61. OECD. FDI Regulatory Restrictiveness Index. <http://www.oecd.org/investment/fdiindex.htm>
62. PKF. HospitalityNet. 2008 <http://www.hospitalitynet.org/news/4035673.html>
63. REIT.com [https://www.reit.com/data-research/research/capital-appreciation - UNREIT Total Return, Cap appreciation and net Income](https://www.reit.com/data-research/research/capital-appreciation-UNREIT-Total-Return-Cap-appreciation-and-net-Income)
64. REIT.com. https://www.reit.com/sites/default/files/media/PDFs/NAREIT_IPO_Supplement%20Final.pdf – IPO
65. REIT.com. <https://www.reit.com/investing/index-data/annual-index-values-returns>
66. REIT Valuation. The NAV-based Pricing Model. Green Street Advisors. Newport CA, USA. 2014. www.greenstreetadvisors.com
67. Rijvadze T. The Investment Laws of Georgia: Key FDI Driver or Irrelevance?. The 3-rd International Academic Conference on Social Sciences. Istanbul, Turkey, 2015. [http:// socscienceconf.com/admin/editor/uploads/files/Tornike%20Rijvadze.pdf](http://socscienceconf.com/admin/editor/uploads/files/Tornike%20Rijvadze.pdf)
68. Risk free Interest rates in US <http://www.federalreserve.gov/releases/h15/data.htm>
69. Risk Premium Report 2013 Selected Pages and Examples (Data Exhibits not included) <http://www.duffandphelps.com/SiteCollectionDocuments/Reports/%28EXCERPT%29%202013%20Duff%20Phelps%20Risk%20Premium%20Report.pdf>
70. Roadmap for a REIT IPO or Conversion. PWC, Third edition. November 2014. www.pec.com
71. Roos J, Ruchmore S. Hotel Valuation Techniques. www.hvs.com/Bookstore/HotelValuationTechniques/pdf

72. Security Analysts and Their Recommendations.
<http://thismatter.com/money/stocks/valuation/security-analysts.htm>
73. Stockopedia.com. <http://help.stockopedia.com/knowledgebase/articles/71017-how-do-you-calculate-return-on-capital-employed-r>).
74. Stockpickr. <http://www.stockpickr.com/how-use-stock-screener-scan-hot-stocks-trade.html>
75. Stocktrader.com: <https://www.stocktrader.com/2011/06/09/best-free-stock-screeners/>
76. The Cost-Benefit Ratio of Purchasing IT Infrastructure in Hotel. Dec. 2012
<http://rohani-abas86.blogspot.com.cy/2012/12/the-cost-benefit-ratio-of-purchasing-it.html>
77. The Telegraph.
<http://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/savings/10570661/Fixed-savings-rates-Is-Zopas-5five-year-rate-a-good-investment.html>
78. The Quizlet. <https://quizlet.com/17445764/blaw-200-final-chapter-24-flash-cards/>
79. The Yield Hunter. [http://www.dividendyieldhunter.com/preferred-stocks-reits –
 PREFFERED STOCKS](http://www.dividendyieldhunter.com/preferred-stocks-reits-PREFFERED-STOCKS)
80. The World Bank. World Development Indicators. 2015. <http://wdi.worldbank.org/table/5.9>
81. Transparency International. Corruption Perceptions Index 2013. <http://www.transparency.org/cpi2013/results>
82. Total Return Formula: <http://www.financeformulas.net/Total-Stock-Return.html>-
83. Tourism Vision 2020. UN WTO. 2010 <http://www.unwto.org/facts/eng/vision.htm>.
84. TVMCalcs.com - Time value of money and financial calculator tutorials.
[http://www.tvmcalcs.com/index.php/calculators/excel_tvm_functions/excel_tvm_functions
 _page3](http://www.tvmcalcs.com/index.php/calculators/excel_tvm_functions/excel_tvm_functions_page3)
85. US Department of Satte. Investment Climate Statements. <http://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/>
86. US Department of Satte. Investment Climate Statements. 2015 Investment Climate Statement – Georgia. <http://www.state.gov/e/eb/rls/othr/ics/2015/241569.htm>

87. US Department of the Treasury. <http://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>
88. US Historical RoE. <http://www.scribd.com/doc/16546212/US-Historical-RoE#scribd>
89. US IPO Market. <http://www.renaissancecapital.com/ipohome/review/2013usreviewpublic.pdf>
90. Value Based Management. Return on Invested Capital. http://www.valuebasedmanagement.net/methods_roic.html
91. VinsonFranchise Law Firm. <http://franchiselaw.net/startups/usfranchiselawbasics.html>
92. Vouk I. Things you didn't know about RevPAR. <http://www.hospitalitynet.org/news/4066863.html>
93. World Bank Group. Doing Business. <http://www.doingbusiness.org/rankings>
94. WTTC. Travel&Tourism. Economic Impact – 2015. World. https://dub127.mail.live.com/mail/ViewOfficePreview.aspx?messageid=mga-KaiBq25RG_Dmi1mbaz7g2&folderid=flinbox&attindex=1&cp=-1&attdepth=1&n=19096022
95. Yahoo Finance: <http://finance.yahoo.com/quotes/STOCKSCOUTER,STOCK,RATING,SYSTEM,STOCKS,MSN/view/e>
96. Yu Larry. The International Hospitality Business. Management and Operations. New York, London. Oxford. 1999, pp 218-221. See source 5).
 Books https://books.google.ge/books?id=l8jgMLLmc_0C&pg=PA220&lpg=A220&dq=options+and+futures+contrat+in+hotel+business&source=bl&ots=nEbTvVII1-&sig=4rypLDG67dE10BR4SV9t-aGk1yw&hl=ka&sa=X&redir_esc=y#v=onepage&q=options%20and%20futures%20contrat%20in%20hotel%20business&f=false