



ააიპ საქართველოს საზოგადოებრივ საქმეთა ინსტიტუტი

სოციალურ მეცნიერებათა სადოქტორო პროგრამა

ბიზნესის ღირებულების ზრდის მიკრო და მაკრო ფაქტორები

ავტორი: ნიკოლოზ აბუაშვილი

ხელმძღვანელი: ასოცირებული პროფესორი გიორგი თურქია

თბილისი 2017

## აბსტრაქტი

ნებისმიერი ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებისთვის უმნიშვნელოვანესია კაპიტალის მოზიდვა. საქართველოს რეალობაში უპირატეს მნიშვნელობას იძენს კაპიტალის მოზიდვა საერთაშორისო ბაზრებიდან, ვინაიდან ადგილობრივ ბაზარს კაპიტალით უზრუნველყოფის შეზღუდული შესაძლებლობები გააჩნია. კვლევის შედეგად ემპირიულად განისაზღვრა იმ ფაქტორების მნიშვნელოვნება რომლებიც მოქმედებს კაპიტალის ბაზრის მხრიდან ბიზნესების შეფასებაზე. ეს ფაქტორებია კომპანიის სპეციფიკა (68%), დარგში მოღვაწე ბიზნესების სპეციფიკა (16%), ქვეყანა და რეგიონი (შესაბამისად 15% და 1%). ამ ფაქტორებიდან ორ ჯგუფზე, სახელდობრ დარგში კომპანიების სპეციფიკასა და რეგიონში ბიზნესების მდგომარეობაზე, სახელმწიფოსა და მასში მოღვაწე ბიზნესებს ზოგადად არ შეუძლიათ გავლენის მოხდენა. თუმცა სახელმწიფოსა და ბიზნესების ხელშია იმ ფაქტორების ბედი რომელთა ჯამური წონა 83%-ია. ამ ემპირიული დაკვირვებით დასტურდება კვლევის მთავარი მიზნის რელევანტურობა, რომ სახელმწიფოსა და ბიზნესების ძალისხმევით შესაძლებელია ბიზნესების ღირებულების შეფასებაზე გავლენის მოხდენა.

# სარჩევი

|       |  |    |
|-------|--|----|
| 1     | შესავალი.....  | 1  |
| 1.1   | პრობლემის აქტუალურობა.....                             | 4  |
| 1.2   | დასახული მიზანი და პრაქტიკული ღირებულება.....          | 4  |
| 1.3   | გამოყენებული კვლევის მეთოდი.....                       | 5  |
| 1.4   | მეცნიერული სიახლე.....                                 | 5  |
| 1.5   | ნაშრომის სტრუქტურა.....                                | 6  |
| 2     | კვლევის მეთოდოლოგია.....                               | 7  |
| 2.1   | მიდგომა და კვლევის დიზაინი.....                        | 7  |
| 2.2   | თეორიული მოდელი.....                                   | 8  |
| 2.3   | ინფორმაციის წყაროები.....                              | 9  |
| 2.4   | ტექნოლოგიური გადაწყვეტა.....                           | 9  |
| 2.4.1 | კომპიუტერული ინფრასტრუქტურა.....                       | 9  |
| 2.4.2 | გამოყენებული კომპიუტერული პროგრამები და სისტემები..... | 9  |
| 2.5   | ანალიზში გამოყენებული ცვლადები.....                    | 10 |
| 2.6   | შერჩევა.....   | 12 |
| 2.7   | მოდელის შექმნა.....                                    | 13 |
| 2.7.1 | მიდგომის მიზანშეწონილობის შეფასება.....                | 13 |
| 2.7.2 | მოდელის დამუშავება.....                                | 14 |
| 2.7.3 | ფაქტორების მნიშვნელოვნების შეფასება.....               | 15 |
| 3     | კვლევის შედეგები.....                                  | 16 |
| 3.1   | მიდგომის მიზანშეწონილობა.....                          | 16 |
| 3.2   | მოდელის გამართივება და დახვეწა.....                    | 17 |
| 3.2.1 | საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორი (P/BV),.....      | 17 |
| 3.2.2 | გაყიდვების მულტიპლიკატორს (EV/Sales).....              | 20 |
| 3.2.3 | საოპერაციო მოგების მულტიპლიკატორი (EV/EBIT).....       | 21 |
| 3.3   | მნიშვნელოვანი ფაქტორები.....                           | 22 |
| 4     | დასკვნა.....   | 25 |
| 5     | პუბლიკაციები.....                                      | 29 |

# 1 შესავალი

საქართველოს მთავრობის სტრატეგიული დოკუმენტების მიხედვით, ქვეყნის ეკონომიკური განვითარების სტრატეგიის მთავარ პრინციპად მიჩნეულია კერძო სექტორის თავისუფლების უზრუნველყოფა მცირე, ეფექტიანი და გამჭვირვალე მთავრობის პირობებში. სახელმწიფო მინიმალურად უნდა ჩაერიოს სამეწარმეო საქმიანობაში და კონკურენტად არ ექცეს კერძო სექტორს. სახელმწიფოს მონაწილეობა ეკონომიკურ აქტივობაში უნდა შემოიფარგლებოდეს მხოლოდ იმ საქმიანობით, სადაც კერძო სექტორი სუსტი და არაეფექტიანია. „ჩვენი მთავარი მიზანია, ეკონომიკური ზრდის მიერ მოტანილი სიკეთით ისარგებლოს საქართველოს მოსახლეობის მნიშვნელოვანმა ნაწილმა ინკლუზიური ანუ საყოველთაო ეკონომიკური ზრდის საფუძველზე. ინკლუზიური ეკონომიკური ზრდა დიდ წილადაა დამოკიდებული არა მარტო საერთო ეროვნული, არამედ რეგიონული განვითარების პოლიტიკის ეფექტიან დაგეგმვასა და განხორციელებაზე, ძლიერ და კონკურენტუნარიან რეგიონებზე. რეგიონული განვითარება განიხილება, როგორც უმნიშვნელოვანესი ფაქტორი საერთო ეროვნული წარმატების მისაღწევად<sup>1</sup>.“

ეკონომიკური ზრდის მისაღწევად ძირითადი სტრატეგიული პრიორიტეტებია:

- ბიზნეს გარემოს გაუმჯობესება;
- ინოვაციების და ტექნოლოგიების ხელშეწყობა;
- ექსპორტის ზრდის ხელშეწყობა;
- ინფრასტრუქტურის განვითარება და სატრანზიტო პოტენციალის მაქსიმალური გამოყენება;
- შრომის ბაზრის მოთხოვნებზე ორიენტირებული სამუშაო ძალის განვითარება;
- ფინანსებზე ხელმისაწვდომობის გაზრდა.

კერძო სექტორის გაძლიერება და კონკურენტუნარიანობის ამაღლება წარმოადგენს მთავრობის ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს პრიორიტეტს.

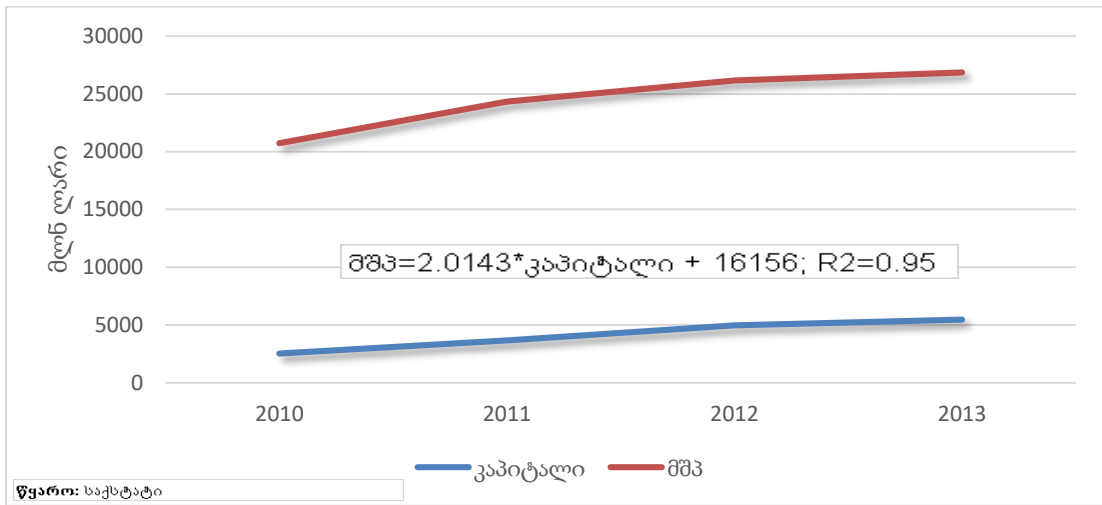
ზოგადად, ეკონომისტები გვაფრთხილებენ იმ ზიანის შესახებ, რაც მთავრობის ეკონომიკაში ჩარევამ შეიძლება გამოიწვიოს. თუმცა, მეორეს მხრივ, თანხმდებიან, რომ „არცერთ ქვეყანას არ მიუღწევია ეკონომიკური წარმატებისთვის მთავრობის მხრიდან გონივრული სტიმულირების გარეშე“<sup>2</sup>. განვითარების ეკონომისტები მიიჩნევენ, რომ სახელმწიფომ, როგორც მინიმუმ, ხელი უნდა შეუწყოს ინდუსტრიულ და ტექნოლოგიურ განვითარებას იმ პირობით, რომ განავითარებს ძირითად კონკურენტულ უპირატესობას (LinJustin, ChangHa-Joon 2009). ნეო-ლიბერალი ეკონომისტები მიიჩნევენ, რომ ეკონომიკური განვითარების კიბეზე ასვლისას დასაშვებია საფეხურების გამოტოვება. შეხედულებების ნაირგვარობის მიუხედავად, ყველა თანხმდება, რომ ნებისმიერი ქვეყნის ეკონომიკის განვითარებისთვის უმნიშვნელოვანესია კაპიტალის მოზიდვა.

<sup>1</sup> საქართველოს სოციალურ-ეკონომიკური განვითარების სტრატეგია (პროექტი), საქართველო 2020, ნოემბერი 2013.

<sup>2</sup> Justin Lin, Han –Joon Chang, “Should Industrial policy in Developing countries Conform to Comparative advantage? Or Defy it A Debate between Justing Lin and Han-Joon Chang, “ Development policy review, 2009, 27 (5) pp 485. Retrieved from EBSCO on September 15, 2015. (LinJustin, ChangHa-Joon 2009)

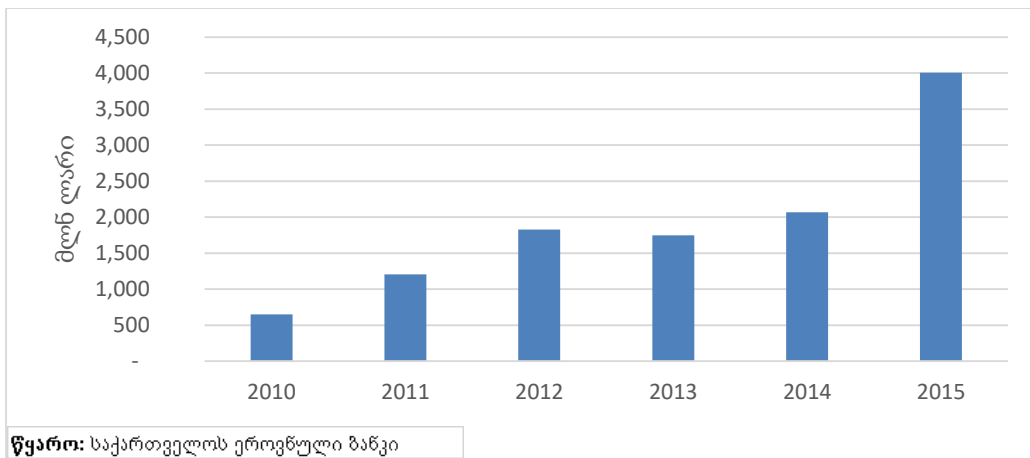
კაპიტალის მნიშვნელობა საქართველოს რეალობაში წარმოდგენილია შემდეგ გრაფიკზე:

F. 1-1: მშპ-ს დამოკიდებულება კაპიტალზე



საქართველოს რეალობაში უპირატეს მნიშვნელობას იძენს კაპიტალის მოზიდვა საერთაშორისო ბაზრიდან, ვინაიდან ადგილობრივ ბაზარს კაპიტალით უზრუნველყოფის შეზღუდული შესაძლებლობები გააჩნია.

