

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო  
უნივერსიტეტი

იოსებ მამუკელაშვილი

საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზის მეთოდოლოგია და  
რეზულტირების კონცეპტუალური პრობლემები  
საქართველოს სააქციო საზოგადოებების მაგალითზე

დისერტაცია

ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორის აკადემიური ხარისხის  
მოსაპოვებლად

სამეცნიერო ხელმძღვანელი: **ელენე ხარაბაძე**  
პროფესორი

თანახელმძღვანელი: **ავთანდილ ჩუთლაშვილი**  
ასოცირებული პროფესორი

# შინაარსი

შესავალი.....	2
თავი 1. სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის არსი და რეგულირება.....	11
1.1. სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის თეორიული ასპექტები.....	11
1.2. სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის რეგულირება.....	18
თავი 2. საკუთარი კაპიტალის ანალიზის ინფორმაციული ბაზა და მაჩვენებელთა სისტემა.....	44
2.1. ფინანსური ანგარიშგება, როგორც საკუთარი კაპიტალის საინფორმაციო წყარო, მისი სრულყოფის საკითხები.....	44
2.2. საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის მაჩვენებელთა სისტემა.....	81
თავი 3. სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ანალიზი.....	103
3.1. საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურული ანალიზი, მისი ოპტიმიზაციის გზები.....	103
3.2. საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ანალიზი და მისი სრულყოფა.....	121
დასკვნა.....	172
გამოყენებული ლიტერატურის სია.....	182
დანართები.....	188

## შესავალი

**თემის აქტუალობა.** თავისუფალი საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, სააქციო საზოგადოებების განვითარებაში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს კაპიტალის სტრუქტურის ადეკვატურობა. კერძოდ, სააქციო საზოგადოებებს უნდა შეეძლოს, როგორც საკუთარი კაპიტალის გაზრდით, ასევე, მოზიდული კაპიტალით საწარმოების ფინანსირება. წინააღმდეგ შემთხვევაში, სააქციო საზოგადოებები ვერ მიღწევენ განვითარების იმ დონეს, რაც აუცილებელია ქვეყანაში დოვლათის შესაქმნელად. ზემოაღნიშნული პრობლემა განსაკუთრებით აქტუალურია ისეთ გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყანაში, როგორცაა საქართველო, რადგან გეგმიანი ეკონომიკიდან თავისუფალ საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლისას აუცილებელია კერძო სექტორმა პასუხი გასცეს სააქციო საზოგადოების ძირითად გამოწვევებს, რათა უზრუნველყოფილ იქნეს საზოგადოებების მდგრადი განვითარება. იმ შემთხვევაში თუ სააქციო საზოგადოებას საკუთარი კაპიტალის გაზრდით არ შეუძლიათ დაფინანსების მოპოვება, ისინი ფაქტობრივად იძულებული ხდებიან თავიანთი განვითარების დაფინანსება განახორციელონ მოზიდული კაპიტალით. დიდი ოდენობით სესხების აღება ვერ უზრუნველყოფს მათ განვითარებას გრძელვადიან პერიოდში, რადგან პროცენტისა და ძირითადი თანხის პერიოდული დაფარვა იწვევს საოპერაციო საქმიანობიდან ფულადი ნაკადების გადინებას. გარდა ამისა, მათმა უმეტესობამ შესაძლოა საერთოდ ვერ მოიპოვოს ბანკებისგან დაფინანსება დასაგირავებელი აქტივების არარსებობის გამო.

საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის განმსაზღვრელი გადაწყვეტილებების მისაღებად, საჭიროა სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი. გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში ფინანსური ანგარიშგების ანალიზს იყენებენ მხოლოდ მოკლევადიან პერიოდში გადაწყვეტილებების მისაღებად. მნიშვნელოვანია, რომ ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი გამოყენებულ იქნეს როგორც მოკლევადიანი ტაქტიკის შესამუშავებლად, აგრეთვე, ისეთი გრძელვადიანი სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მისაღებად, როგორცაა კაპიტალის სტრუქტურის განსაზღვრა. ზემოაღნიშნული ცხადყოფს არჩეული საკვლევი თემის აქტუალობას, რადგან საქართველოში საკუთარი კაპიტალის ანალიზი იშვიათად გამოიყენება სააქციო საზოგადოებების სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მიღებისას.

საკუთარი კაპიტალის ანალიზი პირველ რიგში უნდა აწარმოონ სააქციო საზოგადოებების მმართველებმა და აქციონერებმა სწორი ეკონომიკური გადაწყვეტილებების მისაღებად. მეორეს მხრივ, საკუთარი კაპიტალის ანალიზი აუცილებელია ინფორმაციის გარე მომხმარებლებისათვის, რათა რაციონალური გადაწყვეტილება მიიღონ სააქციო საზოგადოებების კაპიტალის ფორმირების პროცესში. იმ შემთხვევაში, თუ ინფორმაციის გარე მომხმარებლებმა ვერ მოახდინეს ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი, ქვეყანაში ვერ ჩამოყალიბდება ლიკვიდური ფინანსური ბაზარი და შიდა ინვესტორების თანხის დაბანდების ძირითადი მიმართულება იქნება საბანკო დეპოზიტებზე თანხების განთავსება ან უძრავი ქონების შექენა. ხოლო იმ შემთხვევაში თუ მენეჯერები და აქციონერები ვერ მოახერხებენ ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის შედეგად სწორი გადაწყვეტილებების მიღებას, შესაძლოა ჯანსაღმა სააქციო საზოგადოებებმა ვერ შეძლონ ფუნქციონირება. არსებობს ის შესაძლებლობაც, როდესაც ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი შეუძლია სააქციო საზოგადოების მმართველებს, მაგრამ ინფორმაციის გარე მომხმარებლებს არ აქვთ საშუალება აწარმოონ ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი: ამ შემთხვევას ეწოდება ინფორმაციული ასიმეტრიულობა და ცხადია, ესეც აზიანებს ქვეყნის ეკონომიკას.

საკუთარი კაპიტალის ფორმირებისას განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი შემდეგი გარემოებიდან გამომდინარე: მოზიდული კაპიტალის ფორმირებისას (ანუ სესხის აღების დროს) ბანკები ძირითად ყურადღებას უთმობენ კაპიტალის უზრუნველყოფებს. მაგალითისათვის, საქართველოში სესხების უზრუნველყოფის საშუალო კოეფიციენტია 222%, რაც იმას ნიშნავს, რომ ბანკები ორჯერ უფრო მეტი ღირებულების ქონებას იღებენ უზრუნველყოფად სესხის გაცემის დროს, ხოლო ინვესტორები, რომლებიც საკუთარ კაპიტალში ახდენენ თანხების დაბანდებას, ხშირ შემთხვევაში არ არიან დაცულნი ფინანსური ინფორმაციის არარსებობის გამო. შესაბამისად, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი მათთვის უფრო მნიშვნელოვანია, ვიდრე ეს არის ბანკებისთვის. მაშასადამე, უნდა იქნეს შესწავლილი საკუთარი კაპიტალის ფორმირება და ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი აუცილებლად ერთდროულად.

სადისერტაციო ნაშრომის მიზანს წარმოადგენს სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის ანალიზის მეთოდის ძირითადი მიმართულების განსაზღვრა, მათი თეორიული და პრაქტიკული საკითხების შესწავლა. საკუთარი

კაპიტალის (და ფინანსური ანგარიშგების როგორც საკუთარი კაპიტალის შესახებ ინფორმაციის წყაროს) ანალიზისათვის გამოყენებულია საქართველოს ორი უმსხვილესი სააქციო საზოგადოების, სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგებები. სადისერტაციო შრომის თეორიულ ნაწილში აგრეთვე მოცემულია საკუთარი კაპიტალის რეგულირების კონცეპტუალური პრობლემები და მათი დაძლევის გზები.

სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის საგანს წარმოადგენს საქართველოს სააქციო საზოგადოებების (სს “საქართველოს რკინიგზისა” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის”) საკუთარი კაპიტალის ანალიზი და მათი სრულყოფის ძირითადი მიმართულებები. კერძოდ, სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების ანალიზი მოიცავს შემდეგ ძირითად მიმართულებებს: საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის, მომგებიანობის და ლიკვიდურობის ანალიზს, რის საფუძველზეც გამოტანილია შესაბამისი დასკვნები.

სს “საქართველოს რკინიგზა” არის საქართველოში ყველაზე მსხვილი დამსაქმებელი და იგი წარმოდგენილია 13000-ზე მეტი თანამშრომლით. სს “საქართველოს რკინიგზა” სახელმწიფოსთვის წარმოადგენს ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს სტრატეგიულ აქტივს, იგი ქვეყანას საშუალებას აძლევს გახდეს აზიისა და ევროპის დამაკავშირებელი სატრანსპორტო დერეფანი. აღსანიშნავია, რომ კასპიისა და შავი ზღვის დამაკავშირებელი სარკინიგზო მაგისტრალის მშენებლობა დაიწყო და დასრულდა მე-19 საუკუნის შუა პერიოდში, როდესაც ქვეყანაში ილია ჭავჭავაძის (1837-1907) მეთაურობით გააქტიურებული იყო ეროვნულ-განმანთავისუფლებელი მოძრაობა. ამჟამად, საქართველოს რკინიგზის საერთო სიგრძე 2,3 ათასი კილომეტრია. მნიშვნელოვანია, რომ სს “საქართველოს რკინიგზამ” სააქციო საზოგადოების სტატუსი შეიძინა 2012 წელს და 21-ე საუკუნის დასაწყისში რკინიგზამ საერთაშორისო საფონდო ბირჟებზე განათავსა ობლიგაციები, რამაც საფუძვლიანად გარდაქმნა სააქციო საზოგადოების კაპიტალის სტრუქტურა.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” კი, არის საქართველოში ერთ-ერთი ყველაზე მსხვილი სააქციო საზოგადოება, რომლის მიზანია საქართველოს ენერგეტიკული უსაფრთხოების უზრუნველყოფის მიზნით, ბუნებრივი აირის საბითუმო ბაზრის მომარაგება, წილობრივი ხელშეკრულებების

ფარგლებში მიღებული სახელმწიფო წილი ნავთობის და გაზის განკარგვა და მასთან დაკავშირებული მომზადების, შენახვის, ტრანსპორტირების და რეალიზაციის ოპერაციების წარმოება, საქართველოში არსებული მაგისტრალური გაზსადენებისა და ნავთობსადენების ექსპლუატაცია, მათი რეაბილიტაცია და ახლით შეცვლა. სააქციო საზოგადოება აგრეთვე, მიზნად ისახავს ახალი მაგისტრალური მილსადენების დაპროექტებას და მშენებლობას, სათანადო ინფრასტრუქტურის შექმნას, კასპიის ზღვის აუზის და სხვა წარმოშობის მქონე ნავთობისა და გაზის საქართველოს ტერიტორიაზე მაგისტრალური მილსადენებით ტრანსპორტირებასთან დაკავშირებული პროექტების განხორციელებას და საქართველოს ენერგეტიკული უსაფრთხოების უზრუნველყოფის მიზნით, ენერგორესურსების მოპოვებასა და ტრანსპორტირებასთან, ენერგორესურსების მომარაგებასთან დაკავშირებულ პროექტებში მონაწილეობას ან ამგვარი პროექტების უშუალოდ განხორციელებას, როგორც საქართველოს ტერიტორიაზე, ასევე, მის ფარგლებს გარეთ.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციამაც” “საქართველოს რკინიგზის” მსგავსად 2011 წლის ბოლოს შეიცვალა იურიდიულ-სამართლებრივი ფორმა და გახდა სააქციო საზოგადოება. იგი ერთ-ერთი პირველი სააქციო საზოგადოებაა საქართველოში, რომელმაც განათავსა ობლიგაციები საერთაშორისო საფონდო ბირჟაზე და საფუძვლიანად გარდაქმნა თავისი საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურა.

შესწავლილ იქნა სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების (როგორც საკუთარი კაპიტალის შესახებ ინფორმაციის წყარო) სრული პაკეტი 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით. მნიშვნელოვანია, რომ ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის პერიოდი მოიცავს აღნიშნული საწარმოების მიერ სააქციო საზოგადოების სტატუსის მოპოვების შემდგომ სრულ პერიოდს. აგრეთვე, კვლევაში გამოყენებული ფინანსური ანგარიშგებები სრულად შეესაბამება ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტებს, რადგან 2012-2015 წლებში სს “საქართველოს რკინიგზას” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” მიღებული აქვს უპირობო აუდიტორული დასკვნა ე.წ. დიდი ოთხეულის აუდიტორული კომპანიის, შპს “ქე-ფი-ემ-ჯი საქართველოსგან”.

სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგების სრული პაკეტი მოიცავს: ფინანსური

მდგომარეობის ანგარიშგებას, სრული შემოსავლების (მოგება-ზარალის) ანგარიშგებას, საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების ანგარიშგებას, ფულადი ნაკადების ანგარიშგებას და ფინანსურ ანგარიშგებასთან თანდართულ შენიშვნებს. გარდა ამისა, მოპოვებულ იქნა სხვადასხვა ბუღალტრული ანგარიშების გაშლილი ინფორმაციაც.

**სადისერტაციო კვლევის მოცულობას ცხადყოფს** ის ფაქტი, რომ კვლევის ობიექტების საერთო შემოსავლები 2015 წლის განმავლობაში შეადგენს დაახლოებით ერთ მილიარდ ლარს, რაც ამავე წლის განმავლობაში საქართველოს სააქციო საზოგადოებების ბრუნვის დაახლოებით 21%-ია (საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის მიხედვით).

საკუთარი კაპიტალის ბაზრების განვითარებისათვის და რეგულირების კონცეპტუალური პრობლემების გადაჭრის მიზნებისათვის რეკომენდაციების შესამუშავებლად მოპოვებულ იქნა ინფორმაცია, კერძოდ მსოფლიოს 144 ქვეყნის რანჟირება მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმის მონაცემთა ბაზებიდან. ეს მონაცემები დამუშავდა სტატისტიკური პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს (SPSS)-ის მეშვეობით. დამუშავებული მონაცემები გაანალიზდა კორელაციური და რეგრესიული ანალიზის მეშვეობით და მიღებული კოეფიციენტების მიხედვით, შემუშავდა რეკომენდაციები.

სააქციო საზოგადოებების კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზისათვის ფინანსური ანგარიშგებები მოპოვებულ იქნა საქართველოს საფონდო ბირჟიდან. აღნიშნული ფინანსური ანგარიშგებების ანალიზის საფუძველზე შემუშავდა რეკომენდაციები საფონდო ბირჟის განვითარების კუთხით.

საკვლევ თემაზე მუშაობისას, დისერტანტმა მიზნად დაისახა **შემდეგი ამოცანები:**

- საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზის მეთოდის შემუშავება სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის საფუძველზე;
- ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის შესახებ ქართველი და უცხოელი ავტორების შრომების გაცნობა და საკუთარი შეხედულებების ჩამოყალიბება;
- სააქციო საზოგადოებების ბიზნესის სპეციფიკების გაცნობა, ზოგადი ტენდენციების გამოვლენა და შეფასება;

- სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის და მისი გამოყენების ეფექტიანობის შესწავლა, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის საფუძველზე მათი ლიკვიდურობის, ქონებრივი მდგომარეობის, მომგებიანობისა და საინვესტიციო აქტივობის შეფასების მაჩვენებელთა ანალიზი და შესაბამისი დასკვნების გამოტანა;
- ქვეყნებშორისი ანალიზის საფუძველზე საფონდო ბირჟების განვითარებისა და მათი რეგულირების კონცეპტუალური პრობლემების შესწავლა რეკომენდაციების შემუშავების მიზნით.

**კვლევის თეორიულ და მეთოდოლოგიურ საფუძველს** წარმოადგენს ეკონომიკური და სამეცნიერო კვლევის ზოგადი ხერხები, ანალიზი და სინთეზი, ინდუქცია, დედუქცია, ანალოგია, დაჯგუფება, კოეფიციენტების მეთოდი და სხვა.

სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის მიზნებისათვის გამოყენებულ იქნა შემდეგი მიდგომები:

- ჰორიზონტალური (დროის მიხედვით) ანალიზი, რაც გულისხმობს ფინანსური ანგარიშგების მაჩვენებლების შედარებას 2012-2015 წლებში, ჰორიზონტალურ (დროის მიხედვით) ანალიზს, ცვლილებების ტენდენციის და ამ ტენდენციების ტემპების დადგენა;
- ვერტიკალური (სტრუქტურული) ანალიზი, რომელიც გულისხმობს ფინანსური ანგარიშგების კომპონენტების გამსხვილებულ მაჩვენებლებთან შედარებას საბოლოო შედეგზე გავლენის დადგენის მიზნით;
- შედარებითი სივრცობრივი ანალიზი, რომელიც გულისხმობს სააქციო საზოგადოებების შვილობილი საწარმოების ან ბიზნეს ერთეულების ანალიზს და მათი მაჩვენებლების სააქციო საზოგადოების საშუალო მაჩვენებლებთან შედარებას;
- ფინანსური კოეფიციენტების (ფარდობით მაჩვენებელთა) ანალიზი.

ქვეყნებშორისი ანალიზის შედეგად საფონდო ბირჟების განვითარების და კაპიტალის რეგულირების პრობლემების გადაჭრის კუთხით რეკომენდაციების შემუშავებისათვის გამოყენებულ იქნა შემდეგი მეთოდოლოგია:

- მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმის მონაცემთა ბაზიდან მოპოვებული მონაცემები დამუშავდა სტატისტიკური პროგრამა (SPSS)-ის ეს-პი-ეს-ეს-ის მეშვეობით;



- თითოეული კატეგორიის მონაცემების მეცნიერულ კვლევაში გამოყენება დასაბუთდა ალბათობის თეორიის საფუძველზე. აღნიშნული კვლევის მეთოდოლოგია გამორიცხავს მკვლევარის არგუმენტაციაში სუბიექტურ მიდგომებს, რაც მიღებული დასკვნების დამოუკიდებლად გადამოწმების შემთხვევაშიც იგივე შედეგებამდე მიგვიყვანს რაც ნაშრომშია მოცემული. მსოფლიოს 144 ქვეყნის 15 კატეგორიის მონაცემები, ჯამში 2,160 მონაცემი დამუშავდა ეს-პი-ეს-ეს-ის მეშვეობით მათი გადანაწილების უწყვეტობის დასადასტურებლად (იგულისხმება გაუსის განაწილება). 15 კატეგორიის მონაცემებზე ჩატარდა 15 ტესტი ცალ-ცალკე;
- თითოეული კატეგორიის მონაცემებისათვის მეცნიერულ კვლევაში გამოყენებისათვის აგრეთვე, მნიშვნელოვანია დადასტურდეს, რომ მონაცემების დისპერსიები ჰომოგენურია. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, როდესაც მონაცემებს ვადარებთ ერთმანეთს, აუცილებელია ვნახოთ, რომ ეს მონაცემები ერთმანეთისგან ბევრად არ განსხვავდება შესადარისად ვარგისობის დასადასტურებლად. ამისათვის, 144 ქვეყნის 15 კატეგორიის მონაცემებზე ჩატარდა 15 დამატებითი ტესტი;
- გაანალიზებულ მონაცემებს შორის ურთიერთკავშირის შესასწავლად ჩატარდა კორელაციური ანალიზი;
- გაანალიზებულ მონაცემებს შორის მიზეზ-შედეგობრივი კავშირის დასადგენად აგრეთვე, ჩატარდა რეგრესიული ანალიზი. რეგრესიული ანალიზი ძალზედ მნიშვნელოვანია, რადგან კორელაციური ანალიზით მხოლოდ დგინდება კავშირი ორ მონაცემს შორის, ხოლო რეგრესიული ანალიზი გვაჩვენებს მიზეზ-შედეგობრივ კავშირს.

**სადისერტაციო ნაშრომის მეცნიერულ სიახლეს** წარმოადგენს კვლევის პროცესში მიღებული თანდართული შედეგები:

- საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის გასაანალიზებლად შემუშავებულია ავტორისეული გაანგარიშების მეთოდოლოგია, რისი ანალიზიც მოცემულია რამოდენიმე წლის ჭრილში;
- სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის ფორმირების პროცესის გასაუმჯობესებლად შემუშავებულია ავტორისეული ფორმულა ფინანსური ანგარიშების კოეფიციენტების საფუძველზე.

- მოცემულია კონკრეტული რეკომენდაციები სააქციო საზოგადოებებისთვის, რომელთაც სურთ საკუთარი კაპიტალის რესტრუქტურით მოახდინონ ფინანსირება;
- ქვეყნებში სტატისტიკური ანალიზის შედეგად ჩამოყალიბებულია კონკრეტული არგუმენტები, თუ როგორ შეიძლება ქვეყნის ინსტიტუციური რეფორმა სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის გასაუმჯობესებლად.

სადისერტაციო ნაშრომის პრაქტიკული მნიშვნელობა გამოიხატება იმაში, რომ კვლევაში გამოყენებული მიდგომები შესაძლოა გამოყენებულ იქნეს, როგორც სააქციო საზოგადოებების მმართველებისა და აქციონერების დონეზე, აგრეთვე კვლევის შედეგები შესაძლოა გამოვიყენოთ ქვეყანაში სააქციო საზოგადოებების ზოგადი ფინანსური მმართველობითი პოლიტიკის განსაზღვრისათვის.

სადისერტაციო ნაშრომი შედგება შესავალის, სამი თავისა და დასკვნისგან, ნაშრომს თან ერთვის გამოყენებული ლიტერატურის სია და დანართები.

სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის ანალიზის ფარგლებში გამოყენებულ იქნა შემდეგი მეცნიერების მიდგომები: კვატაშიძე ნ., მაისურაძე მ., ჭილაძე ი., ხარაბაძე ე., ხორავა, ა., ჯიქია, მ., Arnold G., Barron, O., Benedict A., Elliot B., Elliot J., Fu R., Kraft A.G., Zhang H., Gao W., Zhu F., Hail L., Leuz C., Hilton R., Kim J.B., Shi, H., Zhou J., Mody A., Taylor M.P., Myers S.C., Majluf N.S., Naranjo P., Saaverda D., Verdi R.S., Schwab K., Singer R.A., Sutton T., Бернштаин Л.А., Ионова А.В., Селезнёва Н. Н., Рябова М. А., Толпегина О.А.

სადისერტაციო ნაშრომის თემატიკასთან კავშირში, გამოქვეყნდა შემდეგი მეცნიერული ნაშრომები რეფერირებად ჟურნალებში, მათ შორის საერთაშორისო სამეცნიერო-რეფერირებად ჟურნალებში:

- 1) Mamukelashvili, Ioseb and Kharabadze, Elene. “The Development of Financial Reporting and Auditing Standards throughout the World: Importance of Institutions”. Journal of Business & Management (ISSN (E): 2306-7179 ISSN (P): 2306-8043). 2016.
- 2) Mamukelashvili, Ioseb and Kharabadze, Elene. “Impact of Financial Reporting on Access to Capital”. Journal of Business and Economics, ISSN 2155-7950, USA. 2016.

- 3) მამუკელაშვილი, იოსებ. “ფიქსირებული აქტივების გადაფასებასთან დაკავშირებული რისკები საქართველოს ეკონომიკაში. *ეკონომიკა და ბიზნესი*. 2013.
- 4) Mamukelashvili, Ioseb and Brat, David. “Human Capital in Eastern Europe: Determinants of Student Test Scores”. Southeast Decision Sciences Institute Proceedings. 2010.

# თავი 1. სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის არსი და რეგულირება

## 1.1. სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის თეორიული ასპექტები

საკუთარი კაპიტალი სააქციო საზოგადოების აქტივების დაფინანსების ყველაზე საიმედო წყაროა. ამერიკის შეერთებულ შტატებში (აშშ) მოღვაწე პროფესორის და მსოფლიოში ერთ-ერთი წამყვანი ეკონომისტის, ს. მაიერსის (S. Myers) და ჩილელი პროფესორის ნ. მაჯლუფის (N. Majluf) თეორიის მიხედვით, სააქციო საზოგადოებებს მოზიდული კაპიტალის მოძიებას ყოველთვის ურჩევნიათ დაფინანსება უზრუნველყონ შიდა წყაროების მეშვეობით.

საკუთარი კაპიტალი არის აქტივების ის ნაწილი, რომელიც რჩება ვალდებულებების დაფარვის შემდეგ. საკუთარი კაპიტალი ორი ნაწილისაგან შედგება: ავანსირებული (ინვესტირებული) და რეინვესტირებული კაპიტალისგან. ავანსირებული კაპიტალი ახასიათებს სააქციო საზოგადოებაში მესაკუთრეთა მიერ ჩადებული ანუ დაბანდებული სახსრების ოდენობას, როგორცაა: სააქციო კაპიტალი და საემისიო კაპიტალი. ხოლო რეინვესტირებულ კაპიტალს მიეკუთვნება გაუნაწილებელი მოგება, მოგების ხარჯზე შექმნილი რეზერვები და გადაფასების რეზერვი.

ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტი (ბასს) 32 “ფინანსური ინსტრუმენტები” საკუთარ კაპიტალს “წილობრივ ინსტრუმენტს” უწოდებს. ბასს 32-ის მიხედვით, წილობრივი ინსტრუმენტების მაგალითებს წარმოადგენს ჩვეულებრივი აქციები, გარკვეული ტიპის პრივილეგირებული აქციები და ვარანტები ან ოფციონები სააქციო საზოგადოების ფიქსირებული ოდენობის ჩვეულებრივი აქციების ხელმოწერაზე ან შექმნაზე ფიქსირებული ოდენობის ფულადი სახსრების ან სხვა ფინანსური აქტივების სანაცვლოდ.

ბასს 32 “ფინანსური ინსტრუმენტები” განმარტავს, რომ სააქციო საზოგადოების ვალდებულება ფიქსირებული რაოდენობის საკუთარი წილობრივი ინსტრუმენტების გამოშვებაზე ან შექმნაზე, ფიქსირებული ოდენობის ფულადი სახსრების ან სხვა ფინანსური აქტივის სანაცვლოდ წარმოადგენს საწარმოს წილობრივ ინსტრუმენტს. თუმცა, თუ ასეთი ხელშეკრულება ითვალისწინებს

საწარმოს ვალდებულებას ფულადი სახსრების ან სხვა ფინანსური აქტივის გადაცემაზე, იგი ამავე დროს წარმოშობს გამოსყიდვის თანხის დისკონტირებული ღირებულების ოდენობის ვალდებულებას.

სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურა შედგება შემდეგი მუხლებისაგან: სააქციო კაპიტალი, საემისიო კაპიტალი, მოგების ხარჯზე შექმნილი რეზერვები, გადაფასების რეზერვი და გაუნაწილებელი მოგება. სააქციო კაპიტალი ახასიათებს აქციონერების წილს სააქციო საზოგადოებაში და იგი წარმოიქმნება აქციების გამოშვების გზით. აქცია არის ფასიანი ქაღალდი, რომელსაც მისი მფლობელისათვის მოაქვს შემოსავალი დივიდენდის სახით.

შეიძლება გამოშვებული იქნეს პრივილეგირებული ან ჩვეულებრივი აქციები. პრივილეგირებული აქციის მფლობელს არა აქვს ხმის უფლება სააქციო საზოგადოებაში, მაგრამ აქვს დივიდენდის უცვლელი საპროცენტო განაკვეთი. ჩვეულებრივი აქციის მფლობელები მონაწილეობენ სააქციო საზოგადოების საქმიანობაში და აქვთ ხმის უფლება, მაგრამ არა აქვთ დივიდენდის წინასწარ დადგენილი განაკვეთი.

აქცია შეიძლება იყოს დაბრუნებადი ან დაუბრუნებადი. დაბრუნებადი აქცია არის ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტი, რომელიც მფლობელს უფლებას ანიჭებს ემიტენტს (გამომშვებს) უკან დაუბრუნოს ინსტრუმენტი ფულად სახსრებზე ან სხვა ფინანსურ აქტივზე გაცვლის გზით. ან ავტომატურად უბრუნდება ემიტენტს ამა თუ იმ გაურკვეველი მოვლენის მოხდენისას მომავალში, ან ინსტრუმენტის მფლობელის სიკვდილის ან პენსიაში გასვლის დროს. აქციის დაბრუნების პირობები განისაზღვრება სააქციო საზოგადოების მიერ აქციების გამოშვების დროს. აქციების უკან გამოსყიდვის პირობები გათვალისწინებულია ხელშეკრულებაში, რომელიც ცხადდება აქციების გამოშვების დროს.

