

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ  
ԿՈՄԵՐՑԻԱՅԻ ԵՎ ԲԻԶՆԵՍԻ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՄԱՆ ԱՄԲԻՈՆ

ԱՐԹՈՒՐ ՍԱՍՈՒՆԻ ԵՂԻԱԶԱՐՅԱՆ  
**ԲԻԶՆԵՍԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄ**

ԲԻԶՆԵՍԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄ, ՆԵՐԴՐՈՒՄՆԵՐԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄ  
ԴԱՍԸՆԹԱՑՆԵՐԻ  
(բակալավրի և մագիստրատուրայի համար)

**ԴԱՍԱԽՈՍՈՒԹՅՈՒՆՆԵՐԻ ՆՅՈՒԹԵՐ**

ԵՐԵՎԱՆ  
Հեղինակային հրատարակություն  
2019

ՀՏԴ 658(042.4)

ԳՄԴ 65.290y7

Ե 381

Հրատարակության է երաշխավորել ՀՊՏՀ մարքեթինգի և բիզնեսի  
կազմակերպման ֆակուլտետի խորհուրդը

Խմբագիր՝ տ.գ.թ., դոցենտ Պ. Ա. Քալանթարյան  
Գրախոսներ՝ տ.գ.թ., դոցենտ Մ. Ս. Մարդումյան  
տ.գ.թ., ասիստենտ Գ. Ա. Գասպարյան

Ե 381 Եղիազարյան Ա.

Բիզնեսի գնահատում / Ա.Եղիազարյան.- Եր.: Հեղ. հրատ., 2019 –  
96 էջ:

Դասախոսությունների նյութերը համառոտ նկարագրում են բիզնեսի գնահատման էությունը, հիմնական եղանակները, խնդրահարույց հարցադրումները և դրանց լուծումները: Բիզնեսի գնահատումը ենթադրում է բիզնեսի արժեքի բացահայտում դրամական արտահայտությամբ: Դրա կիրառությունը գործարար հարաբերություններում, ֆինանսավորման, հարկման գործընթացներում գնալով աճում է:

Դասախոսությունների նյութերը պարունակում են փողի ժամանակային արժեքի մասին դատողություններ և դրանց կիրառությունը բիզնեսի գնահատման մեջ, բիզնեսի գնահատման դիվիդենտների դիսկոնտավորման, կանխիկ հոսքերի դիսկոնտավորման, հարաբերական գործակիցներով գնահատման եղանակները: Աշխատանքում բերված են նաև խնդիրներ, որոնք բարձրացնում են նյութի կիրառականությունը և ուսուցման մատչելիությունը:

Դասախոսությունների նյութերը նախատեսված են ձեռնարկատիրական, ներդրումային, ֆինանսական ուղղություններում ներգրավված ուսանողների, ասպիրանտների և գիտաշխատողների համար:

ՀՏԴ 658(042.4)

ԳՄԴ 65.290y7

ISBN 978-9939-0-3189-7

© Եղիազարյան Ա., 2019

**Բովանդակություն**

ԹԵՄԱ 1. Բիզնեսի գնահատման ներածություն..... 5

1.1 Բիզնեսի գնահատման հիմնական օբյեկտներն ու նպատակները..... 5

1.2 Բիզնեսի գնահատման մեթոդաբանության համառոտ էվոլյուցիան..... 8

1.3 Բիզնեսի գնահատման կարծրատիպերը..... 23

1.4 Բիզնեսի գնահատման վերևից-ներքև, ներքևից-վերև սկզբունքները..... 29

1.5 Բիզնեսի գնահատման եղանակները..... 35

ԹԵՄԱ 2. Կազմակերպության ապագա ֆինանսական արդյունքների դիսկոնտավորման միջոցով գնահատման եղանակներ .... 37

2.1 Փողի ժամանակային արժեքը..... 38

2.2 Դիվիդենտների դիսկոնտավորման եղանակ ..... 40

2.3 Ջուտ կանխիկ հոսքերի դիսկոնտավորման եղանակ ..... 46

2.3.1 Դրամական հոսքերի հաշվարկումը ..... 47

2.3.2 Ջուտ կանխիկ հոսքերի դիսկոնտավորում ..... 51

2.3.2.1 Ջուտ կանխիկ հոսքերի ապագա արժեքների կանխատեսում և աճի գործակցի գնահատումը..... 53

2.3.2.2 Ռիսկազերծ տոկոսադրույք և ռիսկի պրեմիա ..... 62

2.3.2.3 Շուկայի հետ կոռելացիայի բետա գործակիցը..... 69

2.4 Շահույթի դիսկոնտավորման եղանակ..... 72

ԹԵՄԱ 3 Բիզնեսի գնահատման այլընտրանքային եղանակներ..... 75

3.1	Հարաբերական գործակիցներով գնահատման եղանակ.....	75
3.1.2	Համեմատական ֆիրմայի ընտրության հիմնահարցը .....	80
3.2	Առկա ակտիվներով հաշվեկշռային և գնագոյացման եղանակներ .....	83
Թեմա 4:	Բիզնեսի գնահատման քայլերը .....	85
4.1.	Տվյալների հավաքագրում .....	85
	Օգտագործված և առաջարկվող գրականություն .....	89

## **ԹԵՄԱ 1. Բիզնեսի գնահատման ներածություն**

### **1.1 Բիզնեսի գնահատման հիմնական օբյեկտներն ու նպատակները**

Շուկայական կապիտալիստական տնտեսությանը բնորոշ է տնտեսական ակտիվների շուկաների գոյությունը: Դրանց ձևավորման առանցքային պայման է գնագոյացումը, իսկ գնագոյացման համար անհրաժեշտ է, որ շուկայի մասնակիցները կարողանան գնահատել իրենց կողմից առաջարկվող կամ պահանջվող ակտիվի գինը: Գնահատումը, կախված ակտիվի բնույթից, տարբեր ընթացք է ունենում. ակտիվները պարզ՝ ռեսուրսային ձևից կարող են հասնել մինչև բարդ՝ վերագգային բիզնեսի: Սակայն ակտիվների գնահատման բարդությունը չպետք է կապել դրա ձևավորման տնտեսական մակարդակի հետ, այլ՝ թե որքան կայացած, հագեցած և իրացվելի շուկա այն ունի: Բարձր իրացվելի, մրցակցային շուկաներում մասնակիցները իրենց գնահատումը հիմնում են ընթացիկ գների և սեփական փորձի վրա: Սակայն այդպիսի շուկաներ ոչ բոլոր ակտիվները կարող են ունենալ. երբ խոսքը գնում է այնպիսի ակտիվի մասին, ինչպիսին է բիզնեսը, բարձր իրացվելի շուկայի գոյությունը դժվար է պատկերացնել: Դա պայմանավորված է, առաջին հերթին, այն հանգամանքով, որ բիզնեսը ստանդարտացված ակտիվ չէ, մինչդեռ բարձր իրացվելի շուկաները բնորոշ են ստանդարտացված ակտիվներին:

Անհրաժեշտ է նկատել, որ բիզնեսն ուղղակի ակտիվ, կամ ակտիվների պատահական մեկտեղում չէ, այլ դրանց այնպիսի համադրություն է, որն օգտագործելով ձեռներեցության ռեսուրսը, նպատակ ունի ստեղծելու նոր արժեք: Հետևաբար այսպիսի ակտիվի գնահատումը դրանում ներգրավված ակտիվների գների զուտ թվաբանական գումարը չի կարող լինել, քանի որ այս դեպքում

արժևորվում է նաև ակտիվների համադրությունը, դրա արդյունավետությունը, ուժգնությունը, նոր արժեք ստեղծելու ունակությունը՝ որպես ոչ նյութական ակտիվներ: Այդ պատճառով էլ տնտեսագիտության մեջ բիզնեսի գնահատումը համարվում է մասնագիտական ուղղություն:

Հասկանալի է, որ բիզնեսի գնահատման հիմնական օբյեկտը բիզնեսն է, իսկ վերջինս գիտական քննարկումների, գնահատման և ուսումնասիրությունների դիտակետից կարելի է սահմանել որպես տնտեսական շահ հետապնդող մարդկային գործունեության տեսակ, որը համապատասխանում է տնտեսական իրավունքի տարրերին և ունի կազմակերպարավական ձև:

Այսպիսի սահմանումը, մի կողմից, սահմանափակում է անօրինական բիզնեսների դիտարկումը, մյուս կողմից՝ օրինական բայց կազմակերպական ձև չունեցող գործունեության տեսակները:

Բիզնեսի գնահատման առարկան բիզնեսի դրամական արժեքն է: Ընհանրապես «գնահատում» տերմինի տակ կարելի է հասկանալ տարբեր ուղղություններ, որոնք վերաբերում են ձեռնարկատիրական գործունեությանը և դրա բնութագրիչ ցուցանիշների բացարձակ ու հարաբերական արժեքներին: Պետք է նշել, որ չնայած բիզնեսի գնահատման նպատակը համարվում է դրա դրամական արժեքի ստացումը, սակայն այդ նպատակից բխող խնդիրներում խորապես քննարկվում են վերոնշյալ ցուցանիշները:

---

<sup>1</sup> Այսպիսի օրինակներ կարող են լինել գենքի ապօրինի վաճառքը, թրաֆիքինգը, թմրանյութերի վաճառքը՝ որպես անօրինական, սեփական կարիքները բավարարելու համար պարենային և ոչ պարե նային ապրանքների արտադրությունը՝ որպես կազմակերպական ձև չունեցող տնտեսական շահ հետապնդող գործունեության տեսակներ: Սակայն դրանից չի փոխվում բիզնեսի գնահատման սկզբունքները, այլ ավելանում կամ պակասում են գնահատվող, կանխատեսվող, ուսումնասիրվող գործոնների որակական և քանակական բնութագրիչները:

Բիզնեսը գնահատելու նպատակները հասկանալու համար պետք է պարզել, թե ովքեր և ինչու են հետաքրքրված այս կամ այն բիզնեսի՝ դրամական արտահայտությամբ արժեքով: Այս խմբում առաջնային տեղ են զբաղեցնում բիզնեսի տերերը<sup>2</sup>: Բիզնեսի արժեքը նրանց անհրաժեշտ է հետևյալ պատճառներով.

- ձեռնարկատիրական գործունեությամբ զբաղվող ցանկացած անձ որոշակի պարբերականությամբ գնահատում է արդյունքները, այդպիսի մի արդյունք էլ բիզնեսի արժեքն է, ինչի իմացությունը, առաջին հերթին, ունեցվածքի չափման ֆունկցիա է կատարում,
- ինչպես շահույթի, եկամտաբերության, արդյունավետության ցուցանիշները, այնպես էլ բիզնեսի արժեքը շահառուներին հնարավորություն է տալիս դիտարկվող ժամանակահատվածների միջև զարգացման դինամիկայի վերաբերյալ դատողություններ կատարել,
- կազմակերպությունները ամբողջությամբ կամ մասնակի<sup>3</sup> կարող են օտարվել ինչպես չկարգավորված շուկաներում, այնպես էլ ֆոնդային բորսայում. այդ նպատակով անհրաժեշտություն է առաջանում գնահատել բիզնեսի դրամական արժեքը, ինչի հիմքի վրա էլ հնարավոր կլինի օտարման գործընթացը<sup>4</sup>,
- կազմակերպությունը կարող է ղեկավար կազմին պարզապես՝ կախված բիզնեսի արժեքի աճից,
- հաճախ բիզնեսի արժեքի գնահատման անհրաժեշտություն է առաջանում ռազմավարական նշանակության գործընթացներում որոշումներ կայացնելու ժամանակ:

<sup>2</sup> Հիմնադիրներ, սեփականատերեր կամ բաժնետերեր:

<sup>3</sup> Մասնակի ասելով ենթադրվում է բիզնեսի փայ կամ բաժնետոմս:

<sup>4</sup> Արժեթղթերի շուկայում ներկայացված կազմակերպությունների արժեթղթերի շուկայական արժեքը ստուգելու, ճշտելու նպատակով ևս կարելի է իրականացել բիզնեսի գնահատում:

Բիզնեսի արժեքով հետաքրքրվող մյուս հատվածը կազմակերպության արտաքին միջավայրից են՝ նրանք ովքեր ցանկություն ունեն որոշակի առնչություններ ունենալ բիզնեսի հետ՝ գնորդներ, փոխառություն տրամադրողներ, գործընկերներ և կառավարությունը: Այս խումբը հետապնդում է բիզնեսի արժեքի գնահատումը հետևյալ պատճառներով.

- որոշ երկրներում ժառանգության հետևանքով առաջացանում են հարկային պարտավորություններ ստացողի համար, եթե ժառանգության առարկա է դառնում բիզնես ակտիվը. այդպիսի իրավիճակում արժեքից հարկումը հնարավոր է իրականացնել բիզնեսի գնահատման օգնությամբ,
- ամբողջական կամ մասնակի բիզնես ձեռք բերելու ժամանակ գնորդն իր կողմից իրականացնում է բիզնեսի արժեքի գնահատում,
- բիզնեսի վիճարկելի բաժանումների ժամանակ անհրաժեշտ է գնահատել դրա արժեքը, քանի որ փայատերերի անհաշտ հեռացումը կամ փայատիրոջ ամուսնալուծությունը առաջ է բերում ֆինանսական պարտավորություններ կողմերի նկատմամբ:

## **1.2 Բիզնեսի գնահատման մեթոդաբանության համառոտ էվոլյուցիան**

Բարիքների արժեքի ուսումնասիրությունն ունի որոշակի պատմություն, այն նկատվում է տնտեսական խնդիրներով զբաղվող բոլոր մտածողների մոտ, որոնք փորձում էին համապարփակ պատասխան տալ բարիքի արժեքի հիմքերի վերաբերյալ:

---

5 Տե՛ս EY, Worldwide Estate and Inheritance Tax Guide, կայքէջ՝ <http://www.ey.com/Publication>



Տրամաբանական է, որ այդ ժամանակաշրջանում տնտեսական գործունեության արժեքի մասին խոսք չէր գնում, քանի որ փոխանակության առարկա էին ոչ թե տնտեսական գործունեությունները(այսօրվա տերմինով՝ բիզնեսը), այլ այդ գործունեությունների արդյունքում ստեղծված բարիքները: Այդ բարիքների արժեքի վերլուծությունները զարգացան, և արդեն 20-րդ դարում տնտեսագետ Ա. Մարշալի կողմից տրվեց վերջնական պատասխան: Այսինքն՝ բիզնեսի գնահատման տեսության հիմքերը պետք է տեսնել բարիքի արժեքի տեսական հիմնավորումների համատեքստում [23]:

Բիզնեսի գնահատման հիմքերը նկատվել են 15-րդ դարում, երբ տնտեսական գործունեությունը ստացավ կանոնավոր տեսք, և երբ կարելի էր նշել կազմակերպարավական կայացած բաղադրիչների գոյության մասին: Այս ժամանակ է, որ իտալացի մաթեմատիկոս Լուկա Պաչիոլին 1494թ. (*Summa de arithmetica, geometria, proportioni et proportionalità*) դասագրքում հիմնադրում է կրկնակի գրանցման հաշվապահական համակարգի կիրառությունը: Չնայած Պաչիոլիի աշխատությունը դրվում է բիզնեսի գնահատման հիմքերում, այնուամենայնիվ պետք է հասկանալ, որն, ըստ էության, հեղինակի առջև դրված չէր այն խնդիրները, որոնք արդիական են այսօր: Այդ ժամանակ խնդիր էր առաջանում արդեն կայացած կազմակերպությունների հաշվառման համակարգը որքան հնարավոր է մատչելի և ստույգ դարձնել: Մյուս կողմից, կրկնակի գրանցման համակարգը բացառում էր թերացումները հաշվառման ժամանակ: Պաչիոլիի աշխատությունը արժեքավոր էր նրանով, որ այն գրեթե անթերի լուծում էր ժամանակի հաշվառման բոլոր խնդիրները: Անիրաժեշտ է նաև նշել, որ ուշ միջնադարում բանկային համակարգը

6 Այստեղ նշված է կիրառությունը, քանի որ մինչ այդ կրկնակի գրանցումը գոյություն ուներ և օգտագործվում էր անկանոն տրամաբանությամբ: Իսկ արդեն Պաչիոլիից հետո այն ընդունվեց շատերի մոտ և դարձավ կազմակերպական հաշվառման հիմնասյունը:

իր զարգացման նշանակալի մակարդակում էր գտնվում: Եվ պատահական չէ, որ հենց Իտալիայում դասագրքի ձևով հիմնադրվեց հաշվապահական հաշվառման կրկնակի գրանցման համակարգը, քանի որ Իտալիան հանդիասնում էր միջազգային բանկային համակարգի առաջատարը<sup>7</sup> [1]:

Ընդունված է համարել, որ Պաչիոլիի գործով դրվում է բիզնեսի գնահատման ԱՏԱ<sup>8</sup> մեթոդի հիմքերը:

Ըստ ոլորտի առաջատար հետազոտությունների՝ հաջորդ նշանակալի մոտեցումները գալիս են արդեն 20-րդ դարում: Դա պայմանավորված է այն հանգամանքով, որ տնտեսական միտքը մեծապես կենտրոնացված էր տեսական հիմնավորումների և տնտեսական քաղաքականությունների մշակման վրա: Այս ժամանակ ուշադրությունն ուղղվեց դեպի կազմակերպական վարքի կարգավորման մեխանիզմները: 1942թ. Ժոզեֆ Շումպետերը առաջարկում է նոր տեսական մոտեցում տնտեսության ցիկլերի վերաբերյալ [43]: Ըստ նրա «Նորարար ապակառուցողական» տեսության՝ տնտեսական ցիկլերը պայմանավորված են նորարարությունների հոսքերով: Սա կարծես մակրոտնտեսական վերլուծություն է, բայց դրանում բավական նուրբ արծարծվում է միկրոտնտեսական հիմնահարցեր՝ կապված աշխատատեղերի քանակի և դրանց բերած արդյունավետության հետ: Շումպետերի տրամաբանական շղթան հիմնավորում էր, որ ինովացիոն մակրոտնտեսական գործընթացները բերում էին դինամիկ

7 Բանկային համակարգ կամ միջազգային բանկային համակարգ տերմինների օգտագործելիս չպետք է պատկերացնել այնպիսի համակարգեր, ինչպիսիք են այսօր: Գործունեության այդ տեսակը արդեն տասը դար զարգանում էր աշխարհի տարբեր կողմերում, բայց քանի որ Իտալիայում էր կենտրոնացված առաջավոր տնտեսական միտքը, ապա բնական է, որ հենց այստեղ պիտի ի հայտ գային կամ արտահայտվեին նորագույն լուծումները տնտեսվարող սուբյեկտների համար:

8 Ավելացված տնտեսական արժեքի (Economic Value Added) մեթոդ: Սա մեկն է բիզնեսի գնահատման մեթոդներից, որն, ըստ էության, հաշվարկվում է կազմակերպության շահույթի և կապիտալի ֆինանսավորման գնի տարբերությամբ:

փոփոխություններ ներկազմակերպական վարքում, իսկ դա էլ, իր հերթին, պայմանավորում է կազմակերպությունների ստեղծած արդյունքի մեծությունը: Եվ քանի որ յուրաքանչյուր տնտեսական գործունեություն, ըստ էության, գնահատվում է իր ստեղծած արդյունքին համապատասխան, ապա նորարարական ցիկլերի ազդեցությունը բիզնեսի արժեքի վրա էական է:

Բիզնեսի գնահատման տեսական և կիրառական նշանակության աշխատանքները արագընթաց զարգացում ապրեցին երկրորդ համաշխարհային պատերազմից հետո: Դա պայմանավորված էր նրանով, որ աշխարհում արագ զարգանում էին հետպատերազմյան կազմակերպությունները: Ակնկալելով հետագայում կայունություն՝ ձևավորվում էին համատեղ բիզնեսներ և դուրս գալիս արժեթղթերի շուկա: Միայն 1950-1960թթ. արձանագրվել է համաշխարհային ՀՆԱ-ի հիսունութ տոկոսի աճ [57]: Այս իմաստով արժանի է նշել 1958թ. Ֆրանկո Մոդիգլիանիի և Մերթոն Հ. Միլլերի կողմից «The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment» աշխատությունը [90], որը նոր շունչ սովեց բիզնեսի արժեքի գնահատման տեսությանը և նպաստեց կազմակերպական վարքի զարգացմանը: Այս աշխատությունը կազմակերպության ֆինանսներին վերաբերող խնդիրներ էր շոշափում: Այդ իմաստով հեղանակները պնդում էին, որ իրենց աշխատությունը առնվազն տնտեսագետների երեք խմբերի պետք է վերաբերի:

Առաջինը կազմակերպության ֆինանսական մենեջերների խումբն է, որը պատասխանատու է կազմակերպության ֆինանսների կառավարման համար, երկրորդը մենեջեր-տնտեսագետների խումբն է, որը կենտրոնացված է կապիտալի բյուջետավորման վրա: Վերջին խումբը ներառում է տեսաբան-տնտեսագետներին, որոնք հետաքրքրված են մակրո և միկրո մակարդակներում կազմակերպության ներդրումային վարքով:

Նրանց աշխատության մեջ փորձ էր կատարվում պատասխանել հետևյալ հարցերին.