F. 1-2: გრძელვადიანი (1+ წელი) დეპოზიტების მოცულობა

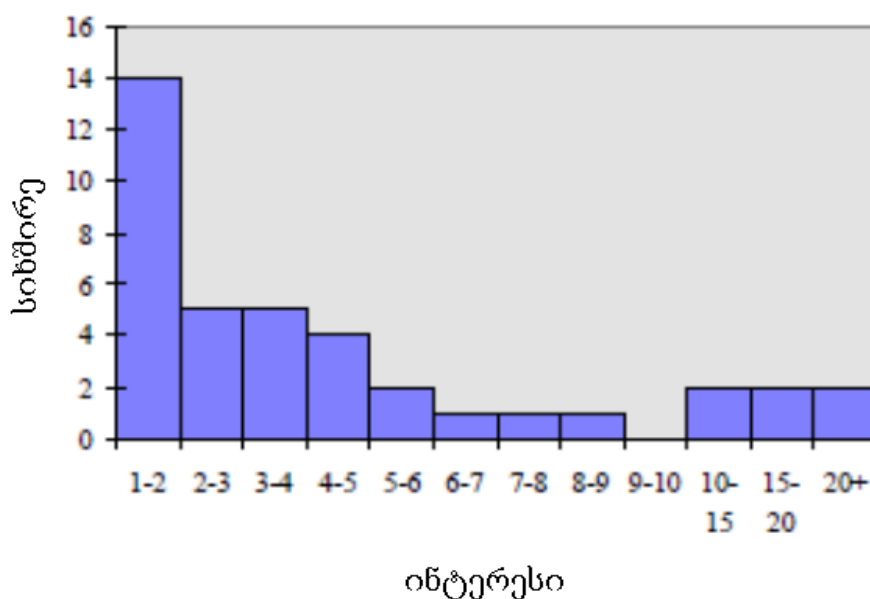


ისტორია გვაჩვენებს, რომ (საქართველოს ტიპის) განვითარებადი ქვეყნების საერთაშორისო ბაზრებიდან კაპიტალის მოზიდვის ეფექტიანობა არ არის მაღალი, რაც გამოიხატება ბიზნესების ღირებულებების დადაბლებულ შეფასებაში (განსაკუთრებით, კაპიტალის საჯარო შეთავაზებით მოზიდვის შემთხვევაში განვითარებულ კაპიტალის ბაზრებზე) და შესაბამისად კაპიტალის მოზიდვის პოტენციალის არასრულ გამოყენებაში. ამის დასტურად გამოდგება საქართველოს კომპანიების გამოცდილებაც. ყველა ამ ტრანზაქციას ჰქონდა საერთო მახასიათებელი, რომ შეთავაზების პროცესში ე.წ. „წიგნის“ (ანუ შეკვეთების მიღების) შექმნის პროცესში ინვესტორთა ინტერესი მრავალჯერ აღემატებოდა შეთავაზებას. მაგალითად ავიღოთ ერთ-ერთი ბოლო ტრანზაქცია, თიბისი ბანკის

აქციების შეთავაზება ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. შეთავაზებისას მოთხოვნა ხუთჯერ აღემატებოდა აქციების რაოდენობას. იგივე შეიძლება ითქვას საქართველოს რკინიგზის ობლიგაციების შეთავაზებისას - შვიდჯერ და ა.შ. ყველა კონკრეტულ შემთხვევაში. ამ ფაქტს მივყავართ ვარაუდთან, რომ შეთავაზების ფასი უფრო მიმზიდველი იყო მყიდველთათვის, რაც იმას ნიშნავს, რომ გამყიდველს ამ პირობებში უნდა შეძლებოდა უკეთესი ფასის მიღება, ანუ საკუთარი ბიზნესის ღირებულების უკეთესი რეალიზება.

ზოგადად, საქართველოს შემთხვევაში ინტერესი მინიმუმ 5-ჯერ აღემატებოდა ხოლმე მოთხოვნას საჯარო შეთავაზებისას. საერთაშორისო მასშტაბით მედიანური მაჩვენებელი შეადგენს 3-ჯერად ინტერესს.

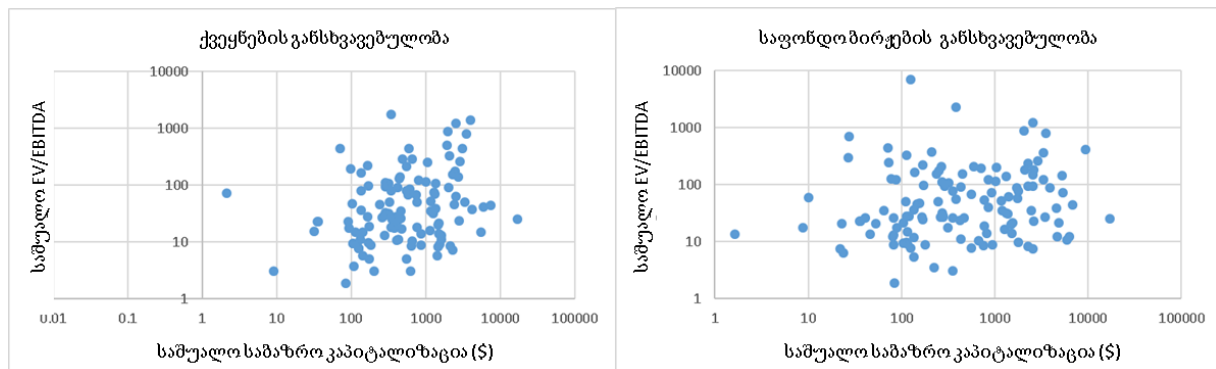
F. 1-3: საჯარო შეთავაზებისას ინტერესის განაწილება საერთაშორისო პრაქტიკაში



წყარო: Cornelli, Goldreich

ფაქტია, თუ შევხედავთ ბიზნესების შეფასების საშუალო მაჩვენებლებს სხვადასხვა ქრილში, დავინახავთ თვალშისაცემ ვარიაციას როგორც მოცემულია შემდეგ გრაფიკებზე.

F. 1-4: ბიზნესების საშუალო შეფასების ვარიაცია ქვეყნებისა და საფონდო ბაზრების ქრილში








წყარო: Compustat – Capital IQ

## 1.1 პრობლემის აქტუალობა

აღნიშნული საკითხი განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია იმ ფაქტორის გათვალისწინებით, რომ იზრდება იმ კომპანიების რაოდენობა საქართველოში, რომლებიც გეგმავენ კაპიტალის მოზიდვას გარე ბაზრებიდან .

საკითხი მნიშვნელოვანია, ვინაიდან ინტენსიური პრივატიზაციის მიუხედავად, საქართველოს სახელმწიფო საკუთრებაში კვლავ რჩება მსხვილი კომპანიები, რომელთა პრივატიზაცია მაქსიმალურად ხეირიანად, არის სახელმწიფოსა და კვაზი-სახელმწიფოებრივი ფონდების (მაგალითად, საპარტნიორო ფონდი) უმნიშვნელოვანესი ამოცანა. ეს კომპანიებია, მაგალითად:

Table 1: სახელმწიფო საკუთრებაში არსებული მსხვილი საწარმოები

|   | კომპანია                                  | სახელმწიფო მფლობელობა | აქტუები მლნ ლარი | კაპიტალი მლნ ლარი | საქმიანობის სფერო                         |
|---|---|-----------------------|------------------|-------------------|---|
|  | საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია | 100%                  | 1,230.9          | 676               | ნავთობისა და გაზის ტრანსპორტირება/ვაჭრობა |
|  | საქართველოს რკინიგზა                      | 100%                  | 2,968.4          | 1,562.8           | სარკინიგზო გადაზიდვები                    |
|  | ელექტროსისტემის კომერციული ოპერატორი      | 100%                  | 36               | 6.9               | ელექტროენერჯით ვაჭრობა                    |
|  | საქართველოს სახელმწიფო ელექტროსისტემა     | 100%                  | 1,078.4          | 259.8             | ელექტროენერჯის გადაცემა და დისპეჩერიზაცია |
|  | თელასი                                    | 24.5%                 | 264.8            | 114.6             | ელექტროენერჯის დისტრიბუცია                |

## 1.2 დასახული მიზანი და პრაქტიკული ღირებულება

დისერტაციის მიზანია სახელმწიფოსა და კომპანიების ერთობლივი ძალისხმევის მოდელის ჩამოყალიბება, რომელიც უზრუნველყოფს საქართველოში კომპანიების ღირებულების ოპტიმალურ შეფასებას საინვესტიციო კაპიტალის მოზიდვისათვის სახელმწიფოს მონაწილეობის გარეშე.

დისერტაციის მთავარი თეორიაა, რომ განვითარებადი ეკონომიკის ქვეყნების ბიზნესების ღირებულების ოპტიმალური შეფასებისთვის აუცილებელია ბიზნესებისა და სახელმწიფოს ერთობლივი და მიზანმიმართული ძალისხმევა, რომელიც უზრუნველყოფენ ბიზნესის მფლობელების მიერ ღირებულების მაქსიმალურ რეალიზაციას, ანუ ბიზნესის ღირებულების ადეკვატური ფასის მიღებას. დისერტაციის მიზანია, ამ ძალისხმევების იდენტიფიცირება ემპირიული დაკვირვების გზითა და საჯაროდ მიწვდომადი ინფორმაციული წყაროების

გამოყენებით, ბიზნესებისა და სახელმწიფოს ქმედებების მოდელის ჩამოყალიბების მიზნით.

მთავარი კითხვაა რას უნდა მიაქციონ ყურადღება სახელმწიფომ და ბიზნესებმა, საკუთარი სტრატეგიების განსაზღვრისას კომპანიების ღირებულების ზრდის მისაღწევად.

### 1.3 გამოყენებული კვლევის მეთოდი

ამოცანა თავისი ბუნებით მოითხოვდა გამოყენებით კვლევას, რომელიც განხორციელდა სამ ეტაპად:

I ეტაპის მიზანს წარმოადგენდა იმ მიკრო და მაკრო ფაქტორების დადგენა, რომლებიც გავლენას ახდენენ ბიზნესის ღირებულების შეფასებაზე. მიკრო ფაქტორებად მოვიხსენიებთ ფაქტორებს, რომლებზეც ზემოქმედება კომპანიის ხელშია. ხოლო მაკრო ფაქტორებს წარმოადგენენ ის ფაქტორები, რომელთა შეცვლა კომპანიის ძალებს აღემატება.

ამ ეტაპზე კვლევა განხორციელდა შემდეგი თვისობრივი მეთოდების გამოყენებით:

1. ლიტერატურის მიმოხილვა
2. სიტუაციების (ქეისების) განხილვა, მეორად ინფორმაციასა და კომპანიების წარმომადგენლებთან გასაუბრებაზე დაყრდნობით, რომლებიც მონაწილეობდნენ მათი კომპანიების მიერ კაპიტალის მოზიდვის პროცესში

II ეტაპის ამოცანა იყო აღნიშნული ფაქტორებიდან მნიშვნელოვანი ფაქტორების გამოყოფა და მათი მნიშვნელოვნების დადგენა რაოდენობრივი მეთოდებით (გაზომვა). ამ ეტაპზე გამოყენებული იქნა კროსსექციური მეორადი ინფორმაციის რაოდენობრივი ანალიზი, რომელიც დეტალურად აღწერილია დისერტაციაში თავში კვლევის მეთოდოლოგია.

III ეტაპზე განხორციელდა საერთაშორისო გამოცდილების შესწავლა მნიშვნელოვან ფაქტორებზე ზეგავლენის მოსახდენად და ძირითადი სტრატეგიული რეკომენდაციების შემუშავება. ეს ეტაპი შესრულდა ძირითადად სიტუაციებისა (ქეისების) და ლიტერატურის მიმოხილვის მეთოდის გამოყენებით.

### 1.4 მეცნიერული სიახლე

ზოგადად, არსებობს უამრავი კვლევა და ლიტერატურა ბიზნესების ღირებულების ზრდასთან დაკავშირებით. მათი აბსოლუტური უმრავლესობა ფოკუსირებულია ღირებულების ზრდის ე.წ. „ფინანსურ“ ბერკეტებზე, როგორცაა კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურა, კაპიტალიზაციისა და რეინვესტირების ოპტიმალური დონეები და ა.შ. რაც მნიშვნელოვანია განვითარებული ეკონომიკების პირობებში, თუმცა ბიზნესების ღირებულების ზრდის საკითხები და სპეციფიკა განვითარებადი ქვეყნების რეალობაში ნაკლებადაა შესწავლილი.

მრავალი კვლევა ეძღვნება ეკონომიკის ზრდისა და სახელმწიფო სტრატეგიისა თუ პოლიტიკის საკითხებს, თუმცა სახელმწიფოს როლი ბიზნესების



ღირებულების ოპტიმიზაციის საკითხებში ნაკლებადაა შესწავლილი აკადემიურ ლიტერატურაში. დისერტაციის მთავარი აკადემიური ღირებულებაა სახელმწიფოსა და ბიზნესების როლის არა განყენებულად, ანუ ცალ-ცალკე, არამედ ერთიანად გააზრებაში ბიზნესების ღირებულების ოპტიმიზაციის მიზნით. კვლევა არის გამოყენებითი და მიზნად ისახავს როგორც თეორიული მოდელის შექმნას კანონიკური ფორმით, აგრეთვე არითმეტიკული მოდელის შექმნას, ბიზნესებისა და სახელმწიფოს მიერ მოქმედებების გეგმის უკეთესად ჩამოყალიბებისათვის.

### 1.5 ნაშრომის სტრუქტურა

ნაშრომი მოიცავს 338 გვერდს და შედგება შესავლის, ლიტერატურის მიმოხილვის, კვლევის მეთოდოლოგიის, კვლევის შედეგებისა და დასკვნისაგან. ნაშრომს დაერთვის ბიბლიოგრაფია და დანართი.

შესავალში ათ გვერდზე მიმოხილულია პრობლემის აქტუალურობა, კვლევისას დასახული მიზანი და მისი პრაქტიკული ღირებულება. აგრეთვე მოკლედია მიმოხილული კვლევის მეთოდი და მეცნიერული სიახლე.

ლიტერატურის მიმოხილვაში 37 გვერდზე მიმოხილულია ბიზნესების ღირებულების შეფასების კონცეფცია, განხილულია ბიზნესების წილის შეთავაზების პროცესი, ღირებულების შეფასების მეთოდები და მათი ძლიერი და სუსტი მხარეები, აგრეთვე განხილულია ღირებულებაზე მოქმედი ფაქტორები

კვლევის მეთოდოლოგიაში 21 გვერდზე განხილულია კვლევის მიდგომა და დიზაინი, თეორიული მოდელი და გამოყენებული ცვლადები. თავი აგრეთვე მიმოიხილავს, ინფორმაციის წყაროებსა და შერჩევის ფორმირების დეტალებს და აღწერს მოდელის შექმნის პროცედურას.

კვლევის შედეგები წარმოდგენილია 92 გვერდზე. შედეგებში დასაბუთებულია მიდგომის მიზანშეწონილობა და მეთოდოლოგიის შესაბამისად შემუშავებულია მოდელი, რომელზე დაყრდნობითაც განისაზღვრა მნიშვნელოვანი ფაქტორები. შემდგომ, მოდელი გამოყენებულია სამი ქართული ბიზნესისათვის და მოდელზე დაყრდნობით შემუშავებულია რიგი რეკომენდაციებისა საქართველოს მთავრობისათვის.

დასკვნაში ხუთ გვერდზე შეჯამებულია კვლევის დეტალები და მიღებული შედეგები. დასკვნაში აგრეთვე განხილულია შემდგომი კვლევების მიმართულებები, რაც გამოიკვეთა წარმოდგენილი კვლევის პროცესში.