ფინანსური ვალდებულება მაშინ კლასიფიცირდება წილობრივ ინსტრუმენტად, თუ მის მფლობელს უფლებას ანიჭებს, სააქციო საზოგადოების ლიკვიდაციის შემთხვევაში მიიღოს მისი წმინდა აქტივების პროპორციული წილი. ამ შემთხვევაში პროპორციული წილი განისაზღვრება კომპანიის წმინდა აქტივების დაყოფით ტოლი სიდიდის ერთეულებად და ამ თანხის გამრავლებით აქციონერის კუთვნილი აქციების ერთეულების რაოდენობაზე.

ფინანსური ინსტრუმენტები მოიცავს როგორც პირველად ფინანსურ ინსტრუმენტს მაგალითად დებიტორულ და კრედიტორულ დავალიანებებს და წილობრივ ფასიან ქაღალდებს, ასევე, წარმოებულ ფინანსურ ინსტრუმენტებს, როგორცაა ფინანსური ოფციონი, ფიუჩერსები და ფორვარდები, საპროცენტო განაკვეთიანი სვოპები და სავალუტო სვოპები.

“საკუთარი კაპიტალის ფორმირების გზებია:

- ახალი აქციების გამოშვებება აქციების განთავსებით, საჯარო შეთავაზებით ან უფლებითი ემისიით;
- შიდა აკუმულირებული (დაგროვილი) კაპიტალი – სამისიო კაპიტალი, რეზერვები და გაუნაწილებელი მოგება” [24, გვ.130].

საკუთარი კაპიტალის წარმოქმნის გზებს შორის არჩევანის გაკეთებისას გათვალისწინებულ უნდა იქნეს ისეთი ფაქტორები, როგორცაა ფინანსების ხელმისაწვდომობა, ფინანსების ოდენობა, დანახარჯები აქციების გამოშვების პროცედურებთან დაკავშირებით, გამოშვებული აქციების შეფასება, კონტროლი, გადასახადები და სადივიდენდო პოლიტიკა. ს. მაიერსის მიხედვით, სააქციო საზოგადოებების მენეჯმენტს აქციების საჯარო შეთავაზებას ყოველთვის ურჩევნია შიდა აკუმულირებული კაპიტალი გაიზარდოს [69].

საჯარო შეთავაზებით აქციების გამოშვების მიზნით, სააქციო საზოგადოება ცდილობს მიაღწიოს რეგისტრაციას საფონდო ბირჟაზე. ვინაიდან, რეგისტრირებული სააქციო საზოგადოებები ხშირად აღიქმებიან, როგორც ფინანსურად ძლიერ და მაღალი კრედიტუნარიანობის მქონე საწარმოებად. ისინი, უმეტესწილად წარმოადგენენ სწრაფად მზარდ სააქციო საზოგადოებებს, ჩვეულებრივ ეყრდნობიან გაუნაწილებელ მოგებას და მოკლევადიან სესხებს. ინვესტორები ამჯობინებენ ინვესტიციები ჩადონ საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებულ სააქციო საზოგადოებებში, ვიდრე საფონდო ბირჟაზე არარეგისტრირებულ სააქციო საზოგადოებებში [24, გვ. 137].

სწორი ეკონომიკური გადაწყვეტილებების მისაღებად, აუცილებელია საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზი. პროფესორები ს. ოსვალდი და ჯ. ჯაჰერა მიიჩნევენ, რომ საკუთარი კაპიტალის სწორი ფორმირება პირდაპირ კავშირშია სააქციო საზოგადოებების ფინანსურ სტაბილურობასთან. ზემოაღნიშნული მკვლევარები მიიჩნევენ, რომ სააქციო საზოგადოება ფინანსურად

წარმატებულია, როდესაც საზოგადოების მენეჯმენტს პირდაპირი ფინანსური ინტერესი გააჩნია სააქციო საზოგადოების მომგებიანობაში [74]. ფინანსურ ინტერესებში იგულისხმება ჩვეულებრივი აქციების ან ოფციონების ფლობა. ოფციონი არის გარკვეული შეღავათით, საბაზროზე დაბალ ფასში გამოშვებული აქციები თანამშრომლებისათვის. ოფციონის განყიდველი თავის თავზე წინასწარ იღებს ვალდებულებას, უარი თქვას პოტენციურ მომავალ ეკონომიკურ სარგებელზე ან განიცადოს მომავალი პოტენციური ზარალი აქციების რეალური ღირებულების ცვლილებებთან დაკავშირებით.

მნიშვნელოვანია, რომ სააქციო საზოგადოებებს ჰქონდეთ საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის გაუმჯობესების შესაძლებლობები საფონდო ბირჟების მეშვეობით მოპოვებული დაფინანსებიდან. მაგალითად, საქართველოს ორმა უმსხვილესმა სააქციო საზოგადოებამ, სს “საქართველოს რკინიგზამ” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციამ” 2012 წელს სცადეს ლონდონის საფონდო ბირჟაზე სს “საპარტნიორო ფონდის” მეშვეობით აქციების არამაკონტროლებელი წილი განეთავსებინათ აქციების პირველადი შეთავაზებით, მაგარამ მათი ეს მცდელობა წარუმატებელი აღმოჩნა. აქციების პირველადი განთავსება ბევრად მარტივი იქნებოდა საქართველოში ლიკვიდური საფონდო ბირჟის არსებობისას, სადაც შესაძლებელი იქნებოდა მსგავსი ტიპის ტრანზაქციის განხორციელება.

საკუთარი კაპიტალის ხვედრითი წილის შემცირების ხარჯზე სააქციო საზოგადოებები თუ გამოუშვებენ დიდი ოდენობით ობლიგაციებს საერთაშორისო საფონდო ბირჟებზე, ეს მათთვის და ზოგადად, საქართველოს ეკონომიკისათვის წამგებიანი იქნება. სადისერტაციო ნაშრომში დადგინდა, რომ 2014-2015 წლებში სავალუტო რყევებმა სს “საქართველოს რკინიგზა”, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” და შესაბამისად, საქართველოს ეკონომიკა აზარალა 400 მლნ ლარის ოდენობით.

გარდა ფინანსური ზარალისა, ქვეყანაში ლიკვიდური საფონდო ბირჟის არსებობამ მრავალი სხვა ტიპის რისკი შესაძლოა აარიდოს ქვეყანას. კერძოდ, რადგან საქართველოში ლიკვიდური საფონდო ბირჟა არ არსებობს, სააქციო საზოგადოებებს ძირითადად, აქვთ მცდელობები ქვეყნის გარეთ მოახდინონ აქციების პირველადი განთავსება. ამან შეიძლება საქართველოს სტრატეგიული საწარმოებით დაინტერესებულ სახელმწიფოს ინტერესების საწინააღმდეგოდ

განწყობილ ინვესტორებს საშუალება მისცეთ ხელში ჩაიგდონ ქვეყნისთვის სასიცოცხლო მნიშვნელობის მქონე სააქციო საზოგადოებები. ეს განსაკუთრებით სახიფათოა იმ პირობებში, როდესაც საქართველოს არ აქვს კარგი ურთიერთობა მასზე ბევრად დიდ მეზობელ ქვეყანასთან.

ზემოაღნიშნულ ტენდენციას ეხმაურება ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაციის (ეთგო, ინგ. OECD) კვლევა საქართველოს შესახებ. კერძოდ, კვლევაში აღნიშნულია, რომ საქართველოს ევროპული ქვეყნების უმეტესობასთან შედარებით მოწინავე ადგილი უკავია სააქციო საზოგადოებებისათვის სამართლებრივი პროცედურების სიმარტივეთ და საერთო გამოკითხვით ამ მაჩვენებელით იკავებს მე-7 ადგილს [72, გვ.69]. ასევე, გამოკითხვის შედეგად დადგენილია, რომ ქვეყანას მოწინავე პოზიცია უკავია ბიზნესისათვის სასარგებლო საგადასახადო რეჟიმის არსებობით და საერთო გამოკითხვაში იკავებს 24-ე ადგილს [72, გვ.69]. გარდა ამისა, საქართველოს საბაჟო სამსახური იკავებს 39-ე ადგილს ეფექტურობის კუთხით და ზოგადად, ქვეყნის კანონმდებლობა უცხოური ინვესტიციების მიმზიდველობით იკავებს 44-ე ადგილს [72, გვ.69].

თუმცა, ზემოაღნიშნული პოზიტიური მაჩვენებლების მიუხედავად, საქართველოს საკმაოდ ცუდი მაჩვენებლები აქვს უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის და ფინანსური ინსტიტუტებისა და ფინანსური ბაზრის განვითარების კუთხით. მაგალითისათვის, მსოფლიოს ეკონომიკური ფორუმის მკვლევარი კლაუს შვაბის (Klaus Schwab) 2014 წლის ანგარიშის მიხედვით, პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვაში, ქვეყანას უკავია 113-ე ადგილი [79, გვ.189]. ასევე, კაპიტალის ბაზრის საშუალებით ფინანსირების კუთხით, საქართველო არის 126-ე ადგილზე, ხოლო ვენჩურული კაპიტალის მოპოვების შესაძლებლობით – 118-ე ადგილზე [79, გვ. 189]. შესაბამისად, მიუხედავად იმისა, შვაბი მიიჩნევს რომ ქვეყანაში არის ბიზნესისათვის ხელისშემწყობი კანონმდებლობა და საგადასახადო რეჟიმი, სააქციო საზოგადოებები ვერ ვითარდებიან, რადგან ქვეყანა ვერ ახერხებს პირდაპირი უცხოური ინვესტიციების მოზიდვას და კაპიტალის ბაზრის ადეკვატურად განვითარებას.

კიდევ ორი ინდიკატორი, რაც ადასტურებს ადგილობრივი კაპიტალის ხელმიუწვდომლობას, არის არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვა, სადაც საქართველო იმყოფება 110-ე ადგილზე



და ადგილობრივი კონკურენციის ხელშეწყობა – ამ შემთხვევაში ქვეყანა იმყოფება 105-ე ადგილზე. კაპიტალით ფინანსირების სირთულის მიზეზებად ეთგო-ს ანგარიში ასახელებს საინვესტიციო ფონდების განუვითარებლობას, საწარმოების მფლობელების უარყოფით დამოკიდებულებას წილის მესამე მხარეზე გაყიდვაზე, ინოვაციურ საწარმოების სიმცირეს და ინვესტიციებიდან გამოსვლის სტრატეგიების სიმწირეს [72, გვ.147].

გარდა ზემოაღნიშნული რჩევებისა, ეთგო-ს ანგარიშში ასახულია, რომ მცირე და საშუალო ბიზნესებისთვის დაფინანსების მოპოვების ერთ-ერთი მთავარი დამაბრკოლებელი ფაქტორი არის ინფორმაციული ასიმეტრიულობა [72, გვ.23]. კერძოდ, მცირე და საშუალო ბიზნესები ვერ ახერხებენ თავიანთი ბიზნესის შესახებ ინფორმაციის ადეკვატურად მიწოდებას ბანკებისთვის და ფინანსური ინსტიტუტებისთვის, რის გამოც დაფინანსებას ვერ იპოვებენ. ამ არგუმენტის განზოგადება შეიძლება იმ გაგებით, რომ ზოგადად ქვეყანაში კაპიტალის ფინანსირებაზე, ხელმისაწვდომობაზე უარყოფით გავლენას ახდენს ინფორმაციული ასიმეტრიულობა.

სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის მნიშვნელოვანი კომპონენტია საემისიო კაპიტალი. საემისიო კაპიტალი არის სხვაობა გამოშვებული აქციების გაყიდვის ფასსა და ნომინალურ ღირებულებას შორის. გამოშვებული აქციები, გარდა ფულისა, შეიძლება გაიცვალოს სხვა რომელიმე სახის აქტივზე: მაგალითად, ძირითად საშუალებებზე ან მარაგებზე. არაფულად აქტივებზე აქციების გაყიდვის შემთხვევაში აქციების შეფასება ხდება ან მათი საბაზრო ფასით ან მისაღები აქტივის რეალური ღირებულებით. არჩევანის გაკეთება იმის მიხედვით მოხდება, რომელი მიდგომა უფრო საიმედო შეფასებას იძლევა მოცემულ მომენტში.

სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალი შესაძლოა შეიცავდეს გადაფასების რეზერვს, რომელიც ბასს 16 “ძირითადი საშუალებების” შესაბამისად წარმოიქმნება გრძელვადიანი აქტივის გადაფასების დროს. ამ დროს მნიშვნელოვანია, სპეციალისტების მიერ რამდენად საიმედოდ არის შეფასებული გრძელვადიანი აქტივები, რაც მეტად პრობლემატურია.

გაუნაწილებელი მოგება საკუთარი კაპიტალის მნიშვნელოვანი შემადგენელი ნაწილია. გაუნაწილებელი მოგება რეინვესტირებული კაპიტალის ნაწილია და

გვიჩვენებს სააქციო საზოგადოების საქმიანობის ჯამურ შედეგს, რომელიც საწარმოში დარჩა. შესაძლებელია სააქციო საზოგადოების მიღებული მოგებიდან შეიქმნას სარეზერვო ანგარიში, რომლის მიზანია აქციონერის ზარალისგან დაცვა. აგრეთვე შესაძლებელია ემისიის პროსპექტით გაუნაწილებელ მოგებაზე დაწესდეს გარკვეული შეზღუდვები ინვესტორების დასაცავად.

## 12 სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის რეგულირება

სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის ფორმირების მსოფლიოში ერთ-ერთი ყველაზე გავრცელებული საშუალებაა აქციების საჯარო შეთავაზება, რისთვისაც აუცილებელია მოქმედი საფონდო ბირჟა. საქართველოში ფასიან ქაღალდებს და საფონდო ბირჟას არეგულირებს “საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ”.

ზემოაღნიშნული კანონი თავდაპირველად მიღებულ იქნა 1999 წელს და მას შემდეგ მასში შევიდა 23 ცვლილება. “კანონის მიზანია საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ინვესტორთა ინტერესების დაცვა, ემიტენტთა მიერ ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებისას მათი ინფორმაციის, აგრეთვე ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობის ღიაობის უზრუნველყოფა, ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობაში სამართლიანი წესებისა და თავისუფალი კონკურენციის დამკვიდრება” [5, გვ.1].

“საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” აწესრიგებს ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზებასა და მიმოქცევასთან დაკავშირებულ ურთიერთობებს, განსაზღვრავს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საფონდო ბირჟების, ცენტრალური დეპოზიტარების, ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორების, საბროკერო კომპანიების, ბროკერებისა და საინვესტიციო ფონდების საქმიანობის წესებსა და პასუხისმგებლობას, აგრეთვე დამატებით მოთხოვნებს იმ საწარმოთა საქმიანობის წესისა და პასუხისმგებლობის მიმართ, რომელთა ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება და გაყიდვაც ხორციელდება” [5, მუხლი 1, 4 პუნქტი].

კანონი “ფასიან ქაღალდს” განმარტავს შემდეგნაირად: “მიმოქცევადი ფინანსური ინსტრუმენტები და უფლებები, რომელთა საჯარო შეთავაზებაც შესაძლებელია წილობრივი თუ სასესხო ფასიანი ქაღალდების სახით (ან მათი კომბინირებული ვარიანტით) ან რომლებიც შეიძლება გარდაიქმნას ასეთებად ან რომლებიც არიან ასეთებზე ხელმოწერისა თუ ასეთების შექმნის უფლების მატარებლები, საინვესტიციო ხელშეკრულებები და ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული სხვა ინსტრუმენტები და უფლებები” [5, მუხლი 2].

რადგან სადისერტაციო კვლევის მიზანია საკუთარი კაპიტალის ანალიზი, ყურადღება გამახვილებულია “წილობრივ ფასიან ქაღალდებზე”, რომელსაც “საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” განმარტავს შემდეგნაირად: “ფასიანი ქაღალდი, რომელიც ადასტურებს მესაკუთრის წილს საწარმოში” [5, მუხლი 2].

კვლევის ერთ-ერთი აქტუალური საკითხია სააქციო საზოგადოების მიერ ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება, რასაც აქციების პირველად განთავსებასაც უწოდებენ. “საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების ცნებას მიმოიხილავს შემდეგნაირად: “ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზება არის წინადადება არანაკლებ 100 პირისათვის ან პირთა წინასწარ დაუზუსტებელი რაოდენობისათვის ემიტენტის სახელით ფასიანი ქაღალდების პირდაპირი ან არაპირდაპირი მიყიდვის შესახებ. საჯარო შეთავაზებად მიიჩნევა აგრეთვე არაანგარიშვალდებული საწარმოს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით იმ პირის სახელით წამოყენებული ამგვარი წინადადება, რომელიც არ არის ემიტენტი. ნებისმიერ პირს შეუძლია განახორციელოს საჯარო შეთავაზება, თუ იგი სააგენტოს წარუდგენს ამ კანონით განსაზღვრულ, თავის მიერ ხელმოწერილ შესაბამის ინფორმაციას (დოკუმენტებს) და ძირითად ინფორმაციას თავის შესახებ. აღნიშნულ შემთხვევაში სააგენტოს შეუძლია დააწესოს ფასიანი ქაღალდების საჯარო შეთავაზების განსხვავებული წესი” [5, მუხლი 3].

რადგან საკუთარი კაპიტალის ანალიზისათვის საინფორმაციო წყაროს წარმოადგენს სააქციო საზოგადოების ფინანსური ანგარიშგება, მნიშვნელოვანია განვიხილოთ “საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ” მიერ განსაზღვრული ანგარიშვალდებული საწარმოს ცნება.

ამ კანონის მე-9 მუხლის 1-ლი პუნქტის განმარტავს „ანგარიშვალდებული საწარმოს“ ცნებას შემდეგნაირად: „ანგარიშვალდებულ საწარმოდ (საჯარო ფასიანი ქაღალდების ემიტენტად) მიიჩნევა „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონის შესაბამისად დაფუძნებული იურიდიული პირი, რომელსაც გამოშვებული აქვს საჯარო ფასიანი ქაღალდები (გარდა სრულად დაფარული სასესხო ფასიანი ქაღალდებისა)” [5]. ამავე მუხლის მე-3 პუნქტი მიხედვით, „საქართველოს ეროვნული ბანკი ადგენს წესს, რომლითაც გარკვეული ტიპის ანგარიშვალდებული საწარმოები თავისუფლდებიან ამ კანონის მე-11 მუხლის პირველი პუნქტის, მე-14

და მე-15 მუხლების მოთხოვნათა შესრულებისაგან, თუ საწარმოთა მიერ ასეთი ანგარიშების მოსამზადებლად გასაწვევი ხარჯები, საწარმოთა საკუთარი კაპიტალისა და ფასიანი ქაღალდების მფლობელთა რაოდენობის გათვალისწინებით, აღნიშნული მუხლებით დაცული საჯარო ინტერესის შეუსაბამო აღმოჩნდება" [5]. ეს ორაზროვანი ჩანაწერია, რადგან გაუგებარია თუ რა იგულისხმება „აღნიშნული მუხლებით დაცული საჯარო ინტერესის შეუსაბამობაში“. ამასთან, მარეგულირებელ ორგანოს ენიჭება უფლება, რომ „განსაკუთრებულად“ მოექცეს ზოგიერთ კომპანიებს.

ზემოაღნიშნული კანონის მე-11 მუხლის 1-ლი პუნქტის მიხედვით, „ყველა ანგარიშვალდებული საწარმო ვალდებულია მოამზადოს და საქართველოს ეროვნულ ბანკს წარუდგინოს, გამოაქვეყნოს ან ფასიანი ქაღალდების რეგისტრირებულ მესაკუთრეებს მიაწოდოს:

- ა) წლიური ანგარიში;
- ბ) ნახევარი წლის ანგარიში;
- გ) მიმდინარე ანგარიში" [5].

მე-9 მუხლის მე-2 პუნქტი განმარტავს წლიურ ანგარიშს შემდეგნაირად: „წლიური ანგარიში დგება ყოველი სამეურნეო წლისათვის და უნდა შეიცავდეს: ინფორმაციას ემიტენტის, მისი საქმიანობის, მმართველი ორგანოს წევრთა და იმ პირთა შესახებ, რომლებიც აქციონერთა კრებაზე ფლობენ ან აკონტროლებენ ხმების მნიშვნელოვან წილს; აუდიტორის მიერ დადასტურებულ ფინანსურ ანგარიშებს; საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი წესით განსაზღვრული ფორმით მოცემულ სხვა ინფორმაციას. ასეთი ანგარიშების მომზადება აუცილებელია პირველივე სამეურნეო წლიდან, მას შემდეგ, რაც საწარმო გახდა ანგარიშვალდებული საწარმო. ანგარიშვალდებული საწარმო ვალდებულია საქართველოს ეროვნულ ბანკს წარუდგინოს წლიური ანგარიში ყოველი სამეურნეო წლის დასრულების შემდეგ, არა უგვიანეს 15 მაისისა. აღნიშნულ წლიურ ანგარიშს წარადგენს ის საწარმოც, რომელიც ანგარიშვალდებული საწარმო გახდა სამეურნეო წლის განმავლობაში, ამ პუნქტში აღნიშნული ვადების დაცვით" [5].

ასევე, მე-9 მუხლის მე-3 პუნქტის მიხედვით, „ნახევარი წლის ანგარიში დგება სამეურნეო წლის პირველი 6 თვის შესახებ (30 ივნისის მდგომარეობით).

აღნიშნული ანგარიში საქართველოს ეროვნულ ბანკს წარედგინება მიმდინარე წლის 15 აგვისტომდე. საწარმო, რომელიც ანგარიშვალდებული საწარმო გახდა სამეურნეო წლის პირველი 6 თვის განმავლობაში, ასევე ვალდებულია წარუდგინოს საქართველოს ეროვნულ ბანკს ნახევარი წლის (სამეურნეო წლის პირველი 6 თვის შესახებ) ანგარიში ამ პუნქტში აღნიშნული ვადების დაცვით. ნახევარი წლის ანგარიში უნდა შეიცავდეს:

- ანგარიშვალდებული საწარმოს ფინანსურ ანგარიშებს;
- ინფორმაციას საანგარიშგებო პერიოდში მომხდარი არსებითი მოვლენების შესახებ;
- საქართველოს ეროვნული ბანკის მიერ დადგენილი წესით განსაზღვრული ფორმით მოცემულ სხვა ინფორმაციას" [5].

მნიშვნელოვანია ის ფაქტი, რომ 2007 წლამდე ზემოაღნიშნული კანონის მე-18 მუხლის 1-ლი პუნქტი არსებობდა შემდეგი რედაქციით: „ფასიანი ქაღალდებით მეორადი საჯარო ვაჭრობის ორგანიზატორია მხოლოდ საფონდო ბირჟა. გამონაკლისები განისაზღვრება კომისიის წესებით ბაზრის გამჭვირვალების, ლიკვიდურობისა და კონკურენტულობის უზრუნველყოფის, მიწოდებისა და მოთხოვნის ფასების ზუსტად ასახვის, გარიგებათა უსაფრთხო და ზუსტი ანგარიშსწორების შეთანხმებული პირობების შესაბამისად" [5].

2007 წელს კანონში შევიდა ცვლილება, რის შემდეგაც მე-18 მუხლის 1-ლი პუნქტი ჩამოყალიბდა შემდეგი რედაქციით: „საჯარო ფასიანი ქაღალდებით მეორადი გარიგება შეიძლება დაიდოს როგორც საფონდო ბირჟაზე, ისე მის გარეთ" [5]. შესაბამისად, ამ ცვლილებით მოიხსნა ის რეგულაცია რომელიც ითვალისწინებდა ყველა გარიგების საფონდო ბირჟაზე გაფორმებას, რაც თავის მხრივ მოითხოვდა მათ საჯაროობას. შესაბამისად, ზემოაღნიშნულმა ცვლილებამ გააჩინა იმის რისკი, რომ საფონდო ბირჟის გარეთ წარმოებული გარიგებები განხორციელდეს არასაბაზრო ფასებით.

მიუხედავად იმისა, რომ საფონდო ბირჟის გარეთ (over the counter) ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა დაშვებული იყო 2000-იან წლებში, ისეთ მაღალგანვითარებულ ქვეყნებშიც, როგორცაა აშშ, დღეს სერიოზულად განიხილება მათი რეგულაციების ქვეშ მოქცევა. მაგალითად, 2009 წლის აშშ-ის სენატის სხდომაზე გაკეთდა განცხადება, რომ 2008 წლის გლობალურმა

ფინანსურმა კრიზისმა აჩვენა, რომ საფონდო ბირჟის გარეთ გაკეთებული გარიგებების რეგულირების არ არსებობა იყო „მწარე გაკვეთილი“, რომლისგანაც მსოფლიოს ქვეყნებმა უნდა ისწავლონ [41, გვ.1]. აღნიშნულ სხდომაზე ასევე გადაწყდა, რომ საფონდო ბირჟის გარეთ წარმოებული გარიგებები შეიძლება ისეთი მაღალი რისკის შემცველი იყოს, რომ ისინი არაფრით არ განსხვავდებოდნენ აზარტული თამაშისაგან [41, გვ. 3].

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ კანონში განმარტებულია, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელი არის საქართველოს ეროვნული ბანკი, თუმცა ამ უკანასკნელს არ მოეთხოვება ანგარიშვალდებული საწარმოების მიერ მიღებული ფინანსური ანგარიშგებების გასაჯაროება, რაც უზრუნველყოფს ინვესტორებისა და ზოგადად, საზოგადოებრივი ინტერესის დაცვას. მაგალითად, აშშ-ის (ან ნებისმიერი განვითარებული ქვეყნის ბირჟის მარეგულირებელი) ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟის კომისიის ერთ-ერთი მთავარია ფუნქციაა, რომ ანგარიშვალდებული საწარმოებისგან მიიღოს ინფორმაცია, შეამოწმოს ამ ინფორმაციის სისწორე და შემდეგ გაასაჯაროს ინფორმაცია ინვესტორებისა და საჯარო ინტერესის დასაცავად. ეს მოთხოვნა ჯერ კიდევ 1933 წელს დააწესა აშშ-ის კონგრესმა [89].

ფინანსური ანგარიშგების ხარისხის აღსრულების სისტემის არარსებობას ეხმაურება მსოფლიო ბანკის ანგარიშიც. კერძოდ, “მიუხედავად იმისა, რომ სხვადასხვა მარეგულირებლებს, მაგალითად საქართველოს ეროვნულ ბანკს (სებ), საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნულ კომისიას (სფქკ), საქართველოს დაზღვევის სახელმწიფო ზედამხედველობის სამსახურს (სდსზს) და აუდიტორთა საბჭოს მინიჭებული აქვთ ფინანსური ანგარიშგებების მომზადების და აუდიტის მონიტორინგის უფლებამოსილება, არცერთ მათგანს არ აქვს ადეკვატური მექანიზმი აღნიშნულის ეფექტურად განსახორციელებლად. ზოგიერთს, კერძოდ კი საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნულ კომისიას არ გააჩნია იძულების ადეკვატური შესაძლებლობები (აღამიანური რესურსები, ტრენინგი და ა.შ.) შესაბამისობის მისაღწევად. მიმდინარე პროცესი შემოიფარგლება მარეგულირებელი ორგანოების მიერ ფინანსური ანგარიშგებების და აუდიტორული დასკვნების სწრაფი გადახედვით. ეს კი საშუალებას აძლევს რეგულირებად კომპანიებს მოამზადონ სუსტი და არასაიმედო ფინანსური ინფორმაცია, რომელიც

არ ამართლებს საზოგადოების ინტერესს და ზღუდავს ინვესტიციებს და განვითარებას.”

მსოფლიო ბანკის ანგარიში ფასიანი ქაღალდების ბირჟის მარეგულირებლებს ფაქტობრივად არაკომპეტენციაში ადანაშაულებს. ამასთან საინტერესოა, რომ მიუხედავად იმისა, რომ სააქციო საზოგადოებების მიერ მიწოდებულ ფინანსურ ანგარიშგებებს საქართველოს ეროვნული ბანკი არ ასაჯაროებს, მათი “ფინანსური ანგარიშგებების” მოპოვება შესაძლებელია საქართველოს საფონდო ბირჟის საიტიდან.

მიუხედავად იმისა, რომ საფონდო ბირჟას არ აქვს მინიჭებული მარეგულირებლის უფლობამოსილება, მის ინტერესებში შედის ფინანსური ანგარიშგების გასაჯაროება. თუმცა შესაძლოა გამოითქვას ვარაუდი, რომ მათ მიერ გასაჯაროებული ფინანსური ანგარიშგებები არ იქნა კრიტიკულად განხილული მარეგულირებლების მიერ, რამაც უნდა უზრუნველყოს საერთაშორისო სტანდარტებთან შესაბამისობის კუთხით ხარვეზების აღმოფხვრა.