- ինչպե՞ս է ազդում փոխառու միջոցների առկայությունը կազմակերպության արժեքի և սեփականատերերի ունեցվածքի վրա<sup>9</sup>,
- արդյո՞ք շուկայի գնահատականը<sup>10</sup> լավագույնն է եղած գնահատականների մեջ,
- ինչպիսի՞ն պետք է լինի ներդրումային քաղաքականությունը անորոշության պայմաններում՝ կախված կապիտալի արժեքի դինամիկայի տեսական մոդելից:

Առաջադրված հարցերին պատասխաններ տալու համար հեղինակները դնում են բավական արժանահավատ ենթադրություններ: Այդ ենթադրություններից հիմնականները կներկայացվեն ստորև:

Ենթադրվում է, որ կազմակերպությունները կարելի է դասակարգել ըստ հավասար եկամուտների<sup>11</sup> խմբերի: Դրանից ելնելով՝ կարելի է հետևել, որ միևնույն խմբում գտվող ֆիրմաների արժեթղթերի գները համեմատական են՝ կորելացված են նույն ուղղությամբ: Այս պարագայում բավական է գտնել գնային փոփոխությունների ուղղությունը, և ստանալով կոնկրետ ֆիրմայի մասշտաբային գործակիցը՝ կարելի է գնահատել դրա արժեքը որոշակի ճշգրտությամբ: Նման ենթադրությունը մոդելի տեսքով բացատրելու նպատակով Մոդիզվիանին և Միլլերը օգտվեցին մարշալյան գնի տեսությունից՝ ենթադրելով, որ կոնկրետ խմբում կազմակերպությունների արժեթղթերը վաճառվում են կատարյալ

---

9 Փոխառու միջոցներ ասելիս այստեղ հասկանում ենք արժեթղթերի շուկայի միջոցով ձեռք բերված միջոցները: Դրանց ազդեցությունը մեծ է և կազմակերպության արժեքի վրա, և նրա մեծամասնական սեփականատերերի ունեցվածքի վրա:

10 Հեղինակները նշում են, որ իրենց հետազոտությունների ժամանակ ընդունված էր շուկայական գնահատականը համարել լավագույնը, ինչի վերաբերյալ նրանք տվեցին իրենց որոշակի դիրքորոշումը:

11 Այսինքն ընդունվում է, որ այդ դասերի մեջ եկամտաբերությունը նույնն է, բայց ֆիրմաները տարբերվում են մասշտաբով:

շուկաներում<sup>12</sup>՝ ատոմիստական մրցակցության<sup>13</sup> պայմաններում: Այս ենթադրությունից ելնելով՝ կարելի է եզրակացնել, որ միևնույն խմբում, հավասարակշռության պայմանում, կազմակերպությունների սպասվող եկամտաբերության նորմերը պետք է նույնը լինեն:

Հետազոտության արդյունքում հեղինակները գալիս են հետևյալ պնդմանը. «Ցանկացած կազմակերպության շուկայական արժեքն անկախ է իր կապիտալի կառուցվածքից, և տրվում է իր սպասվող եկամտի կապիտալացման միջոցով»: Այս հիմնական պնդումը ունեցել է կիրառություններ, և դրա հիմքի վրա կառուցվել է կազմակերպական վարքի տարբեր քաղաքականություններ:

Այսպիսով Մոդիգլիանին և Միլլերը ժամանակի ծառացած խնդիրներին տվեցին համապարփակ մաթեմատիկական պատասխաններ. հիմնադրվեց ֆիրմայի և դրա արժեթղթի արժեքի որոշման տեսությունը: Այդ տեսական հիմնավորումները թույլ տվեցին մշակել ներդրումային օպտիմալ քաղաքականություններ: Ընդգծվեց կազմակերպության արժեքի տեսության մեջ կազմակերպությունների խմբերի ուսումնասիրության անհրաժեշտությունը:

1930-ականների մեծ ճգնաժամը մեծապես ազդեց գրեթե բոլոր տնտեսությունների և տնտեսական համակարգերի վրա: Այս ճգնաժամը ընգծեց եղած մտածողության անաշխատունակությունը տնտեսական հետագա զարգացման համար: Մեծ ճգնաժամին հաջորդող հիմնական տնտեսական միտքը հեղափոխական էր և՛ մակրոտնտեսագիտության, և՛ միկրոտնտեսագիտության մեջ: Այդ իմաստով կազմակերպական ֆինանսների մեջ հեղափոխական եղավ 1934թ. հրատարակված Բենջամին Գրահամի և Դավիթ Դոդի «Security Analysis» աշխատությունը [50]: Այն փոխեց ներդրումային քաղաքականության տեսական և գործնական պատկերացումները:

<sup>12</sup> Ենթադրվում է կատարյալ շուկայի բոլոր պայմանները, ընդ որում առքուվաճառքի առարկան պետք է լինի հոմոգեն:

<sup>13</sup> Մեծ թվով փոքր ֆիրմաներ, որոնցից ոչ մեկը չի կարող ազդել շուկայական գնի վրա:

1940թ. հեղինակների երկրորդ հրատարակությունը պարունակում էր ներդրումների մասին տարբեր հեղինակների մտքերը: Ողջ աշխարհում այս աշխատությունը այժմ էլ համարվում է արժեթղթերի վերլուծության հիմնական գրականություններից մեկը: Այդ աշխատությունը հրատարակվել է վեց անգամ. պահպանելով հեղինակների միտքը՝ ավելացվել են նոր կիրառական օրինակներ, որոնք ապացուցում են հեղինակների գիտական ճշմարտացիությունը արդի տնտեսական համակարգում: Վերջին տարբերակը հիմնված է 1940թ. հրատարակության վրա, ավելացվել են ժամանակակից ֆինանսների և ներդրումների տեսությունների տարրեր:

Այս աշխատանքում ուսումնասիրվում է երեք հիմնական իրարամերժ հարցադրումներ. տոկոսների և մայր գումարի անվտանգությունը, արժեթղթերի հետագա եկամտաբերությունն ու գինը, արժույթի գնի դինամիկան: Այս տրիլեման հեշտ է նկարագրել, բայց առաջին հայացքից թվում է անլուծելի:

Համաշխարհային ճգնաժամերը ցույց են տալիս, որ ընդունված «պերմանենտ ներդրումները»<sup>14</sup> դրանք կատարողների համար ժամանակ առ ժամանակ դառնում են իսկական «գլխացավանք». դրանց սրընթաց անկումները մեծ վնասներ են պատճառում: Հեղինակները պնդում են, որ ներդրումային քաղաքականության մեջ պետք է կիրառվի արժեթղթերի ընտրության մոտեցում<sup>15</sup>, որը թույլ կտա խուսափել խոշոր կորուստներից:

Արժեթղթերի բավականին ցածր եկամտաբերությունը կարող է ներդրողի մոտ անբավարարվածության զգացում առաջացնել, այս դեպքում միակ հիմնական գրավչությունը պետք է ապահովել արժեթղթի հետագա բարձր գնով: Այսինքն՝ ապագայում ներդրողը

<sup>14</sup> Խոսքը գնում է երկարաժամկետ ներդրումների մասին, որոնք կրում են ոչ սպեկուլյատիվ բնույթ:

<sup>15</sup> Պորտֆելային ներդրումների ժամանակ փորձ է կատարվում իրականացնել ռիսկերի դիվերսիֆիկացիա, ինչը զսպում է անկման խորությունը, չի բացառվում նաև, որ անկման ժամանակ որոշ ակտիվներ ունենան արժեքի աննախադեպ աճ, ինչը պորտֆելի ակնկալվող եկամտաբերությունը պահպանի կամ գերազանցի:

պետք է ակնկալի արժեթղթի գնի բարձրացում: Այդպիսի նախադեպ ապահովելը բավական դժվար է, քանի որ երկարաժամկետ ներդրումների պատմությունը վկայում է խորը անկումների մասին, որոնք ի հայտ են գալիս տնտեսական ճգնաժամերի ժամանակ: Հեղինակներն այն համոզման են, որ արժեթղթերի դիվիդենտներն այնպիսին պիտի լինեն, որպեսզի կտրուկ անկումները չզրոյացնեն երկար տարիների դիվիդենտների արդյունքները:

Արժեթղթերում ներդրումները էականորեն կախված են նաև արժույթի կայունությունից. եթե սպասվում է գների մակարդակի կայուն աճ, ապա ներդրողները նախընտրում են ծախսել իրենց միջոցները բարիքների ձեռք բերման վրա կամ, լավագույն դեպքում, ներդրում են հասարակ բաժնետոմսերի մեջ: Գնաճային ռիսկերը մշտապես առկա են արժեթղթերի ներդրումային քաղաքականության մեջ: Այդ նպատակով նախընտրելի են հիբրիդ<sup>16</sup> ներդրումները, որոնք պակասեցնում են վերոհիշյալ վտանգները [47]:

Ըստ հեղինակների՝ արժեթղթերի վերլուծությունը հանգում է չորս հիմնական գործոնների վերլուծության. այդ գործոններն են արժեթուղթը, գինը, ժամանակը և անհատը: Այսինքն՝ հարցադրումը կարող է լինել հետևյալ կերպ. «Արժե՞ արդյոք գնել S արժեթուղթը, P գնով, T պահին, I անհատի կողմից»: Այսպիսով, քննարկվում են այս չորս հիմնական գործոնների դերակատարությունը ներդրումային քաղաքականության մեջ:

Գրահամը և Դոդն առաջին անգամ անդրադարձ կատարեցին կազմակերպության բաժնետոմսերի գնի վրանոր բաժնետոմսերի թողարկման ազդեցությանը և մաթեմատիկական բանաձևով նկարագրեցին երևույթը: Ըստ նրանց՝ եթե շուկայում առկա են O քանակությամբ բաժնետոմսեր C գնով և նախատեսվում է թողարկել

<sup>16</sup> Հիբրիդ են անվանում ներդրումների այն խումբը, որը պարունակում է և՛ անշոշափելի ակտիվների մեջ ներդրումը, և՛ շոշափելի: Շոշափելի ակտիվներ ասելիս կարելի է հասկանալ հասարակ բաժնետոմսերը:

N քանակությամբ բաժնետոմսեր P գնով, ապա նոր ձևավորվելիք C' գինը կլինի.

$$C' = \frac{C+O+N*P}{O+N}, \tag{1}$$

Իհարկե այսօրվա գիտական պատկերացումներից նման մոտեցումը շատ մոտավոր և ընդհանրական բնույթ է կրում, բայց մեծապես գնահատելի է նրանց աշխատանքը մաթեմատիկական մոդելավորման նման մոտեցման համար:

Գրահամի և Դոդի աշխատությունը հիմնականում ուղղված էր արժեթղթերի արժեքի գնահատմանը և վերլուծությանը: Նրանք նշում են, որ իրենք փնտրում էին ֆինանսների ոլորտում առաջացած խնդիրների լավագույն լուծումները, բայց առավել նշանակալի դարձավ իրենց գործը նոր, ավելի կարևոր խնդիրների բացահայտման ճանապարհին:

Բիզնեսի գնահատման ոլորտում հաջորդ և մինչ այդ եղած աշխատություններից մեծագույնը դարձավ Մայրոն Ջ. Գորդոնի Աճի Մոդելը<sup>17</sup>, որը հեղափոխական եղավ գնահատման ոլորտում կատարված աշխատանքների շարքում [49]:

Հավանական հիպոթեզներ կան, որոնք բացատրում են, թե ինչի համար է վճարում ներդրողը հասարակ բաժնետոմս ձեռք բերելիս: Առաջարկվում է երեք հիմնական տարբերակ՝ եկամուտների, դիվիդենտների, եկամուտների և դիվիդենտների համար:

Կարելի է պնդել, որ բոլորից հաճախ արժեթուղթը ձեռք է բերվում ապագայում բարձր գնի համար, բայց եթե վերոնշյալ ապագայի գինը կախված է սպասվող դիվիդենտներից և կամ եկամուտներից, ապա երեք հիպոթեզների շրջանակից պետք է դուրս գալ: Այս աշխատանքում քննադատաբար գնահատվում է յուրաքանչյուր

---

<sup>17</sup> “Gordon Growth Model”, հայտնի է դարձել այդ անունով, բայց աշխատության իրական անունը “DIVIDENDS, EARNINGS, AND STOCK PRICES” է:



հիպոթեզ և հայտնաբերվում հիպոթեզների հիմքում ընկած գործոնների հարաբերությունները: Հասարակ բաժնետոմսի գնի տատանումները մեծ հնարավորություններ են բացում եկամտաբեր ներդրումներ կատարելու, կորպորատիվ ֆինանսների կառավարման և ներդրումային վարքի բացահայտման ուղղություններով<sup>18</sup>: Այս մեթոդը նաև հնարավորություն կընձեռի գնահատելու՝ արդյոք առկա գնով տրված բաժնետոմսը որոշակի ներդրողի համար հրապուրիչ է, թե՛ ոչ: Գորդոնն իր հետազոտության համար ընտրել է տնտեսության չորս ճյուղերի երկու տարվա վիճակագրական տվյալները: Ընտրված տարիներն են 1951 և 1954թթ., իսկ ճյուղերը՝ համապատասխանաբար կազմակերպությունների քանակով՝ քիմիական արդյունաբերություն՝ 32, սննդի արդյունաբերություն՝ 52, մետալուրգիա՝ 34 և մեքենասարքավորումների արդյունաբերություն՝ 46:

Առաջին մոդելով ենթադրվում է, որ ներդրողը հետաքրքրված է և՛ դիվիդենտներով, և՛ եկամուտներով: Այդ դեպքում մոդելի սպեցիֆիկացիան կլինի.

$$P = a_0 + a_1D + a_2Y, \quad (2)$$

որտեղ  $P$ -ն տվյալ տարվա վերջում բաժնետոմսի արժեքն է,  $D$ -ն՝ տարվա ընթացքում ստացված դիվիդենտները,  $Y$ -ը՝ տարվա եկամուտը,  $a_0$ ,  $a_1$ ,  $a_2$ -ով ներկայացվում են համապատասխանաբար հաստատուն և բացատրող փոփոխականների գործակիցները:

Քանի որ հնարավոր է մուլտիկոլինարության<sup>19</sup> խնդիր, ապա այդ դեպքում գործակիցները չեն արտահայտի իրական պատկերը [51]:

<sup>18</sup> Ենթադրվում է, որ հնարավոր է լինելու ներկայացնել արժեթղթի գինը  $P = f(x_1, x_2, \dots)$  տեսքով, որտեղ  $P$ -ն բաժնետոմսի գինն է,  $x_1, x_2, \dots$  փոփոխականները՝ այդ գնի վրա ազդող գործոնները, իսկ  $f(x_1, x_2, \dots)$  - ը՝ գնի և գործոնների կապը նկարագրող ֆունկցիան: Սա հնարավորություն կտա բացահայտել, թե ներդրողները ինչն են հաշվի առնում բաժնետոմսեր գնելիս, ինչը հրաշալի գործիք կլինի կազմակերպությունների ֆինանսիստների ձեռքին կառավարման գործում:

<sup>19</sup> Մուլտիկոլինարությունն ի հայտ է գալիս այն ժամանակ, երբ ռեգրեսիոն անալիզում բացատրող փոփոխականները կորելացված են, այդ դեպքում գնահատված գործակիցները կարող են ոչ ճշգրիտ ներկայացնել իրականությունը:

Նման իրավիճակում կարելի է մոդելը մեկնաբանել այլ կերպ. գործակիցները կներկայացնեն գործոնների շուկայական արժեքը համապատասխանաբար: Այլ խոսքերով ասած՝ գործակիցները ցույց կտան գործոնների հարաբերական կարևորությունը: Բայց քանի որ ցանկացած արժեթուղթ ձեռք է բերվում եկամուտներ ստանալու նպատակով, և այդ եկամուտը կարող է լինել կամ դիվիդենդների, կամ արժեթղթի գնի աճի տեսքով, այլ ոչ թե երկուսը միասին, ապա հարաբերական կարևորության բացատրությունը դառնում է անիմաստ: Ռեգրեսիայի արդյունքում ստացված գործակիցները բացարձակ արժեքներով շատ բան չեն ասում, բայց դրանց փոփոխությունը երկու տարբեր տարիների մեջ նկարագրում է ներդրումային քաղաքականության փոփոխությունը, որը համահունչ է ժամանակի թելադրանքին:

Վարկածը, ըստ որի ներդրողը արժեթուղթը ձեռք է բերում բաժնետոմսի դիվիդենդների համար, բավական համոզիչ է, քանի որ տվյալ գործարքից դիվիդենդները համարվում են սպասվող դրամական միջոցների ներհոսք: Անհրաժեշտ է նշել, որ ներդրողը հետաքրքրված է ոչ միայն դիվիդենդի ներկա մեծությամբ, այլև ապագայում սպասվող մեծություններով: Այդ երևույթը մոդելում արտահայտելու համար որպես բացատրող փոփոխական կընդգրկվի դիվիդենդի ներկա մեծությունը և դրա սպասվող աճը:

Կազմակերպության դիվիդենդների աճն ապահովող հիմնական գործոններն են գործառնական գործունեության հաջողակ իրականացումը, եկամուտների վերաներդրումը և հավելյալ հասարակ բաժնետոմսերի վաճառքը, երբ շահույթի դրույքն ավելին է, քան վաճառվող բաժնետոմսերի դրույքը: Այնուամենայնիվ, ամենաակնհայտ և կանխատեսելի գործոնը համարվում են վերաներդրված եկամուտները: Եթե կազմակերպությունը սպասում է ներդրումներից  $r$  եկամուտ և ներդնում է իր եկամուտների  $b$  մասնաբաժինը, ապա կորպորացիայի դիվիդենդների սպասվելիք աճը կլինի  $br$ : Եվ եթե ներդրումները հավասար են  $B$ , ապա

$$br = \left(\frac{Y-D}{Y}\right)\left(\frac{Y}{B}\right) = \frac{Y-D}{B}: \quad (3)$$

Ներդրողները հետաքրքրված են ոչ թե աճի տեմպով, այլ աճի մեծությամբ՝ ենթադրելով, որ սկզբնական փոքր դիվիդենտները բարձր աճի տեմպով ավելի քիչ եկամուտներ կբերեն, քան սկզբնական մեծ դիվիդենտները ցածր աճի տեմպով: Այսպիսով, մոդելում որպես բացատրող փոփոխականներ դիտարկվում են դիվիդենտները և վերաներդրման մեծությունը:

$$P = \alpha_0 + \alpha_1 D + \alpha_2 (Y - D), \quad (4)$$

Դիվիդենտների գործակցի հակադարձ մեծությունը կարելի է դիտարկել բաժնետոմսի շահութաբերության նկատմամբ շուկայական պահանջարկը՝ առանց աճի հնարավորության: Այս մոդելի կիրառական արդյունքները ավելի արժեքավոր հետևությունների են հանգեցնում: Եթե աճը մեծապես կարևորվում է, ապա ցածր, բայց աճի վրա դրված դիվիդենտը արժևորում է արժեթուղթը ավելին, քան վերաներդրման հաշվին ավելացված դիվիդենտները<sup>20</sup>: Այս դեպքում նախորդ գործակցի ստանդարտ սխալի մեծությունը փոքր է և դա նշանակում է, որ դիվիդենտի արժեքի փոփոխությունից բաժնետոմսի արժեքի փոփոխությունն ավելի ճշգրիտ կարելի է որոշել, երբ վերաներդրված եկամուտները պահպանվում են հաստատուն:

Երրորդ վարկածի հիմքում ընկած է այն ենթադրությունը, որ ներդրողը բաժնետոմս ձեռք բերելիս հետաքրքրված է դրա հետագա եկամուտներով: Կարևոր է նշել, որ այս ենթադրությունում ընդունվում է, որ էական չէ՝ այդ եկամուտը բաշխվում է, թե՛ ոչ: Էական է, որ այն գոյություն ունի, և ցանկացած պահի կարելի է վաճառել արժեթուղթը, ստանալ կանխիկ միջոցներ: Եկամուտների վարկածը նկարագրելու

<sup>20</sup> Այսինքն հաստատվում է, որ ներդրողները դիվիդենտների աճի հիմքում տեսնում են վերաներդրված եկամուտները:

համար հեղինակները դիմում են անընդհատ աճի դիսկոնտավորման հնարքին, որում  $k$  – ն արժեթղթի եկամտաբերության դրույքն է,  $Y_t$  –ն՝  $t$ -րդ տարում սպասվող եկամուտը,  $b$  –ն՝ եկամտի վերաներդրման սպասվող մասնաբաժինը,  $r$  –ը՝ ներդրումից սպասված եկամտաբերության դրույք:

Կորպորացիայի դիվիդենտի սպասվող աճը կկազմի  $br$ , իսկ  $t = 0$  պահին բաժնետոմսի արժեքը կկազմի.

$$P_0 = \int_0^{\infty} (1 - b)Y_t e^{-kt} dt = \int_0^{\infty} (1 - b)Y_0 e^{brt} e^{-kt} dt, \quad (5)$$

եթե  $k > br$ , ապա բաժնետոմսի արժեքը կլինի.

$$P_0 = \frac{1-b}{k-br} Y_0, \quad (6)$$

կարելի է նշել, որ  $k = r$  դեպքում վերը նշված հավասարումը կընդունի հետևյալ տեսքը.

$$P_0 = \frac{1}{k} Y_0: \quad (7)$$

Եկամուտների վարկածի համար բավարար է, որ  $k$  –ն անկախ լինի  $b$  –ից, այսինքն՝ եկամտաբերության շուկայական պահանջարկը կախված չլինի վերաներդրման մասնաբաժնից: Բայց, որպեսզի բաժնետոմսի գինը լինի վերջավոր, ապա անհրաժեշտ է, որ  $k > br$ : Այս պայմանը հեշտ է բավարարել, եթե  $k$  –ն  $br$  –ից աճող ֆունկցիա է: Այս մոդելից կարելի է երկու թեզեր առաջ քաշել և երկուսն էլ հիմնավորված են տեսականորեն՝ ապագայի վճարումների դիսկոնտավորման դրույքի անորոշության չափը մեծանում է, ապագայի վճարումների անորոշությունը մեծանում է դրանց վճարման ժամանակի հետ:

Այս բաժնում Գորդոնը քննարկում է վերը բերված բոլոր սահմանափակումներից նրանք, որոնք առավել լավ են նկարագրում բաժնետոմսերի արժեքների տարբերությունները.

- գործոնների միջև կորելիացիան և տարբեր ճյուղերում գործակիցների վարիացիան կարող են լինել մասշտաբի գործոնի արդյունք,
- դիվիդենտները և վերաներդրված եկամուտները անկախ գործոններ են: Այս մեծությունները հետաքրքրություն են ներկայացնում այն իմաստով, որ դրանք միակ հասանելի ինֆորմացիան են ապագայում դիվիդենտների որոշման համար: Քանի որ այս ընթացիկ արժեքները ենթարկվում են տարաբնույթ գործոնների ազդեցության և տատնվում են, ապա տեսությունը հարմար է գտնում փոփոխությունների դիսկոնավորման ճանապարհով հասնել նորմալ արժեքների:
- բացահայտվում է, որ բաժնետոմսերի արժեքների վրա ազդում են նաև այլ գործոններ, ինչպիսիք են՝ կազմակերպության չափսերը, պարտք/ակտիվներ հարաբերակցությունը, եկամուտների գրանցման կայունությունը և այլն:

Այսքանով Գորդոնի սեփական աշխատանքն ավարտվում է, դրանից հետո առկա են տարբեր մեկնաբնություններ և զարգացումներ, որոնք ամբողջացնում են հեղինակի աշխատանքը:

Այդ իմաստով Օսվատ Դամոդարանի «Ներդրումային գնահատում» աշխատությունը բավական ասելիք ունի այս ասպարեզում: Բիզնեսի արժեքի գնահատման դիվիդենտների դիսկոնտավորման մոդելները լավագույնս ներկայացված են նշված աշխատության տասներեքերորդ գլխում [40]:

Բիզնեսի գնահատման տեսական, ակադեմիական և կիրառական աշխատությունները շարունակում են հարստացնել առկա փորձը: Նոր մարտահրավերներ են առաջանում, որոնց լուծման համար առաջադեմ մոտեցումներ են անհրաժեշտ. մասնավորապես

ներկայումս կարևորվում են տեղեկատվական տեխնոլոգիաների ոլորտում գործող բիզնեսների արժեքի գնահատման խնդիրները: Առանձնապես կարևորվում են ոչ նյութական ակտիվների գնահատման խնդիրները, քանի որ ժամանակակից բիզնեսները իրենց լուծումներում հիմնականում պարունակում են համացանցային ոչ նյութական լուծումներ:

### 1.3 Բիզնեսի գնահատման կարծրատիպերը

Բիզնեսի գնահատման տարածված կարծրատիպերը: Գնահատման գործընթացն ունի իրեն բնորոշ կարծրատիպեր, որոնք ազդում են բուն արդյունքի վրա: Դրանց ներկայացումը և քննարկումը շահագրգիռ կողմերին հնարավորություն կտա խուսափելու հայտնի սխալներից:

Կարծրատիպ 1: Բիզնեսի գնահատումը համարվում է «իրական» արժեքի փնտրման օբյեկտիվ եղանակ: Գնահատումը ոչ գիտություն է (ինչպես դրանով զբաղվողներն են արտահայտում), ոչ էլ իրական արժեքի օբյեկտիվ հետազոտություն (ինչպես իդեալիստներն էին ցանկանում, որ այն դառնար): Գնահատման մեջ կիրառվող մոդելները հնարավոր է, որ քանակական են, բայց դրա արդյունքներում սուբյեկտիվ դատողությանները մեծ տեղ ունեն: Այսպիսով, վերջնական նպատակը, որ ստանում ենք այդ մոդելներից, պատկերավոր նախահամոզումնքն է այն մասին, որ տալիս ենք այդ գործընթացին: Ընդհանուր առմամբ, գնահատման շատ պրոցեսներում սահմանվում է գինը, որին հետևում է գնահատումը: Ամենաիրատեսական լուծումը համարվում է բոլոր կողմնակալությունների վերացումն է, չնայած դա ավելի հեշտ է ասել, քան իրականացնել: Տրված եզրակացության համար մենք պարտական ենք արտաքին տեղեկատվությանը, վերլուծություններին և ֆիրմայի մասին կարծիքներին, որը քիչ հավանական է, որ կլինի ամբողջությամբ օբյեկտիվ: Գոյություն ունի անորոշությունը նվազեցնելու երկու ուղղություն: Առաջին, նախքան գնահատման ավարտը խուսափել ֆիրմայի արժեքի վերաբերյալ խիստ հասարակական կողմնորոշումից: Երկրորդ, նախքան փաստացի գնահատումը պետք է նվազեցնել ֆիրմայի թերագնահատումը կամ գերագնահատումը իմանալու ցանկությունը: Ինստիտուցիոնալ խնդիրները նույնպես իրենց դերն ունեն գնահատման անորոշության