ბიბლიოგრაფია მოიცავს კვლევისას გამოყენებული 150 დასახელების ლიტერატურის ჩამონათვალს.

დანართში 160 გვერდზე წარმოდგენილია ანალიზისას გამოყენებული პროგრამული კოდების ლისტინგები, ანალიზის დეტალური შედეგები და საცნობარო ინფორმაცია.

## 2 კვლევის მეთოდოლოგია

### 2.1 მიდგომა და კვლევის დიზაინი

კვლევის მეთოდების შერჩევისას და მოდელის შექმნისას მიდგომის ჩამოსაყალიბებლად განისაზღვრა მთავარი პრინციპი, რომ ანალიზში გამოყენებული ინფორმაცია უნდა ყოფილიყო საჯარო და მომხდარიყო იმ მეთოდების გამოყენება, რომელთა ინტერპრეტაცია იქნებოდა მარტივი და ცალსახად გასაგები. თუ არჩევანი დადგებოდა მოდელის სტატისტიკურ ძალასა და სიმარტივეს შორის, არჩეული უნდა ყოფილიყო სიმარტივე.

გამომდინარე იქედან, რომ კვლევის ამოცანას წარმოადგენდა ბიზნესების შეფასების ერთიანი თეორიის შემუშავება მიკრო და მაკრო ფაქტორების გათვალისწინებით, კვლევის შედეგად შეიქმნა ერთიანი და არა დარგობრივი მოდელები.

ძირითადი საკვლევი კითხვები იყო შემდეგი:

1. როგორ ახდენენ ინვესტორები კომპანიების შეფასებას ინვესტირებისათვის?
  - 1.1. რა ფაქტორებია მნიშვნელოვანი შეფასებისას
  - 1.2. რამდენად მნიშვნელოვანია ეს ფაქტორები
2. რა გამოცდილება აქვთ კომპანიებს საქართველოში კაპიტალის მოზიდვასთან დაკავშირებით?
  - 2.1. მათი შემთხვევის (ქეისის) მიმოხილვა
  - 2.2. მიღწეული შედეგი
3. როგორ მონაწილეობს „ქვეყნის ფაქტორი“ კომპანიების შეფასებისას?
  - 3.1. რა განაპირობებს „ქვეყნის ფაქტორის“ მნიშვნელობას - მაგალითად მშპ-ს ზომა, ინფრასტრუქტურის განვითარება და ა.შ.
  - 3.2. როგორ შეიძლება მოახდინოს ქვეყანამ გავლენა „ქვეყნის ფაქტორის“ ცვლილებაზე
4. რა სტრატეგიებს შეიძლება მიმართოს კომპანიამ და ქვეყანამ შეფასებაში გათვალისწინებული ფაქტორების გასაუმჯობესებლად
  - 4.1. ღირებულების ზრდის რა სტრატეგიებს შეიძლება მიმართოს კომპანიამ
  - 4.2. ღირებულების ზრდის რა სტრატეგიებს შეიძლება მიმართოს მთავრობამ

ამ კითხვებზე საპასუხოდ, კვლევა განხორციელდა სამ ეტაპად:

I ეტაპის მიზანს წარმოადგენდა იმ მიკრო და მაკრო ფაქტორების დადგენა, რომლებიც გავლენას ახდენენ ბიზნესის ღირებულების შეფასებაზე. მიკრო ფაქტორებად მოვიხსენიებთ ფაქტორებს, რომლებზეც ზემოქმედება კომპანიის ხელშია. ხოლო მაკრო ფაქტორებს წარმოადგენენ ის ფაქტორები, რომელთა შეცვლა კომპანიის ძალებს აღემატება.

II ეტაპის ამოცანა იყო აღნიშნული ფაქტორებიდან მნიშვნელოვანი ფაქტორების გამოყოფა და მათი მნიშვნელოვნების დადგენა რაოდენობრივი მეთოდებით (გაზომვა). ამ ეტაპზე გამოყენებული იქნა კროსსექციური მეორადი ინფორმაციის რაოდენობრივი ანალიზი, რომელიც დეტალურად აღწერილია შემდეგ ქვეთავში.

III ეტაპზე განხორციელდა საერთაშორისო გამოცდილების შესწავლა მნიშვნელოვან ფაქტორებზე ზეგავლენის მოსახდენად და ძირითადი სტრატეგიული რეკომენდაციების შემუშავება. ეს ეტაპი შესრულდა ძირითადად სიტუაციებისა (ქეისების), სიმულაციისა და ლიტერატურის მიმოხილვის მეთოდის გამოყენებით.

## 2.2 თეორიული მოდელი

სადისერტაციო ნაშრომის ძირითად თეორიას წარმოადგენდა, რომ საბაზრო ფასი ყალიბდება შემდეგი ფაქტორების გავლენით:

1. კომპანიის მახასიათებლები
  - 1.1. ინდივიდუალური - სპეკულაციური საბაზრო ფაქტორები
  - 1.2. ინდივიდუალური - მომავლის ღირებულებაზე ორიენტირებული საინვესტიციო ფაქტორები
  - 1.3. ინდივიდუალური - თავისთავად ღირებულებაზე ორიენტირებული საინვესტიციო (ფუნდამენტური) ფაქტორები
2. დარგში არსებული სიტუაცია ბიზნესების შეფასებასთან მიმართებაში
3. რეგიონში არსებული სიტუაცია ბიზნესების შეფასებასთან მიმართებაში
4. ინდივიდუალური ეკონომიკის (ქვეყნის) ფაქტორები
5. ზოგადი საბაზრო (კაპიტალის ბაზრის) ფაქტორები
6. ტრანზაქციული ფაქტორები

ამ ფაქტორების ნაწილის გავლენა კარგადაა შესწავლილი აკადემიურ ლიტერატურაში როგორც თვალსაჩინოებისათვის ნაჩვენებია თავში 1 ლიტერატურის მიმოხილვა, ნაწილის გავლენის შეფასება წარმოადგენდა ამ კვლევის ორიგინალურ ნაწილს, რამაც გააფართოვა ზოგადი ცოდნა ამ მიმართულებით.

მნიშვნელოვანი ფაქტორების სრული სპექტრის იდენტიფიცირების პარალელურად, კვლევის ერთ-ერთ მთავარ მიზანს წარმოადგენდა ამ ფაქტორების მნიშვნელოვნებისა და გავლენის მასშტაბის შეფასება რაოდენობრივ გამოსახულებაში, ძალისხმევების ე.წ. „მენიუს“ შექმნის მიზნით კომპანიებისა და სახელმწიფოს სტრატეგიების გაშლამინებისათვის.

ამ რაოდენობრივი და კვაზი-რაოდენობრივი ურთიერთკავშირებზე დაყრდნობით შეიქმნა რეკომენდაციები, რომლებიც სახელმწიფოსა და კომპანიებს საშუალებას მისცემს ადვილად განსაზღვრონ მოქმედების გეგმები, საწყის ეტაპზევე შეაფასონ ამ გეგმების მოსალოდნელი შედეგები და განსაზღვრონ სტრატეგიები. შესაბამისად უკეთესად მოახდინონ ამ სტრატეგიების განხორციელება და მიაღწიონ უმნიშვნელოვანეს შედეგს - მაქსიმალური სარგებელი მიიღონ მათ საკუთრებაში არსებული ბიზნესის ღირებულების რეალიზაციიდან.

აღნიშნული ფაქტორებიდან ტრანზაქციული ფაქტორები თავისი ბუნებით განსხვავებულია, შესაბამისად იგი მოდელს მიღმა იქნება განხილული. სხვა ფაქტორების ოპერაციონალიზაციის დეტალები მოცემულია შემდეგ თავებში.

## 2.3 ინფორმაციის წყაროები

ანალიზში გამოყენებული მეორადი ინფორმაციის წყაროები შემდეგია:

Table 2: მეორადი ინფორმაციის წყაროები

| მონაცემი         | აღწერა                          | წყარო                | პერიოდი   |
|------------------|---------------------------------|----------------------|-----------|
| კაპიტალის ბაზარი | საბაზრო ინდექსების მონაცემები   | WRDS                 | 2000-2015 |
| კომპანია         | კომპანიების მონაცემები          | Capital IQ           | 2010-2015 |
| ქვეყანა          | Doing Business                  | The World Bank       | 2004-2016 |
| ქვეყანა          | World Development Indicators    | The World Bank       | 1960-2015 |
| ქვეყანა          | Global Competitiveness Index    | World Economic Forum | 2006-2015 |
| ქვეყანა          | Economic Freedom Index          | Heritage Foundation  | 2013-2016 |
| ქვეყანა          | Worldwide Governance Indicators | The World Bank       | 1996-2014 |

აღნიშნული წყაროებიდან მოხდა მონაცემების შეგროვება და ერთიან მონაცემთა ბაზაში მოქცევა. მონაცემთა მომზადების პროგრამული სკრიპტები წარმოდგენილია დისერტაციის დანართის 7.1 მონაცემთა მომზადების ძირითადი სკრიპტები ქვეთავებში 7.1.1-7.1.3. მონაცემთა ბაზა საბოლოო ჯამში მოიცავდა ინფორმაციას 276 ცვლადზე.

კომპანიების მონაცემები გაანალიზებულია კროს-სექციურ ჭრილში, მიუხედავად იმისა, რომ სხვადასხვა წლებში რიგი კომპანიებისა მეორდება. ეს მიდგომა ეყრდნობა დაშვებას, რომ ბაზარი კომპანიებს აფასებს კონკრეტულ მომენტში არსებული რეალიების გათვალისწინებით. კომპანიის მონაცემები აღებულია წლის ჭრილში, მოკლევადიანი ხმაურის თავიდან ასაცილებლად.

## 2.4 ტექნოლოგიური გადაწყვეტა

### 2.4.1 კომპიუტერული ინფრასტრუქტურა

კვლევისას გამოთვლები განხორციელდა შემდეგი მახასიათებლების კომპიუტერზე:

Lenovo T440p Intel Core i7-4700MQ CPU@ 2.40 GHz RAM 12GB 240GB SSD +1TB HDD  
Windows 10 Pro x64

### 2.4.2 გამოყენებული კომპიუტერული პროგრამები და სისტემები

შემდეგი პროგრამული პროდუქტები წარმოადგენდნენ კვლევის ძირითად ინსტრუმენტებს:

სტატისტიკური პაკეტი R x64 3.3.1 და მასთან მუშაობის გრაფიკული ინტერფეისი R Studio v.0.99.903 - საბოლოო მონაცემთა ბაზის შექმნა და ძირითადი სტატისტიკური ანალიზი განხორციელდა R-ის გამოყენებით

სტატისტიკური პაკეტი SPSS v.23 - ძირითადად გამოყენებული იქნა მონაცემთა გაწმენდისა და ბაზის მომზადებისათვის; ძირითადი მონაცემების მიღება WRDS პორტალიდან ხდებოდა SPSS (sav) ფორმატში

მონაცემების პორტალი WRDS Web Interface და სტატისტიკური პაკეტი SAS Studio(web) - გამოყენებული იქნა კომპანიების შესახებ პირველადი მონაცემებისა და ძირითადი კოეფიციენტების მისაღებად

მონაცემთა ბაზების მართვის სისტემა PostgreSQL 9.5 და მისი მართვის ინტერფეისი pgAdmin v 1.22.1 - გამოყენებული იქნა ძირითადი საცნობარო ინფორმაციის შესანახ-დასამუშავებლად

Microsoft Office 365 (Excel, Word, PowerPoint) - ძირითადად გამოყენებული იქნა ამ დოკუმენტის გასაფორმებლად

## 2.5 ანალიზში გამოყენებული ცვლადები

ბიზნესის ღირებულების შესაფასებლად მრავალი მაჩვენებელი გამოიყენება, როგორც აღწერილია ლიტერატურის მიმოხილვაში. საბოლოო ჯამში კვლევის მიზნებისათვის განისაზღვრა სამი დამოკიდებული ცვლადი, რომლებიც ბიზნესების შეფასებისას ყველაზე ხშირად გამოიყენება. ესენია:

1. საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორი (P/BV)
2. შემოსავლების მულტიპლიკატორი (EV/Sales)
3. საოპერაციო მოგების მულტიპლიკატორი (EV/EBIT)<sup>3</sup>

რაც შეეხება ბიზნესის ღირებულების შეფასებაზე მოქმედ ფაქტორებს ანუ დამოუკიდებელ ცვლადებს. მათი შერჩევა განხორციელდა შემდეგი პრინციპითა და პროცედურით.

თავდაპირველად მოხდა დამოკიდებული ცვლადების გაანალიზება ინდივიუალურად და მათი დამოკიდებულების ვიზუალური შეფასება დამოკიდებულ ცვლადებთან. ამ ანალიზს შედეგები წარმოდგენილია დანართში 7.3.2 ცვლადების ბაზური სტატისტიკური ანალიზი, რომელმაც აჩვენა, რომ ცვლადების უმეტესობისათვის ქვეყნის, დარგის, რეგიონისა და ა.შ. ფაქტორები კარგ მადისკრიმინირებელ ანუ განმასხვავებელ ფაქტორებს უნდა წარმოადგენდნენ.

მოდელის შექმნისათვის ძირითად სტატისტიკურ მეთოდად წრფივი რეგრესული ანალიზი იქნა შერჩეული მისი სიმარტივისა და ადვილად

<sup>3</sup> მიდგომის მიზანშეწონილობის შეფასებისას გამოიკვეთა, რომ საოპერაციო მოგების ცვეთამდე და ამორტიზაციამდე მულტიპლიკატორისათვის (EV/EBITDA) მოდელი უნდა ყოფილიყო უფრო კომპლექსური. ვინაიდან საოპერაციო მულტიპლიკატორი ფაქტიურად იჭერს ძირითად შინაარს კომპანიის საოპერაციო საქმიანობის სურათის დანახვისა, მიღებული იქნა გადაწყვეტილება, მოდელის შემუშავების ეტაპზე საოპერაციო მოგების ცვეთამდე და ამორტიზაციამდე მულტიპლიკატორის ჩაურთველობის შესახებ

ინტერპრეტირებადობის გამო. კვლევაში გამოყენებული რეგრესული ანალიზის დეტალები განხილულია თავებში 2.7.1-2.7.3 გვ.13.