საკუთარი კაპიტალის რეგულირება იმთავითვე გულისხმობს ფინანსური ანგარიშგების რეგულირების საკითხებს. შესაბამისად, კვლევაში განხილულია ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვის ხელისშემშლელი ფაქტორები, როგორც მსოფლიოს მასშტაბით, აგრეთვე, საქართველოში. კერძოდ, აშშ-ში მოღვაწე პროფესორების ვ. გაოს და ფ. ზუს არგუმენტის მსგავსად, შესწავლილია აქვს თუ არა მნიშვნელობა ქვეყნების სამართლებრივ სისტემებს აღნიშნულ ქვეყნებში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების აღსრულებაში. ანალიზის შედეგად დადგინდა, რომ სამართლებრივი სისტემა უმნიშვნელოვანესია. სამართლებრივი სისტემის მონაცემებიდან ყველაზე დიდი გავლენა აქვს არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვას, რასაც ასევე, დიდი წვლილი შეაქვს ქვეყნების საფონდო ბირჟების განვითარებაში.

ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას მსოფლიოს მასშტაბით დიდი გავლენა აქვს ქვეყნების ფინანსურ განვითარებაზე. მნიშვნელოვანია განხილულ იქნეს ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების იმპლემენტაციის ხელის შემშლელი ფაქტორები. გაოს და ზუს არგუმენტის მიხედვით, ინფორმაციული ასიმეტრიულობის, კერძოდ ფინანსური ანგარიშგების



სტანდარტების იმპლემენტაცია განსაკუთრებით ძლიერია ანგლო-ამერიკული სამართლის ქვეყნებში, სადაც სამართლებრივი და ინსტიტუციონალური მექანიზმები ხელს უწყობენ მაღალი დონის ფინანსურ გამჭვირვალობას, განსაკუთრებით აქციების პირველად განთავსებისას [49, გვ. 2].

ზემოაღნიშნული მკვლევარები მიიჩნევენ, რომ ქვეყნების სამართლებრივი გარემო პირდაპირ კავშირშია ფინანსური ანგარიშგებისა სტანდარტების აღსრულებასთან. მათი აზრით, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია იმგვარი კანონმდებლობის არსებობა, რომელიც უზრუნველყოფს ინვესტორების დაცვას. კერძოდ, ინვესტორების ინტერესების დაცვაში მნიშვნელოვან როლს თამაშობს გამჭვირვალე ფინანსური ანგარიშგება, რაც უზრუნველყოფს მაღალი ხარისხის ინფორმაციის მიწოდებას ინვესტორებისათვის. შესაბამისად, ინვესტორებს შეუძლიათ უფრო რეალურად შეაფასონ სააქციო საზოგადოებების ფინანსური მდგომარეობა და მიიღონ სწორი გადაწყვეტილება მათი აქციების შეძენასთან დაკავშირებით. გაო და ზუ მიიჩნევენ, რომ ანგლო-ამერიკული სამართლის სისტემის მქონე ქვეყნების კანონმდებლობა უფრო კარგად უზრუნველყოფს ინვესტორების ინტერესების დაცვას, ვიდრე კონტინენტური ევროპის სამართლის მქონე ქვეყნები [49, გვ. 9]. მათი აზრით, შემთხვევითი არაა ის ფაქტი, რომ ანგლო-ამერიკული სამართლებრივი სისტემის ქვეყნებს როგორცაა აშშ, დიდი ბრიტანეთი, ჰონგ-კონგი, გააჩნიათ ბევრად უფრო ლიკვიდური და განვითარებული საფონდო ბირჟები, ვიდრე კონტინენტური ევროპის სამართლის მქონე ქვეყნებს.

საქართველოში ფინანსური ანგარიშგების კანონმდებლობის კუთხით ხარვეზების არსებობა აღნიშნულია მსოფლიო ბანკის 2007 და 2015 წლის ანგარიშებში. კერძოდ, 2015 წლის ანგარიშში აღნიშნულია, რომ 2007 წლიდან 2015 წლამდე “ბუღალტრული აღრიცხვის და აუდიტის სფეროში მსოფლიო ბანკის ანგარიშის რეკომენდაციების შესრულების პროგრესი შედარებით დაბალი იყო” [87, გვ. 4]. თუმცა 2012 წელს საქართველოს პარლამენტის მიერ მიღებულ იქნა კანონი ბუღალტრული აღრიცხვისა და ფინანსური ანგარიშგების აუდიტის შესახებ, რომლის 1-ლი მუხლის პუნქტი 1-ის მიხედვით, “ეს კანონი ადგენს საქართველოში ბუღალტრული აღრიცხვის წარმოების, ფინანსური ანგარიშგების მომზადების, წარდგენის და ფინანსური ანგარიშგების აუდიტის ჩატარების სამართლებრივ საფუძვლებს”.

მსოფლიო ბანკის 2015 წლის ანგარიში, რომელიც მომზადებულია მსოფლიო ბანკისა და საერთაშორისო სავალუტო ფონდის ერთობლივი ძალისხმევით, აღნიშნავს, რომ “საერთაშორისო სტანდარტების თარგმნის პროცესი ნელა მიმდინარეობს და თარგმნის ხარისხი საჭიროებს გაუმჯობესებას” [87, გვ. 6]. რადგან საქართველოში მაღალი ხარისხის ფინანსური ანგარიშგებისადმი ზოგადად მოთხოვნა მაინც დაბალია, ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების მომხმარებლები ძირითადად იყენებენ სტანდარტების ინგლისურ ვარიანტს.

ქვეყანაში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების იმპლემენტაციისათვის, როგორც ავლნიშნეთ, საჭიროა სტანდარტების იმპლემენტაციის ინსტიტუციონალური გარემო. კერძოდ, მარეგულირებელ ორგანოებს უნდა გააჩნდეთ სტანდარტების იმპლემენტაციისათვის საჭირო ცოდნა და კომპეტენცია. მსოფლიო ბანკის ანგარიშის მიხედვით, “მარეგულირებელ ორგანოების უმრავლესობას არ გააჩნია ტექნიკური გამოცდილება და ადამიანური რესურსები მათი საზედამხედველო და აღმასრულებელი ფუნქციების სათანადოდ შესასრულებლად” [87, გვ. 8]. აქვე ისიც არის აღნიშნული, რომ ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების შესრულების კონტროლი ზოგადად დიდი გამოწვევაა ქვეყანაში.

მრავალი დისკუსიის შემდეგ, საქართველოს პარლამენტმა 2016 წელს მიიღო კანონი “ბუღალტრული აღრიცხვის, ანგარიშგებისა და აუდიტის შესახებ”. აღნიშნული კანონი ევროკავშირის რეკომენდაციების შესაბამისად ადგენს შემდეგი ოთხი კატეგორიის საწარმოებს საჯარო ინტერესიდან გამომდინარე:

- „მეოთხე კატეგორიის საწარმო – სუბიექტი, რომლის მაჩვენებლები საანგარიშგებო პერიოდის ბოლოს შემდეგი სამი კრიტერიუმიდან სულ მცირე ორ კრიტერიუმს აკმაყოფილებს:
  - აქტივების ჯამური ღირებულება 1 მილიონ ლარს არ აღემატება;
  - შემოსავალი 2 მილიონ ლარს არ აღემატება;
  - საანგარიშგებო პერიოდში დასაქმებულთა საშუალო რაოდენობა 10-ს არ აღემატება.
- მესამე კატეგორიის საწარმო – სუბიექტი, რომელიც არ არის მეოთხე კატეგორიის საწარმო და რომლის მაჩვენებლები საანგარიშგებო პერიოდის

ბოლოს შემდეგი სამი კრიტერიუმიდან სულ მცირე ორ კრიტერიუმს აკმაყოფილებს:

- აქტივების ჯამური ღირებულება 10 მილიონ ლარს არ აღემატება;
- შემოსავალი 20 მილიონ ლარს არ აღემატება;
- საანგარიშგებო პერიოდში დასაქმებულთა საშუალო რაოდენობა 50-ს არ აღემატება.

- მეორე კატეგორიის საწარმო – სუბიექტი, რომელიც არ არის მესამე ან მეოთხე კატეგორიის საწარმო და რომლის მაჩვენებლები საანგარიშგებო პერიოდის ბოლოს შემდეგი სამი კრიტერიუმიდან სულ მცირე ორ კრიტერიუმს აკმაყოფილებს:

- აქტივების ჯამური ღირებულება 50 მილიონ ლარს არ აღემატება;
- შემოსავალი 100 მილიონ ლარს არ აღემატება;
- საანგარიშგებო პერიოდში დასაქმებულთა საშუალო რაოდენობა 250-ს არ აღემატება.

- პირველი კატეგორიის საწარმო – სუბიექტი, რომლის მაჩვენებლები საანგარიშგებო პერიოდის ბოლოს შემდეგი სამი კრიტერიუმიდან სულ მცირე ორ კრიტერიუმს აკმაყოფილებს:

- აქტივების ჯამური ღირებულება 50 მილიონ ლარს აღემატება;
- შემოსავალი 100 მილიონ ლარს აღემატება;
- საანგარიშგებო პერიოდში დასაქმებულთა საშუალო რაოდენობა 250-ს აღემატება“ [1].

2014 წელს საქართველოსა და ევროკავშირს შორის გაფორმებული ასოცირების ხელშეკრულების მიხედვით, საქართველოს აქვს ვალდებულება ასოცირების ხელშეკრულებაზე ხელმოწერიდან სამი წლის განმავლობაში მოახდინოს საკუთარი კანონმდებლობის ევროკავშირის მთელი რიგის ფინანსური ანგარიშგებისა და აუდიტის დირექტივებთან მიახლოება. ერთ-ერთი ასეთი დირექტივაა 1978 წლის დირექტივა № 78/660/EEC [6, გვ. 593].

დირექტივა № 78/660/EEC-ის მიხედვით, საწარმოების ფინანსურმა ანგარიშგებებმა “სწორად და სამართლიანად უნდა ასახოს საწარმოს აქტივები და ვალდებულებები, ფინანსური პოზიცია და მოგება და ზარალი. ამ მიზნის მისაღწევად, ფინანსური ანგარიშგება მინიმუმ უნდა მოიცავდეს ფინანსური

მდგომარეობის და სრული შემოსავლების ანგარიშგებებს. ქვეყნებმა თავად უნდა განსაზღვრონ ფინანსური ანგარიშგების შენიშვნების მინიმალური მოთხოვნები” [6].

კანონმა შეიძლება განსაზღვროს საჯარო ინტერესის მქონე საწარმოები აქტივების ან შემოსავლების მიხედვით. ევროდირექტივა 2013/34/EU განმარტავს, რომ საზოგადოებრივი ინტერესის მქონე საწარმო უნდა განისაზღვროს მათი “ტიპის, სიდიდის ან დასაქმებული ადამიანების რიცხოვნობის მიხედვით”. აღნიშნული დირექტივა აგრეთვე მოითხოვს, რომ საზოგადოებრივი ინტერესის მქონე საწარმოთა რიცხვში შედიოდეს “რეგულირებად ბაზარზე ვაჭრობაში მონაწილე კომპანიები და სადაზღვევო კომპანიები”.

უნდა აღინიშნოს, რომ საქართველოს კანონი “ბუღალტრული აღრიცხვის, ანგარიშგების და აუდიტის შესახებ” პირველ და მეორე კატეგორიის სწარმოებს ავალდებულებს ყოველწლიური აუდიტის ჩატარებას.

მსოფლიო ბანკიც იძლევა რეკომენდაციას, რომ საქართველოს კანონში ბუღალტრული აღრიცხვისა და ფინანსური ანგარიშგების აუდიტის შესახებ საქართველოში მოქმედი საწარმოები განისაზღვრონ როგორც “დიდი, საშუალო, მცირე და მიკროსაწარმოებად მათი ბიზნესის სიდიდის და მფლობელობის ტიპის მიხედვით” [87, გვ. 10]. მსოფლიო ბანკის რეკომენდაციაა, რომ კანონით განსაზღვრულმა “დიდმა კომპანიებმა” ყოველ წელს აქციონერთა საერთო კრებამდე გონივრული ვადით ადრე, მაგრამ არაუგვიანეს საანგარიშგებო წლის დასრულებიდან 12 თვის შემდეგ გაასაჯაროონ საწარმოს აუდიტირებული ფინანსური ანგარიშგება [87, გვ. 10]. ამჟამად, მსგავსი მოთხოვნა კანონში არ არის, მიუხედავად იმისა, რომ 2014 წლის შემდეგ გასულია ერთ წელზე მეტი და ქვეყანას აქვს სამი წელი იმისათვის, რომ ევროკავშირის კანონმდებლობას დაუახლოვდეს.

გარდა ამისა, მსოფლიო ბანკის რეკომენდაციაა, რომ მარეგულირებელ ორგანოებში შეიქმნას განყოფილებები ან შეიქმნას ახალი მარეგულირებელი ორგანიზაცია, რომელიც აღჭურვილი იქნება ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების “დიდ საწარმოებში” აღსრულების უზრუნველსაყოფად შესაბამისი კომპეტენციით და იძულებითი უფლებამოსილებით [87, გვ. 10]. აქ ძალიან მნიშვნელოვანია, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების აღსრულების კონტროლზე უფლებამოსილ მარეგულირებელ

უწყებას ჰქონდეს იძულებითი უფლებამოსილება და საჭიროების შემთხვევაში შეეძლოს ნებისმიერი დიდი საწარმოს ანგარიშგების “სიღრმისეული შესწავლა” [87, გვ. 11].

რადგან როგორც ექსპერტები აღნიშნავენ, ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა ქვეყანაში არ შეიძლება იყოს ნებაყოფილობითი პროცესი, “მთავრობის მხარდაჭერა კრიტიკული მნიშვნელობისაა ბუღალტრული აღრიცხვისა და აუდიტის პრაქტიკის გასაძლიერებლად საქართველოში” [87, გვ. 9]. მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოს გააჩნია ცუდი კორუფციული გამოცდილება 90-იან წლებში სავალდებულო აუდიტის კუთხით, საჭიროა ისეთი რეგულირების მექანიზმის შემუშავება, რომელიც დაიცავს საჯარო ინტერესს გამჭვირვალედ და საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისად.

ფინანსური ანგარიშგების რეფორმის და ფასს-ის აღსრულებისათვის საჭირო მექანიზმების შემოღების გარდა, მნიშვნელოვანია, რომ აუდიტის სტანდარტების აღსრულებაც უზრუნველყოფილ იქნეს, რადგან თუ შემოღებული იქნება აუდიტირებული ფინანსური ანგარიშგების გასაჯაროების მოთხოვნა, აუცილებელია, რომ აუდიტის განმახორციელებელი პირი იყოს კომპეტენტური, გამჭვირვალე და იყენებდეს თანამედროვე აუდიტის მეთოდოლოგიას. წინააღმდეგ შემთხვევაში სახეზე იქნება დაბალი ხარისხის ანგარიშგებები, რაც სახეზეა საქართველოს საფონდო ბირჟის მაგალითზე. ბირჟის საიტზე განთავსებული ფინანსური “ანგარიშგებების” გარკვეული ნაწილი მოიცავს მხოლოდ ყოველწლიური საგადასახადო მოგების დეკლარაციას და ამ ფაქტს როგორც ჩანს არანაირი რეაგირება არ მოჰყვა მარეგულირებელის მხრიდან. შესაბამისად, მნიშვნელოვანია აუდიტის ხარისხის კონტროლის შემოღებაც.

მსოფლიო ბანკის ანგარიშის მიხედვით, “საქართველოს სააქციო საზოგადოებების მხოლოდ 28%-ს გააჩნია “აუდიტირებული” ფინანსური ანგარიშგება. აქედან ცხადია უმეტესობა აღნიშნულ ინფორმაციას არ ასაჯაროებს. აუდიტის სტანდარტების შესრულება განსხვავდება საქართველოში მოქმედი აუდიტორულ კომპანიებში. კერძოდ, მსხვილი აუდიტორული კომპანიები არიან საერთაშორისო ქსელის წევრები და გააჩნიათ აუდიტის საერთაშორისო სტანდარტების ტრენინგებზე ხელმისაწვდომობა, ხოლო მცირე და საშუალო ზომის აუდიტორული კომპანიები როგორც წესი არ იცავენ აუდიტის საერთაშორისო სტანდარტებს [87, გვ.34].

ზემოაღნიშნული ანგარიში აგრეთვე აღნიშნავს, რომ 2012 წელს შემუშავებული კანონი ბუღალტრული აღრიცხვისა და ფინანსური ანგარიშგების აუდიტის შესახებ ითვალისწინებს სრულად თვითრეგულირებად აუდიტის პროფესიას. ექსპერტების მოსაზრებით, სრულად თვითრეგულირებადი სისტემა აუდიტორების ლიცენზირებისას არ არის ადეკვატური და საჭიროა გამჭვირვალე სახელმწიფო ზედამხედველობა.

გარდა აუდიტის პროფესიაზე სახელმწიფო ზედამხედველობისა, საჭიროა შეიზღუდოს აუდიტორული კომპანიების მიერ კლიენტებისათვის გაწეული არა-აუდიტორული მომსახურებები. კერძოდ, თუ აუდიტორული კომპანია კლიენტს უწევს ისეთ მომსახურებას როგორცაა მაგალითად აქტივების შეფასება, აუდიტორმა არ შეიძლება ასეთ კლიენტს ჩაუტაროს აუდიტი. ეს მოთხოვნა პირველად მიიღო აშშ-მა 2002 წელს ე.წ. სარბენის-ოქსლის კანონმდებლობით [44].

აუდიტის სტანდარტების აღსრულებასთან დაკავშირებით ისიც უნდა აღინიშნოს, რომ მსოფლიო ბანკის ანგარიშის მიხედვით, ბევრი სააქციო საზოგადოება კომპანიის აუდიტორის მეშვეობით ამზადებს ფინანსურ ანგარიშგებას. ეს წარმოადგენს აუდიტის საერთაშორისო სტანდარტების დარღვევას და ამ კუთხით უნდა მოხდეს აუდიტორების გაკონტროლება. ფაქტობრივად გამოდის, რომ აუდიტორები თავიანთ გაკეთებულ საქმეს თვითონვე ამოწმებენ.

გაოს და ზუს არგუმენტის მსგავსად, მოპოვებულ იქნა ცნობილი გერმანელი ეკონომისტისა და დოქტორის, კ. შვაბის (K. Schwab) 2014-2015 წლების ე.წ. “მსოფლიოს კონკურენტულობის ანგარიში”, რომელშიც შეფასებულია მსოფლიოს 144 ქვეყანა მრავალი მიმართულებით, მათ შორის საკუთარი კაპიტალის და ფინანსური ანგარიშგების რეგულირების კუთხით (იხ. დანართ №16).

შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით, საკუთარი კაპიტალის რეგულირების მონაცემებზე ჩატარდა კვლევა შემდეგი მეთოდოლოგიით:

1. განხილულ იქნა მონაცემები ზოგადი მაჩვენებლები (მინიმალური, მაქსიმალური, საშუალო, სტანდარტული გადახრა);
2. დადასტურდა მონაცემებზე დაყრდნობით მეცნიერული არგუმენტაციის მოყვანის შესაძლებლობა, რაც გულისხმობს მონაცემთა გადანაწილების ნორმალურობის და დისპერსიების ჰომოგენურობის შემოწმებას;

3. ჩატარდა კორელაციური ანალიზი;
4. ჩატარდა რეგრესიული ანალიზი.

საკუთარი კაპიტალის რეგულირების შესასწავლად გაანალიზდა შემდეგი მონაცემები: სასამართლოს დამოუკიდებლობა, დაგების დროს სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა, მარეგულირებელ ორგანოებთან დაგების დროს სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა, არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვა და ინვესტორების ინტერესების დაცვა.

ცხრილი №1-ის მიხედვით (რომელიც შედგენილია პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (IBM SPSS) გამოყენებით შვების მონაცემებზე დაყრდნობით), სასამართლოების დამოუკიდებლობის კუთხით, ყველაზე მაღალი მაჩვენებელია 6.75 და ის აქვს მინიჭებული ახალ ზეღანდიას, რაც ადასტურებს გაოს და ზუს მოსაზრებას, რომ ანგლო-ამერიკული სამართლის მქონე ქვეყნებში უფრო ძლიერი სამართლებრივი ინტიტუტები არსებობს. ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი, 1.12-ის ოდენობით სასამართლოს დამოუკიდებლობის კუთხით აქვს მინიჭებული ვენესუელას.

144 ქვეყნიდან საშუალო მაჩვენებელი არის 3.87, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 1.29. აღნიშნულ სიაში საქართველოს აქვს მინიჭებული 3.84, ანუ დაახლოებით საშუალო მაჩვენებელი და 144 ქვეყნიდან იკავებს 65-ე ადგილს ინდონეზიის, გამბიის და პაკისტანის გვერდით.

დაგების დროს სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობით ყველაზე მაღალი მაჩვენებელი აქვს სინგაპურს 6.16, ხოლო ყველაზე დაბალი 1.55 კვლავ ვენესუელას. აღსანიშნავია, რომ სინგაპურსაც გააჩნია ანგლო-ამერიკული სამართლებრივი სისტემა, რაც კიდევ ერთხელ ადასტურებს გაოს და ზუს მოსაზრებას. 144 ქვეყნიდან საშუალო მაჩვენებელი არის – 3.78, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 0.91. საქართველოს ამ მაჩვენებელში აქვს მინიჭებული 3.66, რომელიც ნაკლებია საშუალო მაჩვენებელზე და იკავებს 71-ე ადგილს 144 ქვეყნიდან მაღაის და ლესოთოს შორის.

რაც შეეხება სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობას მარეგულირებელ ორგანოებთან დაგების დროს, ამ კუთხით მაქსიმალური შეფასება 5.57 მინიჭებული აქვს ფინეთს, ხოლო მინიმალური 1.22 კვლავ ვენესუელას. საშუალო მაჩვენებელი შეადგენს 3.40-ს, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 0.85-ს.

საკუთარი კაპიტალის რეგულირების მონაცემები ქვეყნების მიხედვით

რეგულირების მაჩვენებლები	ზოგადი მიმოხილვა					კოლმგოროფ-სმირნოვი		შაპირო-ვილი	
	რაოდენობა	მინიმალური	მაქსიმალური	საშუალო	სტანდ. გადახრა	შედები	ტრანსფორმირებული შედეგი	შედები	ტრანსფორმირებული შედეგი
სასამართლოს დამოუკიდებლობა	144	1.12	6.75	3.87	1.29	0.011	0.2	0.002	0.049
სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დავების განხილვისას	144	1.55	6.16	3.78	0.95	0.006	0.2	0.005	0.14
სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებელ ორგანოებთან დავების დროს	144	1.22	5.57	3.40	0.85	0.002	0.059	0.023	0.31
არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების უფლებების დაცვა	144	2.38	6.17	4.14	0.81	.2		0.141	
ინვესტორების უფლებების დაცვა	144	1.70	9.70	5.37	1.62	0.017		0.195	

წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით



საქართველოს სამართლებრივი სისტემას მარეგულირებელ ორგანოებთან დაკავშირებით დროს ეფექტიანობის კუთხით მინიჭებული აქვს 3.23, ანუ საშუალოზე ნაკლები რაც ნიშნავს 144 ქვეყნიდან 83-ე ადგილზე ყოფნას ეგვიპტესა და უგანდას შორის.

არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვით პირველ ადგილზეა ფინეთი 6.17 ქულით, მას მოსდევს სამხრეთი აფრიკა 6.09 ქულით. აღსანიშნავია, რომ სამხრეთი აფრიკა აგრეთვე ლიდერობდა ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის მაჩვენებელშიც, რაც თავის მხრივ ადასტურებს გაოს და ზუს მოსაზრებას იმ გაგებით, რომ ძლიერი სამართლებრივი გარემო ხელს უწყობს ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას.

მინიმალური მაჩვენებელი არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების დაცვის კუთხით აქვს ლიბიას 2.38-ის ოდენობით. საქართველო ამ მიმართულებით იკავებს 144 ქვეყნიდან 110-ე ადგილს 3.54 ქულით მონდოლეთსა და ეგვიპტეს შორის. საშუალო მაჩვენებელი ამ ცვლადში არის 4.14, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 0.81. გასათვალისწინებელია, რომ არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების დაცვით საქართველოს მაჩვენებელი საშუალოზე ნაკლებია დაახლოებით ერთი სტანდარტული გადახრით, რაც იმის მაუწყებელია, რომ მსოფლიოს ქვეყნების დაახლოებით ბოლო 16%-ში შედის.

ინვესტორების ინტერესის დაცვით პირველ ადგილზე კვლავ ახალი ზელანდიაა 9.7 ქულით, რომელსაც მოსდევს სინგაპური 9.3 ქულით. გასათვალისწინებელია, რომ ეს მონაცემი რანჟირებულ იქნა 1-დან 10-მდე შკალით, ნაცვლად ტრადიციული 7-ქულიანი სისტემისა. შესაბამისად, საშუალო მაჩვენებელი შეადგენს 5.3-ს, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 1.62-ს. მინიმალური მაჩვენებელი ამ მიმართულებით აქვს კვლავ ლიბიას 1.7 ქულით. საქართველო ამ კუთხით იკავებს 21-ე ადგილს პერუსა და ნორვეგიას შორის და გააჩნია 7 ქულა, რაც საშუალოზე ერთი სტანდარტული გადახრით მაღალი მაჩვენებელია. ცხადია, ამ მონაცემში დაირღვა ტენდენცია საქართველოსთან მიმართებაში.

სანამ ზემოაღნიშნული მონაცემებიდან დასკვნებს გამოვიტანთ, აუცილებელია შემოწმდეს მათი გადანაწილების ნორმალურობა კოლმოგოროვ-

სმირნოვის და შაპირო-ვილკის ტესტების მეშვეობით. ცხრილ №1-ში მოცემულია აღნიშნული ტესტების შედეგები.

ცხრილი №1-ის მიხედვით, სასამართლოს დამოუკიდებლობა ( $p=0.002$ ), სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დავების დროს ( $p=0.005$ ) და სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებელ ორგანოებთან დავების დროს ( $p=0.023$ ) არ არის ნორმალურად გადანაწილებული მონაცემები შაპირო-ვილკის ტესტის მიხედვით, რადგან მათი შედეგები 0.05-ზე ნაკლებია.

ზემოაღნიშნული შედეგი არ არის გასაკვირი, რადგან ნორმალური გადანაწილება გულისხმობს, რომ გადანაწილება უნდა ჯდებოდეს ბუნებრივ ჭრილში, რისი თქმაც რთულია მაგალითად, სასამართლოს დამოუკიდებლობის მონაცემთან მიმართებაში. სასამართლოს დამოუკიდებლობის კუთხით გაცილებით მეტია ისეთი ქვეყნები, რომელთაც მიკერძოებული სასამართლოები აქვთ, ვიდრე ისეთი ქვეყნები, რომელთაც აქვთ დამოუკიდებელი სასამართლო სისტემა. ეს გარკვეულწილად ადასტურებს გაოს და ზუს მოსაზრებას, რადგან ანგლო-ამერიკული სამართლის სისტემის მქონე ქვეყნები წარმოადგენენ გამონაკლისს მსოფლიოს მასშტაბით.

რეგულირების სამი მონაცემის (სასამართლოს დამოუკიდებლობა, სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დავების დროს, სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებელ უწყებებთან დავების დროს) გადანაწილების ნორმალისებისათვის გამოყენებულ იქნა კვადრატული ტრანსფორმირების ტექნიკა. ტრანსფორმირებულ ცვლადებზე ხელახლა ჩატარდა ნორმალურობის ტესტები. აღნიშნული ტესტის ტრანსფორმირებული შედეგები მოცემულია ცხრილ №1-ში.