մակարդակում: Օրինակ, հայտնի փաստ է, որ հետազոտողները (ինվեստորները) ավելի շատ խորհուրդ կտան գնելու, քան թե վաճառելու, այսինքն՝ նրանք ավելի շուտ փորձում են գտնել թերագնահատված ֆիրմա, քան թե գերագնահատված: Դա կարող է պայմանավորված լինել այն դժվարությունների հետ, որոնց բախվում են կապված ֆիրմայի տեղեկատվությանը հասանելի լինելու, պորտֆելի կառավարիչների կողմից ճնշումների հետ:

Ճշմարտություն: Բոլոր գնահատումները ունեն շեղում: Ամենակարևոր հարցադրումն այն է, թե որքան և ինչ ուղղությամբ է այդ շեղումը: Շեղման ուժգնությունը և ուղղությունը ուղիղ համեմատական է նրա հետ, թե ով է վճարել բիզնեսի գնահատման համար և որքան:

Կարծրատիպ 2: Լավ հետազոտված և իրականացված գնահատումը ճշգրիտ է<sup>21</sup>: Գնահատումից ստացված արժեքը կախված է տվյալ ֆիրմային և շուկային յուրահատուկ ինֆորմացիայից: Այս պատճառով գնահատականը կփոփոխվի նոր ինֆորմացիայի անընդհատ հոսքից: Հաշվի առնելով ֆինանսական, իրական շուկաներում ինֆորմացիայի անընդհատ հոսքը՝ իրականացված գնահատումը հեռանում է իրական դինամիկ վիճակից: Այդ նպատակով այն պետք է որքան հնարավոր է արդիական պահպանել, որպեսզի արտացոլի կազմակերպության ընթացիկ վիճակը: Ֆիրմային հատուկ ինֆորմացիայի ամենատարածված օրինակ համարվում է ֆինանսական հաշվետվությունը, որը ցույց է տալիս տվյալ ֆիրմայի ոչ միայն արտադրողականությունը վերջին ժամանակահատվածում, այլև ֆիրմայի կողմից կիրառվող բիզնես մոդելը: Որոշ դեպքերում, նոր տեղեկատվությունը կարող է իր ազդեցությունը թողնել շուկայի որոշ հատվածի բոլոր ֆիրմաների

<sup>21</sup> Բիզնեսի ճշգրիտ արժեքը դրա արդարացի շուկայական գինն (fair market value) է, որը տեղի ունի այն ժամանակ, երբ գնորդը և վաճառողը տեղեկացված են և ցանկություն ունեն համապատասխանաբար գնել ու վաճառել նշված գնի պարագայում:



վրա: Եվ ի վերջո, տնտեսական իրավիճակի մասին ինֆորմացիան և հետաքրքրությունների մակարդակը ազդում է տնտեսական բոլոր գնահատականների վրա: Նույնիսկ ամենազգույշ և մանրակրկիտ գնահատման արդյունքում հնարավոր է վերջնական արժեքի հետ որոշակի անորոշության առկայություն, քանի որ գնահատման ժամանակ ֆիրմայի և տնտեսության ապագայի վերաբերյալ կատարվել են բազմաթիվ ենթադրություններ: Իրատեսական չէ ակնկալել կամ պահանջել գնահատման խիստ որոշակիություն, քանի որ դրամական միջոցների հոսքերը և դիսկոնտավորումը հնարավոր է իրականացնել որոշակի շեղումներով: Գնահատման ճգրտության աստիճանը, կախված ներդրումների մասշտաբներից, խիստ տարբերվում է: Խոշոր ընկերության գնահատումը, որպես կանոն, ստացվում է ավելի ճշգրիտ, քան փոքրինը:

Ճշմարտություն: Գոյություն չունի ճշգրիտ բիզնես գնահատում: Գնահատման արդյունքում մշտապես ստացվում է արժեքի տիրույթ, որը քննարկաման առարկա է դառնում շահառուների միջև:

Կարծրատիպ 4: Որքան մոդելը հագեցած է քանակական գործիքակազմով, այդքան ավելի լավն է գնահատումը: Կարծես թե ակնհայտ է՝ որքան մոդելը համալիր, ամբողջական է, այնքան լավ գնահատում կարելի է ակնկալել: Այստեղ առաջ է գալիս այն խնդիրը, որ բոլոր հանգամանքները քննարկող մոդելները բազմագործոն են: Յուրաքանչյուր գործոն ունի գնահատման անհրաժեշտություն, որը անպայման ուղեկցվում է շեղումով: Շատ գործոնների առկայությունը ենթադրում են շեղումների բազմազանություն, որոնց համադրությունը կարող է հանգեցնել վերջնական արդյունքի էական անճշտությունների: Նշված հանգամանքներով պայմանավորված՝ հաճախ գնահատման փորձի ձախողումը կապում են առավելապես մոդելի, քան թե վերլուծաբանի հետ:

Ճշմարտություն: Որքան քիչ են գնահատման մոդելի փոփոխականների քանակը, այնքան հեշտ է այն հասկանալ: Այս խնդիրներից խուսափելու նպատակով առաջարկվում է գնահատելիս

կիրառել հետևյալ սկզբունքները. ա) ժլատության սկզբունք. չպետք է օգտագործել ավելի շատ գործոններ, քան անհրաժեշտ է տվյալ ակտիվը գնահատելու համար, բ) ծախսային սկզբունք. պետք է հետևել մոդելի կառուցումից ստացված օգուտի և գնահատման ծախսերի համամասնությանը, գ) սուբյեկտի սկզբունք. մարդիկ, այլ ոչ թե մոդելներն են գնահատում ընկերությունները:

Կարծրատիպ 5: Գնահատումից գումար վաստակելու համար, պետք է ենթադրել, որ շուկաներն անարդյունավետ են: Գնահատման գործընթացում հաճախ գոյություն ունի այն ենթադրությունը, որ շուկաներն ունեն ձախողումներ և հնարավոր է գտնել դրանք՝ օգտագործելով գրեթե բոլորին հասանելի ինֆորմացիան: Իհարկե մշտապես շուկայում գոյություն ունեն ձախողումներ, բայց գումար աշխատելու համար դրանց քանակը մեծ պետք է լինի: Տարբեր տնտեսական վիճակներում ձախողումների վիճակագրությունը էապես փոխվում է:

Ճշմարտություն: Շուկաների անարդյունավետության պնդումը սովորաբար գործունակ է կտրուկ աճերի և անկումների ժամանակ:

Կարծրատիպ 6: Կարևոր է գնահատման արդյունքը (ստացված արժեքը), գնահատման գործընթացը կարևոր չէ : Ուսումնասիրելով և կիրառելով գնահատման տարբեր մեթոդներ՝ բիզնեսի գնահատման մեջ հիմնական ուշադրությունը կենտրոնանում է վերջնարդյունքի վրա. անհրաժեշտ է պարզել կամ բիզնեսի արժեքը, կամ դրա թերագնահատվածության, գերագնահատվածության փաստը:

Ճշմարտություն: Բիզնեսի գնահատման մեջ էապես կարևորվում է մոդելի ընտրությունը, միևնույն ժամանակ գնահատման գործընթացը կարող է կարևոր գործոնների վերաբերյալ տալ օգտակար տեղեկատվություն: Օրինակ, ինչքան է բրենդի արժեքը, ինչ ազդեցություն ունի շահույթի մակարդակը արժեքի վրա և այլն:

Կարծրատիպ 7: Մենասիրական բիզնեսի արժեքի գնահատումը պետք է իրականացնել այն ժամանակ, երբ այն պատրաստ է վաճառքի կամ փոխառություն տրամադրողը պահանջում է այն՝ իր

հաշվապահական հաշվառման ստանդարտները պահպանելու նպատակով:

Ճշմարտություն: Սեփականության ձևի փոփոխությունը բնականոն իրականացնելու համար անհրաժեշտ է մենատիրական բիզնեսը պարբերաբար գնահատել:

Կարծրատիպ 8: Սովորաբար ավանդական ոլորտներում բիզնեսը վաճառվում է տարեկան եկամտի որոշ բազմապատիկի<sup>22</sup> չափով: Այդ դեպքում ի՞նչ անհրաժեշտություն կա իրականացնելու արտաքին գնահատում:

Ճշմարտություն: Բազմապատիկի որոշման նպատակով առկա տեղեկատվությունը բավարար չէ գնահատումը ամփոփելու համար, այդ պատճառով ամեն անգամ բիզնեսի իրական արժեքի փնտրտուքը ենթադրում է ամբողջական արտաքին գնահատում:

Կարծրատիպ 9: Բիզնեսի արժեքը ուղիղ համեմատական է մոտակա ժամանակներում մրցակից բիզնեսի վաճառքի գնին:

Ճշմարտություն: Գործարար աշխարհի դինամիկ ընթացքը ենթադրում է, որ անգամ մի քանի շաբաթվա վաղեմության տվյալները կարող են էապես այլ իրականություն նկարագրել:

Բիզնեսի արժեքը պայմանավորում են երեք հիմնական գործոններ.

1. որքան գումար է գեներացնում բիզնեսն այժմ,
2. կանխիկ միջոցների սպասվող աճը կանխատեսելի ապագայում,
3. գնորդի կողմից ակնկալվող եկամտաբերությունը:

Եթե առաջին երկու գործոնները ժամանակի մեջ կայուն են, ապա գնորդի կողմից ակնկալվող եկամտաբերության գործոնը կարող է փոխվել ակնթարթային՝ կախված շուկայական իրավիճակի հետ:

<sup>22</sup> The revenue multiple – եկամտի բազմապատիկի եղանակն է, որի դեպքում բիզնեսի գինը որոշվում է տարեկան եկամտի բազմապատիկի եղանակով:

Կարծրատիպ 10: Եթե բիզնեսը կրում է վնասներ, ապա այն չունի էական արժեք:

Ճշմարտություն: Մենատիրական բիզնեսները հաշվապահական տեսանկյունից հաճախ արձանագրում են փոքր շահույթներ կամ անգամ վնասներ, սակայն դրանք իրականում գեներացնում են մեծածավալ գումարներ: Ծախսերի ճշգրտման և ստանդարտացման գործընթացը էապես կարող է փոխել իրական շահույթի մեծությունը<sup>23</sup>:

---

<sup>23</sup> Լավ օրինակ է Հայաստանի Էլեկտրական Ցանցերի գնումը Տաշիր գրուպի կողմից, երբ վնասով աշխատող կազմակերպությունը մեկ տարում վերածվեց շահույթով աշխատողի:

#### 1.4 Բիզնեսի գնահատման վերևից-ներքև, ներքևից-վերև սկզբունքները












Ներդրումների և բիզնեսի վերլուծության ավանդական մոտեցումը կոչվում է հիմնարար վերլուծություն<sup>24</sup>: Այս մոտեցումը լավագույնս կիրառվում է արժեթղթերի վերևից-ներքև վերլուծության մեջ: Աղյուսակ 1-ում պատկերավոր կերպով ներկայացված են արժեթղթերի վերլուծության ժամանակ վերևից-ներքև, ներքևից-վերև վերլուծական մոտեցումների տրամաբանական շղթան:

Վերևից-ներքև մոտեցման գաղափարը սկսվում է կազմակերպությունից, այնուհետև շարունակվում է կազմակերպության վրա էական ազդեցություն ունեցող գործոնների ուսումնասիրությամբ: Ընդ որում, դիտարկվում են երկու խումբ գործոններ. առաջին խմբում ներառվում են գոյություն ունեցող գործոնները, իսկ երկրորդում՝ ապագայում հավանական ազդեցություն ունեցողները: Այս վերլուծությունը ներառում է կազմակերպության ապագա աճի վրա ազդող այնպիսի գործոններ, ինչպիսիք են տնտեսության տեսլականը, օրենսդրական դաշտը, ոլորտային առանձնահատկությունները, ժողովրդագրությունը և այլն: Այս տեղեկության հիման վրա գնահատվում է կազմակերպության **ներքին արժեքը**<sup>25</sup>:

<sup>24</sup> fundamental analysis

<sup>25</sup> Intrinsic Value-կազմակերպության արժեքի տեսական գնահատականն է, որը կարող է չհամընկնել շուկայական արժեքի հետ:

**Աղյուսակ 1: Վերևից-ներքև և ներքևից-վերև վերլուծական մեթոդները**

<b>Վերևից-ներքև</b> Ապագայով պայմանավորված		
	<b>Բիզնես միջավայր</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• կառավարության քաղաքականատությունը</li> <li>• տեխնոլոգիաները</li> <li>• ժողովրդագրությունը</li> <li>• այլ միտումները</li> </ul>	
	<b>Տնտեսական ակտիվությունը</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• միջազգային իրավիճակը</li> <li>• աճը</li> <li>• տոկոսադրույքները</li> <li>• տարածաշրջանային գործոններ</li> </ul>	
	<b>Ոլորտը</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• մրցակցություն</li> <li>• ոլորտին ներհատուկ գործոնները</li> </ul>	
	<b>Կազմակերպությունը</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>• ռազմավարությունը</li> <li>• մենեջմենթը</li> <li>• ֆինանսական վիճակը</li> </ul>	
	<b>Տվյալների վերլուծություն, գնահատման մոդելներ</b>	
	<b>Ներքևից-վերև</b>	
	Հիմնված անցյալի տվյալների վրա	
	-ի մեծությամբ պայմանավորվում է գործընթացի կարևորությունը	

Կազմակերպության ֆինանսական արդյունքների դիսկոնտավորման մոդելները համարվում են վերևից-ներքև մոտեցման գնահատման լավագույն օրինակները, քանի որ դրանցում կազմակերպության փաստացի արդյունքները ճշգրտվում են նշանակալի գործոնների ազդեցության չափով:

Վերլուծության նմանատիպ ընթացքը ենթադրում է, որ կազմակերպության վրա նշանակալի ազդեցություն ունեցող

գործոնների մեծ մասը դուրս են դրա վերասկողությունից: Այդ գործոնները հիմնականում ուղղակի կամ անուղղակիորեն ազդում են կազմակերպության թողարկած բարիքների պահանջարկի վրա:

Երկրի պաշտպանության կազմակերպմանը, շրջակա միջավայրի պաշտպանությանը, առողջապահության մակարդակի բարձրացմանն ուղղված կառավարության ռազմավարությունը, որոշ կազմակերպությունների գործունեության վրա դրականորեն կազդի, մյուսների վրա՝ բացասականորեն: Սովորաբար նշված ոլորտներում պետական ծախսումների փոփոխությունները հնարավոր է իրականացնել այլ ոլորտներում դրանց կրճատման հաշվին, ինչը սպառողական պահանջարկի մի զգալի հատված մի ոլորտից տեղափոխում է մյուսը:

Նմանապես կարելի է պնդել այլ ոլորտների վերաբերյալ, օրինակ, տեխնոլոգիական առաջընթացը, համացանցի հասանելիությունը, ստեղծում է ծավալուն հնարավորություններ էլեկտրոնային առևտրի և ներդրումային հիմնադրամների համար:

Ժողովրդագրական տեղաշարժերը նույնպես նշանակալի փոփոխություններ են առաջացնում բիզնես միջավայրում: Արտագաղթի և ներգաղթի արագացված միտումները, ազգաբնակչության տարիքային կառուցվածքը և դինամիկան խթանում կամ խոչընդոտում է բիզնեսի զարգացման ընթացքին: Օրինակ՝ արտագաղթը բացասական է ազդում սպառողական ապրանքների ոլորտում գործունեություն ծավալած կազմակերպությունների վրա, սակայն էականորեն խթանում է մարդատար ուղևորափոխադրման ծառայությունները: Ներգաղթը ավելացնում է սպառման մակարդակը, սակայն ազդում է աշխատուժի շուկայական հավասարակշռության վրա՝ կրճատելով ոլորտներում երկարաժամկետ գործունեություն ծավալած կազմակերպությունների մրցունակության մակարդակը: Ազգաբնակչության միջին տարիքի բարձրացումը խթանում է առողջապահական գործունեությամբ

գրադվող կազմակերպությունների աճը, սակայն խոչընդոտում է տնտեսությունում նորարարությունների ներդրմանը:

Երկրի տնտեսական ակտիվությունը էականորեն ազդում է բիզնեսի զարգացմանը: Կայուն և ուժեղ տնտեսության մեջ բիզնեսի աճը ապահովված է, մինչդեռ տնտեսական աճի ցածր տեմպերը հանգեցնում են գործարար կապիտալի արտահոսքի: ՀՀ տնտեսության օրինակով 2000-2008թթ. աչքի են ընկել աճի բարձր տեմպերով, ինչը էապես խթանեց շինարարական և թեթև արդյունաբերական ոլորտներում գործող կազմակերպությունների զարգացումը: Սա շղթայաբար տարածվեց նաև տնտեսության մյուս ոլորտների վրա, քանի որ ամբողջական պահանջարկի աճը բերում է իրացման ոլորտի աճին:

Բիզնեսի արժեքի վրա ուղղակի ազդեցություն ունեն տոկոսադրույքները՝ դրանց մակարդակի բարձրացումը նվազեցնում է բիզնեսի արժեքը, և հակառակը: Կարելի է անուղղակիորեն ևս բացատրել այդպիսի կապը. տոկոսադրույքների աճը արգելակիչ ազդեցություն է ունենում տնտեսության վրա, ինչը կրճատում է կազմակերպությունների կողմից թողարկված բարիքների պահանջարկը:

Բիզնեսի գնահատման ժամանակ պետք է հաշվի առնվեն նաև ոլորտային առանձնահատկությունները: Այս համատեքստում առաջնահերթ նշանակություն ունի ոլորտում մրցակցության մակարդակը: Զուտ մրցակցային միջավայրում գործունեություն ծավալած կազմակերպությունների համար առաջարկվող բարիքների գները հարաբերականորեն կայուն են, ինչը չի կարելի ասել օլիգոպոլիկ և մոնոպոլիստական շուկաների դեպքում: Այստեղ վերահաս փոփոխությունները շրջադարձորեն կարող են փոխել շուկայի և ոլորտի միտումները, և դա հիմնականում պայմանավորված է նրանով, որ օլիգոպոլիկ կամ մոնոպոլ դիրքեր գրավելու համար առանձնակի պայմաններ են հարկավոր: Դրանք կարող են լինել քաղաքական հովանավորչություն, նորարարական պատենտներ,



առկա ներդրումներ հիմնական միջոցներում և այլն: Հիմնականում նշվածները ունեն խիստ ժամանակային բնույթ, որի լրանալուն պես շուկայում կարող են հայտնվել այլ սուբյեկտներ՝ գրավելով նախկինի դիրքերը: Սակայն պետք է նշել, որ խոշոր, մոնոպոլ դիրքեր ունեցող կազմակերպությունները անգործ չեն սպասում վերահաս ժամին՝ ձեռնարկելով անհրաժեշտ քայլեր, որոնք կարող են երկաձգել իրենց արտոնյալ դիրքերը:

**Ներքևից-վերև** վերլուծության սկզբունքը առավել նպատակահարմար է փոքր կազմակերպությունների համար, քանի որ նախորդ մոտեցման շրջանակներում անհրաժեշտ են տվյալների հսկայական ծավալներ, դրանց վերլուծության համար առաջանցիկ մեխանիզմներ, ինչը թանկարժեք գործընթաց է փոքր կազմակերպությունների համար: **Ներքևից-վերև** մոտեցումը ենթադրում է **աճի կամ ոչնչացի** սկզբունքը: Այն ենթադրում է, որ բիզնեսի համար գոյություն ունի երկու ուղղություն՝ աճ, որը ենթադրում է սեփականատերերի շահույթների մեծացում, աշխատակիցների աշխատավարձերի բարձրացում, արժեթղթերի գնի բարձրացում, դիվիդենդների աճ: Հակառակ դեպքում՝ ոչնչացում, քանի որ եթե վերը նշված ձեռքբերումները առկա չեն, ապա մրցակիցները վաղ թե ուշ գրավելու են շուկայի նվաճած մասնաբաժինը:

Այստեղ առաջանում է կարճաժամկետ բարձր շահութաբերության և երկարաժամկետ կայունության երկընտրանք: Սովորաբար այն կազմակերպությունները, որոնք ձգտում են կարճաժամկետ հատվածում առավելագույն շահույթ ստանա և այն դուրս բերել բիզնեսից, ունենում են կարճ կյանք, չեն կարողանում մրցակցել, քանի որ չեն իրականացրել համապատասխան երկարաժամկետ ներդրումները:

Սակայն սա բնավ չի նշանակում, որ երկարաժամկետ ռազմավարությամբ և ներդրումներով կազմակերպությունների համար հաջողությունը և երկարակեցությունը ապահովված է: Անգամ

Երկարաժամկետ ռազմավարության պարագայում, հաճախ, կազմակերպությունները ձախողում են ընդհանրապես շահույթների ստացումը և ներդրումների ետզնման գործընթացը: Սա արդեն պայմանավորված է երկրի, տարածաշրջանային ռիսկերով: Պատահական չէ, որ, օրինակ, հյուրանոցային բիզնեսում միևնույն կազմակերպությունը Հայաստանում ավելի բարձր գներ է առաջարկում, քան տուրիստական հրապուրչությամբ ավելի նախընտրելի երկրներում, քանի որ այստեղ ներդրումների ռիսկայնության մակարդակը բարձր է, ինչը դրդում է ներդրողին պլանավորել ետզնման առավել կարճ ժամանակահատված:

Կայուն բիզնես միջավայրով և օրենսդրական դաշտով երկրներում ներդրողները առավել մրցունակ գներ են սահմանում, ընտրում են ետզնման երկարաժամկետ ռազմավարություն, իրենց ապագան կապում են այդ միջավայրի հետ:

Արդեն նշել ենք, որ կազմակերպություններն իրենց եկամուտների վրա ազդող գործոնների մեծամասնության վրա ի գորու չեն ազդելու: Այդ հաշվի առնելով՝ ներքևից-վերև վերլուծական մոտեցումը առաջարկում է ուշադրությունը կենտրոնացնել այն գործոնների վրա, որոնք կազմակերպության վերահսկողության ներքո են: Այդ գործոնների օգնությամբ հնարավոր է կառավարման, դիվերսիֆիկացման, մարքեթինգային ռազմավարությունների փոփոխություններ մտցնել, որոնք հնարավորություն կտան երկարացնել կազմակերպության կյանքը:

## 1.5 Բիզնեսի գնահատման եղանակները

Բիզնեսի գնահատման եղանակներից հնարավոր է առանձնացնել մեկ խումբ և երեք առանձին եղանակներ.