### 1. კომპანიების მონაცემები

წრფივი რეგრესული ანალიზის ერთ-ერთ პრობლემას წარმოადგენს მულტიკოლინეარულობა, ანუ ურთიერთდამოკიდებულება დამოუკიდებელ ცვლადებს შორის. კვლევის შინაარსიდან გამომდინარე მულტიკოლინეარულობის სრულად გამორიცხვა შეუძლებელია, თუმცა შემდეგი ნაბიჯები იქნა გადადგმული მისი მაქსიმალურად თავიდან ასაცილებლად. ანალიზიდან გამოირიცხა იმ ცვლადების ნაწილი, რომელთა კორელაცია სხვა დამოუკიდებელ ცვლადებთან იყო .90-ზე მაღალი და/ან შინაარსობრივად იდენტურ კონცეფციას წარმოადგენდნენ. ცვლადებს შორის კორელაციის დეტალები იხილეთ დისერტაციის დანართში 7.3.3 ცვლადებს შორის კორელაცია.. შინაარსობრივი იდენტურობის მაგალითია, ორი ცვლადი CIQ\_BDTER-სესხის წილი საკუთარ კაპიტალთან და CIQ\_BDTCR-მთლიან კაპიტალთან შინაარსობრივად კაპიტალის სტრუქტურის საზომებია, შესაბამისად მიღებული იქნა გადაწყვეტილება შინაარსობრივად უფრო მარტივი ცვლადის CIQ\_BDTER-ის დატოვების შესახებ.

### 2. დარგისა და რეგიონის მონაცემები

დარგსა და რეგიონში ბიზნესების ძირითადი მონაცემები შედგა კომპანიების დეტალური მონაცემების აგრეგირების გზით. ვინაიდან კომპანიების ინფორმაცია შეიცავდა ხარვეზებსა და უზუსტობებს კომპანიების დარგთან მიკუთვნების შესახებ, შემდეგი პროცედურა იქნა გამოყენებული მონაცემთა გაწმენდისათვის: შედგა დარგების უნიფიცირებული კლასიფიკატორი დისერტაციის დანართი 7.7.5. გვ. 331, რომლის მიხედვითაც განისაზღვრა ყველა კომპანიის კორექტირებული დარგი. მონაცემების გაწმენდამდე, ბაზა მოიცავდა 116 უნიკალურ დარგს. გაწმენდის შემდეგ დარჩა 86 დარგი.

რეგიონების იდენტიფიცირებისათვის გამოყენებული იქნა გაეროს კლასიფიკატორი ქვეყნებისა და რეგიონების შესახებ. ყველა კომპანიას ქვეყანა მითითებული ჰქონდა პირველწყაროში.

### 3. ქვეყნების მონაცემები

შინაარსობრივი ანალიზი გვაჩვენებს, რომ სხვადასხვა ინფორმაციის წყაროები გვაჩვენებენ ერთიდაიგივე კონცეფციებს სხვადასხვა ჭრილში საკუთარ ინდექსებში. სხვადასხვა წყაროს ბაზები ხასიათდება გამოტოვებული მონაცემების სიმრავლით, როგორც ნაჩვენებია დისერტაციის დანართში 7.3.1 გვ. 240. შესაბამისად, მიღებული იქნა გადაწყვეტილება ქვეყნის ფაქტორის ოპერაციონალიზაციისთვის გამოყენებული ყოფილიყო მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმის გლობალური კონკურენციის ინდექსი, რომელსაც ყველაზე ნაკლები გამოტოვებული ცვლადი ჰქონდა და მსოფლიო ბანკის მსოფლიო მმართველობის ინდიკატორები.

### 4. კაპიტალის ბაზრის მონაცემები

საერთაშორისო პრაქტიკის მიხედვით კომპანიები შეიძლება დალისტინგებული იყვნენ რამდენიმე საფონდო ბირჟაზე. ანალიზში გამოყენებული იქნა ის საფონდო ბირჟა, რომლებიც კომპანიების მიერ მითითებული იყო როგორც ძირითადი. შესაბამისად ყოველი ბირჟისათვის განისაზღვრა საფონდო ინდექსი, როგორც მითითებულია დანართში . იმის გამო, რომ სხვადასხვა საფონდო ინდექსი სხვადასხვა სიდიდეებშია ნომინირებული, ანალიზის მიზნებისათვის, გამოყენებული იქნა ინდექსების სტანდარტიზირებული მნიშვნელობები. სტანდარტიზაცია განხორციელდა ფორმულით:

$$indexvalue = \frac{prccm - \overline{prccm}}{\sigma_{prccm}}$$

სადაც,

*Indexvalue* - ინდექსის სტანდარტიზირებული მნიშვნელობაა

*prccm* - ინდექსის მნიშვნელობა წლის ბოლოს (დახურვის ფასი)

$\overline{prccm}$  – საფონდო ინდექსის მნიშვნელობის საშუალო

$\sigma_{prccm}$  – საფონდო ინდექსის მნიშვნელობის სტანდარტული გადახრა

კაპიტალის ბაზრების ფაქტორის ოპერაციონალიზაციისთვის, ინდექსის სტანდარტიზირებულ მნიშვნელობასთან ერთად აღებული იქნა ინდექსის HiLo რისკის კოეფიციენტი და საფონდო ბირჟის მნიშვნელოვნება S&P-ს განმარტებით, რომლის მიხედვითაც უფრო მნიშვნელოვან საფონდო ბაზრებს უფრო დაბალი მაჩვენებელი აქვთ. ანალიზში გამოყენებული საფონდო ბირჟების კლასიფიკატორი მოცემულია დანართში 7.5.6 გვ. 334.

კვლევაში გამოყენებული ცვლადების ოპერაციონალიზაციის დეტალები იხილეთ დისერტაციის დანართში 7.3 გვ. 221.

რაოდენობრივი ანალიზისას, მიდგომის მიზანშეწონილობის/ სიცოცხლისუნარიანობის დადგენის ეტაპზე ქვეყნის ფაქტორის შესაფასებლად გამოყენებული იქნა მხოლოდ აგრეგირებული მაჩვენებლები. მოდელის შედგენაში მონაწილეობა მიიღო დეტალიზირებულმა ცვლადებმაც. საბოლოო ჯამში, 168 ცვლადი იქნა გამოყენებული მოდელის ფორმირებისას.

## 2.6 შერჩევა

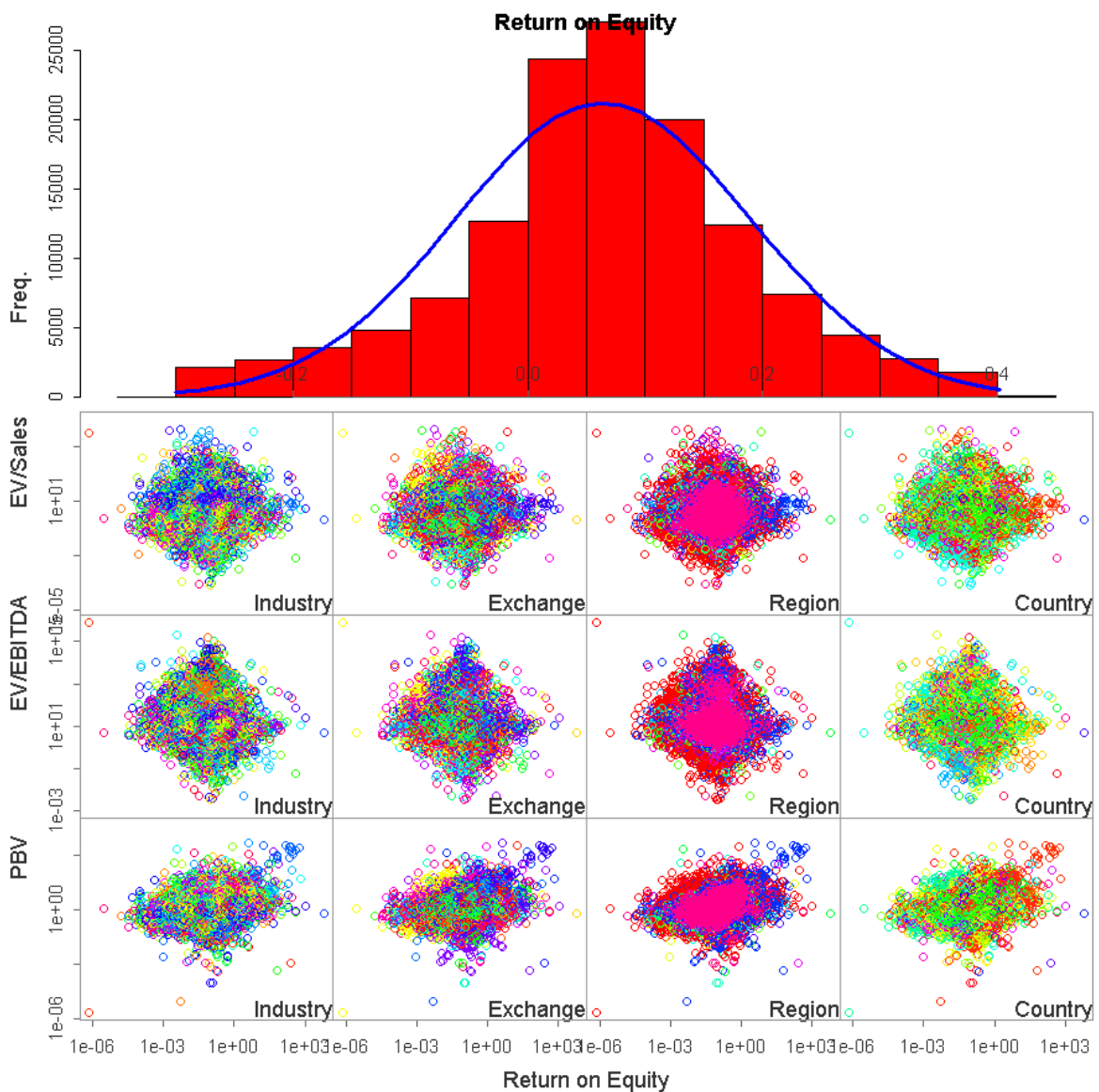
კვლევისას გამოყენებული ბაზა მთლიანობაში მოიცავდა ჩანაწერს 250 361 კომპანიაზე. საბოლოო შერჩევა შეადგინა მარტივი შემთხვევითი შერჩევით ამორჩეულმა 2979 კომპანიამ, რაც სტატისტიკურად წარმოადგენს დიდ შერჩევას და საკმარისია ადეკვატური სტატისტიკური საიმედოობის უზრუნველსაყოფად.

## 2.7 მოდელის შექმნა

### 2.7.1 მიდგომის მიზანშეწონილობის შეფასება

მიდგომის მიზანშეწონილობის შესაფასებლად თვდაპირველად გამოყენებული იქნა გრაფიკული ანალიზი, როგორც წარმოდგენილია გრაფიკზე F. 2-1: გრაფიკული ანალიზი (უკუგება საკუთარ კაპიტალზე) გვ. 13, სადაც ყოველი წერტილი მიუთითებს კომპანიას და შესაბამისად სხვადასხვა ფერი მიუთითებს სხვაობას შესაბამისი ფაქტორის მიხედვით. ვიზუალურად აშკარაა, რომ არჩეული ფაქტორების მიხედვით შესაძლებელია კომპანიების შეფასების ნაირგვარობის დაჭერა, რისი ინდიკატორიც არის მსგავსი კომპანიების (ფერების) კონცენტრაცია, როგორც აშკარად ჩანს გრაფიკზე ვიზუალურად. დისერტაციის დანართ 7.3.2 გვ. 255 წარმოდგენილია გრაფიკული ანალიზის შედეგები ყველა დამოუკიდებელი ცვლადისათვის.

F. 2-1: გრაფიკული ანალიზი (უკუგება საკუთარ კაპიტალზე)





შემდეგ ეტაპზე, მოხდა იმის შეფასება თუ რამდენად შეძლებდა მარტივი წრფივი მოდელი მონაცემების ვარიაციის კარგად ასახვას. შესაბამისად ყველა დამოკიდებული ცვლადისთვის მოხდა დამადასტურებელი რეგრესული მოდელების შემუშავება, რომლის შედეგები წარმოდგენილია დისერტაციის თავში 3.1 მიდგომის მიზანშეწონილობა გვ. 16. მარტივი წრფივ რეგრესულ მოდელს აქვს შემდეგი სახე:

$$DV = \alpha + \sum \beta_i IV_i + \mu$$

სადაც,

DV – დამოკიდებული ცვლადი

IV<sub>i</sub> - დამოუკიდებელი ცვლადი

β<sub>i</sub> - რეგრესიის კოეფიციენტი

μ - ცდომილება

რეგრესული მოდელის მიერ დამოკიდებულ და დამოუკიდებელ ცვლადებს შორის ურთიერთკავშირის ახსნის ძალის შესაფასებლად გამოვიყენებთ შესწორებულ დეტერმინაციის კოეფიციენტს, რომელიც არის სტანდარტული დეტერმინაციის კოეფიციენტი დამოკიდებული ცვლადების რაოდენობის გათვალისწინებით. დეტერმინაციის კოეფიციენტი ხსნის, დამოკიდებული ცვლადის ვარიაციის რა წილი აიხსნება დამოუკიდებელი ცვლადების ვარიაციით. ვინაიდან ჩვენი ანალიზის ძირითადი მიზანია ფაქტორების მნიშვნელოვნების დადგენა, მისაღებ ძალად ჩაითვლება მოდელი სადაც შესწორებული დეტერმინაციის კოეფიციენტი იქნება 1/3-ზე მეტი, რაც იმის მანიშნებელი იქნება, რომ დამოკიდებული ცვლადის ვარიაციის მინიმუმ მესამედი აიხსნება დამოუკიდებელი ცვლადების ვარიაციით, რათა მოხდეს მათი გათვალისწინება ფაქტორების მნიშვნელოვნების შეფასებისას.