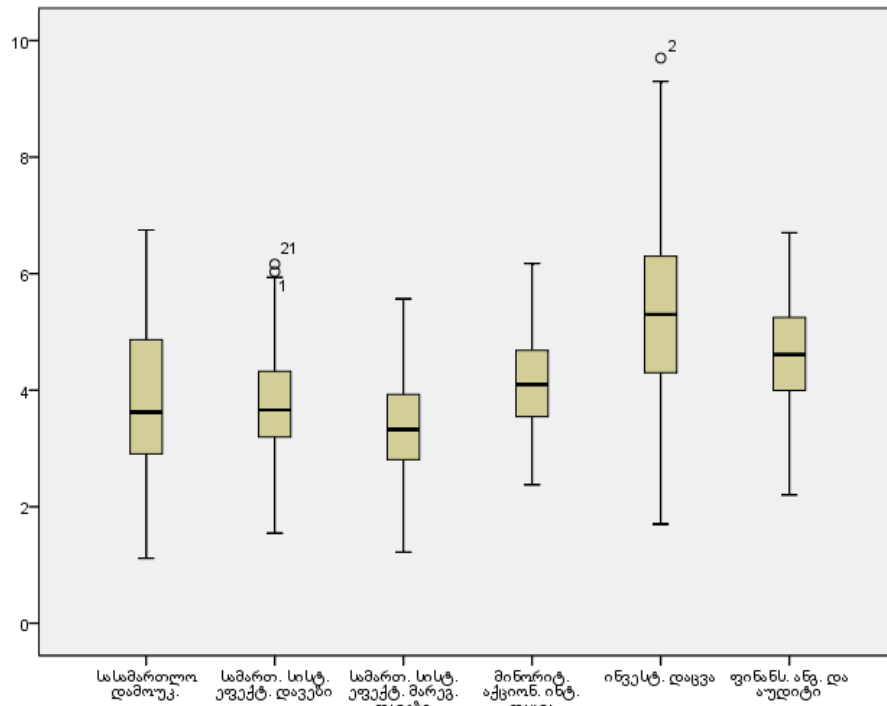
ტრანსფორმირებული სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დავების დროს ( $p=0.140$ ) და სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებელ ორგანოებთან დავების დროს ( $p=0.310$ ) ნორმალურადაა გადანაწილებული შაპირო-ვილკის ტესტის მიხედვით, ხოლო სასამართლოს დამოუკიდებლობის ცვლადი ( $p=0.200$ ) ნორმალურადაა გადანაწილებული კოლმოგოროვ-სმირნოვის ტესტის მიხედვით.

მას შემდეგ, რაც დადასტურდა სამართლებრივი სისტემის ცვლადების ნორმალური გადანაწილება, საჭიროა დავადასტუროთ მათი დისპერსიების ჰომოგენურობა. გრაფიკ №1-ში მოცემულია სამართლებრივი სისტემის

ეფექტიანობის განმსაზღვრელი 5 ცვლადის დისპერსიების შედარება ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის მონაცემთან.

გრაფიკი №1

საკუთარი კაპიტალის რეგულირების მონაცემების დისპერსიების ჰომოგენურობის შედარება



წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

გრაფიკი №1-ის მიხედვით, ნაჩვენებია, რომ სამართლებრივი სისტემის მონაცემების, კერძოდ სასამართლოს დამოუკიდებლობის, სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობის დაკების დროს, სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობის მარეგულირებელ ორგანოებთან დაკების დროს, არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვის და ინვესტორების ინტერესების დაცვის ცვლადები, ჰომოგენურია ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის მონაცემთან მიმართებაში, რაც გვაძლევს იმის საფუძველს, რომ ზემოაღნიშნული მონაცემებიდან გამომდინარე ჩავატაროთ კორელაციის და რეგრესიის ანალიზები.

ცხრილ №2-ში მოცემულია კორელაციის ანალიზი, სადაც ქვეყნებში სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობის ცვლადები შედარებულია ამ ქვეყნებში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის ცვლადთან შემდეგი ჰიპოთეზის დასადასტურებლად:

## საკუთარი კაპიტალის რეგულირების მონაცემების კორელაცია (მსოფლიოს 144 ქვეყანაში)

	რეგულირების მონაცემები	1	2	3	4	5	6
1	სასამართლოს დამოუკიდებლობა	1	.858	.855	.356	.726	.790
2	სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა და ვების დროს	.858	1	.925	.395	.758	.867
3	სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებ. და ვების დროს	.855	.925	1	.385	.729	.835
4	ინვესტორების ინტერესების დაცვა	.356	.395	.385	1	.436	.443
5	ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა	.726	.758	.729	.436	1	.914
6	არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების უფლებების დაცვა	.790	.867	.835	.443	.914	1

წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

$H_0$  – რეგულირების მონაცემებსა და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის მონაცემს შორის არსებობს მნიშვნელოვანი კორელაცია.

$H_1$  – რეგულირების მონაცემებსა და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის მონაცემს შორის არ არსებობს მნიშვნელოვანი კორელაცია.

ნულოვანი ჰიპოთეზა თუ დადასტურდა, გაოს და ზუს არგუმენტი გამყარდება იმ გეგმით, რომ ეფექტიანი სამართლებრივი სისტემა განისაზღვრება როგორც ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის ხელისშემწყობ ფაქტორად.

მე-2 ცხრილის მიხედვით, ყველაზე მაღალი კორელაციის მაჩვენებელი ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და სამართლებრივი სისტემების მონაცემებს შორის ფიქსირდება არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვასთან მიმართებაში 0.914-ის პირსონის კორელაციის მაჩვენებლით ( $p=0.000$ ). ეს საინტერესო ტენდენციაა, რადგან იმ ქვეყნებში სადაც მაღალ დონეზეა უზრუნველყოფილი არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების უფლებები, სწორედ ამ ქვეყნებშია ყველაზე მაღალ დონეზე განვითარებული ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტები. აღნიშნული დასკვნა საკმაოდ ლოგიკურია, რადგან, მაგალითად, არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერი საფონდო ბირჟის მეშვეობით შეიძენს აქციებს როგორც არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერი მხოლოდ იმ შემთხვევაში როდესაც მას აქვს გარანტიები, რომ მისი უფლებები როგორც არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერი მაქსიმალურად დაცული იქნება.

მეორე მხრივ, ყველაზე დაბალი კორელაცია იკვეთება ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და ინვესტორების ინტერესების დაცვას შორის. ეს ტენდენციაც ცალსახად იკვეთება საქართველოსთან მიმართებაშიც იმ გაგებით, რომ საქართველო ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის კუთხით მსოფლიოში იკავებს 85-ე ადგილს, ხოლო ინვესტორების ინტერესების დაცვით – 21-ე ადგილს. ეს ტენდენცია შესაძლოა აიხსნას იმით, რომ ზოგი ქვეყანა მაქსიმალურად

ცდილობს სტრატეგიულ ინვესტორებს ინტერესების დაცვას, მიუხედავად იმისა, რომ ამ ქვეყნებში ზოგადად აქციონერების (კერძოდ, არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების) ინტერესები დაცული არაა. მაგალითისათვის, ტოპ ოცეულში ინვესტორების ინტერესების დაცვის კუთხით შედის ისეთი ქვეყნები, როგორცაა ალბანეთი, ტაილანდი, სლოვენია და ა.შ., მაგრამ ამ ქვეყნებს ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის კუთხით აქვთ საშუალოზე დაბალი მაჩვენებლები.

აგრეთვე, საკმაოდ ძლიერი კორელაცია იკვეთება ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და სასამართლოს დამოუკიდებლობას შორის 0.726, ფინანსურ ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობას დავების დროს 0.758 და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობას მარეგულირებელ ორგანოებთან დავების დროს 0.729.

გარდა კორელაციური ანალიზისა, მნიშვნელოვანია ზემოაღნიშნული მონაცემები გაანალიზდეს მიზეზ-შედეგობრივი კავშირის დადგენის მიზნით. კერძოდ, აუცილებელია შესწავლილ იქნეს თუ რეგულირების მონაცემები რამდენად არის ქვეყნებში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის გამომწვევი მიზეზი.

ცხრილში №3 მოცემულია პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის მეშვეობით დათვლილი რეგრესიის ანალიზის შედეგები. ფინანსური ანგარიშგების (როგორც საკუთარი კაპიტალის შესახებ ინფორმაციის წყარო) რეგულირებისათვის ყველაზე მნიშვნელოვანი სფერო არის არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების უფლებების დაცვა. ამ მონაცემს აქვს 83%-იანი პირდაპირი კავშირი ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის პროცესში.

აგრეთვე, საკმაოდ მნიშვნელოვანია სასამართლოს დამოუკიდებლობა, სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დავების დროს და სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებელ უწყებებთან დავების დროს. სასამართლოს დამოუკიდებლობის შემთხვევაში 52%-ით უმჯობესდება ფინანსური ანგარიშგების (მაშასადამე, საკუთარი კაპიტალის) რეგულირების საკითხები. დავების დროს სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობის გაუმჯობესებით, 57%-ით უმჯობესდება ფინანსური ანგარიშგების რეგულირების საკითხები, ხოლო

მარეგულირებელ უწყებებთან დაგების დროს სამართლებრივი სისტემის გაუმჯობესებით 52%-ით გაუმჯობესდება ფინანსური ანგარიშგების რეგულირების საკითხები.

**ცხრილი №3**

**საკუთარი კაპიტალის რეგულირების მონაცემები  
(რეგრესიული ანალიზი მსოფლიოს 144 ქვეყანაში)**

	რეგულირების მონაცემები	რეგრესიის ანალიზის შედეგი	რეგულირების მონაცემის გავლენა (%)	ერთობლივი რეგრესიის შედეგი
1	სასამართლოს დამოუკიდებლობა	0.524	52.4	0.84
2	სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დაგების დროს	0.572	57.2	
3	სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებელ უწყებებთან დაგების დროს	0.528	52.8	
4	ინვესტორების ინტერესების დაცვა	0.185	18.5	
5	არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების უფლებების დაცვა	0.834	83.4	

წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

რეგრესიის ანალიზის მიხედვით, ინვესტორების ინტერესების დაცვით 18%-ით უმჯობესდება ფინანსური ანგარიშგების რეგულირების საკითხები, რაც იმის მაუწყებელია, რომ მხოლოდ ინვესტორების ინტერესების დაცვა არაა საკმარისი წინაპირობა საკუთარი კაპიტალის რეგულირების საკითხების მოსაგვარებლად.

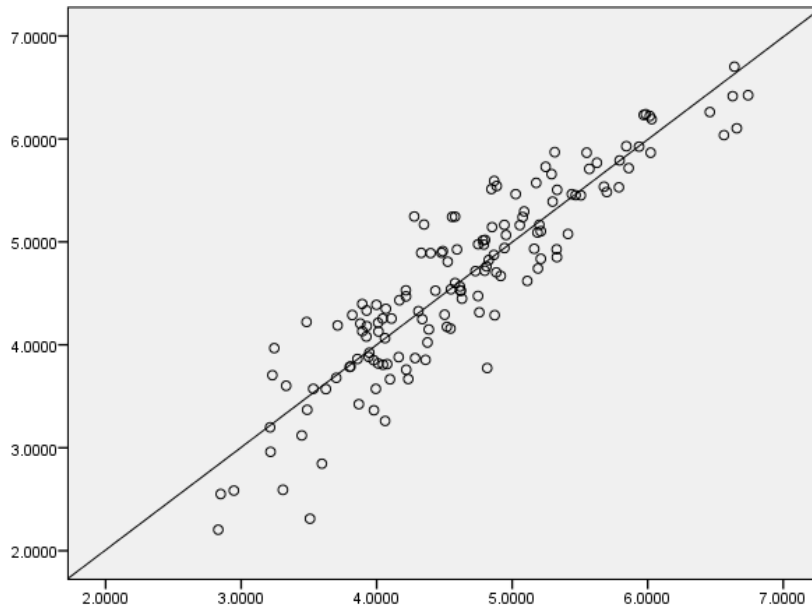
რაც შეეხება რეგრესიის ერთობლივ ანალიზს, რეგულირების საკითხები ჯამურად 84%-იან გავლენას ახდენს ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვაზე.

გრაფიკი №2 ცხადყოფს, რომ არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვა 83%-ით აუმჯობესებს ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას. აღნიშნული ტენდენცია ცალსახაა საქართველოს მაგალითზეც. ერთი მხრივ, საქართველო არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვის კუთხით 144 ქვეყნიდან

იკავებს 110-ე ადგილს. მეორე მხრივ, ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის კუთხით საქართველო 144 ქვეყნიდან 85-ე ადგილს. მაშასადამე, სახეზეა რეგრესიული კავშირი რეგულირებასა და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის.

**გრაფიკი №2**

**არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვის გავლენა ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვაზე**



წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

საქართველოს შემთხვევაში ცალსახაა, რომ ინვესტორების ინტერესების დაცვლა მხოლოდ 18%-ით აუმჯობესებს ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას. საქართველოს 144 ქვეყნიდან მე-16 ადგილი იკავია ინვესტორების ინტერესების დაცვის კუთხით, ხოლო 85-ე ადგილზე ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის კუთხით. სახეზეა უარყოფითი კავშირი აღნიშნულ მონაცემებს შორის.

გასათვალისწინებელია, რომ გაოს და ზუს ერთ-ერთი მთავარი არგუმენტია, რომ ანგლო-ამერიკული სამართლის სისტემის მქონე ქვეყნებში უფრო კარგადაა განვითარებული ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტები ვიდრე სხვა ტიპის სამართლის მქონე ქვეყნებში. ამ ჰიპოთეზის შესამოწმებლად, მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმის მიერ შესწავლილი ქვეყნებიდან გამოვყავით შემდეგი ანგლო-ამერიკული სამართლის სისტემის მქონე შემდეგი ქვეყნები: ავსტრალია,



ბანგლადეში, ბარბადოსი, ბუტანი, კანადა, კვიპროსი, დომინიკის რეპუბლიკა, ჰონგ კონგი, ინდოეთი, ირლანდია, ისრაელი, იამაიკა, ახალი ზელანდია, პაკისტანი, სინგაპური, ტრინიდადი და ტობაგო, უგანდა, გაერთიანებული სამეფო და ამერიკის შეერთებული შტატები.

ზოგადი ანალიზისათვის, განვიხილეთ ზემოაღნიშნული 19 ქვეყნის საშუალო მონაცემები და შევადარეთ დანარჩენი 125 ქვეყნის საშუალო მონაცემებს. ანგლო-ამერიკული სამართლის მქონე ქვეყნებს ფაქტობრივად ყველა კომპონენტში გააჩნიათ უფრო მაღალი შეფასება ვიდრე სხვა სახით სამართლებრივი სისტემის მქონე ქვეყნებს. კერძოდ, ანგლო-ამერიკული სამართლის მქონე ქვეყნებს სასამართლოს დამოუკიდებლობის კუთხით აქვთ საშუალო შეფასება 4.92-ის ოდენობით, ხოლო დანარჩენ 125 ქვეყანას აქვს 3.71. სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დაგების დროს ანგლო-ამერიკული სისტემის ქვეყნებში განისაზღვრება 4.45 საშუალო რიცხვობრივი მაჩვენებლით, ხოლო დანარჩენ 125 ქვეყანაში – 3.68-ით.

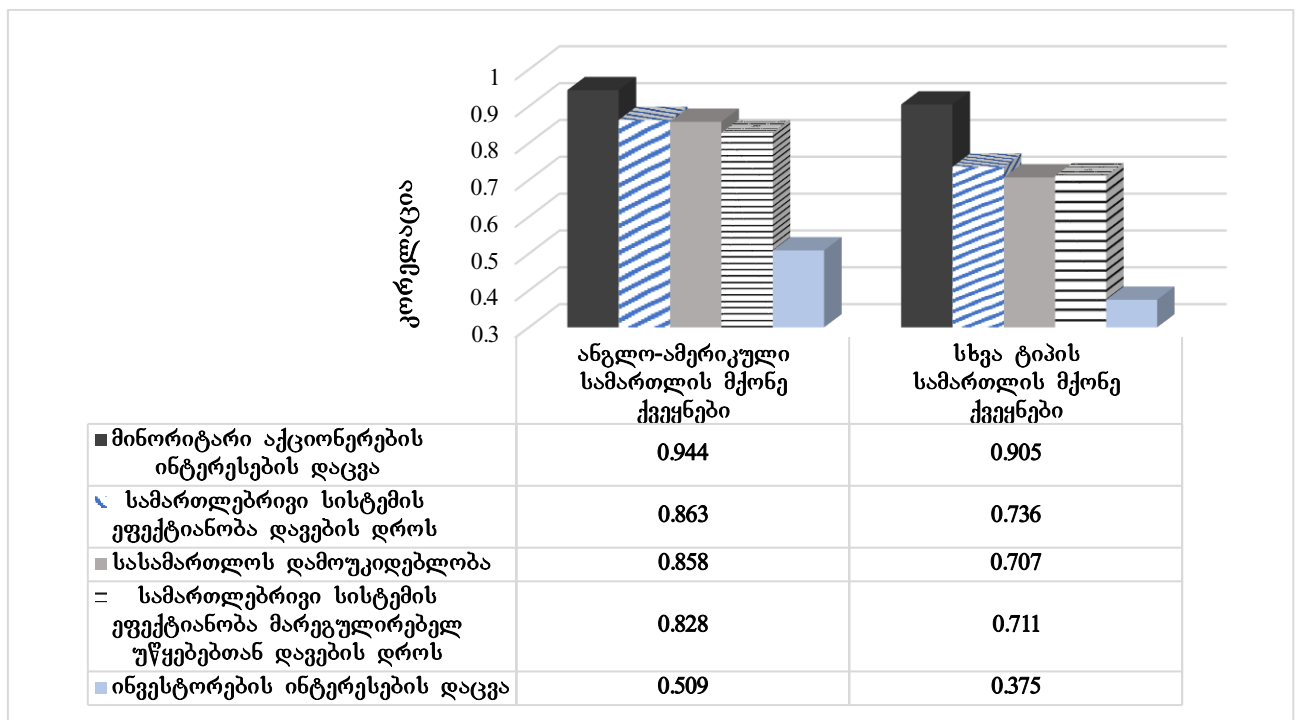
სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებელ ორგანოებთან დაგების დროს ანგლო-ამერიკულ ქვეყნებში განისაზღვრება 4.03 საშუალო რიცხვობრივი მაჩვენებლით, ხოლო დანარჩენ 125 ქვეყანაში – 3.30-ით. ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას რაც შეეხება, მათი საშუალო მაჩვენებელი ანგლო-ამერიკულ ქვეყნებში 5.14-ია, ხოლო დანარჩენ 125 ქვეყანაში – 4.55. არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვით ანგლო-ამერიკული სამართლის მქონე ქვეყნები გამოირჩევიან 4.60 საშუალო მონაცემით, ხოლო დანარჩენი 125 ქვეყანა – 4.08-ით. ინვესტორების ინტერესების დაცვაში ანგლო-ამერიკული სამართლის ქვეყნებს მინიჭებული აქვთ 6.80 საშუალო მაჩვენებელი, ხოლო დანარჩენ 125 ქვეყანას – 5.15.

ცხრილი №4-ის მიხედვით, ფაქტობრივად დასტურდება გაოს და ზუს მოსაზრება იმ გაგებით, რომ ანგლო-ამერიკული სამართლის ტიპის ქვეყნებში უფრო მაღალი კორელაციური კავშირი ფიქსირდება ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვან დანერგვასა და სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობის ცვლადებს შორის ვიდრე სხვა ტიპის სამართლებრივი სისტემის ქვეყნებში.

გასათვალისწინებელია, რომ გაოს და ზუს არგუმენტი არ იყო ზოგადად ანგლო-ამერიკული სამართლის მქონე ქვეყნების შეფასება, რადგან მათი მოსაზრებით ანგლო-ამერიკული სამართლის მქონე ქვეყნებში არსებობს უფრო მძლავრი ფინანსური გამჭვირვალობის სტანდარტები, რაც სწორედაც რომ გამოწვეულია კარგი სამართლებრივი ბაზისით. შესაბამისად, კვლევის შემდეგ ეტაპზე საჭიროა შესწავლილ იქნეს კორელაციური და რეგრესიული კავშირები ანგლო-ამერიკულ და სხვა ქვეყნების ჯგუფებს შორის.

**ცხრილი №4**

**საკუთარი კაპიტალის რეგულირების მონაცემების კორელაცია ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასთან მიმართებაში**



წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

ანგლო-ამერიკული სამართლის მქონე ქვეყნებში 21%-ით უფრო მაღალი კორელაციაა სასამართლოს დამოუკიდებლობასა და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის. კორელაცია აგრეთვე 17%-ით მაღალია სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დაგების დროს (როგორც ზოგადად დაგების ასევე მარეგულირებელ ორგანოებთან დაგებისას) და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის ანგლო-

ამერიკული სამართლის მქონე ქვეყნებისათვის. ანგლო-ამერიკული სამართლის მქონე ქვეყნებში 5%-ით მაღალია კორელაცია ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას და არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვას შორის, ხოლო 36%-ით მაღალია კორელაცია ინვესტორების ინტერესების დაცვას და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის.

იმისათვის, რომ დავასრულოთ გაოს და ზუს ანგლო-ამერიკულ სამართალზე მოსაზრების ანალიზი, რეგულირების მონაცემებსა და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის ანგლო-ამერიკული სამართლის ქვეყნებში იკვეთება 88%-იანი რეგრესიის შედეგი, რაც 4%-ით მაღალია სხვა ქვეყნებთან შედარებით (მათ შორის საქართველოსთან მიმართებაში).

შვების ანგარიშში აგრეთვე მოცემულია საფონდო ბირჟების რეგულირების ცვლადი. მინიმალური მაჩვენებელი ამ ცვლადისათვის არის 1.72, რომელიც მოიპოვა ანგოლამ, ხოლო მაქსიმალური – 6.37, რაც ეკუთვნის სამხრეთ აფრიკას. საშუალო მაჩვენებელი შეადგენს 4.07-ს, ხოლო სტანდარტული გადახრა არის 1.07. საქართველს ამ მიმართულებით გააჩნია 3.05 ქულა, ანუ თითქმის ერთი სტანდარტული გადახრით ნაკლები საშუალო მაჩვენებელთან შედარებით. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, საქართველოს საფონდო ბირჟის რეგულირება არის უფრო “ცუდი” ვიდრე ეს არის მსოფლიოს ქვეყნების 84%-ში.

საკუთარი კაპიტალის რეგულირებისათვის ყველაზე მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების უფლებების დაცვა, როგორც მსოფლიოს მასშტაბით, აგრეთვე საქართველოს მაგალითზე. ერთის მხრივ, საქართველოს კონსტიტუციის 21- მუხლის მიხედვით, საკუთრების უფლების შეზღუდვა დასაშვებია საზოგადოებრივი საჭიროების და გადაუდებელი აუცილებლობის დროს. მეორეს მხრივ, “საქართველოს კანონი მეწარმეთა შესახებ” განმარტავს, რომ სააქციო საზოგადოების ხმების 95%-ზე მეტის მფლობელ აქციონერებს უფლება აქვთ, სამართლიან ფასად გამოისყიდოს სხვა აქციონერთა აქციები. აღნიშნული ფორმულირება მოცემულია “საქართველოს კანონი მეწარმეთა შესახებ” 54-ე მუხლში. ეს ჩანაწერი ეწინააღმდეგება საქართველოს კონსტიტუციას და სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის რეგულირების დასახვეწად აუცილებელია მისი კანონიდან ამოღება.

რადგან საკუთარი კაპიტალის და ფინანსური ანგარიშგების რეგულირება მნიშვნელოვანია საკუთარი კაპიტალის ფორმირების პროცესში, აუცილებელია განვიხილოთ ფინანსური ანგარიშგება როგორც საკუთარი კაპიტალის შესახებ ინფორმაციის წყარო.

## თავი 2. საკუთარი კაპიტალის ანალიზის ინფორმაციული ბაზა და მაჩვენებელთა სისტემა

### 2.1. ფინანსური ანგარიშგება, როგორც საკუთარი კაპიტალის საინფორმაციო წყარო, მისი სრულყოფის საკითხები

სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის ანალიზისათვის ინფორმაციის წყაროს წარმოადგენს ფინანსური ანგარიშგება, რომლის წარდგენის საკითხებს განსაზღვრავს ბასს 1 “ფინანსური ანგარიშგების წარდგენა”. ბასს 1 “განსაზღვრავს საერთო დანიშნულების ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის ძირითად საფუძვლებს, რაც უზრუნველყოფს როგორც ცალკეული საწარმოს წინა წლების ფინანსური ანგარიშგების, ასევე სხვადასხვა საწარმოს ფინანსური ანგარიშგების შესადარისობას. ამ მიზნით, სტანდარტში განხილულია ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის ზოგადი საკითხები, მეთოდური მითითებები ფინანსური ანგარიშგების სტრუქტურისა და შინაარსის მინიმალური მოთხოვნების შესახებ. კონკრეტული მოვლენებისა და სამეურნეო ოპერაციების ასახვის, შეფასებისა და განმარტებით შენიშვნებში ინფორმაციის მოწოდების წესები განხილულია სხვა ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტებში” [56].

“საერთო დანიშნულების ფინანსური ანგარიშგება განკუთვნილია იმ მომხმარებელთათვის, ვისთვისაც ხელმისაწვდომი არ არის მათი საინფორმაციო მოთხოვნილებების შესაფერისი სპეციფიკური ინფორმაციის შემცველი ანგარიშები. საერთო დანიშნულების ფინანსური ანგარიშგება მოიცავს როგორც ცალკეულ წარმოდგენილ მონაცემებს, ასევე მონაცემებს, რომლებიც თავმოყრილია ისეთ გამოსაქვეყნებელ დოკუმენტში, როგორცაა საწარმოს საქმიანობის წლიური ანგარიში ან პროსპექტი” [56].

ბასს 1 “ფინანსური ანგარიშგების წარდგენა”, ფინანსური ანგარიშგების მიზანს განმატავს შემდეგნაირად: “ფინანსური ანგარიშგება არის საწარმოს ფინანსური მდგომარეობისა და მისი საქმიანობის ფინანსური შედეგების სტრუქტურულად ჩამოყალიბებული სურათი. საერთო დანიშნულების ფინანსური ანგარიშგების მიზანია საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის, მისი საქმიანობის ფინანსური შედეგებისა და ფულადი მოძრაობის შესახებ ინფორმაციის წარდგენა, რომელიც გამოსადეგია მომხმარებელთა ფართო წრისათვის, ეკონომიკური გადაწყვეტილებების მისაღებად. ფინანსური ანგარიშგება ასევე გვიჩვენებს

საწარმოს ხელმძღვანელობის მიერ მათთვის მინდობილი რესურსების მართვის შედეგებს”. ამ მიზნით ფინანსურ ანგარიშგებაში მოცემულია შემდეგი სახის ინფორმაცია:

- ა) საწარმოს აქტივები;
- ბ) საწარმოს ვალდებულებები;
- გ) საკუთარი კაპიტალი;
- დ) შემოსავლები და დანახარჯები, მოგება-ზარალი;
- ე) ცვლილებები საკუთარ კაპიტალში;
- ვ) საწარმოს ფულადი ნაკადები.

ფინანსურ ანგარიშგებაში ასახული ინფორმაცია, მის განმარტებით შენიშვნებში მოცემულ ინფორმაციასთან ერთად, მომხმარებელს საშუალებას აძლევს წინასწარ განსაზღვროს საწარმოს ფულადი სახსრების მოძრაობა, კერძოდ მათი რეალურობა და დროულობა.

სტანდარტი განმარტავს, რომ ფინანსური ანგარიშგების სრული პაკეტი მოიცავს: ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგებას, სრული შემოსავლების ანგარიშგებას, “ანგარიშგებას საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ, რომელიც უზრუნველყოფს ინფორმაციას საწარმოს საკუთარ კაპიტალში მომხდარი ნებისმიერი ცვლილების შესახებ ან საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ, რომლებიც გამოწვეული არ არის მესაკუთრეთა მიერ კაპიტალთან დაკავშირებულ სამეურნეო ოპერაციებსა და მათთვის კაპიტალის განაწილებასთან, ფულადი ნაკადების ანგარიშგებას და შენიშვნებს, სადაც მოკლედ განხილულია ყველა მნიშვნელოვანი სააღრიცხვო პოლიტიკა და სხვა განმარტებით შენიშვნებს” [56].