- կազմակերպության ապագա ֆինանսական արդյունքների դիսկոնտավորման միջոցով գնահատման եղանակների խումբ,
- հրապարակային արժեք ունեցող կազմակերպությունների գների հետ համեմատման միջոցով գնահատման եղանակ,
- օպցիոնային արժեթղթերի հետ համեմատության միջոցով գնահատման եղանակ,
- կազմակերպության առկա ակտիվներով հաշվեկշռային և գնագոյացման եղանակ:

Գնահատման վերոնշյալ եղանակների կիրառությունը պայմանավորված է գնահատվող կազմակերպության առանձնահատկություններով: Ապագա ֆինանսական արդյունքների դիսկոնտավորման միջոցով գնահատման եղանակները հնարավոր է կիրառել բոլոր այն գործող կազմակերպությունների համար, որոնց գործունեության վերաբերյալ առկա են բոլոր անհրաժեշտ ֆինանսական հաշվետվությունները և տեղեկությունները: Այնուամենայնիվ, նշված կազմակերպություններից որոշների համար հնարավոր է տալ առավել ճշգրիտ գնահատական՝ օգտագործելով այլ եղանակներ:

Հարաբերական եղանակի կիրառությունը հնարավոր է այն կազմակերպությունների համար, որոնց գործունեության ոլորտում առկա են հրապարակային արժեք ունեցող ընկերություններ<sup>26</sup>: Համեմատությունը հիմնվում է երկու կազմակերպությունների ֆինանսական արդյունքների և հաշվեկշռային տվյալների վրա:

<sup>26</sup> Խոսքը գնում է արժեթղթերի շուկայում թողարկված բաժնետոմսեր ունեցող ընկերությունների մասին:

Օպցիոնային արժեթղթերի հետ համեմատության օգնությամբ գնահատման եղանակը բնորոշ է այն կազմակերպություններին, որոնք զբաղվում են հանքահումքային գործունեությամբ կամ էականորեն կապված են դրա հետ: Եղանակը հիմնվում է հումքի պաշարների, գների և օպցիոնների արժեքների վրա:

Կազմակերպության առկա ակտիվներով հաշվեկշռային և գնագոյացման եղանակը կարելի է կիրառել բոլոր կազմակերպությունների համար, քանի որ գրեթե բոլոր կազմակերպությունները հաշվառում են իրենց ակտիվները: Մնացածների հետ այս եղանակի կիրառությունը հնարավորություն է տալիս ճշգրտումներ իրականացնել գնահատման գործընթացի մեջ: Առավել նշանակալի է եղանակի կիրառությունը մասնակի հզորություններով կամ սնանկացած կազմակերպությունների համար:

## **ԹԵՄԱ 2. Կազմակերպության ապագա ֆինանսական արդյունքների դիսկոնտավորման միջոցով գնահատման եղանակներ**

Բիզնեսի գնահատման դիսկոնտավորման եղանակները հիմնվում են այն հոսքերի վրա, որոնք շահառուների կողմից ընդունվում են որպես բիզնեսի վերջնական արդյունքներ: Այդ իմաստով առանձնացվում են երեք հիմնական դրամական ցուցանիշներ՝ դիվիդենտներ, զուտ կանխիկի հոսք, շահույթ: Ըստ այդմ դիսկոնտավորման եղանակները լինում են.

- դիվիդենտների դիսկոնտավորման եղանակ,
- զուտ կանխիկ հոսքերի դիսկոնտավորման եղանակ,
- շահույթի դիսկոնտավորման եղանակ:

## 2.1 Փողի ժամանակային արժեքը

Միևնույն անվանական մեծությամբ փողը ժամանակի մեջ տարբեր արժեք ունի: Այս պնդումը հիմնավորվում է երկու հիմնական ֆինանսատնտեսական երևույթների առկայությամբ: Առաջինը գնաճն է. դրական գնաճի առկայության դեպքում միևնույն անվանական մեծությամբ փողով որոշ ժամանակաշրջան հետո հնարավոր է գնել ավելի նվազ արժողությամբ բարիքներ: Երկրորդը փողի այլընտրանքային եկամտաբերությունն է. փողը պահելու փոխարեն կարելի է ներդնել, այդ դեպքում ներդրողը կստանա այլընտրանքային եկամտաբերություն<sup>27</sup>: Փողի ժամանակային տեսության տեսանկյունից առավել կարևորվում է երկրորդ երևույթը, քանի որ, ի տարբերություն առաջինի, այն գտնվում է փողը տիրապետողի հայեցողության տակ:

Առանձնացվում են երկու հասկացություններ՝ փողի ապագա արժեք և փողի ներկա արժեք: Ապագա արժեքը որոշ տոկոսադրույքի դեպքում, որոշ ժամանակահատված հետո փողի անվանական արժեքն է տոկոսների կապիտալացման բանաձևով հաշվարկված՝

$$A = a(1 + \gamma)^\theta, \tag{8}$$

որտեղ  $A$ -ն  $a$  փողի ապագա անվանական<sup>28</sup> արժեքն է  $\theta$ - ժամանակաշրջան հետո,  $\gamma$  տոկոսադրույքի պարագայում:

Օգտվելով բանաձևից՝ կարելի է հաշվարկել նաև փողի ներկա արժեքը, որը միևնույն երևույթի հակառակ դրսևորումն է՝ ապագա<sup>29</sup>

<sup>27</sup> Այստեղ խոսքը գնում է ցածր ռիսկայնությամբ ներդրումների մասին, ինչպիսիք են ավանդն ու պետական պարտատոմսերի ձեռքբերումը, որոնց ռիսկայնությունը կարելի է համարել փողը ֆիզիկապես պահելու ռիսկայնության հետ:

<sup>28</sup> «Անվանական» տերմինի օգտագործումը նպատակ ունի նշելու, որ տվյալ դրամական մեծություններում գնաճը հաշվարկված չէ:

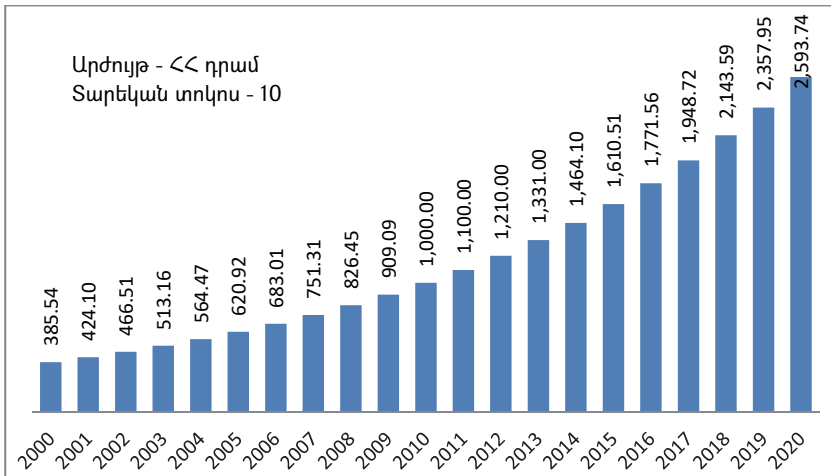
<sup>29</sup> «Ներկա» և «ապագա» տերմինները օգտագործված են պայմանականորեն՝ նկարագրելով տարբեր ժամանակաշրջանների միջև հարաբերությունները:

փողի դիսկոնտավորված անվանական արժեքն է դեպի որոշ ժամանակաշրջան առաջ, որոշ տոկոսադրույքի դեպքում՝

$$b = \frac{B}{(1+\mu)^\varphi}, \quad (9)$$

որտեղ  $b$ -ն  $B$  փողի ներկա անվանական արժեքն է  $\varphi$  ժամանակաշրջան առաջ,  $\mu$  տոկոսադրույքի պարագայում:

Գծապատկերում ներկայացված է 2010թ. բազային 1000 ՀՀ դրամի ապագա և ներկա արժեքները 10 տոկոս տարեկան կապիտալիզացիայով, տարբեր տարիների համար:



Գծապատկեր 1: Փողի ժամանակային արժեքը տոկոսների կապիտալացման պարագայում

## 2.2 Դիվիդենտների դիսկոնտավորման եղանակ

Բաժնետոմս ձեռք բերելիս գնորդը ակնկալում է եկամուտներ երկու աղբյուրներից՝ դիվիդենտներ<sup>30</sup> և արժեքի աճ: Պասիվ ներդրողների համար դիվիդենտային եկամուտները համարվում են այլընտրանք ավանդայինին: Ակտիվ ներդրողները հիմնականում հետապնդում են արժեքի աճ, ինչը կրող է մեծ եկամտաբերություն ապահովել՝ ի տարբերություն դիվիդենտայինի:

Ակնհայտ է, որ երբ խոսքը գնում է դիվիդենտների մասին, ապա այն դիտարկվում է ինչպես արժեթղթերի շուկայում ներկայացված կազմակերպությունների, այնպես էլ մասնավոր<sup>31</sup> բիզնեսների վերաբերյալ: Դիվիդենտների դիսկոնտավորման մոդելները գնահատում են կազմակերպության բաժնետոմս(եր)ի արժեքը<sup>32</sup>՝ հիմնվելով ապագայում ակնկալվող դիվիդենտների բերված արժեքների գումարի վրա:

Ինչպես երևում է գծապատկեր 2-ում, կազմակերպության արժեքը մեկ բաժնետոմսի հաշվով հավասար է դրանից ստացված դիվիդենտների բերված արժեքների գումարին: Դա կարելի է արտահայտել հետևյալ բանաձևով.

$$VPSS_1 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t}, \quad (10)$$

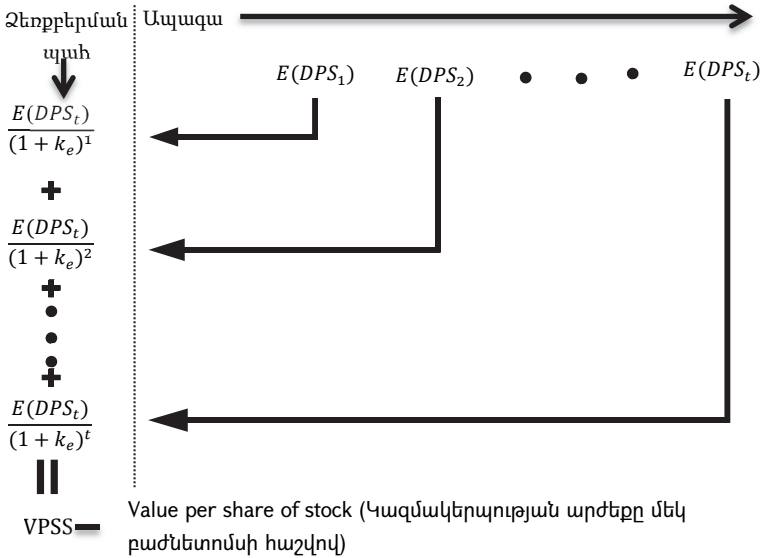
<sup>30</sup> Տարբերվում է շահաբաժնից չվճարված շահույթի մասով:

<sup>31</sup> Սովորաբար մասնագիտական գրականության մեջ «public»-հանրային տերմինով նշում են արժեթղթերի շուկայում բաժնետոմսերի թողարկում իրականացրած կազմակերպությունները, իսկ «private»-մասնավոր տերմինով՝ ընտանեկան, խմբային կամ անհատական բիզնեսները:

<sup>32</sup> Հետևաբար նաև կազմակերպության արժեքը:



որտեղ  $VPSS_1$ -ը կազմակերպության արժեքն է մեկ բաժնետոմսի հաշվով,  $E(DPS_t)_{33}$ -ը  $t$  պահին մեկ բաժնետոմսից սպասվող դիվիդենտն է,  $k_e$ <sup>34</sup>-ն՝ կապիտալի արժեքը:



Գծապատկեր 2: Սպասվող դիվիդենտների դիսկոնտավորումը

Ակնհայտ է, որ 10 բանաձևով ներկայացված մոդելը ենթադրում է դիվիդենտների անընդհատ ստացում: Որպեսզի հնարավոր լինի այդ գումարը հաշվել, անհրաժեշտ է կատարել որոշ ենթադրություններ: Պետք է հասկանալ, որ  $\frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t}$  կոտորակը ժամանակի ընթացքում պետք է նվազի, այլապես գումարը կլինի անվերջ մեծ թիվ, ինչը որևէ ակտիվի արժեքին չի վերաբերվում: Որպեսզի կոտորակը նվազի համարիչի և հայտարարի աճի պարագայում, առնվազն հայտարարն ավելի արագ պետք է աճի, քան համարիչը: Այսինքն՝ համարիչի

33 Expected dividend per share

34 Cost of equity

սպասվող դիվիդենտների ապագա աճը չի կարող գերազանցել կապիտալի արժեքին ( $k_e$ ): Այդ դեպքում նշված կոտորակը կարող է նվազել կամ անկանոն, կամ օրինաչափ: Անկանոն նվազման դեպքում հնարավոր չէ հաշվել ճշգրիտ գումար, իսկ օրինաչափ նվազման դեպքում դիտարկվող գումարը ստանում է անվերջ նվազող երկրաչափական պրոգրեսիայի գումարի տեսք, որը ներկայացվում է հետևյալ բանաձևի օգնությամբ.

$$S_n = \frac{b_1}{1-q}, \tag{11}$$

որտեղ  $S_n$ -ը անվերջ նվազող երկրաչափական պրոգրեսիայի գումարն է,  $b_1$ -ը՝ առաջին գումարելին,  $q$ -ն՝ հայտարարը:

Եթե բաժնետերը պլանավորում է պահել բաժնետոմսը և ստանալ կայուն դիվիդենտ  $E(DPS)_{35}$  չափով, ապա անվերջ նվազող պրոգրեսիայի հայտարարը կլինի  $\frac{1}{1+k_e}$ , իսկ բաժնետոմսի արժեքը՝

$$VPSS_1 = \frac{E(DPS)}{1+k_e} / \left(1 - \frac{1}{1+k_e}\right) = \frac{E(DPS)}{1+k_e} * \frac{1+k_e}{1+k_e-1} = \frac{E(DPS)}{k_e}, \tag{12}$$

Եթե բաժնետոմսի սեփականատերը պլանավորում է որոշ ժամանակ հետո վաճառել բաժնետոմսը, ապա անըդիստ գումարը կփոխարինվի ժամանակավորի, և կավելանա բաժնետոմսի վաճառքի պահին սպասվող գնի դիսկոնտավորված արժեքը.

$$VPSS_2 = \sum_{t=1}^{t=s} \frac{E(DPS_t)}{(1+k_e)^t} + \frac{E(SVS_s)}{(1+k_e)^s}, \tag{13}$$

որտեղ  $E(SVS_s)$ -ը՝  $s$  պահին բանետոմսի սպասվող գինն է<sup>36</sup>: Այդ դեպքում օրինակի հաշվարկը ներկայացված է աղյուսակ 2-ում:

35 Աշխատությունում որոշ դեպքերում  $E$  նշանը դրված չէ, որպեսզի կրճատվի հավասարումների ծավալը:

36 Expected sale value of share

**Աղյուսակ 2: Ակտիվի արժեքի հաշվարկում՝ ընդհատվող գործունեության դեպքում:**

Կազմակերպությունը	<<Ա>> բաց բաժնետիրական ընկերություն
Մեկ բաժնետոմսի հաշվով դիվիդենտն ամսական կտրվածքով	500 դրամ
Ներդրողի կողմից պլանավորվող պահպանման ժամկետը	60 ամիս
Կապիտալի ամսական արժեքն <sup>37</sup>	1 տոկոս
Պահպանման ժամկետի վերջում մեկ բաժնետոմսի սպասվող գինը	105000 դրամ

Աղյուսակում ներկայացված տվյալների համար.

$$VPSS_1^U = \frac{500}{0.01} = 50000, \quad (14)$$

$$VPSS_2^U = 22477 + 57798 = 80275, \quad (15)$$

Ներկայացված եղանակները համարվում են դիվիդենտների դիսկոնտավորման միամակարդակ մոդելներ, քանի որ դրանցում ենթադրվում է, որ դիվիդենտները վճարումը լինելու է կայուն և ժամանակի ընթացքում չի փոխվելու: Սակայն այս ենթադրությունը իրականությանը չի համապատասխանում, քանի որ դիվիդենտների վճարումը համարվում է դինամիկ գործընթաց, և բաժնետերերը ձգտում են ստանալ ավելի մեծ դիվիդենտներ, քան նախկին ժամանակահատվածներում: Կազմակերպության ղեկավարները ձգտում են ապահովել դիվիդենտների աճ, ինչը, մի կողմից, համընկնում է առկա բաժնետերերի շահերի հետ, մյուս կողմից՝ խթանում նոր ներդրողների ներգրավմանը:

Այդ պարագայում գործ ուենք դիվիդենտների դիսկոնտավորման բազմամակարդակ մոդելների հետ, երբ ապագայում ակնկալվող դիվիդենտները պարբերական, կամ ոչ պարբերական աճում են: Ոչ

<sup>37</sup> Կապիտալի ամսական արժեքը և բաժնետոմսի սպասվող արժեքը տրվում է բաժնետիրոջ կողմից:

պարբերական և ոչ կայուն աճը հնարավոր չէ մտցնել ավարտուն մոդելի մեջ, այդ նպատակով դիտարկում ենք պարբերական և կայուն աճով դիվիդենտների տարբերակը: Այդ դեպքում՝

$$E(DPS_t) = E(DPS(1 + g)^t), \tag{16}$$

որտեղ  $g$ -ն դիվիդենտների աճի տեմպն է: Եթե ստացված արտահայտությունը տեղադրենք հիմնական մոդելում, ապա կստանանք՝

$$VPSS_3 = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{E(DPS(1+g)^t)}{(1+k_e)^t} = \sum_{t=1}^{t=\infty} E(DPS) * \left(\frac{1+g}{1+k_e}\right)^t, \tag{17}$$

քանաձևից պարզ է դառնում, որ վերջնական գին ստանալու համար  $\frac{1+g}{1+k_e}$  կոտորակը պետք է մեկից փոքր լինի: Դա հնարավոր է մեկ պայմանով, երբ  $g < k_e$ : Այս պայմանը տնտեսագիտական իմաստով հիմնավորված է, քանի որ հնարավոր չէ ստեղծել այնպիսի բիզնես, որից վաստակած մաքուր եկամուտների աճը մշտապես մեծ լինի կապիտալի արժեքից՝ այլընտրանքնային տոկոսադրույքից<sup>38</sup>: Այս դեպքում անվերջ նվազող երկրաչափական պրոգրեսիայի հայտարարը կլինի  $\frac{1+g}{1+k_e}$  կոտորակը.

$$VPSS_3 = E(DPS) \frac{1+g}{1+k_e} / \left(1 - \frac{1+g}{1+k_e}\right) = E(DPS) \frac{1+g}{1+k_e} * \frac{1+k_e}{1+k_e-1-g} = E(DPS) \frac{1+g}{k_e-g}, \tag{18}$$

Բերված օրինակի պարագայում, եթե դիվիդենտների աճի գործակիցը՝  $g = 0.25$  տոկոս, ապա բաժնետոմսի արժեքը կլինի.

---

<sup>38</sup> Իհարկե այստեղ խոսքը չի գնում բիզնեսում կատարվելիք փոփոխությունների մասին, որոնք որոշ հավանականությամբ կարող են մեծացնել ստացվող եկամուտների աճը, քանի որ բիզնեսի գնահատման ժամանակ մենք ամփոփում ենք անցյալում իրականացվածի արդյունքներ:

$$VPSS_3^U = 500 * \frac{1+0.0025}{0.01-0.0025} = 66833, \quad (19)$$

Ինչպես առանց աճի մոդելի դեպքում, այնպես էլ սպասվող դիվիդենդների աճի պարագայում, եթե բաժնետոմսի սեփականատերը պլանավորում է որոշ ժամանակ հետո վաճառել բաժնետոմսը, ապա անըդիստ գումարը կփոխարինվի ժամանակավորի, և կավելանա բաժնետոմսի վաճառքի պահին սպասվող գնի դիսկոնտավորված արժեքը.

$$VPSS_4 = \sum_{t=1}^{t=s} \frac{E(DPS(1+g)^t)}{(1+k_e)^t} + \frac{E(SVS_s)}{(1+k_e)^s}, \quad (20)$$

Բերված օրինակի համար կարելի է հաշվել  $VPSS_4$ -ը, սակայն ճշմարտանման մոդել ստանալու համար պետք է պահպանման ժամկետի ավարտին մեկ բաժնետոմսի սպասվող գինը՝  $SVS_s$ -ը, մեծանա, քանի որ ավելի մեծ դիվիդենդներ բերող բաժնետոմսը, այլ հավասար պայմաններում, պետք է ավելի բարձր արժեք ունենա: Այս դեպքում  $SVS_{60}$ -ը դիտարկենք 117000 դրամով:

$$VPSS_4^U = 24099 + 64403 = 88502: \quad (21)$$

### **2.3 Զուտ կանխիկ հոսքերի դիսկոնտավորման եղանակ**

Եթե դիվիդենտների դիսկոնտավորման մոդելը հիմնվում է կայուն և երկարաժամկետ դիվիդենտների վճարման փաստի վրա, ապա զուտ կանխիկ հոսքերի դիսկանտավորումը՝ կազմակերպության ազատ դրամական հոսքեր ձևավորելու հանգամանքի վրա: Ընդհանրապես ընդունված է, որ բիզնեսի արդյունավետությունը բնութագրում է դրա շահութաբերությունը, սակայն ակնհայտ է, որ շահութաբեր դեռ չի նշանակում «փողաբեր»: Այդ իսկ պատճառով համարվում է, որ որքան բիզնեսը մեծ զուտ դրամական հոսք է առաջացնում, այնքան դրա արժեքը բարձր է:

### 2.3.1 Դրամական հոսքերի հաշվարկումը

Զուտ դրամական հոսք ասելով հասկանում ենք ֆինանսական այն միջոցները, որոնք ֆիզիկապես հասանելի են կազմակերպությանը կապիտալ տրամադրողներին՝ հիմնադիրներին և փոխառու միջոցների սեփականատերերին:

Դրամական հոսքերը հաշվարկվում են տարբեր եղանակներով և մակարդակներով, որոնք դրանց կիրառության ժամանակ ունեն հստակ նշանակություն: Առաջին մակարդակում հաշվարկվում է «Շահույթը մինչև արժեզրկումը և ամորտիզացիան»՝ EBDA (Earnings before Depreciation and Amortization) դրամական հոսքը: Այն պայմանականորեն անվանում են նաև հաշվապահական դրամական հոսք և հաշվարկվում է հետևյալ բանաձևով.

$$EBDA = NI + D + A, \quad (22)$$

որտեղ  $NI$ (*Net income*)-ը կազմակերպության զուտ շահույթն է,  $D$ (*depreciation*)-ը՝ արժեզրկումը,  $A$ (*amortization*)-ը՝ մաշվածությունը:

Այս հոսքի տրամաբանությունը կայանում է նրանում, որ շահույթի հաշվարկման ժամանակ արժեզրկման և մաշվածության ծախսագրված մեծությունները ետ գումարվեն շահույթին, քանի որ այդ հոդվածները չունեն դրամական արտահայտություն:

Հաջորդ մակարդակում  $EBDA$ -ին ավելանում են վճարված տոկոսադրույքները և հարկերը: Արդյունքում ստացվում է «Շահույթը մինչև արժեզրկումը, մաշվածությունը, տոկոսները և հարկերը» EBITDA (Earnings before Interest, Tax, Depreciation and Amortization):

$$EBITDA = NI + I + T + D + A, \quad (23)$$

որտեղ  $I$ (*interest*)-ը կազմակերպության ներգրաված փոխառու միջոցների դիմաց վճարված տոկոսների գումարն է,  $T$ (*tax*)-ը՝ հարկերը:

Նախորդ մակարդակին տոկոսների և հարկերի ավելացումն իրականացվում է այն պատճառով, որպեսզի միևնույն գործունեությամբ զբաղվող կազմակերպությունների համեմատության ժամանակ փոխառությունների մակարդակի և հարկային դաշտի տարբերությունները չազդեն արդյունքների վրա: Դա բացատրվում է նրանով, որ ոչ փոխառությունները, ոչ էլ հարկերը չեն նկարագրում բիզնեսի գործառնական գործունեությունը:

Հաջորդ մակարդակում հաշվարկվում է «Գործառնական գործունեությունից կանխիկ հոսքը» CFO (Cash Flow from Operations):

$$CFO = NI + D + A + ONCC(ONCI) - IINWC, \quad (24)$$

որտեղ ONCC(*other non cash charges*)-ը այլ ոչ դրամական ծախսերն են, ONCI(*other non cash income*)-ը՝ այլ ոչ դրամական եկամուտները<sup>39</sup>, IINWC(*increase in net working capital*)-ը զուտ աշխատանքային կապիտալի<sup>40</sup> աճն է: Զուտ աշխատանքային կապիտալը հաշվարկվում է որպես ընթացիկ ակտիվների և ընթացիկ պարտավորությունների տարբերություն:

$$NWC = CA - CL, \quad (25)$$

որտեղ NWC(*Net working capital*)-ը զուտ աշխատանքային կապիտալն է, CA(*Current assets*)-ը՝ ընթացիկ ակտիվները, CL(*Current liabilities*)-ը՝ ընթացիկ պարտավորությունները:

Այս մակարդակում զուտ աշխատանքային կապիտալի փոփոխության ներգրավումը պայմանավորված է նրանով, որ եթե գործառնական գործունեության համար անհրաժեշտ է եղել հավելյալ ընթացիկ միջոցներ, ապա դա ապահովվել է կամ դրամական միջոցների, կամ ընթացիկ պարտավորությունների հաշվին: Այդպիսի

<sup>39</sup> Ի տարբերություն ոչ դրամական ծախսերի, ոչ դրամական եկամուտները բանաձևից հանվում են:

<sup>40</sup> Զուտ աշխատանքային կապիտալի նվազումը տվյալ բանաձևում գումարվում է:



փոփոխությունները չեն անդրադառնում զուտ շահույթի վրա, այդ իսկ պատճառով դրամական հոսքերի այս մակարդակում դրանց ազդեցությունն ավելացվում է:

Գործառնական գործունեությունից կանխիկ հոսքը չի պարունակում կազմակերպության աճի ընթացիկ մակարդակը պահպանելու համար անհրաժեշտ կապիտալ ներդրումները: Եթե դրանք չհաշվառվի և չիրականացվի, ապա կարճ ժամանակում ստացված դրամական հոսքերն անկում կապրեն, քանի որ անընդհատ իրականացվող կապիտալ ծախսումները պահպանում են կազմակերպության ձեռք բերած աճի միտումները: Այդ նպատակով հաշվարկում է Ջուտ կանխիկ հոսքը FCF (Free Cash Flow):

$$FCF = CFO - \text{ընթ. աճը պահպ. համար անհր. կապիտալ ծախս.} \quad (26)$$

Եթե գնահատման ժամանակ հնարավոր չէ տարանջատել աճի ընթացիկ մակարդակը պահպանելու համար կատարված կապիտալ ծախսումները, ապա անհրաժեշտ է դրա փոխարեն տեղադրել կապիտալ ծախսումները CE(Capital expenditure):

$$FCF = CFO - CE: \quad (27)$$

Այստեղ պետք է հաշվի առնել, որ կապիտալ ծախսումները մեծապես տատանվում են տարբեր ժամանակաշրջաններում, հետևաբար պետք է այս բանաձևից դուրս թողնել խոշոր ներդրումային ծախսումները:

Կազմակերպության գնահատման համար անհրաժեշտ է զուտ կանխիկ հոսքերը ճշգրտել փոխառությունների փոփոխությամբ: Այդ նպատակով սկզբում պետք է հաշվել զուտ փոխառությունները NB(Net borrowing):

$$NB = NDF - DR, \quad (28)$$

որտեղ NDF(*New debt financing*)-ը նոր փոխառություններն են, DR(*Debt repayment*)-ը՝ նախկին փոխառությունների մարումն է:

Ունենալով զուտ փոխառության մեծությունը՝ կարելի է հաշվել զուտ կանխիկ հոսքը կապիտալի հաշվով FCFE (*Free Cash Flow to Equity*):

$$FCFE = CFO - CE + NB: \tag{29}$$

Վերջին մակարդակում արդեն կարելի է հաշվարկել կազմակերպության զուտ կանխիկ հոսքը FCFF (*Free Cash Flow to the Firm*):

$$FCFF = FCFE + տոկոս. ծախս(1 - հարկադրույք) - զուտ փոխառ.: \tag{30}$$

Բիզնեսի գնահատման նպատակով զուտ կանխիկ հոսքի դիսկանտավորման եղանակի կիրառության ժամանակ ցանկալի է կիրառել կազմակերպության զուտ կանխիկ հոսքը: Սակայն եթե տվյալները սահմանափակ են, ապա ներկայացված բոլոր մակարդակների հոսքերն էլ կարելի է կիրառել: Իհարկե մյուս եղանակի ժամանակ տարբեր հոսքեր պետք է կիրառել: Օրինակ՝ հարաբերական գնահատման ժամանակ նպատակահարմար է կիրառել զուտ շահույթը մինչև տոկոսը, հարկերը, արժեզրկումն ու մաշվածությունը, քանի որ դա լավագույնս է արտահայտում բիզնեսի գործառնական գործոնեությունը:

Կանխիկ հոսքերի կիրառության առավել մանրակրկիտ նկարագրությունները կտրվեն բիզնեսի գնահատման եղանակների ներկայացման ժամանակ:

### 2.3.2 Զուտ կանխիկ հոսքերի դիսկոնտավորում

Այս եղանակն իր մեթոդաբանությամբ նման է դիվիդենտների դիսկոնտավորման եղանակին, քանի որ այստեղ դիվիդենտների փոխարեն դիսկոնտավորվում են ապագայում ստացվելիք զուտ կանխիկ հոսքերը: Ակնհայտ է, որ դրանք պետք է կանխատեսվեն, այդ իսկ պատճառով գնահատման պահից սկսած դրանք անվանվում են Կանխատեսված զուտ կանխիկ հոսքեր՝ FFCF (Forecasted Free Cash Flow): Օգտվելով դիսկոնտավորման գումարման արդեն ներկայացված բանաձևից՝ կարելի է հաշվել կազմակերպության արժեքը.

$$V_{DCF} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FFCF_t}{(1+r)^t}, \quad (31)$$

որտեղ  $V_{DCF}$ -ը կանխիկ հոսքերի դիսկոնտավորման եղանակով գնահատված կազմակերպության արժեքն է,  $FFCF_t$ -ն՝ ժամանակի  $t$  պահի համար կանխատեսված զուտ կանխիկ հոսքն է,  $r$ -ը՝ դիսկոնտավորման դրույքը:

$r$  դիսկոնտավորման դրույքը ներկայացնում է ռիսկերի և այլընտրանքների այն համախմբի թվային բնութագրիչը, որը փոքրացնում է կազմակերպության ապագայում ստացվելիք զուտ կանխիկ հոսքերի արժեքը ներկայում՝ հաշվի առնելով նաև փողի ժամանակային արժեքը: Այդ ֆունկցիայով պայմանավորված այն հնարավոր է հաշվարկել WACC (weighted average cost of capital)՝ կապիտալի միջին կշռված արժեքի մոդելով.

$$WACC = \frac{k_e * E}{E + D} + \frac{k_d * D}{E + D}, \quad (32)$$

որտեղ  $k_e$ -ն կազմակերպության կապիտալի արժեքն է (cost of equity)՝ եկամտաբերությունը,  $k_d$ -ն՝ փոխառու միջոցների արժեքը (cost of debt)՝ պարտքի տոկոսադրույքը,  $E$ -ն՝ կազմակերպության կապիտալը,

*D*-ն՝ փախառու միջոցները՝ պարտքը: Ստացվում է, որ կապիտալի միջին կշռված արժեքը ներկայացնում է կազմակերպության բոլոր ակտիվների եկամտաբերությունը՝ ըստ ֆինանսավորման աղբյուրների:

Եթե պարտքի եկամտաբերությունը հաշվի չառնվի, այլ փորձ արվի դիսկոնտավորման դրույքը հաշվառել կազմակերպության եկամտաբերություն-ռիսկ բովանդակության մեջ, ապա

$$r = RFR + \beta * RP, \tag{33}$$

որտեղ *RFR* (Risk Free Rate)-ը սովյալ տնտեսությունում գործող այլընտրանքային ռիսկազերծ տոկոսադրույքն է,  $\beta$  (beta coefficient)-ն՝ շուկայի հետ կոռելացվածության գործակիցը, *RP* (*Risk Premium*)-ն՝ ռիսկի պրեմիան: Մյուս կողմից՝

$$RP = ER - RFR, \tag{34}$$

որտեղ *ER* (Expected Return)-ը ոլորտում սպասվող եկամտաբերությունն է:

Այսպիսով, զուտ կանխիկ հոսքերի դիսկոնտավորման եղանակի կիրառության համար անհրաժեշտ է հաշվարկել, գնահատել կամ կանխատեսել հետևյալ ցուցանիշները՝

- զուտ կանխիկ հոսքերը ապագայում,
- ռիսկազերծ տոկոսադրույքը,
- շուկայի հետ կոռելացիայի բետա գործակիցը,
- սպասող եկամտաբերությունը:

### 2.3.2.1 Զուտ կանխիկ հոսքերի ապագա արժեքների կանխատեսում և աճի գործակցի գնահատումը

Այս ցուցանիշի ապագա արժեքների կանխատեսումը հիմնվում է նախորդ արժեքների վրա: Եթե  $FFCF_0$ -ն գնահատման պահին հաշվարկված, նախորդ ժամանակահատվածում արձանագրված զուտ կանխիկ հոսքն է, ապա ապագայի կանխատեսումները հիմնված են երկու հանգամանքների վրա՝ աճի ինչպիսի միտումներ են սպասվում, և բիզնեսը իր կենսացիկլի որ փուլում է գտնվում:

Այսինքն, եթե գնահատման պահին սպասվում է  $g_1$  աճ, ապա

$$FFCF_1 = FFCF_0(1 + g_1), \quad (35)$$

նմանապես կարելի է գրել՝

$$FFCF_2 = FFCF_0(1 + g_1)(1 + g_2), \quad (36)$$

որտեղ  $g_2$ -ը գնահատման պահից երկրորդ ժամանակահատվածում սպասվող աճն է:

Նույն տրամաբանությամբ կարելի է հաշվարկել ցանկացած ժամանակահատվածի զուտ կանխիկ հոսքերը: Բայց, քանի որ դիսկոնտավրման եղանակը ենթադրում է անվերջ ժամանակահատվածներ, ապա պետք է աճի միտումների հիմքով խմբավորել ապագայի հոսքերը: Այստեղ օգնության է գալիս բիզնեսի կենսացիկլի տեսությունը, որը հնարավորություն է տալիս տարբեր փուլերում կիրառելու համապատասխան աճի գործակիցներ:

Բիզնեսի գնահատման մեջ նշանակալի գործոն է աճի գործակիցը, որի օգնությամբ է հնարավոր դառնում հաշվել ապագա եկամուտները և դրամական հոսքերը: Ցանկացած կազմակերպության համար աճի գործակից հաշվել հնարավոր է երեք եղանակով. առաջինը պատմական աճի տեմպի գործակիցն է, որը հաշվարկվում է կազմակերպության նախկինում արձանագրած եկամուտների

օգնությամբ: Այս եղանակը առավել հարմար է կայուն կազմակերպությունների համար, քանի որ շատ դեպքերում այն կարող է անգամ տվյալների բացակայության պատճառով չհաշվարկվել, բացառիկ աճերի ու անկումների առկայության պարագայում վտանգավոր լինել, ապագայի աճերը գնահատելու համար անհուսալի թվալ:

Երկրորդ եղանակը աճի գնահատման փորձագիտական մեթոդն է, որի ժամանակ ակտիվների կառավարմամբ զբաղվող մասնագետները իրենց փորձով գնահատում են տվյալ բիզնեսի աճի գործակիցը: Այս մեթոդի անճշտության մակարդակը կարող է շատ մեծ լինել, քանի որ փորձագետի ոլորտային մասնագիտացումը և սուբյեկտիվ ընկալումները էապես արտահայտվում են գնահատականի մեջ:

Երրորդ եղանակը հիմնվում է կազմակերպության հիմնարար վերլուծության վրա: Վերջինիս տեսանկյունից բիզնեսի աճը պայմանավորված է վերաներդրման չափով և ներդրումային ակտիվների որակով: Սովորաբար հիմնարար աճի գործոնները պահպանվում են նույնը, ինչը բարդացնում է արագ աճող բիզնեսների գնահատման գործընթացը:

Կազմակերպությունը արժեքավոր է, եթե այն կարող է այժմ գեներացնել ֆինանսական հոսքեր, կամ եթե ենթադրվում է, որ ապագայում այդպիսի ֆինանսական հոսքեր կգեներացվեն: Այդ երևույթը արտացոլվում է նաև հաշվապահական հաշվեկշռում: Եթե այն դիտարկենք ամենախոշոր հատվածներով, ապա ակտիվներում կլինեն արդեն իրականացված ներդրումները և այն ներդրումները, որոնք դեռ պետք է իրականացվեն: Արդեն իրականացված ներդրումները ապահովում են ներկա կանխիկ հոսքերը, իսկ ապագա ներդրումները ապահովում են կազմակերպության սպասվող արժեքը: Կազմակերպության պասիվներում ներառվում են փոխառություն վերցված պարտքը և սեփականատերերի սեփական կապիտալը: Հետազոտություններում ներդրումներ իրականացնող կազմակերպությունների հաշվեկշիռը հնարավորություն չի տալիս

արդարացի գնահատել բիզնեսի արժեքը, քանի որ այն չի արտահայտում ապագա աճը:

Երբ գնահատում ենք կազմակերպության աճի գործակիցը, հիմնականում դիտարկում ենք կազմակերպության պատմությունը: Չնայած արձանագրված նախորդ աճի տեմպերը, ինչպես նշեցինք, ապագա աճի կանխատեսման համար լավագույն ուղենիշը չեն, սակայն դրանցում գետեղված տեղեկությունը էական արժեք ունի ապագան ճիշտ գնահատելու համար: Այդ գնահատման ժամանակ առաջանում են բազմաթիվ խնդիրներ, օրինակ, աճի տեմպի միջին ցուցանիշը հաշվարկելիս երեք խնդիր գոյություն ունի՝ ինչ եղանակ է ընտրված միջինի հաշվարկման համար և որքան տվյալներ են դիտարկվում հաշվարկում, բացասական աճի տեմպերը առանձնակի խնդիրներ են առաջացնում:

Միջին աճի տեմպը կարելի է հաշվարկել և՛ թվաբանական միջինով, և՛ երկրաչափական միջինով՝ ստանալով տարբեր արդյունքներ: Դրանց բանաձևերը տրված են ստորև.

$$g_a = \frac{\sum_{t=-n}^{t=-1} g_t}{n}, \tag{37}$$

$$g_g = \sqrt[n]{g_{-n} * g_{-n+1} * \dots * g_{-1}}, \tag{38}$$

որտեղ  $g_a$ -ն  $g_t$  աճերի թվաբանական միջինն է, իսկ  $g_g$ -ն՝ երկրաչափական: Երկու միջինները իրարից կարող են էապես տարբերվել հատկապես այն կազմակերպությունների համար, որոնց եկամուտների տատանողականությունը բարձր է: Այդ դեպքում կազմակերպության եկամուտների աճի վերջին ցուցանիշների համար երկրաչափական միջինն ավելի որակյալ գնահատական է:

Երկրաչափական միջինի հաշվարկման համար բանաձևում հնարավոր է տեղադրել աճի հաշվարկման ժամանակ օգտագործված ցուցանիշները՝  $e_t$ : Արդյունքում ստացվում է հետևյալ բանաձևը.

$$g_g = \sqrt[n]{e_{-n-1}/e_{-1}} - 1, \tag{39}$$

Թվաբանական և երկրաչափական միջինների տարբերությունը հաշվարկելու համար բերենք օրինակ, որը ներկայացված է աղյուսակ 3-ում:

**Աղյուսակ 3: «Բ» կազմակերպության ֆինանսական ցուցանիշները:**

Տարի	Հասույթ	Տոկոս. աճ	EBITDA	Տոկոս. աճ	EBIT	Տոկոս. աճ	Զուտ շահույթ	Տոկոս. աճ
2004	\$ 22,245		\$ 4,151		\$ 2,604		\$ 1,560	
2005	\$ 27,037	21.54%	\$ 4,850	16.84%	\$ 2,931	12.56%	\$ 1,781	14.17%
2006	\$ 27,973	3.46%	\$ 4,268	-12.00%	\$ 1,960	-33.13%	\$ 1,154	-35.2%
2007	\$ 29,794	6.51%	\$ 4,276	0.19%	\$ 1,947	-0.66%	\$ 1,180	2.25%
2008	\$ 29398	-1.33%	\$ 3,019	-29.4%	\$ 822	-57.78%	\$ 212	-82.03%
2009	\$ 30,931	5.21%	\$ 5,398	78.8%	\$ 3,216	291.24%	\$ 817	285.38 %
Թվաբ. միջին		7.08%		10.89%		42.45%		36.91%
Երկր. միջին		6.82%		5.39%		4.31%		-12.13%
Ստանդ. շեղում		8.61%		41.56%		141.78%		143.88 %

Թվաբանական միջինը բոլոր ցուցանիշների համար մեծ է երկրաչափականից: Առանձնակի մեծ շեղում է նկատվում գործառնական եկամուտի և զուտ շահույթի դեպքում: Սա պայմանավորված է այդ ցուցանիշների մեծ տատանողականությամբ, որի ժամանակ երկրաչափական միջինն ավելի ճշգրիտ գնահատական է, քան թվաբանականը:

Պարզ է դառնում, որ թվաբանական միջինը համահարթեցնում է փոփոխությունները ժամանակի մեջ, իսկ երկրաչափական միջինը հաշվի է առնում առաջին և վերջին ցուցանիշների տարբերությունը՝ բաց թողնելով դրանց միջև ընկած տեղեկությունը: Այս խնդիրները որոշ լուծումներ են ստանում փոքրագույն քառակուսիների եղանակով իրականացված ռեգրեսիաների օգնությամբ: EPS-ի տրենդային գնահատման գծային ռեգրեսիոն տարբերակը տրվում է հետևյալ տեսքով.



$$EPS_t = a + bt, \quad (40)$$

որտեղ  $b$  գործակիցը ցույց է տալիս EPS-ի փոփոխությունը ժամանակից կախված: Որպեսզի այս բանաձևից անցնենք ածի ցուցանիշին, ապա պետք է EPS-ի շարքը բնական հիմքով լոգարիթմենք:

$$\ln(EPS_t) = a + b_1 t: \quad (41)$$

Այս բանաձևում  $b_1$ -ը ցույց է տալիս EPS-ի տոկոսային փոփոխությունը տվյալ ժամանակահատվածում: Որպես օրինակ դիտարկենք «Դ» կազմակերպության ցուցանիշները աղյուսակ 4-ում:

**Աղյուսակ 4: Մեկ բաժնետոմսի հաշվով եկամտի տարբեր ցուցանիշները**

Տարի	Տարեթիվ	EPS	EPS-ի տոկոսային փոփոխությունը	ln(EPS)
1	2001	0.42		-0.8675
2	2002	0.41	-2.38%	-0.8916
3	2003	0.4	-2.44%	-0.9163
4	2004	0.58	45.0%	-0.5447
5	2005	0.65	12.07%	-0.4308
6	2006	0.72	10.77%	-0.3285
7	2007	0.82	13.89%	-0.1985
8	2008	0.93	13.41%	-0.0726
9	2009	1.07	15.05%	0.0677
10	2010	1.27	18.69%	0.2390

Տրված ցուցանիշներով կարելի է հաշվարկել կազմակերպության մեկ բաժնետոմսին բաժին ընկնող եկամուտների ածի թվաբանական միջինը: Այն կլինի 13.79%, իսկ երկրաչափական միջինը՝ 13.08%: Եթե գծային ռեգրեսիա իրականացնենք ժամանակի հետ, ապա կպարզվի, որ յուրաքանչյուր տարի EPS-ը աճել է 0.0952 դոլարով: Այս արդյունքը կարելի է բաժանել միջին EPS-ի վրա և ստանալ ածի միջին ցուցանիշը՝

13.1%: Վերջապես կարող ենք իրականացնել լոգ-գծային ռեգրեսիան: Ինչպես նշեցինք, այս ռեգրեսիայի արդյունքում ստացված գործակիցը՝  $b_1$ -ը ցույց է տալիս EPS-ի տոկոսային փոփոխությունը տվյալ ժամանակահատվածում, ինչն այս պարագայում կլինի 13.35%: Այս կազմակերպության պարագայում ստացվեց աճի միջինացված չորս գործակիցներ՝ թվաբանական միջին՝ 13.79%, երկրաչափական միջին՝ 13.08%, գծային ռեգրեսիայի արդյունքում ստացված միջին՝ 13.1% և լոգ-գծային ռեգրեսիայի արդյունքում ստացված միջին՝ 13.35%:

Ստացված թվերի մեջ տարբերությունները աննշան է, ինչը պայմանավորված է տվյալների սակավությամբ և դիտարկվող կազմակերպության ցուցանիշների կայունությամբ: Եթե եկամուտների ցուցանիշները ավելի մեծ տատանողականություն ունենան, ապա վերոնշված միջինների տարբերությունները էական կլինեն: Անգամ աճի գործակցի գնահատականի նման քիչ տարբերությունները վերջնական արդյունքում կարող են էական տարբերություն տալ, այնպես որ աճի միջին գործակցի ճշգրիտ հաշվարկումը մեծ նշանակություն ունի բիզնեսի արժեքի գնահատման վրա:

Հաճախ հնարավոր չէ հիմնավորել ստացված գնահատականների առավել նպատակահարմարությունը և պետք է հաշվարկներն իրականացնել բոլոր արդյունքների համար՝ ստանալով բիզնեսի արժեքի ոչ միարժեք գնահատական: Վերջնական արդյունքի տարբեր մեծությունները ձևավորում են գնի միջակայք, որտեղ ամենայն հավանականությամբ գտնվում է բիզնեսի արդարացի արժեքը:

Պետք է ուշադրություն դարձնել այն հանգամանքի վրա, որ եկամուտները կարող են լինել նաև բացասական մեծություններ, այս դեպքում աճի դասական բանաձևի արդյունքում ստացված ցուցանիշն անիմաստ է.

$$g = \frac{EPS_t - EPS_{t-1}}{EPS_{t-1}}, \quad (42)$$

բանաձևում ցուցանիշների բացասական մեծությունների պարագայում հնարավոր չէ աճի գործակիցը հաշվարկել: Նույն իրավիճակն է նաև լոգ-գծային ռեգրեսիայի ժամանակ, քանի որ ժամանակային շարքը լոգարիթմելու համար պետք է, որ ցուցանիշները լինեն դրական:

Այս խնդիրը կարելի է հաղթահարել գծային ռեգրեսիայի միջոցով աճի միջին գործակիցը հաշվելու եղանակով, որն արդեն քննարկվել է:

Բացասական եկամուտների ցուցանիշներով գնահատման խնդիրը քննարկելու համար դիտարկենք օրինակներ: Եթե կազմակերպությունը 2009 և 2010 թվականների համապատասխանաբար ստացել է -\$53 և -\$340 միլիոն եկամուտ, ապա երկրորդ տարում դրա աճի գործակիցը կլինի.

$$\frac{-340 - (-53)}{-53} * 100 = 541\%, \quad (43)$$

Ստացված արդյունքը ակնհայտ սխալ է, քանի որ անկման փաստացի խորացումը աճի գործակիցը հակառակ է արտահայտում: Մեկ այլ օրինակ, որտեղ եկամուտների ժամանակային շարքում ընդամենը մեկ բացասական ցուցանիշ գոյություն ունի:

**Աղյուսակ 5: Օրինակ՝ մեկ բաժնետոմսի հաշվով եկամտի աճ**

Տարի	EPS \$
2005	0.302
2006	0.041
2007	0.017
2008	-0.067
2009	0.065
2010	0.437

Աղյուսակ 5-ում բերված ցուցանիշների վրա 2009թ. աճի գործակիցը կարելի է հաշվել.

$$\frac{0.065 - (-0.067)}{-0.067} * 100 = -197\%: \tag{44}$$

Ստացվում է, որ ակնհայտ աճի երևույթը արտահայտվում է աճի բացասական ցուցանիշով, ինչն ակնհայտ սխալ է: Այսպիսի դեպքերում լուծման համար հնարավոր է երկու մոտեցում՝ բացասական ցուցանիշը աճի գործակցի հաշվարկման ժամանակ հայտարարում վերցնել բացարձակ մեծությամբ.