## 2.7.2 მოდელის დამუშავება

მოდელის შემუშავებისას ერთ-ერთ მთავარ ამოცანას წარმოადგენდა მოდელის სიმარტივე, ანუ მარტივი წრფივი დამოკიდებულების იდენტიფიცირება დამოკიდებულ ცვლადსა და შეზღუდული რაოდენობის დამოუკიდებელი ცვლადებს შორის. ამ მიზნით, მოდელის შექმნის მეთოდად არჩეული იქნა საფეხურეობრივი რეგრესული ანალიზი, რომელიც თავდაპირველად შემოთავაზებული იქნა Efronson (1960) <sup>4</sup> მიერ, საფეხურეობრივი რეგრესული ანალიზი წარმოადგენს ავტომატურ პროცედურას, რომელიც უზრუნველყოფს იმ დამოუკიდებელი ცვლადების იდენტიფიცირებას, რომლებიც საუკეთესოდ აღწერენ დამოკიდებული ცვლადის ვარიაციას. ძირითად განსხვავებას მარტივ წრფივ რეგრესიასთან, რომელიც გამოყენებული იქნა მოდელის მიზანშეწონილობის შეფასების დროს, წარმოადგენს დამოუკიდებელი ცვლადების

<sup>4</sup> Efronson, MA (1960) "Multiple regression analysis." In Ralston, A. and Wilf, HS, editors, Mathematical Methods for Digital Computers. Wiley.

არა ერთობლივად ჩართვა რეგრესულ მოდელში, არამედ ეტაპობრივად. აქ გამოიყენება სამი მიდგომა: (1) ცვლადების მიმდევრობით დამატება ყოველ იტერაციაზე, (2) ცვლადების მიმდევრობით გამოკლება ყოველ იტერაციაზე და (3) ორივე მიდგომის გამოყენება. შესაბამისად მოდელის შედგენის ყველა იტერაციაზე ხდება მოდელის ხარისხის შეფასება არჩეული სტატისტიკური კრიტერიუმის მიხედვით. საბოლოო მოდელში შესული დამოუკიდებელი ცვლადები განისაზღვრება იმ ერთობლიობით, რომლებიც იძლევიან სტატისტიკური კრიტერიუმის ოპტიმალურ მნიშვნელობას.

მოდელის შერჩევის კრიტერიუმად შესაძლებელია ბევრი მაჩვენებლის გამოყენება. წარმოდგენილ კვლევაში, გამოყენებული იქნა აკაიკეს ინფორმაციულობის კრიტერიუმი (AIC). იგი საშუალებას იძლევა შეფასდეს მოდელების ხარისხი ერთმანეთთან მიმართებაში. AIC წარმოადგენს ე.წ. თანხმობის კრიტერიუმს, რომლის დროსაც ხდება ნარჩენი ცდომილების შემცირების წახალისება და ამავდროულად ზედმეტი ცვლადების მოდელში ჩართვისას დასჯა, რაც გამოიხატება მაჩვენებლის გაუარესებაში. მოკლედ, AIC-ის მეშვეობით ხდება შეფასება თუ რა ინფორმაცია იკარგება მოცემული მოდელით, შესაბამისად გადაწყვეტილების მთავარი კრიტერიუმია იმ მოდელის არჩევა, რომლისთვისაც AIC-ის მნიშვნელობა მინიმალური, ანუ ყველაზე ნაკლები ინფორმაცია იკარგება. ეს მაჩვენებელი იძლევა ბალანსის დაჭერის შესაძლებლობას მოდელის შესაბამისობასა<sup>5</sup> და სირთულეს შორის, რამაც განაპირობა მისი არჩევა წარმოდგენილ კვლევაში.

საფეხურეობრივი რეგრესული მოდელის ვარგისიანობის შესაფასებლად, გარდა ტრადიციული მაჩვენებლებისა, როგორცაა დეტერმინაციის კოეფიციენტი, F-ტესტი და სტატისტიკური მნიშვნელოვნება, რეკომენდირებულია გამოყენებული იქნა მოდელის შემოწმება დამატებით ამონაკრეფზე. ანალიზში გამოყენებული იქნა დამატებით შერჩევა, რომელშიც შევიდა 8 000-მდე ერთეული. ანალიზის შედეგები წარმოდგენილია დისერტაციის თავში 3.2 მოდელის გამარტივება და დახვეწა გვ.17.

საბოლოო ჯამში ამ მეთოდოლოგიით მივიღეთ რეგრესული მოდელების სისტემა, რომელიც საშუალებას გვაძლევს შევაფასოთ კონკრეტული ბიზნესის ღირებულების მოსალოდნელი შეფასების შუალედი არსებული რეალიების გათვალისწინებით. ანალიზის დეტალები იხილეთ დისერტაციის თავებში 4.4-4.5 გვ.103.

### 2.7.3 ფაქტორების მნიშვნელოვნების შეფასება

კვლევაში ფაქტორების მნიშვნელოვნების შესაფასებლად გამოყენებული იქნა სტანდარტიზირებული რეგრესიის კოეფიციენტები, შემდეგი ფორმულით

$$I_{iv} = \frac{|\beta_i|}{\sum |\beta_i|}$$

სადაც,

<sup>5</sup> ე.წ. თანხმობის კრიტერიუმი

$|\beta_i|$  არის  $i$  დამოუკიდებელი ცვლადის სტანდარტიზირებული რეგრესიის კოეფიციენტის მოდული

მთლიანობაში, ყველა ფაქტორის შეფასებისას, იმ შემთხვევაში, როდესაც ერთიდაიგივე დამოუკიდებელი ცვლადის გავლენა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი იყო სხვადასხვა მოდელში, მისი მნიშვნელოვნების შესაფასებლად აღებული იქნა ყველა მოდელში მისი სტანდარტიზირებული რეგრესიის კოეფიციენტის მაქსიმალური მნიშვნელობა და შემდეგ ინდივიდუალური მოდელის მნიშვნელოვნების შეფასების ანალოგიურად მოხდა კონკრეტული ფაქტორის საერთო მნიშვნელოვნების შეფასება, როგორც წარმოდგენილია შემდეგ ფორმულაში:

$$I_i = \frac{\max|\beta_i^M|}{\sum \max|\beta_i^M|}$$

სადაც,

$\beta_i^M$  – ( $M$ ) მოდელის  $i$  დამოუკიდებელი ცვლადის სტანდარტიზირებული რეგრესიის კოეფიციენტი

### 3 კვლევის შედეგები

#### 3.1 მიდგომის მიზანშეწონილობა

თავდაპირველად, მიდგომის მიზანშეწონილობის დასადგენად დამადასტურებელმა რეგრესულმა ანალიზმა მოგვცა შემდეგი სურათი, რომ განხილული დამოკიდებული ცვლადებიდან მარტივი წრფივი რეგრესული მოდელი სტატისტიკურად მნიშვნელოვნად ერგება საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორს ( $P/BV$ ), რომლისთვისაც  $\text{adj.}R^2 = 0.973$

მარტივი წრფივი რეგრესული მოდელი სტატისტიკურად მნიშვნელოვნად ერგება აგრეთვე საოპერაციო მოგების მულტიპლიკატორს ( $EV/EBIT$ ) -  $\text{adj.}R^2 = 0.959$ . მარტივი წრფივი რეგრესული მოდელი შედარებით ნაკლებად ერგება გაყიდვების მულტიპლიკატორს ( $EV/Sales$ ) -  $\text{adj.}R^2 = 0.479$ . მარტივი წრფივი რეგრესული მოდელის გამოყენება არ არის მიზანშეწონილი საოპერაციო მოგების მულტიპლიკატორისათვის ცვეთამდე და ამორტიზაციამდე ( $EV/EBITDA$ ) -  $\text{adj.}R^2 < 0.10$ .

წარმოდგენილი ანალიზი იმის მანიშნებელია, რომ მარტივი წრფივი მოდელით დამოუკიდებელი ცვლადები საკმაოდ კარგად აღწერდნენ ოთხიდან სამ დამოკიდებულ ცვლადს (ესენია,  $P/BV$ ,  $EV/EBIT$ ,  $EV/Sales$ ), და მათი ურთიერთკავშირი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი იყო 99% დონით და შესწორებული დეტერმინაციის კოეფიციენტი აკმაყოფილებდა ჩვენს მინიმალურ მოთხოვნას. შესაბამისად, გამოტანილი იქნა დასკვნა, რომ დამოკიდებულ და დამოუკიდებელ ცვლადებს შორის არსებობს სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი დამოკიდებულება, რაც საშუალებას იძლევა მარტივი წრფივი მოდელით აღიწეროს

ეს ურთიერთკავშირი. შესაბამისად, ეს საკმარისი იყო კვლევის შემდეგ ეტაპზე გადასასვლელად, მოდელის გამარტივებისა და დახვეწის მიზნით.

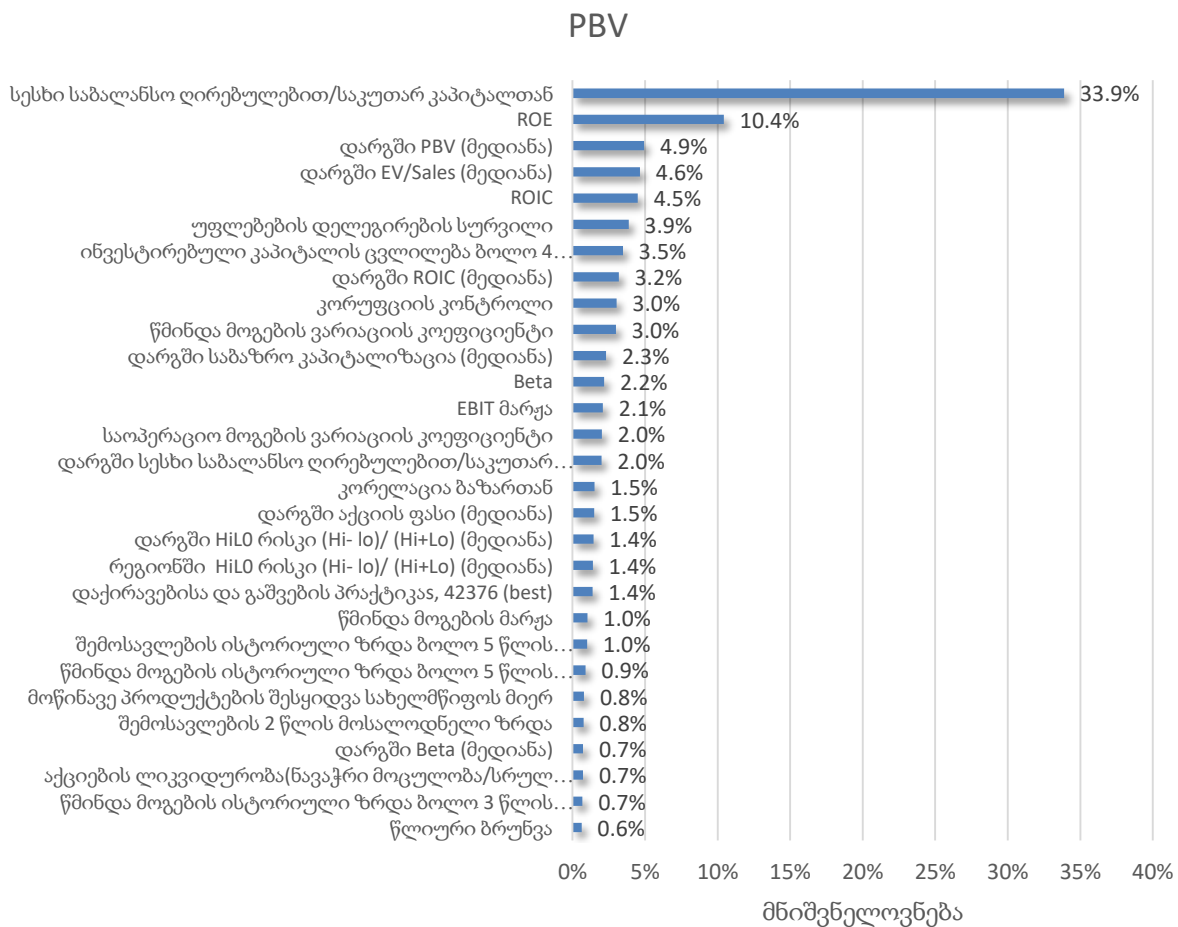
### 3.2 მოდელის გამარტივება და დახვეწა

კვლევის შემდგომ ეტაპზე მოხდა საფეხურეობრივი რეგრესული ანალიზის გამოყენება, რომელმაც გაამარტივა მოდელი, შეამცირა რა თითოეული დამოკიდებული ცვლადისთვის მოდელში შემავალი დამოუკიდებელი ცვლადების რაოდენობა, იმის მიხედვით თუ რამდენად მნიშვნელოვნად აუმჯობესებდა მოდელის ძალას აქხნა დამოკიდებული ცვლადის ვარიაცია, კონკრეტული დამოუკიდებელი ცვლადის ჩართვა, როგორც განხილულია კვლევის მეთოდოლოგიაში.