სააქციო საზოგადოებამ საკუთარი კაპიტალი და რეზერვები უნდა დაეყოს “სააქციო კაპიტალის, საემისიო კაპიტალისა და რეზერვების ცალკეულ კლასებად” [48]. სააქციო საზოგადოებამ ყველა ტიპის სააქციო კაპიტალისათვის უნდა წარმოადგინოს შემდეგი ინფორმაცია:

- “ნებადართული აქციების რაოდენობა;

- გამოშვებული და მთლიანად ანაზღაურებული აქციების რაოდენობა და გამოშვებული, მაგრამ აუნაზღაურებელი აქციების რაოდენობა;
- ერთი აქციის ნომინალური ღირებულება ან ის ფაქტი, რომ აქციებს არ გააჩნია ნომინალური ღირებულება;
- გასანადგებელი აქციების რაოდენობის შეჯერება წლის დასაწყისსა და ბოლო სათვის;
- უფლებები, პრივილეგიები და შეზღუდვები, რომლებიც ეხება ამა თუ იმ ჯგუფს, დივიდენდების განაწილებასა და კაპიტალის დაფარვასთან დაკავშირებული შეზღუდვების ჩათვლით,
- საწარმოს აქციები, რომლებიც თვით საწარმოს, შვილობილი საწარმოს ან მეკავშირე საწარმოს საკუთრებაშია;
- აქციები, რომლებიც რეზერვირებულია ოფციონებისა და აქციების გაყიდვის ხელშეკრულებებისათვის, პირობებისა და თანხების ჩვენებით” [56].

ბასს 1 “ფინანსური ანგარიშგების წარდგენა” მოითხოვს, რომ სააქციო საზოგადოებამ “საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების ანგარიშგებაში ან განმარტებით შენიშვნებში უნდა აჩვენოს საანგარიშო პერიოდში აქციონერთა შორის განაწილებული დივიდენდების ოდენობა, ერთ აქციაზე შემოსავლის მითითებით” [56].

სააქციო საზოგადოებამ საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების ანგარიშგებაში უნდა ასახოს შემდეგი:

1. საანგარიშგებო პერიოდის მოგება ან ზარალი;
2. შემოსავლებისა და ხარჯების თითოეული მუხლი, რომელთა აღიარება სხვა სტანდარტების თანახმად ხდება პირდაპირ საკუთარ კაპიტალში და ამ მუხლების ჯამი;
3. პერიოდის მთლიანი შემოსავალი და ხარჯი, სათავე საწარმოს საკონტროლო ხმისუფლების მფლობელებზე მისაკუთვნიებელი მთლიანი თანხისა და უმცირესობის წილის ცალკე ჩვენებით;
4. სააღრიცხვო პოლიტიკაში მომხდარი ცვლილებების შედეგები და არსებითი შეცდომების კორექტირება საკუთარი კაპიტალის თითოეული კომპონენტისათვის.

ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტების საბჭომ 2014 წელს “ფინანსური ანგარიშგების კონცეპტუალურ საფუძვლებში” შეიტანა გარკვეული ცვლილებები აშშ-ის ფინანსური აღრიცხვის სტანდარტებთან დაახლოების მიზნით. “ფინანსური ანგარიშგების კონცეპტუალური საფუძვლებში” განმარტებულია, რომ საერთო დანიშნულების ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის მიზანია, მის მომხმარებლებს (პოტენციური ინვესტორები, გამსესხებლები და კრედიტორები) მიაწოდოს ისეთი ინფორმაცია, რომელიც სასარგებლო იქნება მათთვის, მოცემული საწარმოს რესურსებით უზრუნველყოფის შესახებ გადაწყვეტილებების მისაღებად.

“ფინანსური ანგარიშგების კონცეპტუალურ საფუძვლებში” განსაზღვრავს ფინანსური ანგარიშგების ორ ძირითად ხარისხობრივ მახასიათებლებს: შესაბამისობა და სამართლიანი წარდგენა. შესაბამისობაში იგულისხმება ინფორმაციის გავლენა გადაწყვეტილების მიღებაზე. სამართლიანი წადგენა გულისხმობს ეკონომიკური მოვლენების ობიექტურად გამოსახვას და ამ ტერმინმა ჩაანაცვლა კონსერვატიზმის პრინციპი. ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტების საბჭოს ლოგიკა იმაში მდგომარეობს, რომ კონსერვატიზმის პრინციპზე დაყრდნობით მომზადებული ფინანსური ანგარიშგება ყოველთვის ვერ იქნება ნეიტრალური.

ფინანსური ანგარიშგების მეორად ხარისხობრივ მახასიათებლად განსაზღვრულია შესადარისობა, შემოწმებადობა, დროულობა და აღქმადობა. შესადარისობაში იგულისხმება სააქციო საზოგადოებების მიერ სხვადასხვა პერიოდში, ერთი და იმავე მუხლების მიმართ ერთი და იმავე მეთოდების გამოყენება.

ინფორმაციის შემოწმებადობა ეხმარება მომხმარებელს რომ ინფორმაცია სამართლიანადაა წარდგენილი. შემოწმებადობა შეიძლება იყოს პირდაპირი ან არაპირდაპირი. პირდაპირი შემოწმებადობა ნიშნავს, როცა მონაცემების ან სხვა ინფორმაციის შემოწმება შესაძლებელია უშუალო დაკვირვების გზით. მაგალითად, ფულადი თანხების დათვლა. არაპირდაპირი შემოწმებადობა ნიშნავს მოდელის ამოსავალი მონაცემების, ფორმულების და მოდელის სხვა ელემენტების დამოუკიდებლად გამოანგარიშებას.



ფინანსური ანგარიშგების დროულობა განიმარტება, როგორც ინფორმაციის მომხმარებელზე მიწოდება იმ დროს, როცა შეუძლია გავლენა მოახდინოს გადაწყვეტილებებზე. აღქმადობა ნიშნავს, რომ ინფორმაცია იყოს ადვილად გასაგები.

სააქციო საზოგადოებას აგრეთვე მოეთხოვება “საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების ანგარიშგებაში ან განმარტებით შენიშვნებში წარადგინოს შემდეგი ინფორმაცია: საკონტროლო ხმის უფლების მქონე აქციონერებთან შესრულებული ოპერაციები, რომლებიც ეხება მათთვის წილის განაწილებას, საანგარიშგებო პერიოდის დასაწყისისა და ბალანსის შედგენის თარიღისათვის აკუმულირებული მოგება-ზარალის ნაშთი და მისი ცვლილება საანგარიშგებო პერიოდის განმავლობაში, და თანაფარდობა საკუთარი კაპიტალის თითოეული ჯგუფის საბალანსო თანხას, საემისიო შემოსავალსა და თითოეული სახის რეზერვს შორის, საანგარიშგებო პერიოდის დასაწყისისა და დასასრულისათვის, რომელიც ცალ-ცალკე აღწერს თითოეულ ცვლილებას” [56].

“ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგების წარდგენის ორ თარიღს შორის სააქციო საზოგადოების საკუთარ კაპიტალში მომხდარი ცვლილებები გვიჩვენებს სააქციო საზოგადოების წმინდა აქტივების ზრდას ან შემცირებას საანგარიშგებო პერიოდში. სააქციო საზოგადოებას საკუთარი კაპიტალის ჯამური ცვლილება, გარდა აქციონერებთან განხორციელებული ოპერაციებისა (როგორცაა, წილის შენატანები, საკუთარი კაპიტალის ინსტრუმენტების ხელახალი შესყიდვა და დივიდენდების განაწილება), გვიჩვენებს საანგარიშგებო პერიოდში სააქციო საზოგადოების საქმიანობიდან მიღებულ მთლიან შემოსავლებსა და ხარჯებს, მიღებული მოგება-ზარალის ჩათვლით (მიუხედავად იმისა, მოგება-ზარალის ანგარიშგებაშია ასახული შემოსავლისა და ხარჯების მუხლები, თუ უშუალოდ საკუთარ კაპიტალში ცვლილებების ანგარიშგებაში)” [56].

სააქციო საზოგადოების “მოგებისა და ზარალის ზოგიერთი ელემენტი როგორცაა გადაფასების შედეგი, სავალუტო კურსთა შორის სხვაობები, გასაყიდი ფინანსური აქტივების გადაფასებით მიღებული მოგება ან ზარალი და მათთან დაკავშირებული მიმდინარე და გადავადებული გადასახადები) პირდაპირ აღიარდეს როგორც ცვლილებები საკუთარ კაპიტალში” [56].

იმ შემთხვევაში როდესაც საწარმო ახდენს საადრიცხო პოლიტიკით გათვალისწინებულ რეტროსპექტიულ კორექტირებებს, “საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების ანგარიშგებაში კაპიტალის თითოეული კომპონენტისათვის ცალ-ცალკე აისახოს საადრიცხო პოლიტიკის ცვლილებებითა და შეცდომების გასწორებით გამოწვეული კორექტირებების ჯამური თანხები. ასეთი კორექტირებები მოცემული უნდა იყოს ყოველი წინა პერიოდისათვის და ასევე საანგარიშგებო პერიოდის დასაწყისისათვის” [56].

ფინანსური ანგარიშგების მომზადება და წარდგენა უმნიშვნელოვანესი ბერკეტია სააქციო საზოგადოების აქციონისათვის მენეჯმენტის საქმიანობის გასაკონტროლებლად. აშშ-ში მოღვაწე წარჩინებულმა პროფესორებმა ვენლიან გაომ (W. Gao) და ფეიფეი ზუმ (F. Zhu) 2013 წელს გამოქვეყნებულ სტატიაში შეისწავლეს კავშირი ინფორმაციულ ასიმეტრიულობას, კაპიტალის სტრუქტურას და კაპიტალის ღირებულებას შორის ქვეყნებშორისი ანალიზის მეშვეობით [49]. მათი ანალიზით დადგინდა, რომ საწარმოებს, რომელთაც გააჩნიათ ინფორმაციული ასიმეტრიულობის მაღალი დონე, გააჩნიათ კაპიტალის სტრუქტურა, სადაც მოზიდულ კაპიტალზე, ანუ სესხებზე (ვალდებულებებზე) მოდის გაცილებით უფრო დიდი ხვედრითი წილი, ვიდრე საკუთარ კაპიტალზე. ამასთან, მოზიდული კაპიტალის ნაწილში (გარდა მიმდინარე ვალდებულებებისა) მოკლევადიანი სესხების ხვედრითი წილი გაცილებით უფრო დიდია, ვიდრე გრძელვადიანი სესხების.

გაოს და ზუს კვლევა ემყარება ს. მაიერსის და ნ. მაჯლუფის (Myers and Majluf) კვლევის შედეგებს [49, გვ.1]. პროფესორი ს. მაიერსი არის აშშ-ში ერთ-ერთი ყველაზე წარმატებული მკვლევარი ბუღალტრული აღრიცხვისა და ფინანსების სფეროში. კერძოდ, აღნიშნული მკვლევარების ფინანსური თეორიის მიხედვით, საკუთარი კაპიტალი უფრო სენსიტიურია ინფორმაციასთან მიმართებაში, ვიდრე მოზიდული კაპიტალი, რადგან ინვესტორებმა, რომ განახორციელონ ინვესტიცია პირდაპირი კაპიტალის სახით, სჭირდებათ გაცილებით მეტი ინფორმაცია, ვიდრე ეს სესხის მოსაპოვებლად საჭირო [69]. შესაბამისად, ინფორმაციული ასიმეტრიულობის, ანუ არაადეკვატური ინფორმაციის არსებობის შემთხვევაში, გარე ინვესტორები მოითხოვენ მაღალ საპროცენტო განაკვეთს სააქციო საზოგადოების საკუთარ კაპიტალში ინვესტიციის განსახორციელებლად, რისკის დასაკომპენსირებლად. აღნიშნული კომპანიისათვის

უფრო ლოგიკური იქნება სესხის აღება და მის კაპიტალში მოზიდული კაპიტალის ხვედრითი წილი გაცილებით მეტი იქნება ვიდრე საკუთარი კაპიტალის [69, გვ.1].

გაოს და ზუს კვლევაში, ასევე, აღნიშნულია, რომ ინფორმაციული ასიმეტრიულობის გარდა, ქვეყნებში არსებული სხვა ფაქტორები ხელს უწყობენ კაპიტალის სტრუქტურის არაპროპორციულ განაწილებას. ასეთ ფაქტორებს განეკუთვნება ტრანზაქციის ღირებულება (იურიდიული, აუდიტორული, საკონსულტაციო კომპანიების მომსახურების ან/და სხვა ხარჯები), აქციონერთა უფლებების აღსრულების ხარისხი და სხვა [49, გვ.1]. მეტიც, ზემოაღნიშნული მკვლევარები მიიჩნევენ, რომ სწორედ ქვეყნების ინსტიტუციური მახასიათებლები ახდენენ გავლენას ინფორმაციულ ასიმეტრიულობაზე და შესწავლილი აქვთ, თუ რამდენად მნიშვნელოვანია ასეთი მახასიათებლების გავლენა კაპიტალის სტრუქტურაზე (მას შემდეგ, რაც დამტკიცდება ინფორმაციული ასიმეტრიულობის ზეგავლენა კაპიტალის სტრუქტურაზე).

გაოს და ზუს კვლევა შედგება შემდეგი თანმიმდევრობისგან: ბირჟებიდან მოპოვებული ბუღალტრული ინფორმაციის საფუძველზე, შესასწავლილი აქვთ ის ფენომენი, რომ კომპანიებს რომელთაც გააჩნიათ ინფორმაციული ასიმეტრიულობის მაღალი დონე, აქვთ ტენდენცია ფინანსირებისათვის აირჩიონ მოზიდული კაპიტალი საკუთარი კაპიტალის ნაცვლად [49, გვ.2]. აღნიშნული ფენომენი ახსნილია იმით, რომ ინფორმაციული ასიმეტრიულობა ზეგავლენას ახდენს ინვესტორების რისკის შეფასებაზე და ინვესტორები ითხოვენ მაღალ განაკვეთებს ან/და დივიდენდებს რისკის კომპენსირებისათვის. მეორეს მხრივ, მოზიდული კაპიტალი არ არის არსებითად სენსიტიური ინფორმაციული ასიმეტრიულობის მიმართ [49, გვ.2].

რადგან ინფორმაციული ასიმეტრიულობის მაღალი დონე ასოცირდება მოზიდული კაპიტალის მაღალ ოდენობასთან, ზემოაღნიშნულ მკვლევარებს შესწავლილი აქვთ ახდენს თუ არა ინფორმაციული ასიმეტრიულობა გავლენას მოზიდული კაპიტალის ვადიანობაზე. დადგინდა, რომ კომპანიებს, რომელთაც გააჩნიათ ინფორმაციული ასიმეტრიულობის მაღალი დონე აქვთ დიდი ოდენობით მოკლევადიანი ვალდებულებები, ვიდრე გრძელვადიანი ვალდებულებები. შესაბამისად, კომპანიებს რომელთაც გააჩნიათ ინფორმაციული ასიმეტრიულობის შედარებით დაბალი დონე, გააჩნიათ უფრო მეტი გრძელვადიანი სესხები, ვიდრე მოკლევადიანი, რაც ადასტურებს უარყოფით კავშირს ინფორმაციულ ასიმეტრიულობასა და მოზიდული კაპიტალის ვადიანობას შორის [49, გვ.3].

გარდა ზემოაღნიშნული არგუმენტისა, სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურასა და ინფორმაციულ ასიმეტრიულობაზე გავლენას ახდენს ქვეყნების ინსტიტუციური ფაქტორები. მაგალითად, ქვეყნებში სადაც საბანკო სექტორი მაღალ დონეზეა განვითარებული ქვეყნის მთლიან შიდა პროდუქტთან მიმართებაში, უფრო შეიმჩნევა კავშირი ინფორმაციულ ასიმეტრიულობას და კაპიტალის სტრუქტურას შორის [49, გვ.3]. მეორე მხრივ, ანგლო-ამერიკული სამართლის ქვეყნებში ნაკლებად შეიმჩნევა კავშირი ინფორმაციულ ასიმეტრიულობას და კაპიტალის სტრუქტურას შორის, რადგან აღნიშნულ ქვეყნებს გააჩნიათ ძლიერი და ეფექტური ფინანსური რეგულირების მექანიზმები კაპიტალის ბაზრებთან მიმართებაში [49, გვ.3].

ინსტიტუციური მახასიათებლების შესასწავლად, გაომ და ზუმ განიხილეს მთელი რიგი საკითხები, მათ შორის ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების (ფასს) იმპლემენტაცია, ანალიტიკოსების მიერ შესრულებული სამუშაოს ხარისხი, ე.წ. მოგების/შემოსავლების მენეჯმენტი და ა.შ. დადგინდა, რომ ქვეყნები სადაც მიღებულია ფასს და არსებობს ფასს-ის იმპლემენტაციისათვის აუცილებელი აღსრულება (enforcement) გააჩნიათ არსებითად გაუმჯობესებული ინფორმაციული მენეჯმენტი და ადვილად მოიპოვებენ ფინანსირებას საკუთარი კაპიტალის ღირებულების გაზრდით [49, გვ. 4]. ასევე, ისეთ ქვეყნებში სადაც ანალიტიკოსებს უჭირთ გათვლების გაკეთება, დიდია ინფორმაციული ასიმეტრიულობა და აღნიშნული ქვეყნების სააქციო საზოგადოებები ფინანსირებისათვის ირჩევენ მოზიდულ კაპიტალს, კერძოდ მოკლევადიან სესხებს [49, გვ. 4].

ინფორმაციული ასიმეტრიულობის და ქვეყნების ინსტიტუციური მახასიათებლების ურთიერთკავშირი შეიძლება აიხსნას შემდეგნაირად: სააქციო საზოგადოებები ფინანსირებასთან დაკავშირებულ გადაწყვეტილებებს იღებენ ინსტიტუციური ფაქტორებიდან გამომდინარე, რამაც თავის მხრივ შეიძლება შეასუსტოს ან გააძლიეროს ინფორმაციული ასიმეტრიულობის ზეგავლენა კაპიტალის სტრუქტურაზე [49, გვ.4].

მასაჩუსეტსის ტექნოლოგიური ინსტიტუტის მკვლევარებმა პატრიცია ნარანიომ (Patricia Naranjo), დანიელ საავედრამ (Daniel Saavedra) და როდრიგო ვერდიმ (Rodrigo Verdi) გამოიკვლიეს ფინანსური ანგარიშგების სისტემის, კერძოდ ფასს-ის იმპლემენტაციის ზეგავლენა ფინანსირების გადაწყვეტილებასთან

მიმართებაში [70, გვ.1]. ზემოაღნიშნულმა მკვლევარებმა დაადგინეს, რომ ფასს-ის სავალდებულო შემოღება, ანუ ფინანსური ანგარიშგების რეგულირების შემოღება ხელს უწყობს კომპანიებს გარე დაფინანსების მოპოვებაში [70, გვ.1]. მეტიც, მათი კვლევა ასაბუთებს, რომ კომპანიები იყენებენ ფასს-ის იმპლემენტაციის შემდგომ გარე ფინანსირებას იმისათვის, რომ მათი კაპიტალის სტრუქტურა დააბალანსონ მოზიდული და საკუთარი კაპიტალის პროპორციების შეცვლით [70, გვ.1].

ზემოაღნიშნული მკვლევარების კვლევის მთავარი თემაა შეისწავლონ თუ რა გავლენა აქვს ფინანსური ანგარიშგების რეგულირებას კორპორატიულ გადაწყვეტილებებზე. დღესდღეობით, ერთ-ერთი ყველაზე გავრცელებული ფინანსური ანგარიშგების რეფორმა არის ფასს-ის იმპლემენტაცია მსოფლიოს მრავალ ქვეყანაში, მათ შორის ამერიკის შეერთებულ შტატებში. ისეთმა მკვლევარებმა როგორცაა მაიერსი, ყურადღება გაამახვილეს, რომ საჭიროა შესწავლილ იქნეს თუ რა კავშირია ფინანსური ანგარიშგების რეგულირებასა და კომპანიების ფინანსირების გადაწყვეტილებას შორის, რადგან ფინანსირების შესახებ გადაწყვეტილება არის ერთ-ერთი ყველაზე კრიტიკული გადაწყვეტილება რასაც კომპანიები იღებენ [70, გვ.2].

ფასს-ის 2001 წელს შემუშავების ერთ-ერთი მთავარი მიზანი იყო სწორედაც ინფორმაციული ასიმეტრიულობის შემცირება იმ გაგებით, რომ მსოფლიოს 100-ზე მეტ ქვეყანაში გაზრდილიყო ფინანსური ანგარიშგებების შესადარისობა [70, გვ.2]. ფასს-ის იმპლემენტაცია ისეთ ქვეყნებში როგორცაა აშშ ან დიდი ბრიტანეთი ნიშნავს ადგილობრივი კანონმდებლობის ჰარმონიზაციას საერთაშორისო მოთხოვნებთან ტექნიკური თვალსაზრისით, ხოლო ბევრ განვითარებად ქვეყანაში ნიშნავს ფინანსური ანგარიშგების სისტემის საფუძვლიან რეფორმას, რაც ასრებითად აუმჯობესებს ფინანსურ გამჭვირვალობას [70, გვ.2].

მარკ დეფონდის (Mark DeFond), ქსეუსონგ ჰუს (Xeusong Hu), მინგი ჰუნგის (Mingyi Hung) და სიქი ლის (Siqi Li) კვლევაში ასახულია, რომ ფასს-ის იმპლემენტაციამ ისეთ ქვეყნებში, სადაც არსებობს ფინანსური ანგარიშგების აღსრულების კონტროლი ამარტივებს კაპიტალით ფინანსირების ტრანზაქციებს საერთაშორისო დონეზე [43, გვ.240]. კერძოდ, აღნიშნულ მკვლევარებს შესწავლილი აქვთ ფონდების საერთაშორისო მფლობელობის ტენდენციები ფასს-ის იმპლემენტაციამდე და იმპლემენტაციის შემდეგ და დაადგინეს, რომ ფასს-ის

იმპლემენტაციის შემდეგ, ფონდების საერთაშორისო მფლობელობა არსებითად გაიზარდა.

ნარანიოს, საავედრას და ვერდის კვლევა ასევე ემყარება მაიერსის ფინანსურ თეორიას (ე.წ. pecking order theory) [70, გვ.2]. კერძოდ, ინფორმაციული ასიმეტრიულობა, როდესაც კომპანიის მენეჯმენტი ფლობს გაცილებით მეტ ინფორმაციას ვიდრე ინვესტორები წარმოშობს ე.წ. არახელსაყრელი სელექციის რისკს. ეს უკანასკნელი წარმოიშობა მაშინ, როდესაც ინვესტორები არაადეკვატური ინფორმაციის არსებობის შემთხვევაში ირჩევენ არახელსაყრელ საინვესტიციო პროექტს დასაფინანსებლად. უარყოფითი კავშირი ინფორმაციულ ასიმეტრიულობასა და კომპანიის საკუთარი კაპიტალის გაზრდით ფინანსირების მოპოვებას შორის ხშირ შემთხვევაში თვალსაჩინო არ არის კომპანიის მენეჯერებისათვის. კერძოდ, მენეჯმენტი ხშირად ცდილობს არაადეკვატური ინფორმაცია მიაწოდოს ინვესტორებს, რადგან ის თვლის, რომ არაადეკვატური ინფორმაციის შემთხვევაში ინვესტორების მიერ კომპანიის შეფასება იქნება უფრო მაღალი ვიდრე ეს ადეკვატური ინფორმაციის არსებობის დროს იქნებოდა [70, გვ. 3].

მეორეს მხრივ, ინვესტორები ზემოაღნიშნულ ტენდენციას, როდესაც მენეჯმენტი განზრახ აწვდის მათ არაადეკვატურ ინფორმაციას პასუხობენ უარყოფითად და არახელსაყრელი სელექციის რისკის სანაცვლოდ ითხოვენ მაღალ საპროცენტო განაკვეთს ან/და მოგებას. აღნიშნული კი, საერთოდ საკუთარი კაპიტალით ფინანსირებას არალოგიკურს ხდის კომპანიისათვის. ნარანიოს, საავედრას და ვერდის მთავარი ჰიპოთეზა მდგომარეობს იმაში, რომ ფასს-ის იმპლემენტაცია ამცირებს ინფორმაციულ ასიმეტრიულობას, რაც თავის მხრივ ამცირებს არახელსაყრელი სელექციის რისკს [70, გვ. 3].

თუმცა აღსანიშნავია, რომ ფასს-ის რეგულაციების იმპლემენტაციას ყავს მოწინააღმდეგეები (როგორც საქართველოში ასევე ქვეყნის გარეთ), რადგან ისინი თვლიან, რომ შესაძლოა რეგულირება არ იყოს საჭირო თუ კომპანიები ნებაყოფილობით გასცემენ ფასს-ის შესაბამის ინფორმაციას [გვ. 3]. ასევე, ფასს-ის იმპლემენტაცია გულისხმობს მენეჯმენტის მხრიდან ბევრი სუბიექტური გადაწყვეტილების მიღებას, რამაც შეიძლება ფინანსური ანგარიშგების ხარისხი მაინცდამაინც არ გაზარდოს, რადგან მენეჯმენტმა შეიძლება თავისი სუბიექტური

გადაწყვეტილებებით ინვესტორებს დამახინჯებული ფინანსური ანგარიშგება მიაწოდოს [70, გვ.3].

ნარანიოს, საავედრას და ვერდის კვლევაში შესწავლილი კომპანიების ანალიზით დადგინდა, რომ ფასს-ის იმპლემენტაციის შემდეგ, კომპანიებს საშუალოდ 6%-დან 12%-მდე ეზრდებათ შანსები მოიპოვონ კაპიტალით დაფინანსება საკუთარი კაპიტალის კომპონენტში [70, გვ.4]. მათი კვლევით ასევე დადგინდა, რომ ფასს-ის ეფექტური იმპლემენტაცია მაინცდამაინც არ ნიშნავს, რომ კომპანიები აუცილებლად საკუთარი კაპიტალის ფინანსირებით გაზრდიან კაპიტალს. კერძოდ, ისინი იწმუნებიან, რომ კომპანიებს ფასს-ის იმპლემენტაცია ეხმარებათ ოპტიმალური კაპიტალის სტრუქტურის ფორმირებაში, იმ გაგებით, რომ თუ ფირმებს გააჩნიათ გრძელვადიანი სესხის აღების რესურსი, ისინი ამ რესურსს ბოლომდე გამოიყენებენ სანამ საკუთარი კაპიტალის ფინანსირებას დაიწყებენ, ხოლო კომპანიები, რომელთაც ისედაც საკმარისი ოდენობით სესხები გააჩნიათ, კაპიტალით ფინანსირებაზე გადადიან [70, გვ.4].

ნარანიომ, საავედრამ და ვერდიმ შეისწავლეს ინსტიტუციური ფაქტორების ზეგავლენა ფასს-ის იმპლემენტაციის პროცესზე. ინსტიტუციური ფაქტორებიდან ნიშანდობლივია შემდეგი ელემენტები:

- ა) ფასს-ის იმპლემენტაციამ გაამკაცრა თუ არა ფინანსური ანგარიშგების აღსრულებითი რეგულაციები;
- ბ) აუდიტორული და საბუღალტრო რეგულაციების გამკაცრება;
- გ) განსხვავება ქვეყნების ძველ ფინანსურ რეგულაციებსა და ფასს-ს შორის [70, გვ. 5].

ანალიზის მიხედვით, ინსტიტუციურ ფაქტორს გააჩნიათ მნიშვნელოვანი გავლენა ფასს-ის იმპლემენტაციის ხარისხზე.

სექტორული მახასიათებლებიც არანაკლებ მნიშვნელოვანია კაპიტალის სტრუქტურაზე ფასს-ის იმპლემენტაციის ხარისხის შესასწავლად. ზემოაღნიშნული თეორიის მიხედვით, სწრაფად მზარდ სექტორში არსებულმა კომპანიებმა უფრო უნდა იხეირონ ფასს-ის იმპლემენტაციის შედეგად შემცირებული ინფორმაციული ასიმეტრიულობით. კვლევის შედეგად დადგინდა, რომ კომპანიები რომლებიც საქმიანობენ სწრაფად მზარდ ინდუსტრიებში, ფასს-ის იმპლემენტაციის შედეგად

უფრო გაზარდეს საკუთარი კაპიტალით განხორციელებული ფინანსირება, ვიდრე იმ კომპანიებმა რომლებიც საქმიანობენ შედარებით ნაკლებად მზარდ ინდუსტრიებში [70, გვ. 6].

ინფორმაციული ასიმეტრიულობის როლი საკუთარი კაპიტალით ფინანსირებაზე ხელმისაწვდომობის თვალსაზრისით შესწავლეს საერთაშორისო საგალუტო ფონდის ეკონომისტებმა, აშოკა მოდიმ (Ashoka Mody) და მარკ ტეილორმა (Mark P. Taylor). კერძოდ, მათმა კვლევამ მოიცვა მეოცე საუკუნის 90-იანი წლების ოთხი განვითარებადი ქვეყანა და დაადგინეს, რომ ინფორმაციული ასიმეტრიულობა არანაკლებ მნიშვნელოვანია ვიდრე ე.წ. დეფოლტის რისკი საერთაშორისო ინვესტიციების შემოდინების კუთხით [68, გვ.2961].