$$\frac{0.065 - (-0.067)}{0.067} * 100 = 197\%, \tag{45}$$

կամ հայտարարում օգտագործել եկամուտների 2009թ. դրական ցուցանիշը.

$$\frac{0.065 - (-0.067)}{0.065} * 100 = 203\%: \tag{46}$$

Ժամանակային շարքերի ապագա արժեքների կանխատեսման համար դրանց վերլուծության բազմաթիվ ուղղություններ կան, որոնք փորձում են շտկել պարզ ցուցանիշների կողմից առաջադրված խնդիրները: Բոկսը և Ջենկինսը<sup>41</sup> ժամանակային շարքերի վերլուծության համար զարգացրել են ավտոռեգրեսիվ ինտեգրված սահող միջինների մոդելը (ARIMA, AutoRegressive Integrated Moving Average):

Սովորաբար ժամանակային շարքերի վերլուծության արդյունքում ստացված գնահատականները ավելի հավաստի են, քանի պարզ եղանակներով հաշվարկվածները: Հասկանալի է, որ երկուսի

---

<sup>41</sup> 20-րդ դարի բրիտանացի վիճակագիրներ

պարագայում էլ գործ ունենք շեղման հետ, սակայն մոդելների մեջ դրանց մակարդակը կարող է նվազագույնի հասցվել, եթե, իհարկե, դրանք գրագետ և հետևողական են իրականացված: Էկոնոմետրիկ մոդելների կիրառության առաջին խնդիրները ժամանակային շարքի երկարությունն է: Սովորաբար կազմակերպությունները արձանագրում են տարեկան եկամուտները, շահութաբերությունը և այլն: Այս պարագայում մոդելների կիրառությունը նպատակահարմար է երկար պատմություն ունեցող մեծ կազմակերպությունների արժեքի գնահատման համար, որոնք անպայման ունեն նաև արդյունքների ամփոփման եռամսյակային հաշվետվություններ:

Քննարկման առարկա է նաև աճի պատմական գործակցի կիրառության հարցը: Կան ուսումնասիրություններ<sup>42</sup>, որոնք ցույց են տալիս, որ երկու իրար հաջորդող ժամանակների աճի գործակիցների մեջ կոռելացիայի գործակիցը հաճախ բացասական է, այսինքն՝ աճերին հաջորդում են անկումները, և՛ հակառակը:

Սա ենթադրում է աճի պատմական գործակցի շատ ուշադիր կիրառություն, ինչը կբացառի հավանական մեծ սխալները ողջ գնահատման գործընթացում:

---

42 Little (1960) coined the term "Higgledy Piggledy Growth".

### 2.3.2.2 Ռիսկազերծ տոկոսադրույք և ռիսկի պարզևավճարը

Անվանումից պարզ է դառնում, որ այս տոկոսադրույքի պարագայում ներդրողը չի կրում ռիսկ, կամ չի կրում բացահայտ ռիսկեր: Այսպիսի տոկոսադրույքը բիզնեսի գնահատման մեջ կիրառվում է զուտ կանխիկ հոսքերը կրճատելու նպատակով՝ ենթադրելով, որ այլընտրանքային, ոչ ռիսկային եկամուտ կարելի է ստանալ՝ միևնույն գումարը ոչ ռիսկային ակտիվներում ներդրելով:

Ոչ ռիսկային տոկոսադրույքը ոչ ռիսկային ակտիվի եկամտաբերությունն է: Որպեսզի ակտիվը համարվի ոչ ռիսկային, այն առաջին հերթին պետք է զերծ լինի անվճարունակության ռիսկից, երկրորդ հերթին՝ վերաներդրման ռիսկից: Առաջին պայմանը քննարկումից հանում է բոլոր կորպորոտիվ արժեթղթերը, քանի որ անկախ կազմակերպության մեծությունից, կայունությունից և եկամտաբերությունից՝ այն ունի անվճարունակության ռիսկ: Այստեղից հետևում է, որ ոչ ռիսկային ակտիվներ կարող են համարվել պետական արժեթղթերը, քանի որ ցանկացած դեպքում պետությունն ունի փող տպելու հնարավորություն, ինչը պետական մենաշնորհ է:

Հասկանալի է, որ ցանկացած պետության փողը կարող է արժեզրկվել, սակայն սա առաջացնում է ոչ թե վճարունակության, այլ արժեզրկման ռիսկ:

Այսպիսով, պետական պարտատոմսերը համարվում են ոչ ռիսկային ակտիվներ, իսկ դրանց եկամտաբերությունը՝ ոչ ռիսկային տոկոսադրույք:

Երկրորդ պայմանը համարվում է վերաներդրման ռիսկի բացակայությունը: Այս ռիսկն առաջանում է այն ժամանակ, երբ հայտնի չէ, թե հնարավոր կլինի արդյոք նույն պայմաններով վերաներդրել միջոցները ներդրած ակտիվի ժամանակահատածն ավարտվելուց հետո:

Այսինքն, եթե որպես ոչ ռիսկային տոկոսադրույք դիտարկվում է պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը, ապա պետք է օգտագործվի այնպիսի ժամկետայնությամբ պարտատոմսի եկամտաբերություն, որը համընկնում է դիսկոնտավորման

ժամանակահատվածի հետ: Օրինակ, եթե դիտարկվում է ապագա երեք տարիների կանխատեսված զուտ կանխիկ հոսքերի դիսկանտավորված գումարը, ապա այդ դեպքում պետք է օգտագործել երեք տարեկան պետական պարտատոմսի եկամտաբերությունը: Երկար ժամկետների և անվերջ դիսկոնտավորման դեպքում օգտագործվում է առավել երկար ժամկետայնություն ունեցող պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը:

Ռիսկազերծ տոկոսադրույքի ընտրությունը կապված է նաև ռիսկի պարզակազերծարի հաշվարկման գործընթացի հետ: Եթե վերջինս հաշվարկված է որպես պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությանը գերազանցող մաս, ապա ռիսկազերծ տոկոսադրույքը պետք է նույնը լինի երկու գործակիցների համար: Այդ նպատակով սովորաբար չեն օգտագործվում պետական կարճաժամկետ պարտատոմսերի եկամտաբերությունը:

Ռիսկազերծ տոկոսադրույքի կիրառության մեջ էական նշանակություն ունի այն հանգամանքը, թե ինչպես են հաշվարկվել կազմակերպության կանխիկ հոսքերը, և ինչ արժույթով: Եթե կանխիկ հոսքերը հաշվարկվել են արժույթի անվանական մեծությամբ, ապա ռիսկազերծ տոկոսադրույքը կլինի պետական պարտատոմսերի անվանական եկամտաբերությունը, իսկ եթե դիտարկվել է կանխիկ հոսքերի որևէ ճշգրտված կամ փոփոխված մեծությունը, ապա ռիսկազերծ տոկոսադրույքը պետք է ենթարկել համապատասխան մշակման: Այս երևույթը ընդունված է անվանել համապատասխանության խնդիր:

Մեծ կազմակերպությունների համար, որոնք գործում են տարբեր երկրների շուկաներում, առկա է համապատասխանության այլ երևույթ: Տարբեր երկրներում գործունեություն ծավալելը ենթադրում է կանխիկ հոսքերի տարբեր արժույթներ, հետևաբար ռիսկազերծ տոկոսադրույքի տարբեր մեծություններ, քանի որ Հայաստանում, Միացյալ Նահանգներում, Ռուսաստանում և այլուր պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը էապես տարբերվում է: Որպեսզի յուրաքանչյուր

երկրում առանձին գնահատման գործընթաց չիրականանցնենք<sup>43</sup>, պետք է դիմել գնողունակության պարիտետին: Այս պարագայում տոկոսադրույքների միջև տարբերությունները, ըստ էության, կախված են տարբեր երկրներում սպասվող գնաճերից:

Եթե տեսականորեն ամփոփենք, ապա կարող ենք պտնդել, որ ցածր գնաճը ենթադրում է ռիսկազերծ տոկոսադրույքի ցածր մակարդակ, ինչն իր հերթին, պայմանավորում է դիսկոնտավորման ցածր տոկոսադրույք:

Վերոնշյալ դատողություններից պարզ է դառնում, որ գնաճի ազդեցությունը բիզնեսի գնահատման վրա էական է: Այսինքն՝ առաջանում է երկընտրանք անվանական կամ գնաճով ճշգրտված իրական մեծությունների կիրառության վերաբերյալ: Առաջին հանգամանքը, որ պետք է հաշվի առնել, աճի գործակցին է վերաբերում: Եթե տնտեսությունում գնաճի ցուցանիշը բարձր է, ապա պետք է օգտագործել իրական աճի գործակիցը, այսինքն՝ պետք է բացառել գների ընդհանուր աճի ազդեցությունը աճի գործակցի վրա:

Ռիսկ-եկամտաբերություն հարաբերություններում գոյություն ունի տրամաբանական մի պնդում, ըստ որի՝ առավել ռիսկային ներդրումների սպասվող եկամտաբերությունը բարձր է ապահով ներդրումներից: Այս հանգամանքով պայմանավորված՝ ցանկացած ներդրման սպասվող եկամտաբերությունը կարելի է ներկայացնել ռիսկազերծ տոկոսադրույքի և հավելյալ եկամտաբերության գումարի տեսքով, որտեղ հավելյալ եկամտաբերությունը նպատակ ունի ծածկելու կրած ռիսկը: Սպասվող եկամտաբերության փոխակերպման համատեքստում առկա են ռիսկի հաշվարկման տարաձայնություններ:

Ռիսկի վերաբերյալ բոլոր դատողությունները այն սահմանում են սպասվող եկամտաբերության և փաստացիի տարբերությամբ: Հետևաբար, եթե ներդրման սպասվող եկամտաբերությունը հավասար է փաստացիին, ապա այն ռիսկազերծ ներդրում է: Մյուս կողմից գրեթե բոլոր մոդելները ռիսկը բաժանում են երկու մասի՝ շուկայի ռիսկ և

<sup>43</sup> Եթե անգամ հնարավոր լիներ այդպիսի առանձին գնահատումներ իրականացնել, ապա դրանց արդյունքում ստացված արժեքների գումարը չէր արտացոլի ողջ կազմակերպության արդարացի արժեքը:



կազմակերպության ռիսկ: Ներդրողը կարող է խուսափել կազմակերպության ռիսկից դիվերսիֆիկացիայի միջոցով, բայց անպայման պետք է կրի շուկայի ռիսկը: Այդուսակում ներկայացված են ռիսկ-եկամտաբերություն մոդելների համառոտ նկարագրությունը:

**Աղյուսակ 6: Եկամտաբերության հաշվարկման մոդելները**

Մոդելի անվանումը	Ենթադրություններ	Շուկայական ռիսկի չափում
Կապիտալ ակտիվների գնագոյացման մոդել (CAPM, Capital Active Pricing Model)	Գոյություն չունեն տրանսակցիոն ծախսեր և փակ տեղեկատվություն: Դիվերսիֆիկացված պորտֆելը ներառում է բոլոր հնարավոր ներդրումները՝ իրենց շուկայական ծավալի համամասնությամբ	Բետա գործակիցը հաշվարկվում է շուկայի պորտֆելի նկատմամբ
Արբիտրաժային գնագոյացման մոդել (APM, Arbitrage Pricing Model)	Միևնույն ռիսկայնությունն ունեցող ներդրումները պետք է իրացվեն նույն գնով՝ առանց արբիտրաժի	Բետա գործակիցը հաշվարկվում է բազմաթիվ որոշարկված շուկայական ռիսկի գործոնների նկատմամբ
Բազմագործոն մոդել (Multi-Factor Model)	Միևնույն ռիսկայնությունն ունեցող ներդրումները պետք է իրացվեն նույն գնով՝ առանց արբիտրաժի	Բետա գործակիցը հաշվարկվում է բազմաթիվ մակրո գործանների նկատմամբ
Փոխարինման մոդել (Proxy Model)	Բարձր ռիսկի փոխհատուցումը շատ երկար ժամանակահատվածում պետք է լինի բարձր եկամտաբերությունը	Շուկայական ռիսկի հաշվարկման համար օգտագործվում են շուկայի կապիտալիզացիայի և գին/հաշվեկշռային արժեք հարաբերական գործակիցները

Աղյուսակ 6-ում ներկայացված առաջին երեք մոդելների համար կարելի է սպասվող եկամտաբերության բանաձևը ներկայացնել հետևյալ տեսքով.

$$ER = RFR + \sum_{j=1}^{j=k} \beta_j(RP_j), \tag{47}$$

որտեղ  $ER$ -ը սպասվող եկամտաբերությունն է,  $RFR$ -ը՝ ռիսկազերծ տոկոսադրույքը,  $\beta_j$ -ն շուկայի հետ կոռելացիայի բետա գործակիցը,  $RP_j$ -՝ ռիսկի պարզևավճարը:  $j$ -ն ցույց է տալիս տարբեր ներդրումների հերթական համարը: CAPM մոդելը միագործոն է, որտեղ յուրաքանչյուր ներդրման սպասվող եկամտաբերությունը գնահատվում է համապատասխան բետա գործակցով:

Սպասվող եկամտաբերության որոշման համար արդեն անհրաժեշտ է ռիսկի պարզևավճարի և բետա գործակցի գնահատում:

Ռիսկի պարզևավճարի հաշվարկման համար գոյություն ունի պատմական պարզևի մոտեցումը. ակտիվի փաստացի եկամտաբերություններից պետք է հանել ռիսկազերծ տոկոսադրույքը: Չնայած այն հանգամանքին, որ տվյալների բազան նույնն է՝ գնահատողները ստանում են էապես տարբեր արդյունքներ<sup>44</sup>: Այդ տարբերությունների համար գոյություն ունեն երեք հիմնական պատճառներ.

- Տվյալների երկարությունը: Ռիսկի պարզևավճարի հաշվարկման մեջ մեծ նշանակություն ունի, թե ինչ քանակի տվյալներ են օգտագործվում, կամ այլ կերպ ասած՝ որքան է գնահատողը ետ նայում: Միևնույն ռիսկի պարզևավճարը կարելի է հաշվարկել մոտակա երեք-տաս տարիների տվյալների օգտագործմամբ, կամ վերցնել ավելի երկար ժամանակահատված, մինչև անգամ

<sup>44</sup> Երևույթը լավագույնս կարելի է ուսումնասիրել Ibbotson Associates-ի 1926թ. հավաքագրվող բազայի վրա:

բոլոր հնարավոր տվյալների ներառմամբ: Կարճ տվյալների օգնությամբ գնահատողները պնդում են, որ «թարմ» տվյալների օգտագործումը հնարավորություն է տալիս ժամանակակից արդյունքներ ստանալ, իսկ երկար տվյալների ներառումը ենթադրում է անցյալի տեղեկատվության մեծ ազդեցություն ներկա արդյունքների վրա: Մյուս կողմից, որքան քիչ է օգտագործված տվյալները, այնքան մեծ է գնահատականի ստանդարտ շեղումը: Աղյուսակ 7-ում բերված է ստանդարտ շեղման տարբերությունների օրինակ.

**Աղյուսակ 7: Ռիսկի պարզակվճարի հաշվարկման օրինակ**

Գնահատման ժամանակահատված	Ռիսկի պարզակվճարի ստանդարտ շեղում
5 տարի	$\frac{20}{\sqrt{5}} = 8.94\%$
10 տարի	$\frac{20}{\sqrt{10}} = 6.32\%$
25 տարի	$\frac{20}{\sqrt{25}} = 4.00\%$
50 տարի	$\frac{20}{\sqrt{50}} = 2.83\%$

- Ռիսկազերծ ակտիվը: Ռիսկազերծ ակտիվի ընտրությունը և ազդում է ռիսկի պարզակվճարի գնահատման արդյունքի վրա: Պետական պարտատոմսերի տեսակներից կախված փոխվում է եկամտաբերությունը և եկամտի ստացման եղանակները: Կարևոր հանգամանք է, որ ռիսկի պարզակվճարի և ռիսկազերծ տոկոսադրույքի հաշվարկման համար պետք է օգտագործել նույն ռիսկազերծ ակտիվի եկամտաբերությունը: Ֆինանսներում և բիզնեսի գնահատման մեջ սովորաբար օգտագործվում են երկարաժամկետ պետական պարտատոմսերի եկամտաբերությունը:

- Թվաբանական և երկրաչափական միջինը: Ռիսկի պարզևավճարի գնահատման արդյունքների տարբերության վերջին պատճառը համարվում է միջինացման եղանակը: Արդեն ներկայացրել ենք միջինացման եղանակների տարբերությունները: Եթե ժամանակի մեջ տվյալները կոռելացված չեն, ապա հաջորդ ժամանակաշրջանի համար կարելի է օգտագործել թվաբանական միջինացման եղանակը: Սակայն ոչ կոռելացվածության պայմանը հաճախ խախտվում է, ինչի պատճառով կարող է օգտագործվել նաև երկրաչափական միջինը:

Ռիսկի պարզևավճարի գնահատման համար առաջադրված վերոնշյալ խնդիրները նվազագույնն են, քանի որ դրանք ներկայացված էին Միացյալ Նահանգների տնտեսության համար, որտեղ առկա են տվյալների մեծ բազա և շուկաների կայունություն: Պատմական պարզևավճարի հաշվարկը կրկնակի դժվար է այլ շուկաների համար, քանի որ անգամ եվրոպական զարգացած երկրներում արժեթղթերի շուկան այնպես բազմազան չէ, ինչպես Միացյալ Նահանգներում: Օրինակ Գերմանիայում և Ֆրանսիայում ներկայացված են մի քանի խոշոր, գերիշխող կազմակերպություններ, իսկ մեծ քանակությամբ կազմակերպություններ մնում են մենատիրական: Այսպիսի իրավիճակը հնարավորություն չի ընձեռում պատմական պարզևավճարի ճշգրիտ հաշվարկման համար, քանի որ իրական տնտեսությունը մեծամասամբ չի ներկայացված արժեթղթերի շուկայում, հետևաբար, դրա մասին հասանելի տեղեկություն գոյություն չունի: Այսպիսի դեպքերում ռիսկի պրեմիայի հաշվարկը տեղափոխվում է տնտեսագիտական ավելի խորը հարթություն, որտեղ անհրաժեշտ է ռիսկի և եկամտաբերության տարբեր մակարդակներից ձևավորել ցանկալի ցուցանիշը:

### 2.3.2.3 Շուկայի հետ կոռելացիայի բետա գործակիցը

Բետա գործակցի ներմուծումը բիզնեսի գնահատման մեջ պայմանավորված է նրանով, որ ցանկացած բիզնես գործում է շուկայական միջավայրում և որոշակիորեն ենթարկվում է դրանում ընթացող գործընթացների ազդեցությանը: Իսկ քանի որ ռիսկի պարզաևավճարը մոդելներում դիտարկվում է որպես տնտեսության ռիսկագերծ տոկոսադրույքի և ոլորտում գործող կազմակերպությունների սպասվող եկամտաբերության տարբերություն, ապա այն պետք է ճշգրտվի կոնկրետ բիզնեսին բնութագրող գործակցով: Այս դեպքում շուկայի հետ կոռելացիայի բետա գործակիցը լավագույնը կարող է իրականացնել այդ ֆունկցիան:

Բետա գործակցի գնահատումը ավանդաբար իրականացվում է շուկայական ռեգրեսիոն մոդելի օգնությամբ: Այս մոդելի կիրառությունը կարող է հանգեցնել մի շարք կիրառական հարցադրումների, որոնց արդյունքում հնարավոր է ունենալ տարբեր բետա գործակիցներ: Այդ հարցադրումներից են՝ ինչպե՞ս են հաշվարկվել կազմակերպության եկամուտները, ի՞նչն է դիտարկվում որպես շուկայի եկամտաբերություն, որքա՞ն երկար ժամանակային սովյալներ պետք է օգտագործվեն և այլն:

Ջարգացած և կայուն արժեթղթերի շուկաներ ունեցող երկրներում բետա գործակցի կիրառությունը հանգում է հետևյալ դիլեմային՝ օգտագործել արդեն հրապարակված բետա գործակիցները, կամ սեփական նախաձեռնությամբ գնահատել այն: Հայաստանի նման երկրներումը ընտրությունը մեխանիկորեն հանգում է երկրորդին, սակայն կան կարծիքներ, որ արտաքին շուկաների հետ սերտ կապեր ունեցող կազմակերպությունների համար կարելի է օգտագործել դրսում հաշվարկված բետա գործակիցները:

Բետա գործակցի գնահատման համար կիրառվող շուկայի մոդելը.