#### 3.2.1 საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორი (P/BV),

საფეხურეობრივმა რეგრესულმა ანალიზმა აჩვენა, რომ საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორისათვის მნიშვნელოვან ფაქტორებს წარმოადგენენ:

F. 3-1: ფაქტორების მნიშვნელოვნება საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორისათვის (P/BV)



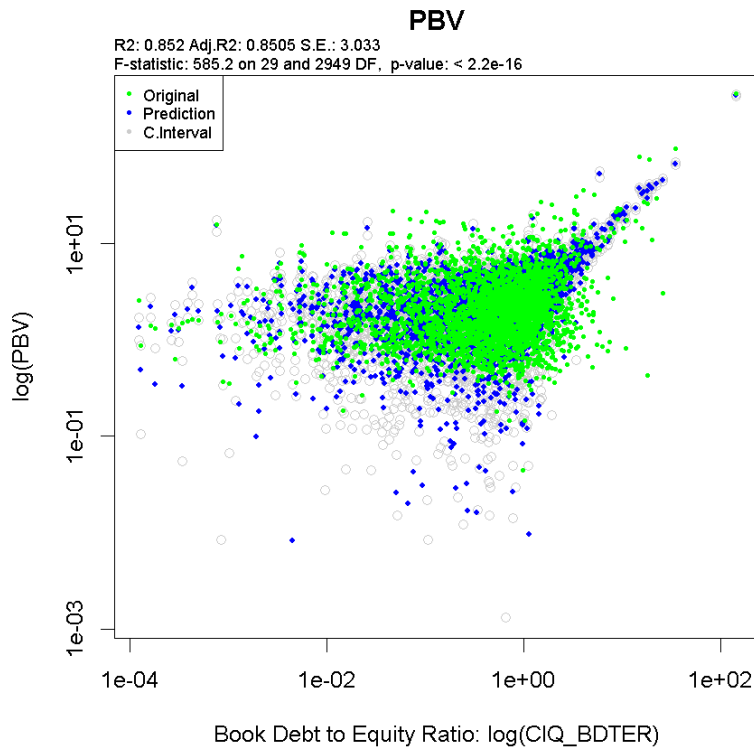
ამ ფაქტორების წონები სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია სხვადასხვა დონით . ფაქტორების უმეტესობისათვის t-სტატისტიკის მნიშვნელობა

სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია მინიმუმ 10%-ის დონით, რის საფუძველზეც არსებობს საკმარისი სტატისტიკური მტკიცებულება იმისა, რომ ვუარყოთ ნულოვანი ჰიპოთეზა მოცემული ცვლადების რეგრესიის კოეფიციენტების ექვივალენტურობისა ნულთან, შესაბამისად შეგვიძლია ვიმსჯელოთ ამ ცვლადების სტატისტიკურად მნიშვნელოვან გავლენაზე ჩვენს დამოკიდებულ ცვლადზე.

აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ აღნიშნული ფაქტორები ახდენენ საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორის ვარიაციის ~85%-ის ახსნას, როგორც გვაჩვენებს დეტერმინაციის კოეფიციენტი. F-სტატისტიკის მაჩვენებელი 585 სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია 0.05 დონით 29 და 2949 თავისუფლების ხარისხისათვის, რაც გვაჩვენებს, რომ მთლიანობაში მოდელის მიერ წარმოჩენილი ურთიერთკავშირი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია მისაღები დონით. ისტორიული მონაცემების კარგად ასახვის გარდა, მნიშვნელოვანია მოდელის პროგნოზირების უნარი. რეგრესული ანაზილი აჩვენებს, რომ სტანდარტული შეცდომის დონე საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორისთვის შეადგენს  $S.E. P/BV=3.03$ . რეგრესული ანალიზის დეტალები იხილეთ დისერტაციის დანართში რეგრესული ანალიზის დეტალები იხილეთ დისერტაციის დანართში 7.5.1 გვ.305.

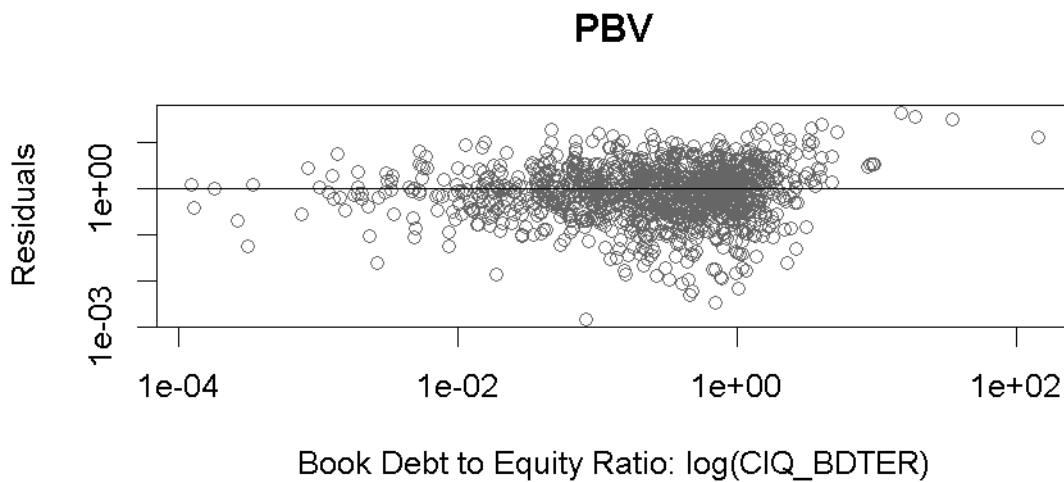
გრაფიკზე F. 3-2: საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორის რეგრესული ანალიზი მოდელით პროგნოზირებული საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორი (ლურჯი) შედარებულია ფაქტიურ მაჩვენებლებს (მწვანე) შერჩეული კომპანიებისათვის. გრაფიკზე აგრეთვე ნაჩვენებია 95%-იანი სანდოობის ინტერვალი (ნაცრისფერი)

F. 3-2: საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორის რეგრესული ანალიზი



მოდელის პროგნოზირებისათვის ვარგისიანობის შესაფასებლად უპრიანია ნარჩენი ცდომილების შეფასება. მეთოდოლოგიის მიხედვით ვიზუალური ანალიზის შედეგა არ იკვეთება რაიმე თვალშისაცემი სტანდარტული განაწილება, რაც მოგვცემდა იმის ვარაუდის საფუძველს, რომ დამატებითი დამოუკიდებელი ცვლადების ჩართვით გავამდიერებდით მოდელის პროგნოზირების ძალას.

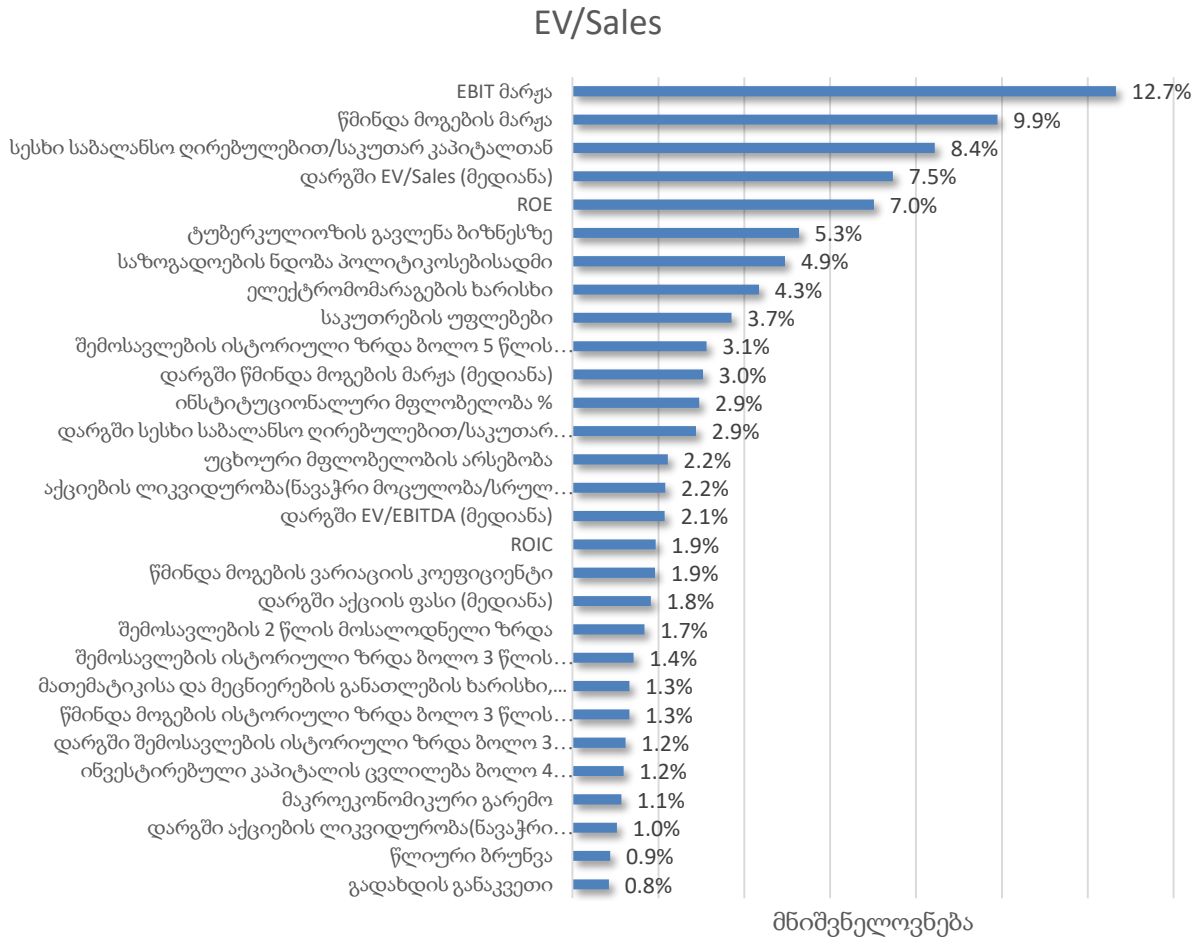
F. 3-3: ნარჩენი ცდომილების შეფასება საბალანსო მულტიპლიკატორისათვის



### 3.2.2 გაყიდვების მულტიპლიკატორს (EV/Sales)

საფეხურეობრივმა რეგრესულმა ანალიზმა აჩვენა, რომ გაყიდვების მულტიპლიკატორისათვის მნიშვნელოვან ფაქტორებს წარმოადგენენ:

F. 3-4: ფაქტორების მნიშვნელოვნება გაყიდვების მულტიპლიკატორისათვის (EV/Sales)



ამ ფაქტორების წონები სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია სხვადასხვა დონით , სადაც ფაქტორების უმეტესობისათვის t-სტატისტიკის მნიშვნელობა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია მინიმუმ 10%-ის დონით, რის საფუძველზეც არსებობს საკმარისი სტატისტიკური მტკიცებულება იმისა, რომ ვუარყოთ ნულოვანი ჰიპოთეზა მოცემული ცვლადების რეგრესიის კოეფიციენტების ექვივალენტურობისა ნულთან, შესაბამისად შეგვიძლია ვიმსჯელოთ ამ ცვლადების სტატისტიკურად მნიშვნელოვან გავლენაზე ჩვენს დამოკიდებულ ცვლადზე.

თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ აღნიშნული ფაქტორები ახდენენ გაყიდვების მულტიპლიკატორის ვარიაციის მხოლოდ ~50%-ის ახსნას, როგორც გვაჩვენებს შესწორებული დეტერმინაციის კოეფიციენტი. F-სტატისტიკის მაჩვენებელი 101 სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია 0.05 დონით ( $p < 2.2e-16$ ) 29 და 2949 თვისუფლების ხარისხისათვის), რაც გვაჩვენებს, რომ მთლიანობაში მოდელის

მიერ წარმოჩენილი ურთიერთკავშირი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია მისაღები დონით. რეგრესული ანალიზი აჩვენებს, რომ სტანდარტული შეცდომის დონე საბალანსო ღირებულების მულტიპლიკატორისთვის შეადგენს  $S.E.EV/S=2.68$ . რეგრესული ანალიზის დეტალები იხილეთ რეგრესული ანალიზის დეტალები იხილეთ დანართში 7.5.2 გვ. 313.

იგივე მიდგომის გამოყენებით, როგორც წინა მაჩვენებლისათვის, ანალიზის შედეგად არ იკვეთება, რომ ნარჩენი ცდომილებ რაიმე თვალშისაცემი სტანდარტული განაწილების მიხედვითაა განაწილებული, რაც მოგვცემდა იმის ვარაუდის საფუძველს, რომ დამატებითი დამოუკიდებელი ცვლადების ჩართვით გავაძლიერებდით მოდელის პროგნოზირების ძალას. ამავდროულად, ვიზუალური ანალიზი გვაძლევს არაწრფივი კავშირის არსებობის ვარაუდის საშუალებას, თუმცა კვლევის მიზნებიდან გამომდინარე შევჩერდებით წრფივ მოდელზე.

### 3.2.3 საოპერაციო მოგების მულტიპლიკატორი (EV/EBIT)

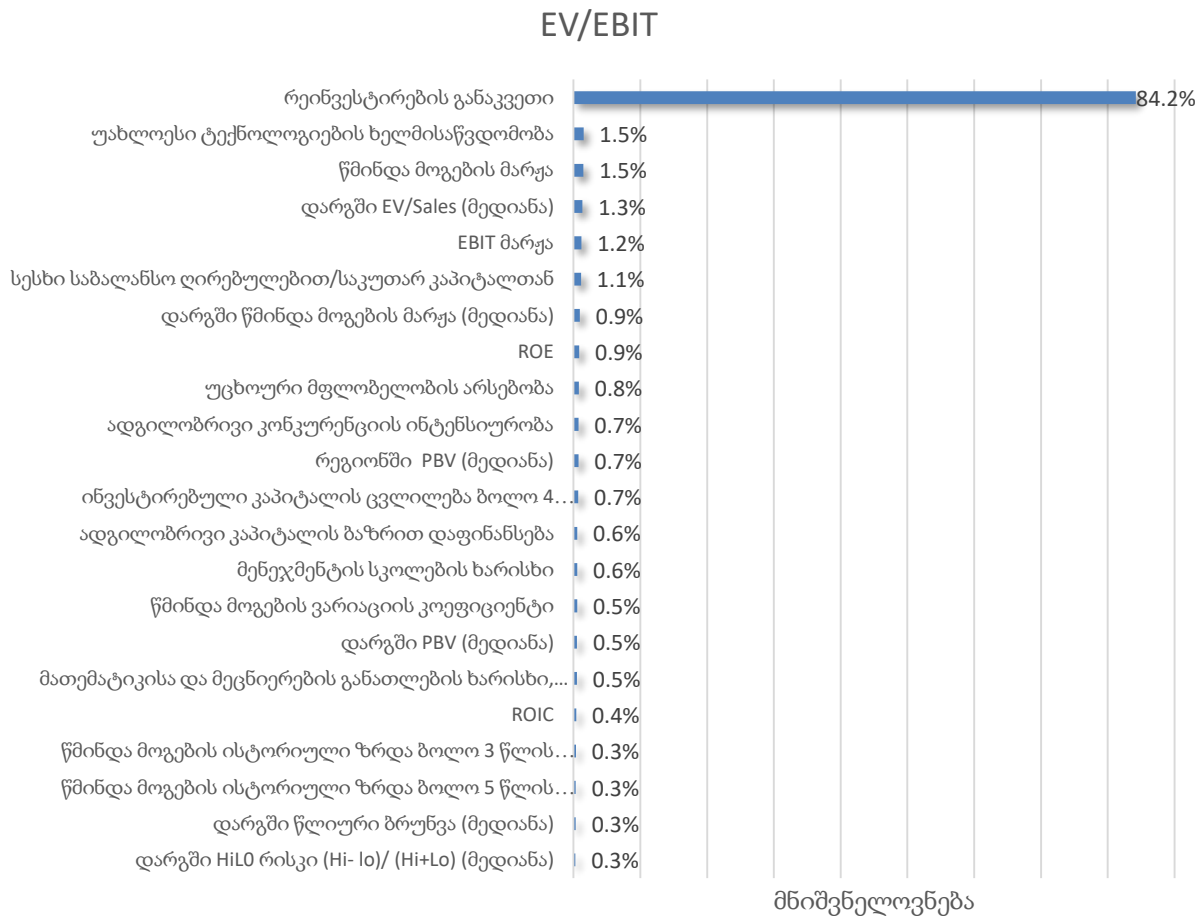
საფეხურეობრივმა რეგრესულმა ანალიზმა აჩვენა, რომ საოპერაციო მოგების მულტიპლიკატორისათვის უმნიშვნელოვანესია რეინვესტირების განაკვეთი. მნიშვნელოვან ფაქტორებ წარმოჩენილია გრაფიკზე F 4-11.