ეკონომისტებისა და მკვლევარებისთვის დიდი ინტერესის საგანს წარმოადგენს საერთაშორისო საინვესტიციო ნაკადების განმსაზღვრელი ფაქტორები. ერთი მხრივ, ზოგი ექსპერტი თვლის, რომ საერთაშორისო ინვესტორები განვითარები ქვეყნების მიმართ გამოირჩევიან ზედმეტი სიუხვით. მეორე მხრივ, არსებობს მოსაზრება, რომ საერთაშორისო ინვესტორები მოქმედებენ ზედმეტად ფრთხილად, რაც მათ შესაძლებლობას ართმევს განახორციელონ წარმატებული ინვესტიციები. მოდის და ტეილორს გაანალიზებული აქვთ მეოცე საუკუნის 90-იანი წლების საერთაშორისო ინვესტიციები განვითარებული ქვეყნებიდან განვითარებად ქვეყნებში: მათი მოსაზრებით, 90-იანი წლების პირველი ნახევარი გამოირჩეოდა საერთაშორისო ინვესტიციების სიუხვით, ხოლო 90-იანი წლების მეორე ნახევარი – ფინანსური ტურბულენციითა და კრიზისებით [68, გვ.2962].

ზემოაღნიშნული მკვლევარების ანალიზი ემყარება მოსაზრებას, რომ საერთაშორისო ბაზარზე კაპიტალით ფინანსირების კუთხით მოთხოვნასა და მიწოდებას შორის არ არსებობს ეკვილიბრიუმი, იმ გაგებით, რომ მსოფლიოში არსებობს ქვეყნები, რომლებიც იმსახურებენ ინვესტიციებს, მაგრამ ვერ ახერხებენ მათ მოპოვებას [68, გვ.2962]. ასევე, არსებობენ ქვეყნები, რომლებიც დაუმსახურებლად მოიპოვებენ ჭარბი ოდენობით ინვესტიციებს.

მოდი და ტეილორი პირველ რიგში ცდილობენ, რომ იდენტიფიცირება მოახდინონ იმ ფაქტორების რაც განსაზღვრავს საერთაშორისო ინვესტიციების მარაგს და მოთხოვნას. შემდგომ, აღნიშნული ფაქტორების გათვალისწინებით



განსაზღვრავენ შემთხვევებს, როდესაც ქვეყნებში არსებობდა კაპიტალის დეფიციტი და შემთხვევებს, როდესაც ქვეყნებს მიეწოდებოდათ უხვი ოდენობით კაპიტალი. საბოლოოდ, მკვლევარები ასკვნიან, რომ დეფოლტის რისკთან ერთად, ერთ-ერთი მთავარი განმსაზღვრელი ფაქტორი საერთაშორისო ინვესტიციების განხორციელებისას არის ასიმეტრიული ინფორმაცია და მისი გავლენა ინვესტიციებზე არსებითად დამოკიდებულია დროზე [68, გვ.2962].

ინვესტიციების ანალიზისას ინფორმაციული ასიმეტრიულობის შესწავლა წარმოადგენს განხვავებულ მიდგომას, რადგან მკვლევარების უმეტესობა ცდილობდა შეესწავლა ქვეყნის შიდა სამოტივაციო მიზეზები (pull) საერთაშორისო ინვესტორების სამოტივაციო ფაქტორები (pull) და ხშირად ხდება ინფორმაციული ასიმეტრიულობის იგნორირება, რაც სერიოზულად აზარალებს კვლევებს [68, გვ.2962]. მაგალითისათვის, 90-იანი წლების პირველ ნახევარში მთელმა რიგმა გარე ფაქტორებმა (საბჭოთა კავშირის დაშლა, ინტერნეტის და ტექნოლოგიების განვითარება) განაპირობა განვითარებული ქვეყნებიდან განვითარებად ქვეყნებში ინვესტიციების გადინება. თუმცა 90-იანი წლების მეორე ნახევარში 90-იანი წლების პირველ ნახევრიდან იმედგაცრუებულმა ინვესტორებმა მოუკლეს ინვესტიციებს განვითარებად ქვეყნებში, რამაც ბევრ მათგანში ეკონომიკური კრიზისი გამოიწვია [68, გვ.2962].

მოდიმ და ტეილორმა ჩამოაყალიბეს შემდეგი ჰიპოთეზა: 90-იანი წლების პირველ ნახევარში მიწოდება აღემატებოდა მოთხოვნას ინვესტიციების კუთხით, ხოლო 90-იანი წლების მეორე ნახევარში მოთხოვნა უფრო დიდი იყო ვიდრე მიწოდება. აღსანიშნავია, რომ ორივე ზემოაღნიშნულ შემთხვევაში დაირღვა საბაზრო ეკვილიბრიუმი.

ორი განსხვავებული შეხედულება არსებობს ინფორმაციული ასიმეტრიულობის მნიშვნელობაზე საერთაშორისო საკუთარი კაპიტალით ფინანსირების შემთხვევაში: ერთის მხრივ, არსებობს არგუმენტი, რომ არასაკმარისი ინფორმაციის შემთხვევაში, ინვესტორები ახდენენ ინვესტიციის ოდენობის შემცირებას [68, გვ.2967]. მეორეს მხრივ, არსებობს მოსაზრება, რომ არაადეკვატური ინფორმაციის პირობებში, საერთაშორისო ინვესტორები საპროცენტო განაკვეთს გაზრდიან, რაც თავის მხრივ საერთაშორისო ბაზრებიდან მოპოვებულ ფინანსირებას გახდის ნაკლებად მიმზიდველს შიდა საფინანსო რესურსებთან შედარებით [68, გვ.2968]. ცხადია, პირველი შეხედულება ვერ ხსნის

გასული საუკუნის 90-იანი წლების პირველი ნახევრის ფენომენს, როდესაც საერთაშორისო ინვესტორები უხვად აწვდიდნენ ინვესტიციებს არაადეკვატური ინფორმაციის მიუხედავად.

მოდის და ტეილორის კვლევაში ასევე აღნიშნულია, რომ ინფორმაციული ასიმეტრიულობა ყველაზე მეტად აზარალებს ღარიბ ქვეყნებს, რადგან მათ მიერ შეთავაზებული უზრუნველყოფები არ აძლევთ მათ საშუალებას მოიპოვონ გრძელვადიანი დაფინანსება. მეტიც, სტატიაში მოყვანილია ღარიბი განვითარებადი ქვეყნების ფინანსირების იერარქია შემდეგნაირად:

- პირდაპირი უცხოური ინვესტიციები;
- მოკლევადიანი სესხები;
- გრძელვადიანი სესხები;
- კაპიტალით ფინანსირება [68, გვ.2968].

მოცემული იერარქიის მიხედვით, ყველაზე რთულად მოსაპოვებელი ფინანსირების სქემა განვითარებადი ქვეყნებისათვის არის კაპიტალით ფინანსირება ინფორმაციული ასიმეტრიულობიდან გამომდინარე, რაც თავის მხრივ ადასტურებს მაიერსის მოსაზრებას, რომ კაპიტალის ინვესტიციები არის ყველაზე მეტად სენსიტიური ინფორმაციული ასიმეტრიულობის მიმართ. მაიერსის მიხედვით, ინვესტორები ინფორმაციული ასიმეტრიულობიდან გამომდინარე მაღალ რისკს აკომპენსირებენ მაღალი განაკვეთებით ან/და მოგების მარუების მოთხოვნით, რაც კაპიტალით ინვესტირებას არამიმზიდველს ხდის სესხთან შედარებით.

მოდის და ტეილორის კვლევაში აღნიშნულია, რომ სწრაფად მზარდი ეკონომიკა ნაწილობრივ ანეიტრალებს ინფორმაციული ასიმეტრიულობის უარყოფით ზეგავლენას კაპიტალის სტრუქტურაზე [68, გვ.2974]. კერძოდ, როდესაც ეკონომიკა მაღალი ტემპით იზრდება კომპანიების უზრუნველყოფით დატვირთული აქტივების ფასიც მატულობს და ეს დროებით ანეიტრალებს ინფორმაციული ასიმეტრიულობის უარყოფით ეფექტს. თუმცა, ამ შემთხვევაში შესაძლოა წამოიქმნას სისტემური პრობლემა. მაგალითად, როდესაც 2008 წლის გლობალურ ფინანსურ კრიზისამდე, აშშ-ის უძრავი ქონების ბიზნესში პრობლემები იგნორირებულ იქნა იმ გათვლით, რომ აშშ-ის უძრავი ქონების სექტორი ისტორიულად მზარდი იყო, მაგრამ დაფიქსირდა უპრეცედენტო შემთხვევა, დაეცა

აშშ-ის უძრავი ქონების ბაზარზე ფასები. ამან გამოიწვია გლობალური ფინანსური კრიზისი. შესაბამისად, როდესაც ხდება ფუნდამენტური პრობლემის იგნორირება ეკონომიკური ზრდის ტენდენციით, შეიძლება ითქვას, რომ ეს წარმოშობს სისტემური კრიზისის რისკს.

გარდა ეთგო-ს ანგარიშისა, სადაც აღნიშნულია, რომ საკუთარი კაპიტალით ფინანსირების კუთხით საქართველოში ერთ-ერთი მთავარი პრობლემაა ინფორმაციული ასიმეტრიულობა, მსოფლიო ბანკს შესწავლილი აქვს ფინანსური აღრიცხვის, ანგარიშგების და აუდიტის საკითხები და მათი გავლენა ქვეყნის ფინანსურ განვითარებაზე.

ზემოაღნიშნულ ანგარიშში “ფინანსური ინფორმაციის ხარისხის შესაფასებლად და პოლიტიკასთან დაკავშირებული რეკომენდაციების შესამუშავებლად გამოყენებულია ფინანსური აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტები (ფასს), აუდიტის საერთაშორისო სტანდარტები (ასს), ასევე საერთაშორისო გამოცდილება და ბუღალტრული აღრიცხვის და აუდიტორული რეგულირების სფეროებში არსებული საუკეთესო პრაქტიკა, მათ შორის ევროკავშირის წევრი ქვეყნების პრაქტიკა და გამოცდილება” [72, გვ.2].

მსოფლიო ბანკის მიხედვით, “საქართველოს საფინანსო სექტორი სწრაფად იზრდება, მაგრამ განვითარების თვალსაზრისით კვლავ დაბალ დონეზე რჩება ნაწილობრივ ადგილობრივი დეპოზიტებიდან დაფინანსების არარსებობის და უცხოური საფინანსო ინსტიტუტების დაფინანსებასთან შეზღუდული წვდომის გამო” [72, გვ.2].

მაშასადამე, საკუთარი კაპიტალის ანალიზის მიზნებისათვის, მნიშვნელოვანია ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა, რადგან ფინანსური ანგარიშგება წარმოადგეს საკუთარი კაპიტალის შესახებ ინფორმაციის წყაროს.

გარდა იმისა, რომ სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის ანალიზისათვის მნიშვნელოვანია ფინანსური ანგარიშგება, სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის ფორმირების პროცესში უმთავრესი მნიშვნელობა აქვს ფინანსური ანგარიშგების წარდგენას. კვლევაში შესწავლილია აშშ-ში მოღვაწე ჩილელი პროფესორების პ. ნარანიოს (P. Naranjo), დ. საავედრას (D. Saaverda), რ. ვერდის (R. Verdi) მსგავსად თუ რა გავლენა აქვს ფინანსური ანგარიშგების

ანალიზის სრულყოფას ადგილობრივი საფონდო ბირჟების ხელშეწყობაზე. ადგილობრივი ფინანსური ვაჭრობის განვითარება გაანალიზებულია მრავალი კუთხით, ფინანსირება ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით, ვენჩურული კაპიტალის ხელმისაწვდომობა და ფინანსური ბაზრის განვითარება.

ანალიზის ჩასატარებლად, მონაცემები მოპოვებულია კ. შვაბის გლობალური კონკურენტუნარიანობის 2014-2015 წლების ანგარიშიდან. აღნიშნულ ანგარიშში მსოფლიოს 144 ქვეყანა რანჟირებულია მრავალი მიმართულებით, მაგალითად, კანონმდებლობის განვითარება, ბიუროკრატიული სირთულეები ბიზნესის მართვასთან მიმართებაში, საბანკო სისტემის განვითარება და ასე შემდეგ. საქართველოს ამ ანგარიშში მინიჭებული აქვს საერთო 69-ე ადგილი და შეწონილი 4.22 ქულა [79, გვ.14]. ანგარიშში ქულების რანჟირება ხდება 7 ბალიანი შკალით, სადაც მაქსიმალურ შესაფერხს წარმოადგენს 7, ხოლო მინიმალურს - 1.

როგორც ზემოთ აღინიშნა, საერთო რანჟირება გამომდინარეობს სხვადასხვა ათეულობით რანჟირებიდან და ერთ ქვეყანას შეიძლება რადიკალურად განსხვავებული ქულები ჰქონდეს სხვადასხვა მიმართულებით. მაგალითად, შეიძლება ერთ ქვეყანას კარგი მონაცემები ჰქონდეს საგადასახადო კოდექსის სიმარტივით, მაგარამ ჰქონდეს ცუდი მონაცემები ფინანსირების ხელმისაწვდომობის კუთხით.

საწყის ეტაპზე, ქვეყნებს შორის ანალიზის საფუძველზე ერთმანეთთან შედარდება ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის მაჩვენებელი, ადგილობრივი საფონდო ბირჟით ფინანსირების შესაძლებლობის ცვლადთან, იმ გაგებით, რომ ქვეყნებში რაც უფრო კარგად არის განვითარებული ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების საკითხები ხარისხობრივად, უფრო ადვილია ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით საკუთარი კაპიტალის გაზრდით ფინანსირების მოპოვება.

კვლევაში ჩამოყალიბდა თანდართული ჰიპოთეზები:

**H<sub>0</sub>** – ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა ხელს უწყობს ადგილობრივი საფონდო ბირჟის მეშვეობით ფინანსირების მოპოვებას;

**H1** – ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა ხელს არ უწყობს ადგილობრივი საფონდო ბირჟის მეშვეობით ფინანსირების მოპოვებას.

იმისათვის, რომ დადასტურდეს ზემოაღნიშნული ნულოვანი ჰიპოთეზა და ჩატარდეს ტესტები, საჭიროა დადასტურდეს, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირების მოპოვების ცვლადები ნორმალურადაა გადანაწილებული და მათი დისპერსიები ჰომოგენურია.

ცხრილში №5-ში მოცემულია მე-16 დანართში დაფიქსირებული მაჩვენებლების პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ით (SPSS) დამუშავებული შედეგები. ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის, ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირების მოპოვების ცვლადების, ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირების და ფინანსური ბაზრის განვითარების მონაცემების ზოგადი მიმოხილვა.

ცხრილის მიხედვით, ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის კუთხით, მინიმალური მონაცემი ფიქსირდება 2.2, რომელიც აქვს ლიბიას, ხოლო მაქსიმალური – 6.7 (სამხრეთი აფრიკა). აღნიშნული ცვლადისათვის საშუალო მაჩვენებელია 4.63 და სტანდარტული გადახრა – 0.9199. საქართველოს მონაცემია 4.39, რომელიც არის საშუალოზე დაბლა.

ადგილობრივი საფონდო ბირჟის მეშვეობით ფინანსირების მოპოვების ცვლადისათვის მინიმალური მაჩვენებელი ფიქსირდება 1.42, რომელიც გააჩნია ანგოლას, ხოლო მაქსიმალური - ჰონგ კონგს, 5.69. საშუალო მაჩვენებელი ზემოაღნიშნული ცვლადისათვის არის 3.4, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 0.953. საქართველოს მონაცემია 2.24, რაც ასევე საშუალოზე დაბალია.

ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების განვითარების ცვლადების განაწილების ნორმალურობა ნათელია გრაფიკში №3 გამოსახული დიაგრამის მეშვეობით.

ცხრილი №5 ასახავს ზემოაღნიშნული ცვლადების ნორმალურობის ტესტის შედეგებს კოლმოგოროვ-სმირნოვის და შაპირო-ვილკის ტესტების მიხედვით. აღსანიშნავია, რომ როგორც კოლმოგოროვ-სმირნოვის ტესტის, ასევე შაპირო-ვილკის ტესტის მიხედვით, ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების

სრულფასოვნად დანერგვის ( $p=0.51$ ) და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების განვითარების ( $p=0.22$ ) ცვლადები ნორმალურადაა გადანაწილებული მსოფლიოს 144 ქვეყნის მაგალითზე.

გარდა იმისა, რომ დავადასტურეთ ზემოაღნიშნული ცვლადების გადანაწილების ნორმალურობა, პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის მეშვეობით დადასტურდა ამ ცვლადების დისპერსიების ჰომოგენურობა.

დადგინდა არსებობს თუ არა კორელაცია ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების განვითარების ცვლადებს შორის. ამ შემთხვევაში, ნულოვანი ჰიპოთეზა გულისხმობს, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირების ცვლადებს შორის არსებობს მნიშვნელოვანი კორელაცია, ხოლო ალტერნატიული ჰიპოთეზა გულისხმობს მათ შორის არ არის მნიშვნელოვანი კორელაცია.

**H<sub>0</sub>** – ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირების ცვლადებს შორის არსებობს მნიშვნელოვანი კორელაცია;

**H<sub>1</sub>** – ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირების ცვლადებს შორის არ არსებობს მნიშვნელოვანი კორელაცია.

კორელაციის შესასწავლად, “აი-ბი-ემ ეს-პი-ეს-ესის” (IBM SPSS) პროგრამის მეშვეობით ჩავატარეთ ე.წ. პირსონის ტესტი (იხ. ცხრილი №6). პირსონის ტესტის მიხედვით, ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირების ცვლადებს შორის არსებობს 0.759 ოდენობით მნიშვნელოვანი კორელაცია ( $p=0.000$ ).

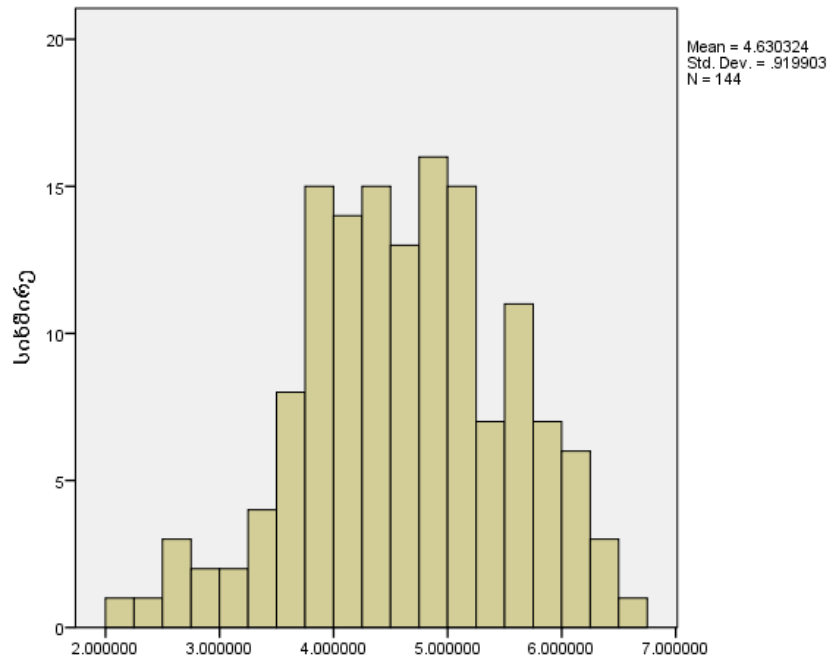
ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის და საკუთარი კაპიტალის ფორმირების მონაცემები

(მსოფლიოს 144 ქვეყნის მაგალითზე)

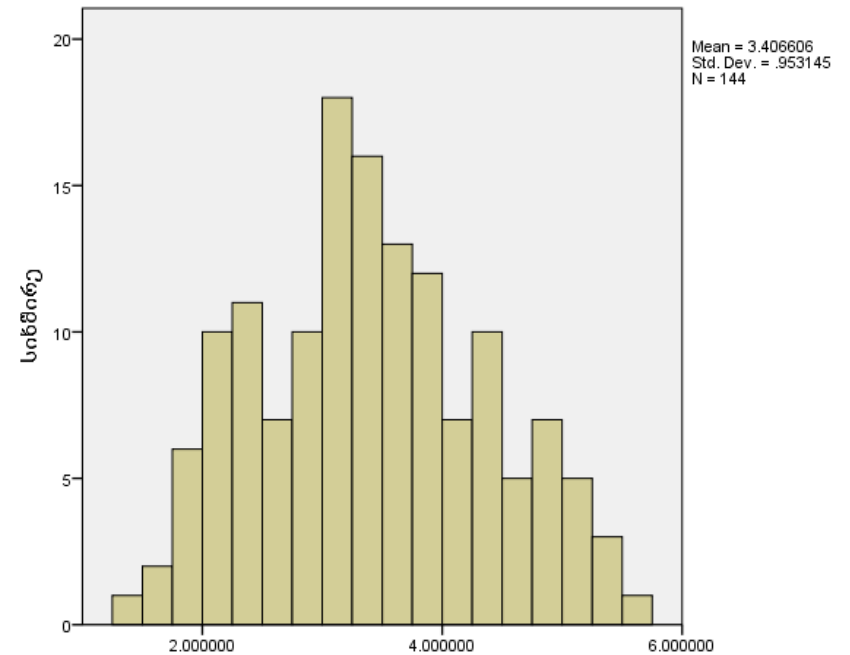
რეგულირების მაჩვენებლები	ზოგადი მიმოხილვა					კოლმეგორღე-სმირნოვი		შაპირო-ვილკი	
	რაოდენობა	მინიმალური	მაქსიმალური	საშუალო	სტანდ. გადახრა	შედები	ტრანსფორმირებული შედეგი	შედები	ტრანსფორმირებული შედეგი
ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა	144	2.20	6.70	4.63	0.92	0.2		0.51	
ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრით ფინანსირება	144	1.42	5.70	3.41	0.95	0.2		0.22	
ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირება	144	1.47	4.78	2.76	0.72	0	0.2	-	0.39
ფინანსური ბაზრის განვითარება	144	1.95	5.91	4.02	0.79	0.2		0.88	
სამეცნიერო/კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხი	144	1.66	6.35	3.83	1.07	0.012	0.2	0.004	0.151
უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობა	144	1.74	5.97	3.68	0.93	0.016	0.2	0.005	0.151

წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირების მოპოვების ცვლადების გადანაწილება (მსოფლიოს 144 ქვეყნის მაგალითზე)



ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა



ადგილობრივი საფონდო ბირჟების განვითარება

წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით



## კორელაციის და რეგრესიის მაჩვენებლები

№	რეგულირების მონაცემები	ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა	
		კორელაცია	რეგრესიის ანალიზი
1	ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრით ფინანსირება	0.759	0.573
2	ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირება	0.68	0.459
3	ფინანსური ბაზრის განვითარება	0.886	0.784

წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

თუმცა სანამ დასკვნებს გავაკეთებდეთ, კორელაციიდან მიღებული შედეგებიდან გამომდინარე, საჭიროა გავმიჯნოთ კორელაციასა და მიზეზშედეგობრივ კავშირს შორის განსხვავება. კერძოდ, ის ფაქტი, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას და ადგილობრივი საფონდო ბირჟის მეშვეობით ფინანსირებას შორის არსებობს კორელაცია შეიძლება საერთოდ არ ნიშნავდეს იმას, რომ ფინანსური ანგარიშგების რეგულირება დადებით გავლენას ახდენს ადგილობრივი საფონდო ბირჟების განვითარებაზე, რადგან ეს არ არის გამომწვევი მიზეზი. შესაძლოა, მოყვანილ იქნეს არგუმენტი, რომ იმ ქვეყნებში სადაც კარგადაა განვითარებული ადგილობრივი საფონდო ბირჟები, ასევე კარგადაა დანერგილი ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტები, ეს არის საფონდო ბირჟის განვითარების თანმდევი პროცესი და არა მისი განვითარების კატალიზატორი.

ზემოაღნიშნული არგუმენტის შესამოწმებლად, კვლევაში ჩატარებულია რეგრესიის ანალიზი, რათა დადგინეს მიზეზ-შედეგობრივი კავშირი ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირებას შორის.

რეგრესიის ანალიზში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის ცვლადი იყო მითითებული, როგორც დამოუკიდებელი ცვლადი, ხოლო ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირების

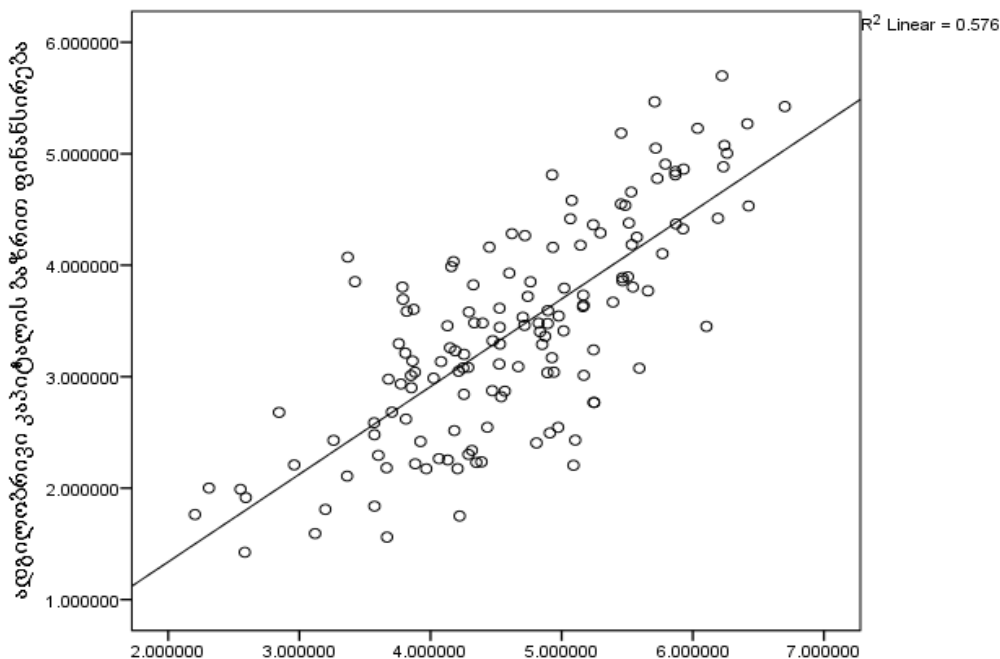
მოპოვება – დამოკიდებული ცვლადი. რეგრესიით დადგინდა, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა ახდენს 0.573 ოდენობით გაკლენას ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირების მოპოვებაზე. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა არის 57.3%-ით გამომწვევი მიზეზი ადგილობრივი საფონდო ბირჟების განვითარების. გამომდინარე იქედან, რომ 0.573 სოციალური მეცნიერებისათვის საკმაოდ მაღალი რეგრესიის მაჩვენებელია, დასტურდება თეორია, რომ ინფორმაციული ასიმეტრიულობა ხელს უშლის სააქციო საზოგადოებებს განვითარებაში.

აღსანიშნავია, რომ როგორც კორელაციის აგრეთვე რეგრესიის ტესტების რეზულტატები სტატისტიკურად მნიშვნელოვანია ( $p=0.000$ ). აგრეთვე, მნიშვნელოვანია აღინიშნოს ის ფაქტი, რომ რეგრესიის ტესტის მიხედვით, სტანდარტიზებული ბეტა კოეფიციენტი არის 0.759, რაც იმას ნიშნავს, რომ ყოველი შვების ანგარიშის მიხედვით 1 ერთეულით ქვეყნის რეიტინგის გაუმჯობესება ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის კუთხით ეხმარება ქვეყანას 0.759-ით გაუმჯობესოს რეიტინგი ადგილობრივი საფონდო ბირჟების განვითარებას.

გრაფიკში №4 მოცემულია რეგრესიის ანალიზის გრაფიკული გამოსახულება, რომლის მიხედვითაც ნათლად ჩანს, რომ ძლიერი მიზეზ-შედეგობრივი კავშირი არსებობს აღნიშნულ ორ ცვლადს შორის.