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_{mt} + e_{it}, \tag{48}$$

որտեղ  $R_{it}$ -ն  $i$  ակտիվի եկամտաբերությունն է  $t$  ժամանակահատվածում,  $R_{mt}$ -ն՝ շուկայի եկամտաբերությունը  $t$  ժամանակահատվածում,  $\beta_i$ -ն՝ շուկայի հետ կոռելացիայի բետա գործակիցը: Այն սովորաբար գնահատվում է փոքրագույն քառակուսիների եղանակով, ինչի արդյունքում

$$\beta_i = \frac{cov(R_{it}; R_{mt})}{var(R_{mt})}. \tag{49}$$

Պետք է նշել, որ շուկայի մոդելը չի դիտարկում որևէ ներդրումային վարք կամ հիմնային վերլուծություն, այն ընդամենը գծի օգնությամբ նկարագրում է ակտիվի եկամտաբերության և շուկայի եկամտաբերության միջև կապը:

Արդեն հասկանալի է, որ բետա գործակցի հաշվարկման համար առաջին հերթին անհրաժեշտ է կառուցել ակտիվի և շուկայի եկամտաբերության ժամանակային շարքերը: Պետք է ընտրել ժամանակային շարքերի տվյալների հաճախականությունը (օր, շաբաթ, ամիս, եռամսյակ, կիսամյակ, տարի և այլն) և խորությունը: Խորությամբ նկարագրվում է ժամանակային շարքերի երկարությունը, այսինքն՝ մինչև ժամանակի որ պահը դիտարկել, որպեսզի գնահատականը լինի ադեկվատ: Սովորաբար ընդունված էր, որ երկար ժամանակային շարքերը ավելի լավ արդյունք են տալիս, սակայն ժամանակակից բիզնես միջավայրը բնութագրվում է բարձր փոփոխականությամբ, հետևաբար ներկա իրավիճակը նկարագրելու համար ժամանակային շարքերը չպետք է լինեն չափազանց երկար: Այս իմաստով բիզնեսի գնահատման ժամանակ խելամիտ է օգտագործել երեքից հինգ տարվա տվյալներ

Ակտիվի եկամտաբերության տվյալները դիտարկելը պարզ է, սակայն նույնպես պարզ չէ, թե շուկայի եկամտաբերություն ասելով՝ ինչ է հասկացվում, և որ ցուցանիշը պետք է օգտագործվի: Այս խնդրի

լուծման համար առկա են տարբեր մոտեցումներ՝ սկսած ինդեքսների կիրառությունից մինչև խոշոր կազմակերպությունների եկամտաբերության օգտագործում: Զարգացած երկրներում պարբերաբար հաշվարկվում են մի շարք ցուցանիշներ, որոնք արտահայտում են տնտեսության որոշ ոլորտի դինամիկան՝ դառնալով ոլորտի եկամտաբերության հիմնական ցուցանիշ, սակայան սա ներհատուկ չէ Հայաստանի տնտեսության նման տնտեսություն ունեցող երկրներին: Այստեղ պետք է հատկորոշել, թե տվյալ բիզնեսի շուկան որն է. կարելի է դիտարկել տնտեսության ճյուղերով՝ գյուղատնտեսություն, արդյունաբերություն, ծառայություններ, առևտուր, կամ տվյալ բիզնեսի շուկան ներկայացնող խոշոր ընկերությունների եկամտաբերության ցուցանիշների միջինով: Բետա գործակցի գնահատումը բիզնեսի գնահատման մեջ առանձնակի դերակատարություն ունի և ենթադրում է հիմնավորված ստեղծագործական մոտեցում:

Բիզնեսի գնահատման ժամանակ պարտադիր չէ առանձին գնահատել բետա գործակիցը: Այդ նպատակով զարգացած արժեթղթերի շուկաներ ունեցող երկրներում հաշվարկվում և հրապարակվում են բետա գործակիցներ տարբեր ոլորտների համար: Նույնը, իհարկե, չենք կարող ասել Հայաստանի համար. այստեղ բիզնեսի գնահատման համար բոլոր ցուցանիշները պետք է հետևողական հաշվարկել:

## 2.4 Շահույթի դիսկոնտավորման եղանակ

Որքան էլ կարևորվի դրամական հոսքերի դերը կազմակերպության արդյունքների գնահատման իմաստով, այնուամենայնիվ շահույթը համարվում է առավել ընդունելի և հասկանալի ցուցանիշ կազմակերպության գործունեության վերաբերյալ, քանի որ անգամ ոչ մասնագիտական հասարակական շերտերի համար շահույթի հաշվարկը, որպես բոլոր հասույթների և ծախսերի տարբերություն, շատ մատչելի է:

Այդ պարագայում մեզ արդեն հայտնի դիսկոնտավորման բանաձևերում կիրառվում է շահույթի ապագա կանխատեսվող մեծությունները:

Բիզնեսի գնահատման մեջ շահույթի և զուտ դրամական հոսքերի ցուցանիշների օգտագործման քննարկումները ծավալվում են մինչ օրս: Դրանք խորանում են ընդհուպ ձեռնարկատիրական գործունեության նպատակների մեջ: Մի կողմը պնդում է, որ կազմակերպության նպատակը շահույթի մաքսիմալացումն է, մյուսը՝ արժեքի մաքսիմալացումը: Մասնագետների երկու խմբերն էլ ունեն հիմնավոր փաստարկներ իրենց տեսակետների համար, որոնք ամփոփելով կարելի է կազմել աղյուսակ 8-ը:



## Աղյուսակ 8: Շահույթի և արժեքի մաքսիմալացման խնդիրները

Համեմատության հիմքեր	Շահույթի մաքսիմալացում	Արժեքի մաքսիմալացում
Գաղափարը	Որքան հնարավոր է շատ շահույթ	Որքան հնարավոր է բարձր արժեք
Շեշտադրումներ	Կարճաժամկետ ձեռքբերումներ	Երկարաժամկետ ձեռքբերումներ
Ռիսկի և անորոշության ընկալում	Ոչ	Այո
Առավելությունը	Հանդիսանում է կազմակերպության գործունեության ցուցանիշ	Ձեռք է բերում շուկայի մեծ մասնաբաժին
Ժամանակի գործոնի հաշվառումը	Ոչ	Այո

Այս համատեքստում Գ. Գոլն իր ելույթում<sup>45</sup> նշում է. «Շատերը շփոթում են բիզնեսի հիմնադիրների և կառավարիչների շահերը: Կառավարիչները կարճաժամկետ «բնակիչներ» են և ձգտում են արագ արդյունքի՝ շահույթի, իսկ հիմնադիրները՝ երկարաժամկետ՝ արժեքի: Կառավարիչները վաճառում են կազմակերպության ապագան, իսկ հիմնադիրները՝ ստեղծում»:

Երբ խոսք է գնում հիմնադրի կողմից արժեքի հետապնդման մասին, պետք է հասկանալ, որ առանձին բիզնեսի կտրվածքով հնարավոր է, որ նա էլ ձգտի շահույթի առավելացման, սակայն նրա բիզնես գործունեության իմաստը արժեքի ստեղծումն է և այդ արժեքի մեծացումը:

<sup>45</sup> University of Michigan's Ross School of Business, 12-13/5, 2016.

Շահույթի դիսկոնտավորումը ունի մեծ առավելություն՝ արագությունը: Ժամանակակից բիզնեսի որոշումները ենթադրում են որոշումների առաջանցիկ տեմպեր: Այդ իմաստով շահույթի ցուցանիշը հասանելի է և պատրաստ: Եթե խոսքը գնում է բավարար մեծ և արտաքին աուդիտ անցած կազմակերպության մասին, ապա շահույթի ցուցանիշը հաշվետու ժամանակահատվածներով տրված է, կարելի է որոշակի ճշգրտությամբ գնահատել բիզնեսի արժեքը: Այս մոտեցումը առավել նպատակահարմար է քիչ հիմնական միջոցներ ունեցող կազմակերպությունների համար, որտեղ շահույթի և զուտ կանխիկ հոսքերի տարբերությունը էական չեն:

## **ԹԵՄԱ 3 Բիզնեսի գնահատման այլընտրանքային եղանակներ**

### **3.1 Հարաբերական գործակիցներով գնահատման եղանակ**

Գնահատման եղանակի վերնագիրն արդեն հուշում է, որ բիզնեսի արժեքի որոշման հիմքում ընկած է այլ կազմակերպությունների հետ համեմատությունը, ընդ որում՝ այնպիսի կազմակերպությունների հետ, որոնք ունեն իրացվելի շուկայական գին: Սա շատ նման է անշարժ գույքի շուկայում գնագոյացման գործընթացին, երբ գույքի գինը որոշվում է նոր վաճառված և վաճառքի հանված նմանատիպ գույքերի գների հետ համեմատության միջոցով: Առհասարակ, ցանկացած շուկայում գնորդը կամ վաճառողը իրենց որոշումը հիմնում են շուկայում ընթացող գործընթացների վրա: Իհարկե, երբեմն կնքվում են գերսուբյեկտիվ գործարքներ, որոնք հնարավոր են նաև կազմակերպության առքուվաճառքի ժամանակ, սակայն դրանք օրինաչափ բնույթ չեն կրում և արժանի են առանձնակի քննարկման:

Այսպիսի բնութագրումը ենթադրում է երեք հիմնական քայլեր.

- գտնել համեմատելի ակտիվը կամ ակտիվները<sup>46</sup>, որոնք շուկայի կողմից գնահատված են,
- որոշել այդ ակտիվների համեմատության լավագույն ցուցանիշները,
- հիմնավոր կերպով գնահատել ընտրված ակտիվի արժեքը՝ հիմնվելով ընտրված ցուցանիշների օգնությամբ կառուցված հարաբերական գործակիցների վրա:

Պետք է նկատել, որ այս և դիսկոնտավորման եղանակների մեջ առկա են սկզբունքային տարբերություններ: Դիսկոնտավորման

<sup>46</sup> Այստեղ կիրառվում է «ակտիվ» տերմինը՝ նպատակ ունենալով ընդգծել այն հանգամանքը, որ այս եղանակի օգնությամբ կարելի է գնահատել բոլոր ներդրումային ակտիվները, որոցից ակնկալվում է օգուտներ:

Ժամանակ մենք գնահատում ենք կազմակերպության՝ ապագայում դրամական միջոցներ գեներացնելու ներուժը: Իսկ հարաբերական գործակցի ժամանակ փորձում ենք հասկանալ կազմակերպության գինը՝ դիտարկելով, թե նմանատիպ ակտիվի համար որքան են վճարում արդեն ձևավորված շուկայում:

Ակնհայտ է, որ շուկայից շատ բան է կախված: Կախված սպասումներից և տնտեսական իրավիճակից՝ կարող են դիսկանտավորման և հարաբերական եղանակներով գնահատման արդյունքները էապես տարբերվել: Սակայն երկարաժամկետ հատվածում դրանք զուգամիտում են իրար, քանի որ շուկայում ոչ օբյեկտիվ գործոնները չեն կարող երկարատև ազդեցություն ունենալ:

Հարաբերական եղանակի կիրառությունը մի քանի պարզ պատճառով գերազանցում է դիսկոնտավորմանը: Համապատասխան շուկաների առկայությունը հնարավորություն է ընձեռում օպերատիվ կերպով հանգել գնահատման արդյունքների, ինչն էական նշանակություն ունի ձեռնարկատիրության միջավայրում ժամանակակից դինամիկ փոփոխությունների իմաստով: Պահանջվող տվյալների քանակը էապես զիջում է դիսկոնտավորման եղանակների կիրառման ժամանակ պահանջներին: Տվյալների հասանելիությունը միկրոտնտեսագիտական վերլուծությունների ժամանակ առանցքային խնդիրներից է: Մինչդեռ հարաբերական եղանակի կիրառության ժամանակ երբեմն հնարավոր է բավարարվել անգամ հրապարակային տեղեկատվությամբ:

Իհարկե, այս եղանակը զերծ չէ նաև թերություններից: Շուկայում ներկայացված կազմակերպությունների հետ համեմատությունը գնահատականի մեջ շեշտակի արտացոլում է շուկայի տրամադրությունը, ինչն արդարացի արժեքի գերազնահատման կամ թերազնահատման ռիսկեր է առաջացնում: Ցուցանիշների ոչ ճշգրիտ ընտրությունը և գործակիցների կշիռների ընտրությունը կարող են հանգեցնել անտրամաբանական արդյունքների:

Հարաբերական եղանակի առավել հայտնի գործակիցը PE(price earnings ratio) գին-եկամուտներ գործակիցն է, որն անգամ կարելի է անվանել գործակիցների խումբ, քանի որ կախված նրանից, թե ինչն է վերցվում որպես եկամուտ՝ գործակցի մեծությունը փոխվում է: Տարանջատում են մեկ բաժնետոմսին բաժին ընկնող ընթացիկ<sup>47</sup>, տարեկան, ապագայի և այլ տեսակի եկամուտներ: Ընդունված է վերջին եռամսյակի եկամուտը համարել ընթացիկ, վերջին չորս եռամսյակներինը՝ տարեկան, ապագա չորս եռամսյակներինը՝ ապագա եկամուտներ:

Եկամուտներ-գին PE գործակցի ամենաընդհանուր բանաձևը կլինի.

$$PE = \frac{MPPS}{EPS}, \quad (50)$$

որտեղ *MPPS*(market price per share)-ը մեկ բաժնետոմսի շուկայական արժեքն է, *EPS*-ը՝ մեկ բաժնետոմսին բաժին ընկնող եկամուտը: Եթե կազմակերպությունը բաժնետիրական չէ, ունի մեկ կամ մի քանի սեփականատերեր, ապա այս ցուցանիշը հնարավոր է հաշվարկել ամբողջ կազմակերպության վրա՝ շուկայական արժեքը բաժանելով ընդհանուր եկամուտներին:

Անհրաժեշտ է հաշվի առնել այն հանգամանքը, որ ոչ հանրային, ոչ բաժնետիրական ընկերությունները ներկայացված չեն արժեթղթերի շուկաներում, ինչը բարդացնում է շուկայական արժեքի ստացման գործընթացը: Այդ դեպքում անհրաժեշտ է բիզնեսի գնահատման այլ եղանակներով ունենալ բիզնեսի արժեքը, այնուհետև կիրառել այն գին-եկամուտներ գործակցի մեջ:

Այս պատճառով է նշվում, որ հարաբերական գործակիցների եղանակը կիրառելի է իրացվելի շուկաներում և հանրային հազմակերպությունների համար:

<sup>47</sup> Current EPS, Trailing EPS, Forward EPS and etc.

Հաջորդ հարաբերական գործակիցը գին-հաշվեկշռային արժեք P/B<sup>48</sup>-ն է, որը մեկ բաժնետոմսի շուկայական գնի և մեկ բաժնետոմսին բաժին ընկնող հաշվեկշռային արժեքի հարաբերությունը է: Կազմակերպության հաշվեկշռային արժեքը ակտիվների և պարտավորությունների տարբերությունն է, որը հաճախ անվանում են նաև բաժնետերերի կամ փայտերերի կապիտալ:

Բիզնեսի գնահատման նպատակով հաճախ օգտագործում են գին-հասույթ P/S<sup>49</sup> գործակիցը: Այս գործակիցը նաև անվանում են գին-վաճառք գործակից՝ հաշվի առնելով, որ հասույթը ձևավորվում է վաճառքից: Այս գործակիցը ևս հաշվարկվում է մեկ բաժնետոմսի հաշվով, սակայն այն կարելի է ընդհանրացնել ողջ կազմակերպության վրա:

Բերված գործակիցները հիմնական են և օգտագործվում են բիզնեսի հարաբերական գործակիցների գնահատման ժամանակ: Սակայն կոնկրետ բիզնեսի ոլորտից, ճյուղից ելնելով՝ այլ գործակիցների հաշվարկման անհրաժեշտություն է առաջանում: Դրանք կարող են լինել ինչպես ստանդարտացված, ինչպիսիք են գին-հիմնական միջոցներ, գին-աշխատողների քանակ, գին-պատվերների թիվ, այնպես էլ ոչ ստանդարտ՝ գին-կայքի դիտորդների քանակ, գին-արտադրված էներգիա և այլն:

Ակնհայտ է, որ գործակիցները պատահական չեն որոշվում և կիրառվում: Դրանց ընտրությունը կախված է տվյալ ոլորտում կամ բիզնեսում գործակցի կարևորությունից: Արդեն նշվել է, որ բիզնեսի արժեքի որոշման մեջ կարևոր նշանակություն ունեն արժեքաստեղծ խթանները<sup>50</sup> կամ շարժիչները: Ոչ ստանդարտ գործակիցները բնութագրում են այդ շարժիչների առկայության և օգտագործման ինտենսիվությունը:

---

<sup>48</sup> Price to Book Value

<sup>49</sup> Price to Sale

<sup>50</sup> Value Drivers

Եթե օգտագործվում են բազմաթիվ գործակիցներ, որոնց ազդեցությունները գնի վրա տարբեր են, ապա գնի որոշման մեջ դրանք տարբեր կշիռներով են մասնակցում՝ ելնելով գնահատվող բիզնեսում գործակիցների կարևորության աստիճանից:

### 3.1.2 Համեմատական ֆիրմայի ընտրության հիմնահարցը

Հարաբերական գործակիցների օգտագործումը ենթադրում է համեմատելի կազմակերպության ընտրություն: Այստեղ ուսումնասիրվող խնդիրը հանգում է նրան, որ որքան էլ կազմակերպության ընտրությունը մանրակրկիտ լինի գնահատվող և համեմատվող կազմակերպությունների միջև, այնուամենայնիվ, կմնան էական տարբերություններ: Երբ համեմատական կազմակերպությունը դիտարկվում է նույն ոլորտում, նույն բինեսով զբաղվողների միջև, սխալվելու հավանականությունը մեծ է, եթե ներքին վերլուծություն չիրականացվի:

Համեմատական կազմակերպությունը այն է, որի կանխիկ հոսքերը, աճի ներուժը և ռիսկերը համանման են գնահատվողի հետ: Այսինքն՝ առաջ է մղվում ոչ թե կամակերպության գործունեության ճշգրիտ նույնությունը, այլ դրանց տնտեսական բնութագրիչները: Սակայն դրանց պետք է կապի նաև ապագայի համընդհանուր տեսլականը: Կարելի է համեմատել, օրինակ, տեղեկատվական ոլորտի կազմակերպությունը կապի ոլորտի հետ, եթե դրանց կանխիկ հոսքերը, աճի ներուժը և ռիսկերը համանման են:

Վերոնշյալ ցուցանիշները անտեսում են մի հանգամանք, որն էապես կարող է աղդել բիզնեսի արժեքի վրա: Համեմատվող կազմակերպությունները մասշտաբային նշանակալի տարբերություններ չպետք է ունենան: Անգամ կանխիկ հոսքերի, աճի ներուժի և ռիսկերի նույնության պարագայում, մասշտաբով միմյանցից էապես տարբերվող կազմակերպությունների համեմատությունը կարող է հանգեցնել գնահատման շեշտակի շեղման: Մասշտաբից կախված կազմակերպության նպատակները, նշանակությունը և անկանխատեսելի ռիսկերը փոխվում են:

Հարաբերական գործակիցների եղանակը բավական հեշտ է կիրառել, եթե ոլորտում գործում են բազմաթիվ



կազմակերպություններ՝ նույն գործառույթներով, թողարկման ծավալներով և խնդիրներով: Միացյալ Նահանգներում հնարավոր է գտնել բազմաթիվ ընկերություններ, որոնք ներկայացված են արժեթղթերի շուկայում և զբաղվում են համանման գործունեությամբ: Համեմատական կազմակերպության լավագույն ընտրությունն անգամ հանգում է որոշ տարբերությունների, որոնք գնահատման ժամանակ պետք է կառավարել:

Կազմակերպությունների մեջ տարբերությունների ազդեցության նվազեցման համար կարելի է օգտագործել մի քանի համեմատական կազմակերպությունների տվյալներ: Օրինակ գին-եկամուտ PE գործակիցը դիտարկելիս ցանկալի է համեմատել նույն ռիսկայնությունն ունեցող կազմակերպությունների տվյալներ, որոնք ամփոփում են ոլորտի առանձնահատկությունները:

Հասկանալի է, որ արժեքի գնահատման համար ընտրվող հարաբերական գործակիցները պետք է արտահայտեն բիզնեսն ամբողջությամբ: Այդ նպատակով սովորաբար օգտագործվում են հետևյալ գործակիցները.

### Գին-եկամուտներ (P/E, Price/Earnings)

$$P_{i,t} = E_{i,t} * \left(\frac{P}{E}\right)_{i,t}, \quad (51)$$

որտեղ  $P_{i,t}$ -ն  $i$  ակտիվի գնահատվելիք գինն է  $t$  պահին,  $E_{i,t}$ -ն՝  $i$  ակտիվի եկամտաբերությունը  $t$  պահին,  $\left(\frac{P}{E}\right)_{i,t}$ -ն՝  $i$  ակտիվի համեմատելի գին/եկամուտ գործակիցը  $t$  պահին:

### Գին-հաշվեկշռային արժեք (P/B, Price/Book Value)

$$P_{i,t} = B_{i,t} * \left(\frac{P}{B}\right)_{i,t}, \quad (52)$$

որտեղ  $P_{i,t}$ -ն  $i$  ակտիվի գնահատվելիք գինն է  $t$  պահին,  $B_{i,t}$ -ն՝  $i$  ակտիվի հաշվեկշռային արժեքը  $t$  պահին,  $\left(\frac{P}{B}\right)_{i,t}$ -ն՝  $i$  ակտիվի համեմատելի գին/հաշվեկշռային արժեք գործակիցը  $t$  պահին:

**Գին-կանխիկ հոսքեր (P/CF, Price/Cash Flow)**

$$P_{i,t} = CF_{i,t} * \left(\frac{P}{CF}\right)_{i,t}, \tag{53}$$

որտեղ  $P_{i,t}$ -ն  $i$  ակտիվի գնահատվելիք գինն է  $t$  պահին,  $CF_{i,t}$ -ն՝  $i$  ակտիվի կանխիկ հոսքերը  $t$  պահին,  $\left(\frac{P}{CF}\right)_{i,t}$ -ն՝  $i$  ակտիվի համեմատելի գին/կանխիկ հոսքեր գործակիցը  $t$  պահին:

**Գին-վաճառք (P/S, Price/Sales)**

$$P_{i,t} = S_{i,t} * \left(\frac{P}{S}\right)_{i,t}, \tag{54}$$

որտեղ  $P_{i,t}$ -ն  $i$  ակտիվի գնահատվելիք գինն է  $t$  պահին,  $S_{i,t}$ -ն՝  $i$  ակտիվի ձևավորած վաճառքները  $t$  պահին,  $\left(\frac{P}{S}\right)_{i,t}$ -ն՝  $i$  ակտիվի համեմատելի գին/վաճառքներ գործակիցը  $t$  պահին:

### 3.2 Առկա ակտիվներով հաշվեկշռային և գնագոյացման եղանակներ

Բիզնեսի գնահատման արդեն դիտարկված եղանակները ուշադրությունը կենտրոնացնում են կազմակերպության գործունեության արդյունքների վրա, սակայան ֆիզիկական հարթության վրա կազմակերպությունը ակտիվների և պարտավորությունների ամբողջությունն է, որի տեսանելի արժեքը անմիջականորեն կապված է այդ ակտիվների հետ: Այսպիսի մոտեցումը բիզնեսի գնահատման մեջ անվանում են ակտիվների վրա հիմնված (asset based) գնահատում:

Եթե եկամուտների դիսկոնտավորման և համեմատական գործակիցների եղանակները հիմնականում օգտագործում են ֆինանսական արդյունքի մասին հաշվետվությունը, ապա ակտիվներով գնահատումը հիմնվում է կազմակերպության հաշվեկշռի վրա: Այս եղանակի ժամանակ գնահատումը կարող է ուղղորդվել չորս հիմնական ուղղություններով.