ფაქტორების უმეტესობისათვის t-სტატისტიკის მნიშვნელობა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია მინიმუმ 10%-ის დონით, რის საფუძველზეც არსებობს საკმარისი სტატისტიკური მტკიცებულება იმისა, რომ ვუარყოთ ნულოვანი ჰიპოთეზა მოცემული ცვლადების რეგრესიის კოეფიციენტების ექვივალენტურობისა ნულთან, შესაბამისად შეგვიძლია ვიმსჯელოთ ამ ცვლადების სტატისტიკურად მნიშვნელოვან გავლენაზე ჩვენს დამოკიდებულ ცვლადზე.

აღნიშნული ფაქტორები ახდენენ საოპერაციო მოგების მულტიპლიკატორის ვარიაციის ~99%-ის ახსნას, როგორც გვაჩვენებს შესწორებული დეტერმინაციის კოეფიციენტი. F-სტატისტიკის მაჩვენებელი  $1.58e+04$  სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია 0.05 დონით 22 და 2956 თავისუფლების ხარისხისათვის, რაც გვაჩვენებს, რომ მთლიანობაში მოდელის მიერ წარმოჩენილი ურთიერთკავშირი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია მისაღები დონით ( $<0.05$ ). რეგრესული ანალიზის დეტალები იხილეთ დისერტაციის დანართში 7.5.3 გვ.319.



F. 3-5: ფაქტორების მნიშვნელოვნება საკერავიო მოგების მულტიპლიკატორისათვის (EV/EBIT)



### 3.3 მნიშვნელოვანი ფაქტორები

როგორც წინა თავებში გამოჩნდა, ღირებულების შეფასების სხვადასხვა მახასიათებლისათვის სხვადასხვა ფაქტორები არის მნიშვნელოვანი განსხვავებული დოზით. შერჩეული მეთოდოლოგიით მვიღებთ სურათს, რომ მთლიანობაში სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი ფაქტორებიდან კომპანიის მახასიათებლები არიან ყველაზე მნიშვნელოვანი და ქმნიან ღირებულების ~68%-ს, რომელთაგან კომპანიის ფუნდამენტური მახასიათებლები ავსებენ 60%-ს, ხოლო მომავლისა და სპეკულაციური ფაქტორები 4.3%-სა და 2.7%-ს შესაბამისად. ბიზნესის ღირებულებაზე აგრეთვე მოქმედებს დარგში სხვა ბიზნესების მდგომარეობა - 16.1% და რეგიონში ზოგადად ბიზნესების შეფასება - 0.8%. ბირჟის გავლენა, რომელზეც ივაჭრება კომპანიის აქციები, ანალიზის შედეგად, არ აღმოჩნდა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი, რაც უპირველეს ყოვლისა მიუთითებს იმას, რომ ნებისმიერ ბირჟაზე შესამღებელი ღირებულების ოპტიმალური დონის მიღწევა სწორი ნაბიჯების გადადგმის შემთხვევაში. აქვე უნდა აღინიშნოს, რომ კომპანიის სპეკულაციური მახასიათებლები, როგორცაა beta და კორელაცია ბაზართან დამოკიდებულია ბირჟასთან, გვამღევს საშუალებას ირიბად ვიმსჯელოთ ბირჟის მნიშვნელოვნებაზე.

ქვეყნის ფაქტორი მთლიანობაში ქმნის ღირებულების დაახლოებით 15%-ს, სადაც უმნიშვნელოვანესია ინსტიტუციები - 4.4%-ით. მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმის მეთოდოლოგიით ინსტიტუციების პუნქტი მოიცავს საკუთრების უფლებებისა (ანალიზში 1.9%) და პოლიტიკური ესტაბლიშმენტისადმი საზოგადოების ნდობას (2.5%).

ჯანდაცვაცვის კომპონენტი, როგორც ქვეყნის ზოგადი განვითარებულობის მახასიათებელი სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა დაავადებების გავლენის კუთხით ბიზნესზე (2.7%). ინფრასტრუქტურის მდგომარეობის (2.2%) სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი პროქსი მაჩვენებელი აღმოჩნდა ქვეყანაში ელექტროენერჯით უზრუნველყოფის ხარისხი. ბიზნესების კომპლექსურობა (1.7%) მნიშვნელოვანია ქვეყანაში მენეჯმენტის პრაქტიკის ხარისხით, რის უპირველეს მაჩვენებლად გამოგვადგება უფლებების დელეგირების სურვილი. მმართველობის მნიშვნელოვნება (1.3%) გამოხატულია ქვეყანაში კორუფციის კონტროლის მხრივ.

ქვეყნებს, რომელთაც აქვთ ეფექტური სასაქონლო ბაზრები, შეუძლიათ აწარმოონ პროდუქტებისა და სერვისების სწორი ნაკრები საკუთარი მოთხოვნა-მიწოდების სპეციფიკურობიდან გამომდინარე და ეფექტურად ივაჭრონ ამ ნაკრებით. სასაქონლო ბაზრის ეფექტურობის გავლენა (1.3%) ღირებულების შეფასებაზე სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა უცხოური მფლობელობის არსებობის მხრივ (1.1%), რაც პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ხელშემწყობი გარემოს მახასიათებელია და ადგილობრივი კონკურენციის ინტენსივობის (0.2%) კუთხით, რაც ქვეყანაში გახსნილი ბიზნეს გარემოს მაჩვენებელია.

უმაღლესი განათლება და გადამზადება (0.8%), როგორც ბიზნესის კეთებისთვის უმნიშვნელოვანესი ადამიანური რესურსების წყარო, სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია ორი კომპონენტით: მათემატიკისა და მეცნიერების სწავლების ხარისხი (0.7%) და ქვეყანაში მენეჯმენტის სკოლების ხარისხი (0.1%). დასაქმების ბაზრის ეფექტურობა (0.6%) განპირობებულია ქვეყანაში დაქირავებისა და სამსახურიდან გაშვების პრაქტიკით. მაკროეკონომიკური გარემოს სტაბილურობა (0.6%) მნიშვნელოვანია ბიზნესისათვის და ზოგადად ქვეყნის კონკურენტუნარიანობისათვის. რა თქმა უნდა მაკროეკონომიკური სტაბილურობა თავისთავად არ ზრდის ქვეყნის პროდუქტიულობას, თუმცა მაკროეკონომიკური „მოუწესრიგებლობა“ ვნებს ეკონომიკას, რისი კარგი მაგალითიც იყო ევროპულ კონტექსტში განვითარებული მოვლენები. სახელმწიფო ვერ ანხორციელებს საკუთარი სერვისების ეფექტურ მიწოდებას ფულის გამძვირების გამო, ფისკალური დეფიციტი გავლენას ახდენს მთვრობის ბიზნეს ციკლებზე რეაგირების უნარზე მომავალში, ფირმები არაეფექტურად მუშაობენ მაღალი ინფლაციის პირობებში და ა.შ. მაკროეკონომიკური სტაბილურობის გაერთიანებული მაჩვენებელი აღმოჩნდა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი ღირებულების შეფასებისას.

თანამედროვე გლობალიზაციის პირობებში ტექნოლოგიები უმნიშვნელოვანესია ბიზნესების კონკურენტუნარიანობის შენარჩუნებისა და განვითარებისთვის. ანალიზის შედეგად გამოიკვეთა, რომ უახლოეს ტექნოლოგიებზე

ხელმისაწვდომობა არის ტექნოლოგიური მზაობის ფაქტორის მნიშვნელოვნების (0.4%) განმსაზღვრელი.

ინოვაციას (0.4%) მრავალი სახე აქვს ბიზნესებისთვის და ზოგადად ეკონომიკისთვის, თუმცა, ბიზნესების ღირებულებების შეფასებისთვის სახელმწიფოს ჩართულობა ინოვაციური/“მოწინავე“ პროდუქტების შესყიდვის საქმეში აღმოჩნდა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი. აღნიშნული საკითხები უფრო დეტალურად განხილულია მომდევნო თავებში.

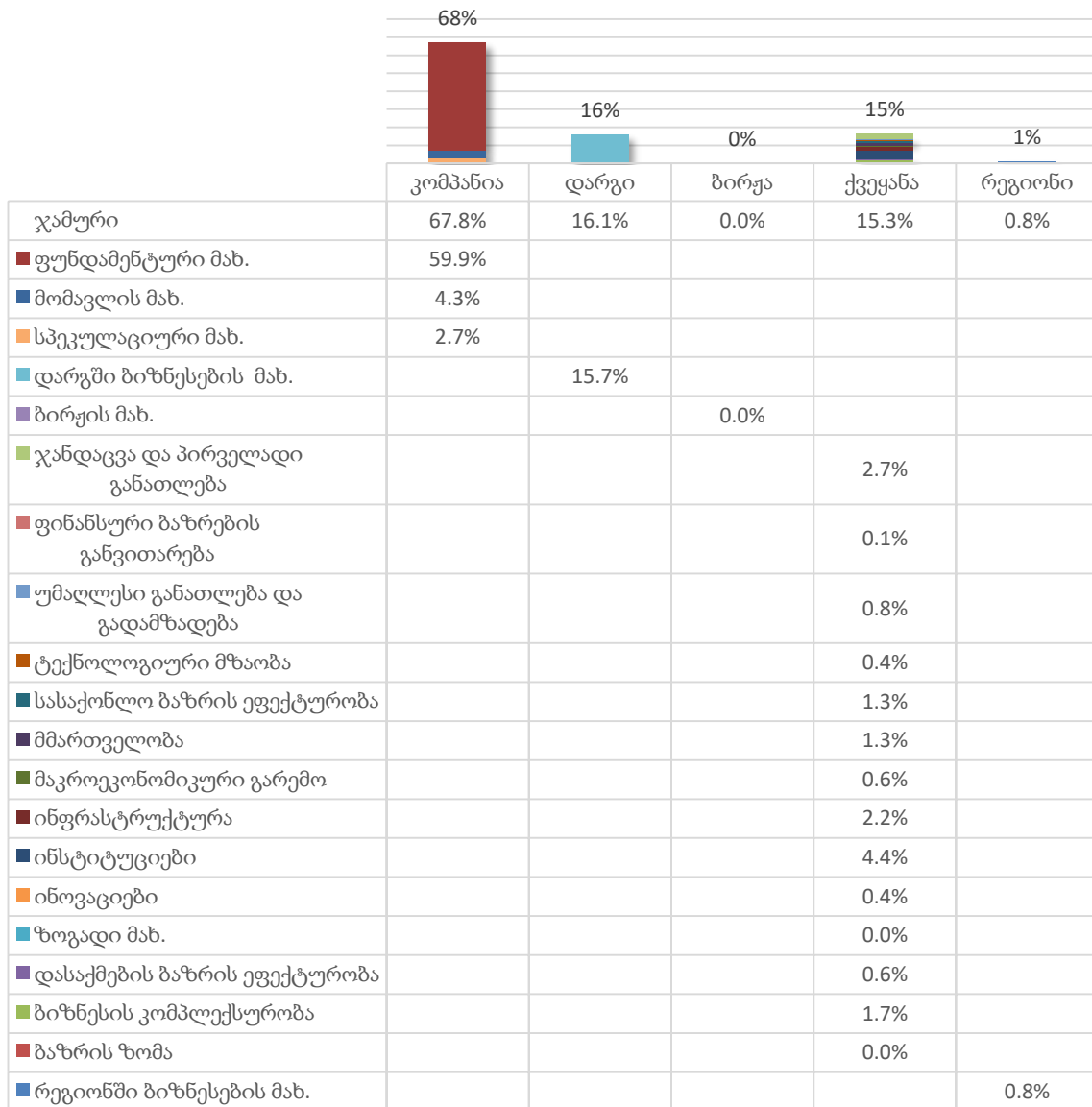
ფინანსურმა და ეკონომიკურმა კრიზისებმა, უახლოეს ისტორიაში, კარგად გამოაჩინა მყარი და გამართულად ფუნქციონირებადი ფინანსური სისტემის საკვანძო როლი ეკონომიკური საქმიანობის წარმართვის საქმეში. ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრით დაფინანსების შესაძლებლობა არის ძირითადი განმსაზღვრელი ფინანსური ბაზრების განვითარების მნიშვნელოვნებისა (0.1%) ღირებულების შეფასებისთვის. ფაქტორების ოპერაციონალიზაციის დეტალები მოცემულია დისერტაციის დანართში 7.5.4., ფაქტორების მნიშვნელოვნება მთლიანობაში წარმოდგენილია გრაფიკ F. 3-6-ზე.