ვინაიდან კვლევაში დადასტურდა ნულოვანი ჰიპოთეზა იმ გაგებით, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების ეფექტიანი რეგულაციების შემოღება ხელს უწყობს სააქციო საზოგადოებებს ადგილობრივი საფონდო ბირჟის მეშვეობით ფინანსირების მოპოვებაში. ამ არგუმენტის გასაძლიერებლად, ფინანსური ანგარიშგების ცვლადი შედარებულია სხვა კაპიტალის განმსაზღვრელ ცვლადებთან, კერძოდ, ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირებასთან ფინანსური ბაზრის განვითარებასთან.

ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის მნიშვნელობა საფონდო ბირჟის განვითარებისთვის



წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

ცხრილში №5-ში მოცემულია ზემოაღნიშნული ცვლადების ზოგადი მიმოხილვა. ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირების მიმართულებით, მინიმალური ცვლადია 1.47, რომელიც მოიპოვა ბურკინა ფასომ, ხოლო მაქსიმალური – ყატარმა 4.77 ოდენობით. საშუალო მაჩვენებელი ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირების კუთხით არის 2.76, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 0.716. საქართველომ ამ ცვლადში მოიპოვა 2.15, რაც თითქმის ერთი სტანდარტული გადახრით ნაკლებია საშუალო მაჩვენებელზე 2015 წელს.

ფინანსური ბაზრის განვითარების ცვლადში მინიმალური მაჩვენებელი შეადგენს 1.95-ს, რომელიც გააჩნია ლიბიას, ხოლო მაქსიმალური – ჰონგ-კონგს 5.91-ის ოდენობით. საშუალო მაჩვენებელი არის 4.02, ხოლო სტანდარტული გადახრა 0.79. საქართველოს ფინანსური ბაზრის განვითარების კუთხით აქვს 3.89 ქულა, ანუ საშუალოზე დაბალი მაჩვენებელი.

მე-5 ცხრილში ჩამოთვლილი ცვლადების გადანაწილების ნორმალურობის შესამოწმებლად ჩატარდა კოლმოგოროვ-სმირონოვის და შაპირო-ვილკის ტესტები. შაპირო-ვილკის ტესტის მიხედვით, ფინანსური ბაზრის განვითარების ცვლადი ნორმალურადაა გადანაწილებული ( $p=0.881$ ). სესხებზე წვდომის ცვლადი ( $p=0.040$ ), ხოლო ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირების ( $p=0.000$ ) ცვლადი არ არის ნორმალურად გადანაწილებული.

ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირების ცვლადის ნორმალურობისათვის გამოყენებულ იქნა ლოგარითმული ტრანსფორმირების ტექნიკა პროგრამების მეშვეობით და ხელახლა ჩატარდა ნორმალურობის ტესტი. ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირების ცვლადი წარმატებით ტრანსფორმირებულ იქნა ნორმალ განაწილებად.

ტესტების ჩატარებამდე ასევე, დაგვრწმუნდით, რომ ზემოაღნიშნული ცვლადების დისპერსიები ჰომოგენურია პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის მეშვეობით.

საინტერესოა, რომ ძლიერი აღმოჩნდა კორელაცია ვენჩურულ კაპიტალზე წვდომასა და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის (068). აღნიშნული იმის მაუწყებელია, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა სააქციო საზოგადოებებისათვის ვენჩურული კაპიტალის დაფინანსების მოპოვების 68%-იანი წინაპირობაა.

ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის აუცილებლობა დადასტურებულია 0.886 კორელაციის კოეფიციენტით ფინანსური ბაზრის განვითარებასა და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის.

გამომდინარე იქედან, რომ დადასტურდა ძლიერი კავშირი ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და საკუთარი კაპიტალის ფორმირებასთან დაკავშირებულ ცვლადებს შორის, მნიშვნელოვანია შემოწმდეს მიზეზშედეგობრივი კავშირი ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და სესხებზე წვდომას, ვენჩურული კაპიტალის მოპოვებასთან, და ფინანსური ბაზრის განვითარებასთან მიმართებაში მიმართებაში.

ჩატარდა რეგრესიის ანალიზი, სადაც ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა აღებულია როგორც დამოუკიდებელი ცვლადი, ხოლო ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირება – დამოკიდებული ცვლადი.

რეგრესიის მიხედვით, ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა არის 0.459-ით, ანუ 45.9%-ით გამომწვევი მიზეზი ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირებისა. აღნიშნული რეგრესიის ანალიზის შედეგი ნაწილობრივ ადასტურებს მაიერსის და მაჯლუფის თეორიას იმ გაგებით, რომ საკუთარი კაპიტალით ფინანსირება არის სენსიტიური ინფორმაციული ასიმეტრიულობის მიმართ. მე-6 ცხრილი ასახავს რეგრესიის ანალიზს, სადაც ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა არის დამოუკიდებელი ცვლადი, ხოლო ფინანსური ბაზრის განვითარება – დამოკიდებელი ცვლადი. ძალზედ მნიშვნელოვანია ის ფაქტი, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვის ცვლადსა და კაპიტალის ბაზრის განვითარების ცვლადს შორის არსებობს რეგრესია 0.784 ოდენობით, ანუ ეს უკანასკლნელი დამოკიდებულია ინფორმაციულ ასიმეტრიულობაზე 78.4%-ით.

აღსანიშნავია, რომ ფინანსური ანგარიშგების სრულფასოვნად დანერგვის ცვლადი არის ბევრად უფრო მნიშვნელოვნად გამომწვევი მიზეზი კაპიტალის ბაზრის განვითარებაში, ვიდრე ეს არის ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირებისათვის, რადგან რეგრესიის მაჩვენებელი ფინანსური ბაზრის განვითარებასთან მიმართებაში არის 32.5%-ით მაღალი ვიდრე ის არის ვენჩურული კაპიტალით ფინანსირების ცვლადთან მიმართებაში. ეს ნაწილობრივ გამოწვეული იმ გარემოებით, რომ სააქციო საზოგადოებები რომლებიც განათავსებენ აქციებს საფონდო ბირჟაზე ესაჭიროებათ გაცილებით უფრო მაღალი ხარისხის ფინანსური გამჭვირვალობა, ვიდრე ვენჩურული კაპიტალით დასაფინანსებელ კომპანიებს, რადგან ვენჩურული კაპიტალით დასაფინანსებელი კომპანიები ძირითადად არის ე.წ. სტარტაპები და მათ ხშირ შემთხვევაში არ გააჩნიათ აუდიტირებული ფინანსური ანგარიშგება.

რადგან დადასტურდა მჭიდრო რეგრესიული კავშირი ქვეყანაში ზოგადად, ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და ფინანსური ბაზრის განვითარებას შორის, მნიშვნელოვანია აშშ-ში მოღვაწე პროფესორების, ვ. გაოს და ფ.ზუს მსგავსად, შესწავლილ იქნეს რა როლს თამაშობს ფინანსური ბაზრის რეგულირება მის განვითარებაზე. კერძოდ, ორცვლადიანი რეგრესიული ანალიზის კუთხით, რა მნიშვნელობა ენიჭება ზოგადად ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა და საფონდო ბირჟის რეგულირებას ერთობლივად ფინანსური ბაზრის განვითარებაზე.

ამ არგუმენტით, ფაქტობრივად შესაძლოა დასაბუთდეს, რომ ინფორმაციული ასიმეტრიულობა არის ყველაზე მნიშვნელოვანი ფაქტორი ქვეყანაში ფინანსური ბაზრის განვითარებისათვის.

რადგან დადასტურდა, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვას დიდი მნიშვნელობა აქვს ქვეყნებში ფინანსური ბაზრების და ზოგადად, ფინანსური სექტორის განვითარებაზე, საინტერესოა განვიხილოთ სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის საკითხები საქართველოს მაგალითზე. გამომდინარე იქედან, რომ ისეთი საერთაშორისო ორგანიზაციები როგორცაა მსოფლიო ბანკი და ეთგო მიიხნევენ, რომ საქართველოში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვის საკითხები ნაკლებადაა განვითარებული, კვლევაში ჩამოყალიბდა მოლოდინი, რომ ამ კუთხით არასახარბიელო მდგომარეობა იქნებოდა საქართველოში.

გაოს, ზუს, მაიერსის და მაჯლუფის კვლევების მსგავსად შესწავლილ იქნა ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის საკითხები. სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგებების მოსაპოვებლად გამოყენებულ იქნა საქართველოს საფონდო ბირჟა.

2015 წლის აპრილის მდგომარეობით, საქართველოს საფონდო ბირჟას გასაჯაროებული აქვს 142 სააქციო საზოგადოების ფინანსური ინფორმაცია. საიტზე განთავსებულია 1,096 ანგარიში; აქედან 536 არის ყოველწლიური ფინანსური ანგარიშგება, 483 – ნახევარი წლის არააუდიტირებული ფინანსური ანგარიში, ხოლო 77 – სხვა ანგარიში, მაგალითად ინფორმაცია არსებითი მოვლენის შესახებ.

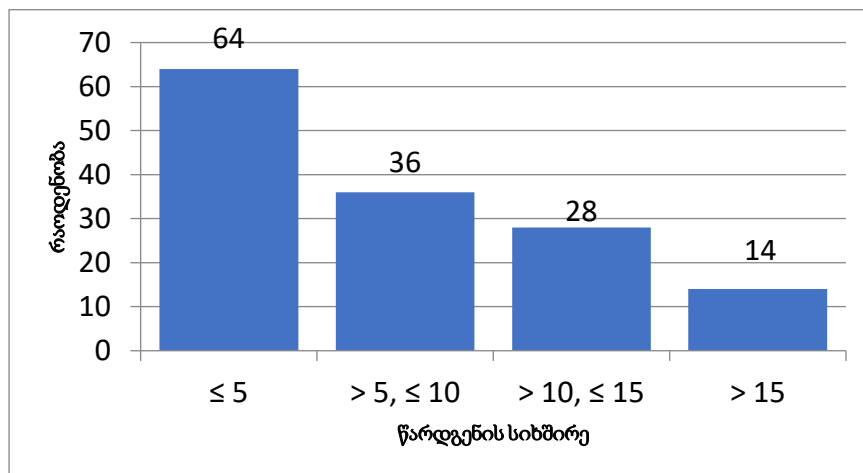
ეს კვლევა ემყარება გაოს, ზუს, მაიერსის, მაჯლუფის და სხვა აღნიშნული მკვლევარების მოსაზრებას იმ გაგებით, რომ ხშირი ფინანსური ანგარიშგების მომზადება და წარდგენა, ფინანსური გამჭვირვალობა ხელს უწყობს სააქციო საზოგადოებების იმიჯის და სანდოობის ამაღლებას და შესაბამისად ზრდის სააქციო კაპიტალის დაფინანსების შესაძლებლობას. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, კომპანიები რომლებიც ხშირად ამზადებენ ფინანსურ ანგარიშგებას ამცირებენ ინფორმაციულ ასიმეტრიულობას კომპანიების მენეჯმენტსა და ინვესტორებს შორის და ადვილად პოულობენ კაპიტალის ფინანსირებას, ხოლო კომპანიები

რომლებიც შედარებით ნაკლები სიხშირით ამზადებენ ფინანსურ ანგარიშგებებს, უჭირთ საკუთარი კაპიტალით ფინანსირების მოპოვება და ირჩევენ სესხით, ანუ მოზიდული კაპიტალით ფინანსირების მექანიზმებს.

ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის სიშხირე განიხილება, როგორც ინფორმაციული ასიმეტრიულობის შემამცირებელი ცვლადი, ანუ რაც უფრო ხშირად ამზადებენ და წარადგენენ სააქციო საზოგადოებები ფინანსურ ანგარიშგებას, მით უფრო მცირეა ინფორმაციული ასიმეტრიულობა სააქციო საზოგადოებების მენეჯმენტსა და ინვესტორებს შორის. საქართველოს საფონდო ბირჟის სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის სიხშირე ასახულია №5 გრაფიკში.

გრაფიკი №5

საქართველოს საფონდო ბირჟაზე დარეგისტრირებული სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის სიხშირე



წყარო: გაანგარიშებულია საქართველოს საფონდო ბირჟიდან მოპოვებულ ინფორმაციაზე დაყრდნობით

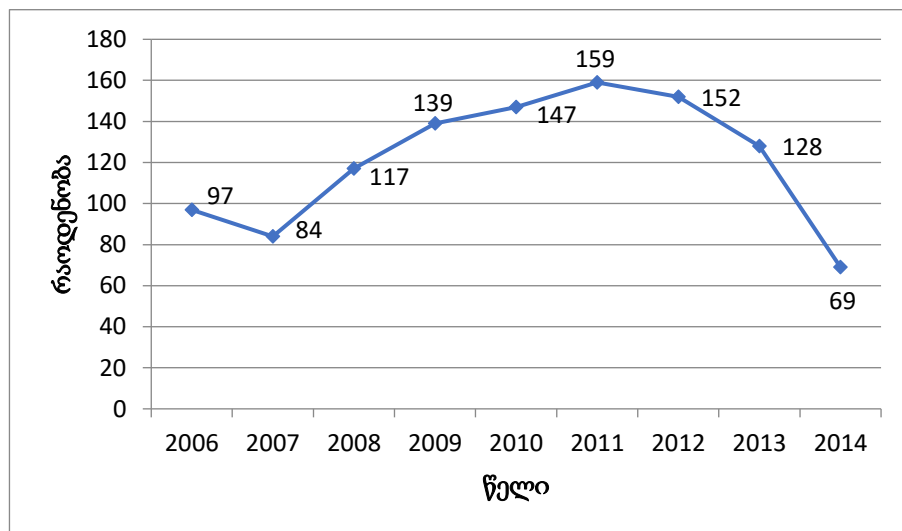
გრაფიკი №5-დან გამომდინარე, საქართველოს საფონდო ბირჟაზე განთავსებულ 142 კომპანიიდან, სულ მცირედ 5-ჯერ ანგარიშგება წარდგენილი აქვს 64 კომპანიას, ანუ კომპანიათა 45%-ს, რაც დაახლოებით განთავსებული კომპანიების ნახევარს შეადგენს. 5-ზე მეტჯერ და არაუმეტეს 10-ჯერ ანგარიშგება წარდგენილი აქვს 36 კომპანიას, ანუ 142-დან კომპანიების 70%-ს ანგარიშგება წარდგენილი აქვს არაუმეტეს 10-ჯერ. შედარებისათვის, ვარშავის საფონდო ბირჟაზე ნორმალური მოვლენაა, როდესაც ერთ კომპანიას, მაგალითად, პოლონურ

სამშენებლო კომპანია ABM Solid-ს ფინანსური ბოლო 2 წლის განმავლობაში წარდგენილი აქვს 275 ანგარიში [90].

მნიშვნელოვანია, რომ 2008 წლიდან 2011 წლამდე შეინიშნებოდა ფინანსური ანგარიშგებების წარდგენის კუთხით ზრდის ტენდენცია, თუმცა 2011 წლიდან ყოველ წელს იკლებს სააქციო საზოგადოებების მიერ წარდგენილი ანგარიშგების რიცხვი. 2012 წელს კლებამ შეადგინა 4%, 2013 წელს – 16%, ხოლო 2014 წელს – 46%. 2015 წელს კი მხოლოდ 4 ანგარიშია წარდგენილი მარტის მდგომარეობით.

### გრაფიკი №6

სააქციო საზოგადოებების ანგარიშგების წარდგენის დინამიკა საქართველოს საფონდო ბირჟაზე



წყარო: გაანგარიშებულია საქართველოს საფონდო ბირჟიდან მოპოვებულ ინფორმაციაზე დაყრდნობით

ზემოაღნიშნული ტენდენცია დასტურდება მსოფლიო ბანკის 2014 წლის განცხადებით, რომ “საქართველოს კაპიტალის ბაზარი არის უუნარო და უმოქმედო და საბანკო სექტორი რეალურად დომინირებს საფინანსო სექტორში” [88, გვ.8]. ამ ორგანიზაციის მოსაზრებით, საქართველო საბანკო სექტორისათვის ხარისხიან ფინანსურ ანგარიშგებებს ენიჭება ძალზედ დაბალი მნიშვნელობა, რადგან ისინი ძირითადად გადაწყვეტილებას ღებულობენ იპოთეკა/გირავნობებიდან გამომდინარე. ამაზე ის ფაქტიც მოწმობს, რომ საქართველოში არსებული სესხების იპოთეკა/გირავნობების ღირებულება აღემატება გაცემული სესხების ღირებულებებს 122%-ით [88, გვ.8]. თუმცა აღსანიშნავია, რომ იპოთეკა/გირავნობებისადმი ბანკების მიერ მკაცრი მიდგომა შესაძლებელია



გამოწვეულია კომპანიების მხრიდან დაბალი ფინანსური გამჭვირვალობით, რადგან სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგებები ხელმიუწვდომელია როგორც რეგულირებული, ასევე არა-რეგულირებული საწარმოებისათვის [88, გვ. 8].

გარდა იმისა, რომ ერთი მხრივ გაანალიზდა სააქციო საზოგადოებების საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ანგარიშის წარდგენის სიხშირე, მეორე მხრივ ამ კვლევის მიზნებისათვის შესწავლილ იქნა საკუთარი კაპიტალისა და ვალდებულებების შედარება, იმ დაშვებით, რომ რაც უფრო მაღალია კაპიტალის შეფარდება მთლიან ვალდებულებებთან მიმართებაში, მით უფრო ადვილად პოულობს სააქციო საზოგადოება კაპიტალით ფინანსირებას. ამ კვლევის ნულოვანი ჰიპოთეზაა, რომ ფინანსური ანგარიშგების ხშირი მომზადება და წარდგენა ხელს უწყობს სააქციო საზოგადოებას საკუთარი კაპიტალის ფინანსირების მოპოვებაში, ხოლო ალტერნატიული ჰიპოთეზაა, რომ ფინანსური ანგარიშგების ხშირი მომზადება და საჯაროება ხელს არ უწყობს სააქციო საზოგადოებას კაპიტალით ფინანსირების მოპოვებაში:

**H<sub>0</sub>** – ანგარიშების ხშირი მომზადება და წარდგენა ხელს უწყობს სააქციო საზოგადოებებს საკუთარი კაპიტალის ფორმირებაში;

**H<sub>1</sub>** – ანგარიშგების ხშირი მომზადება და წარდგენა ხელს არ უწყობს სააქციო საზოგადოებებს საკუთარი კაპიტალის ფორმირებაში.

თუმცა სანამ ზემოაღნიშნულ ორ ცვლადს შევადარებდით ერთმანეთს დასკვნების გამოსატანად, მნიშვნელოვანია განხილულ იქნეს, რომ საკუთარი კაპიტალის ვალდებულებებთან შეფარდება მოპოვებულ იქნა 125 სააქციო საზოგადოებისათვის, რადგან დანარჩენი 17 საზოგადოებების მიერ წარდგენილი “ანგარიშები” მაინცდამაინც არ იყო საერთაშორისო სტანდარტების შესაბამისი. მაგალითისათვის, ზოგი ანგარიში იყო არსებითი ფაქტის ამსახველი და არა ფინანსური მონაცემების. ზოგ შემთვევაში, საზოგადოებას არ ჰქონდა ვალდებულება; შესაბამისად, ვერ მოხდებოდა საკუთარის კაპიტალის ვალდებულებებთან შეფარდება.

გარდა ამისა, 142 საზოგადოების პოპულაციიდან 125 საზოგადოების მონაცემის შერჩევა იძლევა სანდო შერჩევას 95%-იანი ნდობის ინტერვალით. ელექტრონული სტატისტიკური პროგრამის მეშვეობით დადგინდა, რომ 95%-იანი ნდობის ინტერვალის შემთხვევაში 142 საზოგადოების პოპულაციიდან უნდა

შერჩეულ იქნეს 104 საზოგადოება. შესაბამისად, 125 საზოგადოების შერჩევის შემთხვევაში, ნდობის ინტერვალი ფაქტობრივად არის 95%-ზე მაღალი, ანუ დაახლოებით 97%.

სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების მომზადების სიხშირის ცვლადში მინიმალური მონაცემი არის 1, ხოლო მაქსიმალური – 30. საშუალო მონაცემი ზემოაღნიშნული ცვლადისათვის შეადგენს 8.42-ს, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 5.752-ს.

რაც შეეხება საკუთარი კაპიტალის ჯამურ ვალდებულებებთან შეფარდების კოეფიციენტს, მინიმალური მაჩვენებელი დაფიქსირებულია 0.0166, ხოლო მაქსიმალური მაჩვენებელი – 1219.56. ამასთან, საშუალო მაჩვენებელი ზემოაღნიშნული ცვლადისათვის შეადგენს 32.699-ს, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 144.15-ს.

იმისათვის, რომ კვლევაში გამოყენებულ იქნეს ტესტები დასკვნების გასაკეთებლად, საჭიროა გაანალიზდეს თუ რამდენად ნორმალურადაა გადანაწილებული ფინანსური ანგარიშგების მომზადების სიხშირისა და საკუთარი კაპიტალის მთლიან ვალდებულებებთან შეფარდების სიხშირის ცვლადები. სამწუხაროდ, გადანაწილების ნორმალურობის და დისპერსიების ჰომოგენურობის დადასტურება ვერ მოხერხდა ინფორმაციის სიმწირის გამო.

საკუთარი კაპიტალის ხვედრითი წილის და ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის ცვლადებს შორის გამოიკვეთა 11.4%-იანი კორელაცია. 11.4%-იანი კორელაცია ლოგიკურია, რადგან მხოლოდ ფინანსური ანგარიშგების მომზადება და წარდგენა ვერ იქნება სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის ფორმირების მთავარი წინაპირობა. იგი უბრალოდ 11.4%-ით უწყობს ხელს კაპიტალის ფორმირების პროცესს. დანარჩენი დამოკიდებულია საკუთარი კაპიტალის ანალიზე.

დადასტურდა, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა ხელს უწყობს ქვეყნის ფინანსურ განვითარებას, როგორც ადგილობრივი ფინანსური განვითარების კუთხით, ასევე ვენჩურულ კაპიტალზე ხელმოსაწვდომობით. ეს ამავდროულად ადასტურებს ამ კვლევის მთავარ ჰიპოთეზას იმ გაგებით, რომ ინფორმაციული ასიმეტრიულობის დაბალი დონე, კერძოდ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა ხელს

უწყობს სააქციო საზოგადოებებს ფინანსირების მოპოვებაში, კერძოდ საკუთარი კაპიტალის ფორმირებაში.

აღსანიშნავია, რომ ამ კვლევის მიხედვით, საკუთარი კაპიტალით ფინანსირება სენსიტიურია ინფორმაციული ასიმეტრიულობის მიმართ, რაც თავის მხრივ ადასტურებს პროფესორების, მაიერსის და მაჯლუფის ფინანსურ თეორიას.

გარდა ამისა, ამ კვლევით დასტურდება აშშ-ში მოღვაწე მკვლევარების დეფონდის, ჰუნგის და ლის ჰიპოთეზაც იმ გაგებით, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების დანერგვას ქვეყანაში მხოლოდ მაშინ აქვს აზრი, თუ მოხდება ამ სტანდარტების ადეკვატური აღსრულება.

გაცილებით უფრო თვალსაჩინოა კავშირი ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრით ფინანსირებას და ფინანსური ბაზრის რეგულირებას შორის, ვიდრე ეს არის ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრით ფინანსირებას და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის, მაშინ როდესაც ადგილობრივი კაპიტალის ბაზრით ფინანსირების ცვლადი არის დამოკიდებული, ხოლო ფინანსური ბაზრის რეგულირება და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა – დამოუკიდებელი ცვლადები. ანუ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას მხოლოდ მაშინ აქვს აზრი, თუ ქვეყანას აქვს მათი აღსრულების მექანიზმები, რადგან სააქციო საზოგადოებებს 17%-ით ნაკლები შანსი აქვთ ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით მოიპოვონ ფინანსირება, თუ ამ ქვეყნებში არ არსებობს სტანდარტების აღსრულების კარგი მექანიზმი.

კვლევაში შესწავლილია ფინანსური ანგარიშგების მნიშვნელობა საქართველოს საფონდო ბირჟაზე რეგისტრირებული სააქციო საზოგადოებების კაპიტალის სტრუქტურაზე. ისეთი საერთაშორისო ორგანიზაციების ანგარიშგების მიხედვით, როგორცაა მსოფლიო ბანკი და ეკონომიკური თანამშრომლობისა და განვითარების ორგანიზაცია, ჩამოვყალიბეთ მოლოდინი, რომ რთული იქნებოდა მნიშვნელოვანი ტესტების ჩატარება საფონდო ბირჟაზე განთავსებული ფინანსური ანგარიშგებებიდან გამომდინარე. როგორც ზემოაღნიშნული ორგანიზაციების ანგარიშგებებშია აღნიშნული, საქართველოში ფაქტობრივად არ არსებობს ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტების აღსრულება და ფინანსური ანგარიშგებების გასაჯაროების პრაქტიკა.

კვლევის მეორე ფაზაში გაანალიზებულ იქნა ფინანსური ანგარიშგების მომზადების სიხშირის ცვლადი და საკუთარი კაპიტალის მთლიან ვალდებულებებთან შეფარდება საქართველოს საფონდო ბირჟაზე განთავსებული 125 კომპანიისათვის და ვერ მოხერხდა მნიშვნელოვანი კავშირის დადგენა ზემოაღნიშნულ ცვლადებს შორის, საჯაროდ მოპოვებული ფინანსური ანგარიშგების სიმწირისა და არსებითი ხარვეზების გამო. ზოგ შემთვევაში, ბალანსიც კი არასწორი იყო წარდგენილი.

საერთაშორისო დონეზე არსებობს კონსენსუსი, რომ მოუხედავად იმისა, რომ ბუღალტრული აღრიცხვა არის მეტწილად პრაქტიკული პროფესია, საუნივერსიტეტო დონეზე მნიშვნელოვანია არსებობდეს ფინანსური ანგარიშგებისა სტანდარტების შესწავლისათვის ძლიერ ბაზისი, რაც ქვეყანაში ამ სფეროების განვითარების საწინდარი იქნება. შვაბის მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმის კონკურენტუნარიანობის ანგარიშში, ე.წ. მე-12 მიმართულება ასახავს ქვეყნებში ინოვაციის დონეს. ამ მიმართულებით მათ შესწავლილი ჰყავთ მსოფლიოს 144 ქვეყანა სამეცნიერო კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხი და საუნივერსიტეტო და ბიზნესის კვლევებში. ამ მიმართულებების ფინანსური ანგარიშგების კონტექსტში შესწავლა მნიშვნელოვანია, რადგან აუცილებელია უნივერსიტეტები და კერძო სექტორი ერთად მუშაობდნენ ქვეყანაში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვისათვის.

მე-6 ცხრილში მოცემულია სამეცნიერო/კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხის და უნივერსიტეტების და კერძოს სექტორის თანამშრომლობის მონაცემების ზოგადი მიმოხილვა. სამეცნიერო/კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხის მიხედვით, მაქსიმალური ქულა მიენიჭა შვეიცარიას 6.53-ის ოდენობით. მას მოსდევს გაერთიანებული სამეფო, ისრაელი და აშშ. მინიმალური ქულა მიენიჭა იემენს 1.66-ის ოდენობით. ამ მიმართულებით საქართველო სამწუხაროდ იმყოფება 119-ე ადგილზე 2.84 ქულით კამბუჯასა და ნიგერიას შორის. საშუალო მაჩვენებელი ამ კუთხით შეადგენს 3.83-ს, ხოლო სტანდარტული გადახრაა 1.06-ს.

უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობის კუთხით მაქსიმალური ქულა მოიპოვა ფინეთმა 5.97-ის ოდენობით. მას მოსდევს აშშ, შვეიცარია და გაერთიანებული სამეფო. მინიმალური მაჩვენებელი ამ კუთხით მიენიჭა ლიბიას 1.74-ის ოდენობით და მას მოსდევს კვლავაც იემენი. საქართველოს ამ მონაცემში სამწუხაროდ უკავია 128-ე ადგილი 144 ევქნიდან და აქვს 2.64 ქულა

ნეპალსა და გაბონს შორის. საშუალო მაჩვენებელი უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობის კუთხით არის 3.68, ხოლო სტანდარტული გადახრა – 0.93.

სამეცნიერო-კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხის და უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობის მონაცემების გადანაწილების ნორმალურობის ტესტების, შაპირო-ვილკის ტესტის მიხედვით თავდაპირველად არც სამეცნიერო/კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხი ( $p=0.004$ ) და არც უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობის მონაცემი ( $p=0.005$ ) არ იყო ნორმალურად გადანაწილებული.