- ընդհանուր ակտիվներ,
- ընդհանուր երկարաժամկետ տոկոսադրույքով պարտքը (interest-bearing debt) և սեփականատերերի կապիտալը,
- սեփականատերերի ընդհանուր կապիտալը,
- սեփականատերերի կապիտալի առանձին հատվածը:

Վերևում նշված նպատակադրումներից յուրաքանչյուրը համարվում է բիզնեսի գնահատման էական նպատակադրում, որոնց արդյունքում ստացվում է բիզնեսի տարբեր արժեքներ: Այդ արդյունքներն ունեն կիրառական և տեսական նշանակություն բիզնեսի անցումային փուլերում:

Քիզնեսի գնահատման ակտիվների եղանակը ընդգծում է մի հանգամանք, որ այլ եղանակներ գրեթե անտեսում են: Պետք է տարբերել քիզնեսը կազմակերպությունից: Կազմակերպությունն ու քիզնեսը հաճախ նույնականացվում են, սակայն կազմակերպությունը կարող է ունենալ տարբեր քիզնեսներ, այս իմաստով իհարկե նաև տարբերվում է քիզնեսի արժեքի գնահատումը կազմակերպության արժեքի գնահատումից: Սույն աշխատությունում հաճախ այդ երկու տերմինները իրար հոմանիշներ են օգտագործվում

## ԹԵՄԱ 4: Բիզնեսի գնահատման քայլերը

### 4.1. Տվյալների հավաքագրում

Բիզնեսի գնահատման ցանկացած նպատակ՝ առքուվաճառքի, բաժանման, նվիրատվության կամ հարկերի հաշվարկման գործընթացները ենթադրում են տվյալների մեծ պաշարի հետ առնչություններ: Ակնհայտ է, որ կազմակերպության ներսից բխող նպատակների ժամանակ առկա է գրեթե բոլոր անհրաժեշտ տեղեկությունը տվյալ բիզնեսի վերաբերյալ: Սակայն նույն իրավիճակը չէ, երբ պատվիրատուն դրսից է, և գնահատումը պետք է իրականացվի սահմանափակ տեղեկատվության պայմաններում: Անգամ առաջինի դեպքում էլ կարող են ծագել դժվարություններ, եթե կազմակերպությունը չի վարում պատշաճ հաշվապահական հաշվառում:

Բացի կազմակերպության վերաբերյալ տվյալներից, անհրաժեշտ է ոլորտի, տնտեսության, հիմնական ռեսուրսների գների և ապագայում դրանց դինամիկայի վերաբերյալ տեղեկություն:

Անհրաժեշտ տեկատվությունը պետք է **հավաքագրվի, վերլուծվի և կիրառվի**: Այս երեք փուլերի վրա էապես ազդում է գնահատման նպատակը՝ դրանից է կախված այս կամ այն տեղեկատվության կշիռը գնահատման գործում: Օրինակ, ընտանիքի անդամների միջև առքուվաճառքի դեպքում գնահատվող փոփոխականները էապես կարող են տարբերվել այլ, ոչ բարեկամ սուբյեկտների դեպքում: Օրենսդրությունը կարող է սահմանել տեղեկատվության հատուկ պաշտպանության մակարդակ, հաշվապահական տեղական մակարդակից անցում միջազգային չափորոշիչներին, կազմակերպության համար առանցքային մարդկանց նկատմամբ կարող է սահմանված լինել ապահովագրության հատուկ պայմաններ:

Եթե ամփոփենք, ապա կարելի է ասել, որ միակ ճշգրիտ կատեգորիան տվյալների հետ աշխատանքում «սխալն» է, քանի որ բոլոր ճիշտ եզրահանգումները գնահատողի փորձի վրա հիմնված կարծիքն է: Այդ պատճառով կազմակերպության արժեքի գնահատման նպատակով պետք է հավաքագրել տարբեր՝ իրար հակակշռող աղբյուրների տեղեկատվություն, ինչը հնարավոր է իրականացնել հետևյալ քայլերով:

1. Տիրապետել կազմակերպության պատմությանը: Առանցքային նշանակություն ունեն կանոնադրությամբ և պայմանագրերով տարբեր սեփականատերերի միջև գոյություն ունեցող հարաբերությունները, դրանք կարող են գնահատման համար կառուցվածքային դերակատարություն ունենալ: Կանոնադրությամբ կարող են սեփականատերերի համար սահմանված լինել հատուկ պայմաններ, անգամ, նրանց կողմից կազմակերպության փայաբաժինների վաճառքի դեպքում: Պետք է պարզել, թե դրանք որքանով են համապատասխանում ոլորտը կարգավորող տեղական և միջազգային օրենսդրությանը: Կազմակերպության խորհրդի նիստերի արձանագրությունները հնարավորություն կտան պարզելու բիզնեսի առաջնահերթությունները, խնդիրները և սեփականատերերի միջև հարաբերությունները: Չնայած միշտ չէ, որ կազմակերպությունները արձանագրում են խորհրդի նիստերը և արխիվացնում դրանք: Այդ դեպքում պատմության գրավոր վերականգնումը պետք է իրականացնի գնահատողը:
2. Պետք է հավաքագրել այն տեղեկատվությունը, որը կարող է հնարավոր ազդեցություն ունենալ ներկա և ապագա արժեքների վրա՝ օրենսդրական հիմնավորումներ, հեղինակային իրավունքներ և պատենտներ, վարձատվություններ և լիզինզներ, անցյալ և ներկա

ապրանքների, ծառայություններ գնային  
 ռազմավարություններ, մեծածախ վաճառքի  
 քաղաքականություն: Այսինքն՝ այն բոլոր իրավական և  
 պաշտոնական փաստաթղթերն ու տեղեկությունը, ինչը  
 հնարավորություն կտա հստակ նկարագրել  
 կազմակերպության գործունեության բնույթը,  
 գործառնությունը ներքին տեսանկյունից:

3. Պետք է ունենալ առնվազն վերջին 3-5 տարիների շահույթի  
 (վնասի) պաշտոնական հաշվետվությունները և հաշվեկշիռը:  
 Դրանց հիմքի վրա պետք է նկարագրվի բիզնեսի  
 գործառույթներում սեփականատերերի  
 դերակատարությունները: Կանխիկ հոսքերը ապահովող  
 բոլոր հավաստող փաստաթղթերը անհրաժեշտ են դրանց  
 իսկությունը և պարբերականությունը պարզելու համար:
4. Ցանկալի է մրցակիցների վերաբերյալ հավաքագրել  
 ապրանքի, գնի, ծառայությունների և դրանց իրացման  
 եղանակների մասին մանրակրկիտ տեղեկատվություն: Դա  
 կարող է ահգամ ենթադրել գնահատողի կողմից  
 մրցակիցների բարիքներից օգտվելու  
 պայմանավորվածություն: Այս վերլուծության արդյունքում  
 ստանում ենք դիտարկվող կազմակերպության մրցակցային  
 դիրքը և դինամիկան:
5. Անհրաժեշտ է կազմել գույքի, սարքավորումների,  
 հարմարանքների և բիզնեսին ամրակցված այլ ակտիվների  
 ցուցակն ու գնահատված արժեքները: Որոշ դեպքերում  
 պահանջվում է նաև այդ գնահատականների վերաբերյալ  
 արտաքին փորձագետների եզրակացությունը:
6. Պետք է ձեռքի տակ ունենալ բիզնեսի սեփականություն  
 համարվող անշարժ գույքի ցանկն ու գնահատված  
 արժեքները: Այս դեպքում ևս կարող է պահանջվել անկախ  
 գնահատողի եզրակացություն:

7. Հավաքագրված տեղեկատվությունը պետք է մասնագիտական վերանայման ենթարկվի՝ համատեղելով սեփականատերերի հետ խորը բովանդակային հարցազրույցներով, որոնց ընթացքում պետք է պարզել.

- ինչպես է կազմակերպությունը գործել՝ ներառյալ առանձնակի խնդիրները և լուծումները,
- բացահայտել սեփականատերերի տեսլականը՝ կազմակերպության ապագայի վերաբերյալ,
- մատնանշել այն պլանները, որոնք նպատակադրված են եղել, սակայն չեն իրագործվել (առանձնակի ուշադրության է արժանի այդ անհաջողությունների պատճառները),
- առանձնացնել հիմնական հմտությունների և որակների ամբողջությունը, որը անհրաժեշտ է տվյալ բիզնեսում հաջողության հասնելու համար,
- սեփականատերերի հետ համաձայնեցնել այն բացակայող հմտությունները, որոնք կարող էին օգտագործվել անցած գործառություններում,
- սեփականատերերի և գլխավոր մենեջերների հետ համաձայնեցնել կազմակերպության արժեքները և բիզնեսի արժեքի գնահատման նպատակները:

8. Հավաքագրել համեմատելի շուկայական տվյալներ տեղական, տարածաշրջանային, ազգային մակարդակներով:

Տվյալների համալրման վերոնշյալ փուլերից հետո անհրաժեշտ է տվյալների խմբավորում, վերլուծություն, հարցադրումներ և վերջապես՝ արժեքի գնահատում:



## Օգտագործված և առաջարկվող գրականություն

1. Ասատրյան Բ., Բանկային գործ, Գիր, 2013
2. Ավետիսյան Վ., Ընկերության և նրա բաժնետերերի շահերի պաշտպանության հարցերը ՀՀ-ում, ԵՊՀ տնտեսագիտության ֆակուլտետի տարեգիրք, 2012, էջ 531-537
3. Արշակյան Ա., Գասպարյան Հ., Ներդրումային հոսքերի վրա շուկայական ռիսկերի ազդեցության գնահատումը, Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա, 2002, 9(14), էջ 10-15
4. Բարսեղյան Գ., Դրամավարկային քաղաքականության դինամիկ ստոխաստիկ ընդհանուր հավասարակշռության մոդելի մշակում և գնահատում Հայաստանի տնտեսության համար, Ատենախոսություն, 2013, էջ 27-35
5. Գրիգորյան Լ., Ձեռնարկության ֆինանսական դրության վերլուծություն, Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա, 2002, 9(14), էջ 36-38
6. Դավոյան Ս., Մարկոսյան Ա., Սարգսյան Հ., Վերափոխումները անցումային երկրների տնտեսություններում, Տիգրան Մեծ, Երևան, 2003
7. Եղիազարյան Ա., «Բիզնեսի գնահատման հիմնախնդիրները ՀՀ-ում», Լրաբեր Հայաստանի ճարտարագիտական ակադեմիայի, հատոր 9, համար 2, 2012:
8. Եղիազարյան Ա., «Մասնավոր բիզնեսի արժեքի գնահատման փոփոխականների հաշվարկը ՀՀ-ում», Լրաբեր Հայաստանի ճարտարագիտական ակադեմիայի, հատոր 9, համար 4, 2012:
9. Եղիազարյան Ա., «Ռիսկից զուրկ տոկոսադրույքը բիզնեսի արժեքի գնահատման մեջ ՀՀ տնտեսության օրինկաով», Լրաբեր Հայաստանի ճարտարագիտական ակադեմիայի, հատոր 10, համար 2, 2013:
10. Թամազյան Ա., Ձեռնարկատիրական ռիսկի գնահատման մեթոդական որոշ մոտեցումներ, ՀՀ ԳԱԱ տնտեսագիտության ինստիտուտ, ՀՀ ԳԱԱ 70-ամյակին նվիրված գիրք, Երևան, 2013, էջ 80-106
11. Թորոսյան Թ., Հայրապետյան Գ., ՀՀ արտաքին տնտեսական կապերը ԵՄ հետ Բանբեր Երևանի պետական համալսարանի, 2009, 3(123)
12. Հակոբյան Տ., Ներդրումային միջավայրի ակտիվացման հիմնախնդիրները ԼՂՀ-ում, Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա, 2002, 9(14), էջ 38-40
13. Հայաստանի վիճակագրական տարեգիրք 2013, Հայաստանի Հանրապետության Ազգային Վիճակագրական Ծառայություն, Երևան 2013

14. Հարությունյան Ա., Կապիտալ ներդրումների կառուցվածքային վերլուծություն և համեմատական զուգահեռներ ԱՊՀ երկրների հետ, Հայաստան. ֆինանսներ և էկոնոմիկա, 2002, 9(14), էջ 22-25
15. ՀՀՀՀՍ ուղեցույց, ՀՀ ֆինանսների և էկոնոմիկայի նախարարություն, 2013
16. Մարգարյան Ա., Պարտքային բեռի գնահատման հարցի շուրջ, Բանբեր Հայաստանի պետական տնտեսագիտական համալսարանի, 2008, 2(14), էջ 50-58
17. Միքայելյան Ա., Խաչատրյան Գ., Բաղանյան Ք., Աուդիտ և ներքին վերահսկողություն, Հայաստանի հաշվապահների և աուդիտորների ասոցիացիա, Երևան, 2002, էջ 1-13
18. Մոսիկյան Ա., Կորպորատիվ գործարքներում մտավոր սեփականության գնահատման հարցի շուրջ, Բանբեր Երևանի պետական համալսարանի, 2004, 3(114), էջ 79-87
19. Սարգսյան Հ., Տնտեսության զարգացման հիմնահարցեր, *Հայաստանի զարգացման ուղիվազներ*, Երևան, Զանգակ, 2002, էջ
20. Սարգսյան Տ., Փոխարժեքի դերը դրամավարկային քաղաքականության մեջ, Ֆենոմեն հրատարակչություն, Երևան, 2008, էջ 66-76
21. Бухвалов А. В., Смирнов М. В., <<Круглый Стол «Корпоративное Управление И Оценивание Компаний: Актуальные Проблемы И Программа Исследований», Российский журнал менеджмента Том 4, № 4, 2006. С. 138–140.
22. Волков Д. Л., Гаранина Т. А., “Оценивание интеллектуального капитала российских компаний” Санкт-Петербургский государственный университет Научно-исследовательский институт менеджмента, 2006, Санкт-Петербург, стр. 12-15.
23. Щербаков В.А., Щербакова Н.А. “Оценка стоимости предприятия (бизнеса)”, 2006, ОМЕГА-Л, Москва.
24. “Issues in valuation of privately held firms”, Department of Accounting and Auditing, 2000, Copenhagen Business School, Frederiksberg, Denmark.
25. Abbasinejad, H., Izadmusa, V., “The Risk Free Rate of Financial Markets, as an Unobservable rate”.
26. Abel, A., Blanchard, O., “The Present Value of Profits und Cyclical Movements in Investment”, National Bureau of Economic Research, 1983, Cambridge, pp 1-18.
27. Abrahams, J., “Quantitive Business Valuation”, 2010, John Wiley & Sons, Inc.
28. Ali Tirmizi, M., Ahmad, M., “Impact of retained earnings on the maximization of firm value and shareholders wealth”, 2012, African Journal of Business Management, pp. 1833-1843.

29. Asad, M., Topal, E., "Net present value maximization model for optimum cut-off grade policy of open pit mining operations", 2011, The Journal of The Southern African Institute of Mining and Metallurgy, Volume 11, pp. 741-750.
30. Bistrova, J., Lace, N., "Defining Key Factors to Sustain Maximum Shareholder Value", 2012, Riga.
31. Black, F., Scholes, M., "The Pricing of Options and Corporate Liabilities", 1973, The Journal of Political Economy, Vol. 81, No. 3, pp. 637-654.
32. Blume, M., "On the assessment of risk". 1971, Journal of Finance, 26, pp. 1-10.
33. Boer, P., "Technology Valuation Solutions", 2004, John Wiley & Sons, Inc.
34. Bond, S., Klemm, A., Vlieghe, G., "The roles of expected profitability, Tobin's Q and cash flow in econometric models of company investment", 2003, Bank of England.
35. Brueckner, J., "Property Value Maximization and Public Sector Efficiency". 2011, University of Illinois at Urbana-Champaign.
36. Christoffersen, P., Diebold, F., "Cointegration and Long-Horizon Forecasting", 1998, Journal of Business and Economic Statistics, 16, pp. 450-458.
37. Cohen, K., Hawawini, G., Maier, S., Schwartz, R., Whitcomb, D., "Friction in the trading process and estimation of systematic risk", 1983, Journal of Financial Economics, 12, pp. 263-278.
38. Component of Capital Asset Pricing Model", 2011 International Research Journal of Finance and Economics ISSN 1450-2887 Issue 73.
39. Corhay, A., "The intervalling effect bias in beta: A note", 1992, Journal of banking and Finance, 16, pp. 61-73.
40. Damodaran, A., "Investment Valuation", 2008, John Wiley & Sons, Inc, pp. 16-81, 211-341.
41. Dimson, E., "Risk measurement when shares are subject to infrequent trading", 1979, Journal of Financial Economics, 7, pp. 197-206.
42. Dimson, E., Marsh, P., "The stability of UK risk measures and the problem of thin-trading", 1983, Journal of Finance, 38, pp. 753-783.
43. Drazen, A., "Investment theory". Lecture notes v12, 2008, University of Maryland.
44. "Econometric analyse for scenario based planning". 2012, Deloit Development LLC.
45. Eklund, J., "Theories of Investment: A Theoretical Review with Empirical Applications", Working paper 22, 2009, Shwedish entrepreneurship forum.
46. Fama, E., French, K., "The CAPM: Theory and Evidence", 2003, Amos Tuck School of Business at Dartmouth College Working Paper pp. 3-26.
47. Gentry, J., "Learning About Intrinsic Valuation With the Help of an Integrated Valuation Model", 2003 Dublin.

48. Gilbert, E., "Misuse of Control Premiums in Delaware Appraisals", 2008, American Society of Appraisers, Business Valuation Review, Volume 27, Number 2.
49. Gordon, M., "Dividends, Earnings, and Stock Prices", The Review of Economics and Statistics, Vol. 41, No. 2, Part 1 (May, 1959), pp. 99-105.
50. Graham, B., Dodd, B., "Security Analysis", 2009, McGraw Companies, Inc., pp. 28-112.
51. Granger, C., Jeon, Y., "Long-term forecasting and evaluation", International Journal of Forecasting 23 (2007), pp. 539-551.
52. Grossman, S., Stiglitz, J., "On Value Maximization and Alternative Objectives of the Firm" The Journal Of Finance, Vol. Xxxii, No. 2, 1977.
53. Gu, C., Wahba, G., "Minimizing GCV/GML scores with multiple smoothing parameters via the newton method", 1991, SIAM Journal of Scientific and Statistical Computing, 12, pp. 383-398.
54. Hackel, K., "Security Valuation and Risk Analysis", 2011, The McGraw-Hill Companies, Inc.
55. Harris, R., Pringle, J., "Risk-adjusted discount rates – extensions from the average risk case", 1985, The Journal of Financial Research, Vol. 8, pp. 237-244.
56. Hass, W., Pryor, Sh., "12 Basic Principles for Better Cash Flow Planning and Forecasting", CCH, 2006, Chicago, pp. 540-620.
57. Hastie, T., "Pseudosplines", 1996, Journal of the Royal Statistical Society B, 58, pp. 379-396.
58. Hastie, T., R. Tibshirani, "Generalized additive models", 1990, Monographs on Statistics and Applied Probability, Chapman and Hall, London.
59. Hastie, T., R. Tibshirani, "Varying coefficient models", 1993, Journal of the Royal Statistical Society B, 55, pp. 757-796.
60. Hyndman, R., "Business forecasting methods", 2009, University of Melbourne.
61. Initiative Europe (2005). "European Buyouts 2004: Strong volumes provide record value", Europe Buyout Review (Report), 1-13.
62. Ireland, P., "The Necessity of the Transversality Condition at Infinity: A (Very) Special EC720.01 - Math for Economists, Case" 2010, Boston College, Department of Economics.
63. Jakobsen, M., "How do we value private companies?" 2010, University of Agder, Kristiansand, pp 12-25.
64. Jalilvand, A., Harris, R., "Corporate Behavior in Adjusting to Capital Structure and Dividend Targets: An Econometric Study," 1984, Journal of Finance, 39(1), pp. 127-145.

65. Jarrell, G., Poulsen, A., "The returns to acquiring firms in tender offers. Evidence from three decades", 1989, *Financial Management*, 18, pp. 12-19.
66. Jensen, M., "Value Maximization and the Corporate Function", 2010, Harvard Business School.
67. Jorg, P., Loderer, C., Roth, L., "Shareholder Value Maximization: What Managers Say and What They Do", 2003, University of Bern.
68. Jorion, P., Goetzmann, W., "A century of global stock markets", 2000, Working Paper, National Bureau of Economic Research.
69. Kauermann, G., J. Opsomer, "Generalized cross-validation for bandwidth selection of backfitting estimates in generalized additive models," 2004, *Journal of Computational and Graphical Statistics*, 13, pp. 66-89.
70. Kazlauskienė, V., Christauskas, Č., "Business Valuation Model Based on the Analysis of Business Value Drivers", 2008, ISSN 1392-2785 *ENGINEERING ECONOMICS*, No 2 (57).
71. Kilian, L., Baumeister, C., "Real-Time Analysis of Oil Price Risks Using Forecast Scenarios". 2012, Bank of Canada, pp. 4-55.
72. Kinrick, J., Hsu, M., "Can A Reasonable Royalty Ever Be Zero?" 2011, Intellectual Property Today MAY, pp. 1-4
73. Kodukula, P., Papudesu, C., "Project Valuation Using Real Options", 2006, J. Ross Publishing, Inc., pp. 45-73.
74. Kooli, M., Kortas, M., L'Her, J., "A new examination of the private company discount: The acquisition approach", 2003, *The Journal of Private Equity*, Summer.
75. Lafourcade, P., " Valuation, Investment and the Pure Profit Share", 2003, Board of Governors of the Federal Reserve System of USA.
76. Lang, L., Walking, R., "Managerial performance, Tobin's Q and the gains from successful tender offers" 1989, *Journal of Financial Economics*, 24, pp. 137-154.
77. Laro, D., Pratt, Sh., "Business Valuation and Taxes", 2005, John Wiley & Sons, Inc., pp. 5-40.
78. Lazaridis, I., "Capital budgeting practices: A survey in the firms in Cyprus", 2004, *Journal of Small Business Management*, October, 42, pp. 427-433.
79. Lazonick, W., O'Sullivan, M., "Maximizing Shareholder Value: A New Ideology for Corporate Governance". *Economy and Society* Volume 29 number 1, 2003, Washington.
80. Levin, J., Olsson, P., "Company valuation with periodically adjusted cost of capital", 1995, working paper, Stockholm School of Economics.

81. Lin, B., Dong, B., Li, X., "Forecasting Long-run Coal Price in China: A Shifting Trend Time Series Approach", 2010, Faculty of Washington, pp. 4-19.
82. Madden, B., "CFROI® Valuation, Efficient Markets, and Behavioral Finance Forthcoming Valuation Issues", 2004, Butterworth-Heinemann.
83. Matsusaka, J., "Corporate Diversification, Value Maximization, and Organizational Capabilities". 2001, University of Southern California, pp. 409-431.
84. Mayers, D., "Nonmarketable assets and the determination of capital asset prices in the absence of a riskless asset", 1973, Journal of Business, 46, pp. 258-267.
85. McCallum, T., "Valuation of a business" 2005, Professional Development Network, CGA.
86. McNees, S., "How Large Are Economic Forecast Errors", 1992, New England Economic Review, pp. 25-42.
87. Mercer, C., "An Integrated Theory of Business Valuation", 2002 ASA/CICBV 5th Joint Advanced Business Valuation Conference, Orlando, Florid.
88. Neufville, R., "Real Options: Dealing with Uncertainty in Systems Planning and Design", 2003, Integrated Assessment, Vol. 4, No.1, pp.26-34.
89. O'Hanlon, B., "Do One Thing Different", 2000, William Morrow And Company, Inc.
90. Park, H., Han, S., Russell, J., "Cash Flow Forecasting Model for General Contractors Using Moving Weights of Cost Categories", 2005, Journal of Management in Engineering, New York. 341-521
91. Parker, J., " Theories of investment expenditures". Economics 314 Coursebook, 2010, Chicago, pp. 15-51.
92. Pereiro, L., "The valuation of closely-held companies in Latin America", Center for Entrepreneurship & Business Venturing Universidad Torcuato Di Tella Miñones 2177, 1428 Buenos Aires, Argentina.
93. Porter, M., "How competitive forces shape strategy", 1980, THE MCKINSEY QUARTERLY, pp. 34-50.
94. Pratt, S., Niculita, A., "Valuing a Business", McGraw Hill, New York.
95. Rawley, T., Benton, E., "The Valuation Handbook", 2010, John Wiley & Sons, Inc.
96. Reilly, R., Schweih, R., "The Handbook of Business Valuation and Intellectual Property Analysis", 2004 McGraw Hill, Inc.
97. Rodney, L., "The Neoclassical Theory of Investment in Speculative Markets", 2005, University of Pennsylvania - The Wharton School.
98. Ross, S., "The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing", 1976, The Wharton School, Philadelphia, Pennsylvania, 341-360.
99. Rosseto, A., "Using scenarios in forecasting".1999, Adelaide.
100. Rothberg, A., "Cash Flow Forecasting", 2011, CFO Edge, LLC.

101. Statement of Financial Accounting Standards No. 157, 2010, Financial Accounting Standards Board, USA.
102. Taylor, F.W., "The principles of scientific management". 2006, Cosimo, New York, pp. 1-54.
103. Valuation of a Business, Business Ownership Interest, Security, or Intangible Asset, 2007, AICPA Consulting Services Executive Committee.
104. Varian, H., "Microeconomic Analysis", 1992, W. W. Norton & Company, Inc., New York.
105. Wang, Sh., Stiegert, K., "Market Value Maximization through Strategic Delegation". 2008, University of Wisconsin-Madison, pp. 5-20.
106. Wilbur, M., "A Basic Guide for Valuing a Company Second Edition", 2002, John Wiley & Sons, Inc.
107. Andrew Gelman and Jennifer Hill (2007). *Data Analysis using Regression and Multilevel/Hierarchical Models*. Cambridge University Press: Cambridge; New York, pp. 60-61.
108. H. Theil, "Economic Forecasts and Policy", Amsterdam, North-Holand, 1961, pp. 30-37.
109. H. Theil, "Applied Economic Forecasting", Amsterdam, North-Holand, 1966, pp. 26-35.
110. Business Valuation Management, Group – IV, Paper - 18, The Institute of Cost and Works Accountants of India, Kolkata , June 2010, Repro India Limited.
111. D Bradfield, On estimating the beta coefficient, Investment Analysts Journal – No. 57 2003 47 Investment Basics XLVI.

ՀԱՅԱՍՏԱՆԻ ՊԵՏԱԿԱՆ ՏՆՏԵՍԱԳԻՏԱԿԱՆ ՀԱՄԱԼՍԱՐԱՆ  
ԿՈՄԵՐՑԻԱՅԻ ԵՎ ԲԻԶՆԵՍԻ ԿԱԶՄԱԿԵՐՊՄԱՆ ԱՄԲԻՈՆ

**ԱՐԹՈՒՐ ՍԱՍՈՒՆԻ ԵՂԻԱԶԱՐՅԱՆ  
ԲԻԶՆԵՍԻ ԳՆԱՀԱՏՈՒՄ**

Կազմի ձևավորում և շարվածք՝  
Հ. Ամիրխանյանի

Տպագրվել է «Մշակ» տպագրատանը  
Չափսը՝ Ա5, թուղթը՝ օֆսեթ, ծավալը՝ 6 մամուլ  
Տպաքանակը՝ 100 օրինակ