მიღებული მოდელი არ უნდა განვიხილოთ, როგორც ბიზნესის ღირებულების სრულფასოვანი შეფასების შემცველი (მიუხედავად იმისა, რომ პრაქტიკული გამოყენების კუთხით მნიშვნელოვანი დასკვნების გაკეთების საშუალებას იძლევა, როგორც განხილულია დისერტაციის თავში 4.4. გვ. 103-ზე), თუმცა მოდელის ძირითად ღირებულებას შეადგენს მისი გამოყენებადობა ბიზნესებისა და მთავრობების სტრატეგიის ჩამოყალიბების პროცესში. მოდელის მიხედვით, კომპანიის ღირებულების ზრდის სტრატეგიის ამოსავალ წერტილს უნდა წარმოადგენდეს ბიზნესის ფუნდამენტური გაჯანსაღება<sup>6</sup>, თუმცა სპეკულაციური ფაქტორების გათვალისწინება, ისეთების როგორცაა კაპიტალის ბაზრის არჩევანი და სხვა აგრეთვე მნიშვნელოვანია. მოდელზე დაყრდნობით, რიგი რეკომენდაციები, რომელიც უნდა გაითვალისწინოს სახელმწიფომ ეკონომიკური სტრატეგიის ფორმირებისას მოცემულია დისერტაციის თავში 4.5 მოდელის გამოყენება საქართველოს მთავრობისათვის გვ. 136-ზე.

<sup>6</sup> რაც სრულ შესაბამისობაშია ბიზნესის აკადემიურ ლიტერატურასთან

F. 3-6: სხვადასვა ფაქტორების ჯამური მნიშვნელოვნება ბიზნესების შეფასებისას

### ფაქტორების მნიშვნელოვნება



## 4 დასკვნა

კვლევის შედეგად ემპირიულად გამყარდა მოსაზრება, რომ კაპიტალის ბაზრის მხრიდან ბიზნესების შეფასებაზე მოქმედებს რიგი ფაქტორების ერთობლიობა, როგორცაა კომპანიის სპეციფიკა (68%), დარგსა და რეგიონში მოღვაწე ბიზნესების სპეციფიკა (შესაბამისად 16% და 1%) და ქვეყანა (15%). ამ ფაქტორებიდან ორ ჯგუფზე, სახელდობრ დარგში კომპანიების სპეციფიკასა და რეგიონში ბიზნესების მდგომარეობაზე, სახელმწიფოსა და მასში მოღვაწე ბიზნესებს ზოგადად არ შეუძლიათ გავლენის მოხდენა. თუმცა სახელმწიფოსა და ბიზნესების ხელშია იმ ფაქტორების ბედი რომელთა ჯამური წონა 83%-ია. ამ ემპირიული დაკვირვებით დასტურდება კვლევის მთავარი მიზნის რელევანტურობა, რომ სახელმწიფოსა და

ბიზნესების ერთობლივი ძალისხმევით შესაძლებელია ბიზნესების ღირებულების შეფასებაზე გავლენის მოხდენა.

კვლევის შედეგად მიღებული მოდელის მიხედვით, მთლიანობაში სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი ფაქტორებიდან კომპანიის მახასიათებლები არიან ყველაზე მნიშვნელოვანნი და ქმნიან ღირებულების ~68%-ს, რომელთაგან კომპანიის ფუნდამენტური მახასიათებლები ავსებენ 60%-ს, ხოლო მომავლისა და სპეკულაციური ფაქტორები 4.3%-სა და 2.7%-ს შესაბამისად. ბიზნესის ღირებულებაზე აგრეთვე მოქმედებს დარგში სხვა ბიზნესების მდგომარეობა - 16%, რაც იმის მანიშნებელია, რომ ბიზნესის წილის შეთავაზებისას მნიშვნელოვან კომპონენტს წარმოადგენს რა ციკლში იმყოფება დარგი მოცემულ მომენტში. რაც აუცილებლად უნდა იყოს გათვალისწინებული კომპანიის მენეჯმენტის მიერ შეთავაზების სტრატეგიის დაგეგმვისას.

ქვეყნის ფაქტორი მთლიანობაში ქმნის ღირებულების დაახლოებით 15%-ს, სადაც უმნიშვნელოვანესია ინსტიტუციები - 4.4%-ით, რომელიც მოიცავს საკუთრების უფლებებისა (ანალიზში 1.9%) და პოლიტიკური ესტაბლიშმენტისადმი საზოგადოების ნდობას (2.5%).

ქვეყნის ზოგადი განვითარებულობის მახასიათებლებიდან სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა დაავადებების გავლენა ბიზნესზე (2.7%). ინფრასტრუქტურის მდგომარეობის (2.2%) სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი პროქსი მაჩვენებელი აღმოჩნდა ქვეყანაში ელექტროენერგიით უზრუნველყოფის ხარისხი. ბიზნესების კომპლექსურობა (1.7%) მნიშვნელოვანია ქვეყანაში მენეჯმენტის პრაქტიკის ხარისხით, რის უპირველეს მაჩვენებლად გამოვადგება უფლებების დელეგირების სურვილი. მმართველობის მნიშვნელოვნება (1.3%) გამოხატულია ქვეყანაში კორუფციის კონტროლის მხრივ.

ქვეყნებს, რომელთაც აქვთ ეფექტური სასაქონლო ბაზრები, შეუძლიათ აწარმოონ პროდუქტებისა და სერვისების სწორი ნაკრები საკუთარი მოთხოვნა-მიწოდების სპეციფიურობიდან გამომდინარე და ეფექტურად ივაჭრონ ამ ნაკრებით. სასაქონლო ბაზრის ეფექტურობის გავლენა (1.3%) ღირებულების შეფასებაზე სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა უცხოური მფლობელობის არსებობის მხრივ (1.1%), რაც პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების ხელშემწყობი გარემოს მახასიათებელია და ადგილობრივი კონკურენციის ინტენსივობის (0.2%) კუთხით, რაც ქვეყანაში გახსნილი ბიზნეს გარემოს მაჩვენებელია.

უმაღლესი განათლება და გადამზადება (0.8%), როგორც ბიზნესის კეთებისთვის უმნიშვნელოვანესი ადამიანური რესურსების წყარო, სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია ორი კომპონენტით: მათემატიკისა და მეცნიერების სწავლების ხარისხი (0.7%) და ქვეყანაში მენეჯმენტის სკოლების ხარისხი (0.1%). დასაქმების ბაზრის ეფექტურობა (0.6%) განპირობებულია ქვეყანაში დაქირავებისა და სამსახურიდან გაშვების პრაქტიკით. მაკროეკონომიკური გარემოს სტაბილურობა (0.6%) მნიშვნელოვანია ბიზნესისათვის და ზოგადად ქვეყნის კონკურენტუნარიანობისათვის. რა თქმა უნდა მაკროეკონომიკური სტაბილურობა თავისთავად არ ზრდის ქვეყნის პროდუქტიულობას, თუმცა მაკროეკონომიკური

„მოუწესრიგებლობა“ ვნებს ეკონომიკას, რისი კარგი მაგალითიც იყო ევროპულ კონტექსტში განვითარებული მოვლენები. სახელმწიფო ვერ ანხორციელებს საკუთარი სერვისების ეფექტურ მიწოდებას ფულის გაძვირების გამო, ფისკალური დეფიციტი გავლენას ახდენს მთვრობის ბიზნეს ციკლებზე რეაგირების უნარზე მომავალში, ფირმები არაეფექტურად მუშაობენ მაღალი ინფლაციის პირობებში და ა.შ. მაკროეკონომიკური სტაბილურობის გაერთიანებული მაჩვენებელი აღმოჩნდა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი ღირებულების შეფასებისას.

თანამედროვე გლობალიზაციის პირობებში ტექნოლოგიები უმნიშვნელოვანესია ბიზნესების კონკურენტუნარიანობის შენარჩუნებისა და განვითარებისთვის. ანალიზის შედეგად გამოიკვეთა, რომ უახლოეს ტექნოლოგიებზე ხელმისაწვდომობა არის ტექნოლოგიური მზაობის ფაქტორის მნიშვნელოვნების (0.4%) განმსაზღვრელი.

ინოვაციას (0.4%) მრავალი სახე აქვს ბიზნესებისთვის და ზოგადად ეკონომიკისთვის, თუმცა, ბიზნესების ღირებულებების შეფასებისთვის სახელმწიფოს ჩართულობა ინოვაციური/“მოწინავე“ პროდუქტების შესყიდვის საქმეში აღმოჩნდა სტატისტიკურად მნიშვნელოვანი. აღნიშნული საკითხები უფრო დეტალურად განხილულია მომდევნო თავებში.

ფინანსურმა და ეკონომიკურმა კრიზისებმა, უახლოეს ისტორიაში, კარგად გამოაჩინა მყარი და გამართულად ფუნქციონირებადი ფინანსური სისტემის საკვანძო როლი ეკონომიკური საქმიანობის წარმართვის საქმეში. ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრით დაფინანსების შესაძლებლობა არის ძირითადი განმსაზღვრელი ფინანსური ბაზრების განვითარების მნიშვნელოვნებისა (0.1%).

კვლევამ აჩვენა, რომ რეალურად უშუალოდ ბიზნესის უკეთესად კეთებაზე ორიენტირებული ფაქტორებია რელევანტური როგორც კომპანიის აგრეთვე ქვეყნის ფაქტორების გადასახედიდან.

კვლევის შედეგების მიხედვით, კომპანიების გადასახედიდან ბიზნესის ღირებულების ზრდის სტრატეგიის ამოსავალ წერტილს უნდა წარმოადგენდეს ბიზნესის ფუნდამენტური გაჯანსაღება, თუმცა სპეკულაციური ფაქტორების გათვალისწინება, ისეთების როგორცაა კაპიტალის ბაზრის არჩევანი და სხვა აგრეთვე მნიშვნელოვანია. სახელმწიფოს თვალთახედვიდან გარდა ზოგადად ეკონომიკისა და ეკონომომიკური გარემოს გაჯანსაღებისა, სახელმწიფომ უნდა აიღოს სტრატეგიული როლი ბიზნესის ხელშეწყობის მხრივ, ეკონომიკაში მინიმალური ჩარევის პირობებში. მან უნდა მოახდინოს ორი უმნიშვნელოვანესი სტრატეგიის განხორციელება, სახელდობრ, სახელმწიფომ უარი უნდა თქვას სერვისების საკუთარი ძალებით მიწოდებაზე და არ შევიდეს ბიზნესთან კონკურენციაში. ამისთვის ყველა დონეზე სახელმწიფო შესყიდვები უნდა იქნას გამოყენებული ადგილობრივი ბიზნესების განვითარების წასახალისებლად, ისე როგორც მრავალმა ქვეყანამ მოახდინა ეს გასულ წლებში. მეორე სტრატეგია უფრო გრძელვადიანია, რომლის მიხედვითაც სახელმწიფომ უარი უნდა თქვას დარგობრივ ორიენტაციზე და მთავარ ორიენტირად აიღოს კლასტერული განვითარების ხელშეწყობა, განსაკუთრებით იმ კლასტერებისა, რომლებიც

საშუალებას მოგვცემს ღირებულების ჯაჭვის დიდი ნაწილი მოვიცვათ საქართველოს ეკონომიკის ფარგლებში და ორიენტირებული იქნებიან მაღალ-ფასეულობაზე ორიენტირებულ მიმართულებებზე.

კვლევის შედეგებზე დაყრდნობით საქართველოს მთავრობისთვის შეიქმნა პოლიტიკის დოკუმენტი „რეგიონთაშორისი და მუნიციპალიტეტთშორისი თანამშრომლობისა და კლასტერული განვითარების შესაძლებლობები“ და გამოიკვეთა ახალი კვლევის ამოცანა, რომელიც გულისხმობს ბიზნესების ღირებულების შეფასებაზე კაპიტალის ბაზრის მეხსიერების გავლენის შესწავლას, რაც წარმოდგენილი კროსსექციური კვლევის ნაცვლად საჭიროებს გამჭოლი კვლევის დიზაინს. წარმოდგენილი კვლევის მეორე ეტაპად მოხდება სხვადასხვა ფაქტორების კომპანიების ღირებულების შეფასებაზე უფრო კომპლექსური, არაწრფივი დამოკიდებულების შესწავლა.

დასკვნისათვის უნდა ავლნიშნოთ, რომ კვლევის შედეგად მიღებული მოდელი არ უნდა განვიხილოთ, როგორც ბიზნესის ღირებულების შეფასების შემცველი (მიუხედავად იმისა, რომ პრაქტიკული გამოყენების კუთხით მნიშვნელოვანი დასკვნების გაკეთების საშუალებას იძლევა), თუმცა შექმნილი მოდელის ძირითად ღირებულებას შეადგენს მისი გამოყენებადობა ბიზნესებისა და მთავრობების სტრატეგიის ჩამოყალიბების პროცესში იმ მიმართულებების იდენტიფიცირების მხრივ, რომელზეც უნდა იყოს ორიენტირებული კომპანიებისა და სახელმწიფოს ძალისხმევები ბიზნესების ღირებულების ოპტიმალური შეფასებისთვის.

## 5 კუბლიკაციები

1. Abuashvili N., Akhvlediani D., Farckhaladze N., Keunwon Song, Economic development policy and clustering opportunities in developing countries: Georgian example, (2017) Chapter in the book: Ongoing issues in Georgian policy and public administration, Westphalia Press, George Mason University (მიღებულია დასაბეჭდად)
2. Abuashvili N., Eye for an eye – what markets consider important when valuing businesses, Eurasian Journal of Economics and Finance (მიღებულია დასაბეჭდად)
3. Abuashvili N., Do markets see the same way?, EBES 22nd Conference - Rome (გაგზავნილია დასაბეჭდად)
4. აბუაშვილი ნ., ახვლედიანი დ., ფარცხალაძე ნ. (2016). რეგიონთაშორისი და მუნიციპალიტეტთაშორისი თანამშრომლობისა და კლასტერული განვითარების შესაძლებლობები. პოლიტიკის დოკუმენტები #2, pp. 49-70.