ზემოაღნიშნული ცვლადების ტრანსფორმირება მოხდა კვადრატული ფესვის ტრანსფორმირების მეშვეობით. ტრანსფორმირებული ცვლადების ხელახალი ნორმალურობის ტესტები, რის მიხედვითაც სამეცნიერო/კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხიც ( $p=0.151$ ) და უნივერსიტეტის და კერძო სექტორის თანამშრომლობაც ( $p=0.151$ ) ნორმალურადაა გადანაწილებული.

ზემოაღნიშნული მონაცემების გადანაწილების ნორმალურობის დადასტურების შემდეგ, მნიშვნელოვანია, რომ დავადასტუროთ აღნიშნული ცვლადების დისპერსიების ჰომოგენურობა.

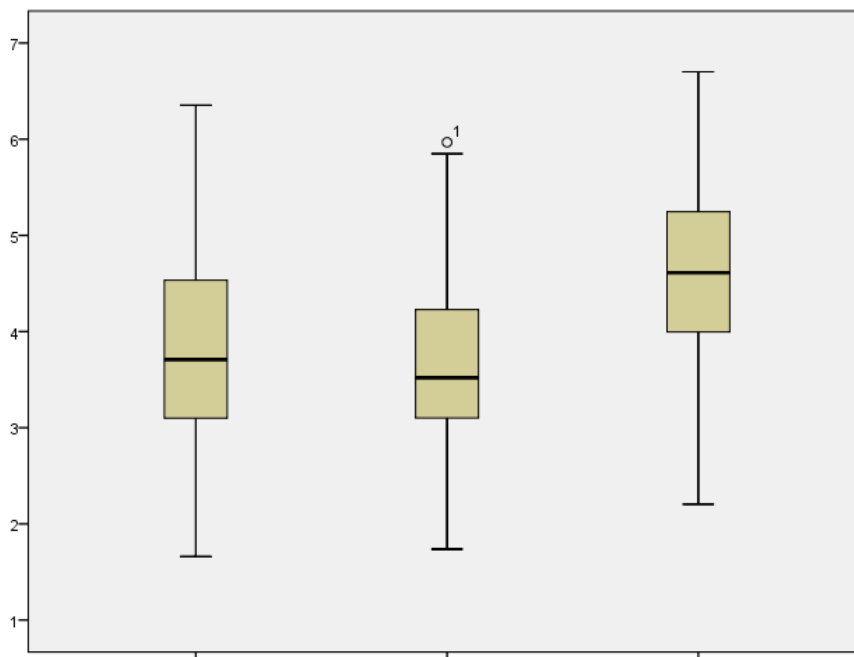
გრაფიკი №7-ით დასტურდება, რომ დისპერსიები ჰომოგენურია სამეცნიერო/კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხის, უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობის და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის მონაცემებისათვის.

კვლევის მომდევნო ეტაპზე საჭიროა შევისწავლოთ კორელაციური კავშირი სამეცნიერო/კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხის, უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობის და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის ცვლადებს შორის. პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის კორელაციური ანალიზის შედეგით ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას და სამეცნიერო/კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხს შორის ფიქსირდება 0.759 კორელაციის კოეფიციენტი, ხოლო კორელაცია ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას და

უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობას შორის არის 0.786. ორივე კორელაციის შედეგი მნიშვნელოვანია ( $p=0.000$ ).

გრაფიკი №7

დისპერსიების ჰომოგენურობა: საგანმანათლებლო-კვლევითი მონაცემები და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა



წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

მას შემდეგ რაც დადასტურდა მნიშვნელოვანი კორელაციის არსებობა ზემოაღნიშნულ მონაცემებს შორის, შემთხვევითობის გამოსარიცხად საჭიროა რეგრესიის ანალიზის ჩატარება. პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის რეგრესიის ანალიზის მიხედვით, სამეცნიერო და კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხი გაანალიზებულ იქნა როგორც დამოუკიდებელი მონაცემი, ხოლო ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა – დამოკიდებული მონაცემი.

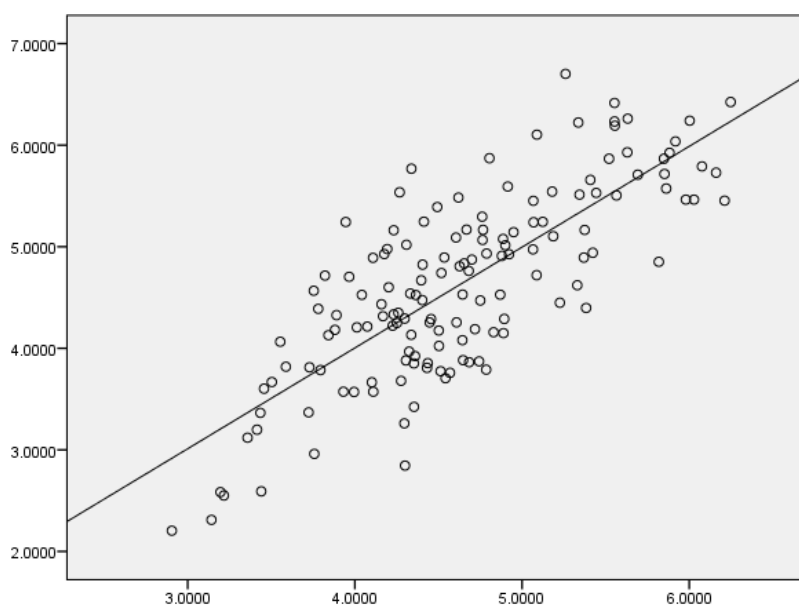
რეგრესიის ანალიზის რეზულტატმა შეადგენა 0.574, რაც წარმოადგენს საშუალოზე მაღალ რეგრესიის მაჩვენებელს. შესაბამისად, დასტურდება, რომ სამეცნიერო და კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხს და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის არსებობს მნიშვნელოვანი რეგრესიის მაჩვენებელი.

რეგრესიის ანალიზი ჩატარდა უნივერსიტეტებსა და კერძო სექტორის თანამშრომლობასა და ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას შორის, სადაც ეს უკანასკნელი იყო კვლავ დამოკიდებული

პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის რეგრესიის შედეგი როდესაც უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობა არის დამოუკიდებელი ცვლადი, ხოლო ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა ცვლადი დამოკიდებული ცვლადი შეადგენს 0.615-ს, რაც არის საშუალოზე მაღალი რეგრესიის მაჩვენებელი. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობა შეადგენს 62%-იან წინაპირობას ქვეყნებში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვისათვის.

გრაფიკი №8

**უნივერსიტეტებისა და კერძო სექტორის თანამშრომლობა, ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა**



წყარო: გაანგარიშებულია კ. შვაბის მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

ზემოაღნიშნულ შემთხვევაში უნივერსიტეტებსა და კერძო სექტორს შორის თანამშრომლობა 4%-ით უფრო მნიშვნელოვანი ფაქტორი აღმოჩნდა ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვაში, ვიდრე სამეცნიერო და კვლევითი ინსტიტუტების განვითარება, რაც ლოგიკურია, რადგან ბუღალტერია მაინც პრაქტიკული პროფესიებია და კერძო სექტორთან თანამშრომლობა უფრო მნიშვნელოვანია ამ პროფესიების განვითარებისთვის, ვიდრე კვლევითი

ინსტიტუტების განვითარებაა ამ პროფესიებისათვის, თუმცა ამ უკანსაკნელსაც საშუალოზე მაღალი მნიშვნელობა აქვს ამ პროფესიების განვითარებისათვის.

გრაფიკში №8-ში ასახულია ზემოაღნიშნული რეგრესიის ანალიზის გრაფიკული გამოსახულება. დადგინდა, რომ უნივერსიტეტებსა და კერძო სექტორს შორის თანამშრომლობას დიდი მნიშვნელობა ენიჭება მსოფლიოს ქვეყნებში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვაში, რაც გამოხარულია 62%-იანი რეგრესიის მაჩვენებლით.

კვლევის შედეგებით დადასტურდა, რომ საქართველოს საშუალოზე დაბალი მაჩვენებელი ჰქონდა ყველა იმ კომპონენტში, რაც ხელს უწყობს ქვეყნებში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას, განსაკუთრებით კი არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვის და უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობის კუთხით.

საკვლევი სააქციო საზოგადოებები, “საქართველოს რკინიგზის” და “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საერთო შემოსავლები 2015 წლის განმავლობაში შეადგენს დაახლოებით ერთ მილიარდ ლარს, რაც ამავე წლის განმავლობაში საქართველოს სააქციო საზოგადოებების ბრუნვის დაახლოებით 21%-ია. ყოველი წლის დასრულებიდან არაუმეტეს 180 დღის მანძილზე, სს “საქართველოს რკინიგზა” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” ასაჯაროებენ თავიანთ აუდიტირებულ ფინანსურ ანგარიშგებებს. აღსანიშნავია, რომ მსოფლიო ბანკის 2015 წლის ანგარიშში აღნიშნულია, რომ სს “საპარტნიორო ფონდის” შვილობილი საწარმოებმა სამაგალითოდ დანერგეს ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტები.

ამრიგად, განხილულ იქნა ფინანსური ანგარიშგება როგორც საკუთარი კაპიტალის ანალიზის ინფორმაციული წყარო. აგრეთვე გაანალიზდა ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვის სრულყოფის საკითხები. ფინანსური ანგარიშგებიდან მოპოვებული ინფორმაციის საფუძველზე შესაძლებელია შესწავლილ და გაანალიზებულ იქნას საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის, დინამიკი, მდგომარეობის და სააქციო კაპიტალის უკუგების მაჩვენებლები და მიღებულ იქნას შეაბამისი გადაწყვეტილებები. საჭიროა



განისაზღვროს სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის მაჩვენებელთა სისტემა.

## 2.2. საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის მაჩვენებელთა სისტემა

სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის ანალიზის უპირველეს ინტერესს წარმოადგენს საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურული შემადგენლობა. აღსანიშნავია, რომ სააქციო საზოგადოებას საკუთარი კაპიტალის ყველაზე სრულყოფილი სტრუქტურა გააჩნია.

საკუთარი კაპიტალის ანალიზის ამოცანებია:

- საკუთარი კაპიტალის ოპტიმალური სტრუქტურის განსაზღვრა;
- საკუთარი კაპიტალისა და საწარმოს რისკების კავშირების დადგენა;
- დივიდენდების განაკვეთების და გაცემის შეფასება;
- აქციების შემოსავლიანობის ანალიზი.

საკუთარი კაპიტალის ანალიზის საფეხურებია:

- საჭირო ინფორმაციის მოგროვება და დაჯგუფება;
- საკუთარი კაპიტალის ლევერიჯის (რისკის) მაჩვენებლების ანალიზი;
- გამოშვებული აქციების ეფექტიანობის მაჩვენებელთა ანალიზი;
- დივიდენდების ანალიზი

საკუთარი კაპიტალის მოცულობაზე მოქმედი ფაქტორებია:

- საწარმოს მასშტაბები და მოთხოვნა ფინანსურ აქტივებზე;
- ფინანსური რისკები;
- მოგებიდან შექმნილი რეზერვების და დაგროვილი მოგების ცვლილების ტემპები.

საკუთარი კაპიტალის გამოყენების და მდგომარეობის და ეფექტიანობის ძირითადი მაჩვენებლებია:

- საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურისა და დინამიკის კოეფიციენტები;
- საკუთარი კაპიტალის მანევრირების კოეფიციენტი;
- საკუთარი კაპიტალის ლევერიჯი – ფინანსური დამოკიდებულების კოეფიციენტი;
- ვალდებულებები/საკუთარი კაპიტალი;

- საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის კოეფიციენტი;
- ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტი.

საკუთარი კაპიტალის ცვლილებაზე გავლენას ახდენს აქციების გამოშვება და უკან გამოსყიდვა, საემისო კაპიტალის ცვლილება და წმინდა მოგების ცვლილება. ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფაქტორი, რომელიც ასევე გავლენას ახდენს საკუთარი კაპიტალის მოცულობაზე, არის გადაფასების რეზერვი, რომელიც გრძელვადიანი აქტივების გადაფასების დროს წარმოიქმნება. აქ განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია, სპეციალისტების მიერ რამდენად საიმედოდ არის შეფასებული გრძელვადიანი აქტივები, რაც მეტად პრობლემატურია. საკუთარი კაპიტალი შეიძლება დაბანდებული იყოს გრძელვადიან აქტივებში ან საკუთარ საბრუნავ სახსრებში. ამდენად, მისი გამოყენების ანალიზი მეტად მნიშვნელოვანია.

საკუთარი კაპიტალი როგორც წესი, სააქციო საზოგადოების აქტივების დაფინანსების ყველაზე საიმედო წყაროა. მისი დაბანდება ხდება გრძელვადიან და მოკლევადიან აქტივებში. მაშასადამე მას გააჩნია საბრუნავი კაპიტალის ნაწილი და ძირითადი საშუალებების დაფინანსების ნაწილი. მაჩვენებელი გამოითვლება ბუღალტრული ბალანსის ინფორმაციის საფუძველზე. საკუთარი საბრუნავი სახსრების სიდიდე იმავდროულად გვიჩვენებს საკუთარი კაპიტალის საბრუნავ ნაწილს.

**საკუთარი საბრუნავი სახსრები = მიმდინარე ვალდებულებები – მიმდინარე აქტივები**

თუ მიმდინარე ვალდებულებები აღემატება მიმდინარე აქტივებს, ეს ნიშნავს, რომ საწარმოს საკუთარი საბრუნავი სახსრები (ანუ სამუშაო კაპიტალი) არ გააჩნია. იგი მთლიანად მოზიდული სახსრებითაა დაფინანსებული რაც საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის დაძაბულობის ერთ-ერთი მაჩვენებელია.

საკუთარი კაპიტალის გამოყენების საერთო მაჩვენებლები იანგარიშება შემდეგი ფორმულით:

$$\text{საკუთარი კაპიტალის კონცენტრაციის კოეფიციენტი} = \frac{\text{საკუთარი კაპიტალი}}{\text{აქტივები}}$$

“იგი გვიჩვენებს აქტივების რა ნაწილია დაფინანსებული საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე. სასურველია, ეს კოეფიციენტი 0,5-ზე ნაკლები არ იყოს (გარდა ბანკებისა). წინააღმდეგ შემთხვევაში ბიზნესის რისკი იზრდება.

$$\text{საკუთარი კაპიტალის მანევრირების კოეფიციენტი} = \frac{\text{საკუთარი საბრუნავი სახსრები}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}}$$

იგი გვიჩვენებს საკუთარი კაპიტალის რა ნაწილია ავანსირებული მოკლევადიან აქტივებში. თუ ეს კოეფიციენტი ნულს გაუტოლდა, იწყება საკუთარი საბრუნავი სახსრების დეფიციტი, რაც ფინანსური მდგომარეობის დაძაბულობაზე მიანიშნებს.

$$\text{ფინანსური დამოკიდებულების კოეფიციენტი} = \frac{\text{აქტივები}}{\text{საკუთარი კაპიტალი}}$$

ეს მაჩვენებელი საკუთარი კაპიტალის კონცენტრაციის შებრუნებული მაჩვენებელია და გვიჩვენებს, აქტივები რამდენჯერ აღემატება საკუთარ კაპიტალს. ამ მაჩვენებლის ზრდა ვალდებულებების ზრდას ნიშნავს. თუ ეს კოეფიციენტი ერთის ტოლია, ნიშნავს რომ მესაკუთრეები საწარმოს მთლიანად აფინანსებენ და აკონტროლებენ. ეს მაჩვენებელი იმავდროულად ფინანსური რისკის მაჩვენებელია დამისი ზრდა ფინანსური რისკის ზრდას ნიშნავს.

$$\text{სააქციო კაპიტალის რენტაბელობა} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{სააქციო კაპიტალი}} \times 100$$

ეს კოეფიციენტი უფრო მიმზიდველია აქციონერებისათვის. იგი გვიჩვენებს რამდენი პროცენტი მოგება რჩება საწარმოში, მესაკუთრეების მიერ მასზე მინდობილი კაპიტალიდან. საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის შებრუნებულ მაჩვენებელს საკუთარი კაპიტალის გამოსყიდვის პერიოდს უწოდებენ” [24, გვ. 136].

$$\text{სააქციო კაპიტალის გამოსყიდვის პერიოდი} = \frac{\text{სააქციო კაპიტალი}}{\text{წმინდა მოგება}}$$

ზემოაღნიშნული კოეფიციენტი “გვიჩვენებს რამდენი წელი დაჭირდება საწარმოს, სრულად დაფაროს ინვესტორების საკუთარი კაპიტალი ანუ

ვალდებულება ინვესტორების მიმართ. ჩვენი აზრით, ეს კოეფიციენტები უფრო მიზანშეწონილია გამოითვალოს სააქციო კაპიტალის მაჩვენებლის საფუძველზე.

ანალიზის დროს ჩამოთვლილი კოეფიციენტების დინამიკა და ვარიაციის კოეფიციენტები შეისწავლება. ამასთან, მაჩვენებლებს შორის კავშირების დასადგენად, როგორც აღნიშნული იყო, კორელაციის და დეტერმინაციის კოეფიციენტები გამოიყენება, ოღონდ სწორად უნდა შეირჩეს დამოკიდებული და დამოუკიდებელი ცვლადები. ასე მაგალითად: საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა გავლენას ახდენს საკუთარი კაპიტალის გამოსყიდვის პერიოდზე და არა პირიქით; საკუთარი კაპიტალის მანევრირების კოეფიციენტზე გავლენას ახდენს დებიტორული და კრედიტორული დავალიანებების ბრუნვაობა (დაფარვის რიცხვი); ფინანსური დამოკიდებულების კოეფიციენტი გავლენას ახდენს საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობაზე; საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობა გავლენას ახდენს ეკონომიკური ზრდის მაჩვენებელზე და ა.შ.

სააქციო კაპიტალი, როგორც წესი, აქციების გამოშვება-გაყიდვის გზით წარმოიქმნება. აქციების გამოშვების დროს, სააქციო საზოგადოებამ შეიძლება გამოაცხადოს პირობა, რომ გარკვეული დროის შემდეგ საკუთარ აქციებს უკან შეისყიდის ნომინალური ღირებულებით ან საბაზრო ფასით ან უფლება მისცეს აქციონერებს, თავისუფლად გაყიდონ აქციები ბაზარზე.

ბასს 32 – „ფინანსური ინსრუმენტები: წარდგენა“ მიუთითებს, რომ თუ კომპანია ხელახლა შეისყიდის წილობრივ ინსრუმენტებს, ისინი (გამოსყიდული აქციები) გამოაკლდება საკუთარ კაპიტალს. საკუთარი წილობრივი ინსტრუმენტების შესყიდვის, გაყიდვის, გამოშვების ან გაუქმების შედეგად წარმოშობილი არავითარი შემოსულობა ან დანაკარგი არ აღიარდება მოგებად ან ზარადად. ასეთი გამოსყიდული აქციების შექენის სანაცვლოდ გადახდილი ან მიღებული ანაზღაურება უნდა აღიარდეს პირდაპირ საკუთარ კაპიტალში (ბასს 32, მუხლი 33).

ამდენად, აქციების უკან გამოსყიდვა გავლენას ახდენს საემისიო კაპიტალზე, ან საემისო კაპიტალის უკმარისობის შემთხვევაში, გაუნაწილებებლ მოგებაზე. აქციების გამოშვების მიზნით, კომპანია ცდილობს მიაღწიოს რეგისტრაციას საფონდო ბირჟაზე, ვინაიდან, რეგისტრირებული ორგანიზაციები ხშირად აღიქმებიან, როგორც ფინანსურად ძლიერ და მაღალი კრედიტუნარიანობის მქონე

ორგანიზაციებად. ისინი, უმეტესწილად წარმოადგენენ სწრაფად მზარდ ფირმებს და ჩვეულებრივ ეყრდნობიან გაუნაწილებელ მოგებას და მოკლევადიან სესხებს. ინვესტორები ამჯობინებენ ინვესტიციები ჩადონ რეგისტრირებულ კომპანიებში, ვიდრე არარეგისტრირებულ კომპანიებში.

რეგისტრირებული აქციების მქონე სააქციო საზოგადოების მფლობელები რამდენიმე წლიანი წარმატებული მუშაობის შემდეგ ხდებიან მნიშვნელოვანი პაკეტის მფლობელები და შეუძლიათ თავიანთი ქონება ახალი მიზნებისათვის გამოიყენონ; აამაღლონ აქციების რეალიზებადობა; დათანხმდნენ, სააქციო საზოგადოების ხელმძღვანელობას ოფციონით აქციების გაყიდვზე; ხელი შეუწყონ სააქციო საზოგადოების გაფართოებას „შთანთქმის“ მეშვეობით (იყიდონ სხვა საწარმოები); აამაღლონ კომპანიის პრესტიჟი.

ბირჟაზე კოტირება სააქციო საზოგადოებას ანიჭებს ფინანსური რესპექტაბელურობის სახეს, რომელიც შეიძლება ხელს უწყობდეს ახალი ხელშეკრულებების დადებას. აგრეთვე შეუძლია მიიღოს უფასო რეკლამა, როდესაც მას ფინანსური პრესა წარმოადგენს და განიხილავს მის შედეგებს.

რეგისტრირებული კომპანიების მაჩვენებლები უდარდება საშუალო დარგობრივ მაჩვენებლებს, როგორცაა: უკუგება (გრძლევადიან)გამოყენებულ კაპიტალზე (ROCE); უკუგება სააქციო კაპიტალზე; საოპერაციო მოგების მარჟა; მიმდინარე და სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტები; ლევერიჯი (მთლიანი ვალდებულებები/საკუთარი კაპიტალი); პროცენტის დაფარვის კოეფიციენტი; დივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი” [24, გვ. 137].

“გამოშვებული აქციების სახეების შესაბამისად, სააქციო კაპიტალი არსებობს ან პრივილეგირებული აქციების ან ჩვეულებრივი აქციების სახით. მაშასადამე სააქციო კაპიტალის სტრუქტურას განსაზღვრავს თანაფარდობა პრივილეგირებულ და ჩვეულებრივ სააქციო კაპიტალს შორის.

კომპანიისათვის, პრივილეგირებული აქციების გამოშვება უფრო მაღალი რისკით ხასითდება ვიდრე ჩვეულებრივი აქციების გამოშვება.

ზოგჯერ, პრივილეგირებულ სააქციო კაპიტალს ვალდებულებებად განიხილავენ, ვინაიდან კომპანია ვალდებულია ნებისმიერ შემთხვევაში, მოგების სიდიდის მიუხედავად, გასცეს დივიდენდი გამოშვებულ პრივილეგირებულ აქციებზე. მიუხედავად ამისა, ვფიქრობთ, რომ პრივილეგირებული სააქციო

კაპიტალი არ შეიძლება გაიგივებული იქნეს ვალდებულებებთან, რადგან, ვალდებულებები როგორც ასეთი, კომპანიაში წილის ფლობის უფლებას არ იძლევა.

როგორც უკვე განვიხილეთ, ფინანსების მოზიდვა შეიძლება მოხდეს აქციების საჯარო შეთავაზებით ან აქციათა უფლებითი ემისიით ან აქციების ბონუსური ემისიით. არჩევანის გაკეთება დამოკიდებულია ფინანსური რესურსების ხელმისაწვდომობაზე და შიდა აკუმულირებული ფონდების ოდენობაზე.

აქციების საჯარო გამოშვებისას გაცილებით მაღალია კომპანიის მმართველობის და ადმინისტრაციის ხარჯები, ვიდრე უფლებითი ემისიის დროს.

აქციების გამოშვების დროს ერთ-ერთი უმთავრესი პრობლემაა ფასის სწორად დაწესება. თუ ფასი მაღალია, მაშინ აქციების გამოშვება მთლიანად ათვისებული არ იქნება და მისი ნაწილი დარჩება გამომშვებთან. თუ პირიქით, ფასი დაბალია, მაშინ სარგებელს ძველი აქციონერების ნაცვლად, მიიღებენ ახლები. თითქმის გარდაუვალია, რომ გამოშვების ფასი ნაკლები იქნება საბაზრო ფასზე, გამოშვების ფასის მიმზიდველობის გამო.

აქციების უფლებითი ემისიის დროს ფასის პრობლემა აღარ არსებობს, რადგან აქციის ფასი საბაზროზე დაბალია და ეს ნორმალური მოვლენაა. შიდა აკუმულირებული ფონდები და უფლებითი ემისია არ იწვევს აქციონერების შეცვლას, რადგან მათ არსებული აქციონერები იღებენ. საჯარო შეთავაზების დროს კი წარმოიშობა ახალი აქციონერები. რომელი მიმართულებაა უფრო მისაღები, დამოკიდებულია ფინანსების მოზიდვის მიზნებზე. თუ არსებულ აქციონერებს აქვთ კონტროლის შენარჩუნების სურვილი, მაშინ უმჯობესია აქციების უფლებითი ემისია. თუ სასურველია კონტროლის დივერსიფიკაცია, მაშინ უმჯობესია აქციების საჯარო შეთავაზება.

აქციების უფლებითი ემისიით შეიძლება კომპანიამ მოიზიდოს გრძელვადიანი ფინანსები, რომელიც გამოყენებული იქნება სამრეწველო საშუალებების შესყიდვა-გაფართოებისათვის ან საზღვარგარეთ ინვესტირებისათვის. ხოლო ინვესტორებს შეუძლიათ აქციები იაფად შეისყიდონ და დაიტოვონ ან მაღალ ფასში გაყიდონ იგი თავისუფალ ბაზარზე.

აქციების ბონუსური ემისიის განხორციელებამ, რომელიც შიდა აკუმულირებული ფონდების საფუძველზე ხდება, შეიძლება სადივიდენდო

პოლიტიკის შეცვლა გამოიწვიოს, რამაც შეიძლება უარყოფითი გავლენა მოახდინოს აქციის ფასზე. თუმცა არსებობს თეორიული არგუმენტი, რომ ეს ასე არ მოხდება.

უსასყიდლოდ აქციების გამოშვება ხშირად გამართლებულია იმ საფუძველზე, რომ არსებობს აქციების რაოდენობის გაზრდის საჭიროება აქციის ფასის შესამცირებლად. ხშირად დაობენ იმასთან დაკავშირებით, რომ ბაზარს „არ მოსწონს“ ძალიან ძვირი აქციები. აქციების რაოდენობის გაზრდით კი შესაძლებელია აქციის ფასის დაწევა. ამით აქციები უფრო ლიკვიდური ხდება ანუ გაყიდვისუნარიანობა იზრდება და პრაქტიკული გამოცდილებები ადასტურებენ, რომ ინვესტორები აქციების უსასყიდლო გამოშვების შედეგად დამატებით მოგებას იღებენ.

ანალიზის დროს საინტერესოა პრივილეგირებული და ჩვეულებრივი სააქციო კაპიტალის თანაფარდობის მაჩვენებლის ცვლილების ტენდენციის შესწავლა განვლილი რამდენიმე წლიანი პერიოდისათვის, რათა გამოკვლეული იქნეს, რამდენად ეფექტური იყო სააქციო კაპიტალის სტრუქტურა. როგორც წესი, პრივილეგირებული აქციების მფლობელებმა დივიდენდი გარანტირებულად უნდა მიიღონ.

ბუღალტრულ ბალანსში გამოყოფილად უნდა იყოს მოცემული პრივილეგირებული და ჩვეულებრივი სააქციო კაპიტალი” [24, გვ. 138].

პრივილეგირებულ აქციებზე, ხელშეკრულების თანახმად, დაგეგმვათ გაიცემა წლიურად 10% დივიდენდი. იგი ინვესტორისათვის არის ნაკლებად რისკიანი, რადგან პროცენტი გადახდილი უნდა იქნეს იმის მიუხედავად, რამდენია კომპანიის შემოსავალი. ამასთან, მის მფლობელებს გააჩნიათ უპირატესობა პროცენტის გადახდისას და ლიკვიდაციის შემთხვევაში (პირველ რიგში მათი ვალდებულებები იფარება). ამიტომ თანხმდებიან პრივილეგირებული აქციის მფლობელები, დივიდენდის დაბალ საპროცენტო განაკვეთს. ჩვეულებრივ აქციებზე გასაცემი დივიდენდის სიდიდე კი ყოველწლიურად სხვადასხვა იქნება, რადგან იგი, როგორც წესი, აქციების გამომშვები კომპანიის მოგების სიდიდეზე და სადივიდენდო პოლიტიკაზეა დამოკიდებული.

აქციონერებისათვის მნიშვნელოვანია სააქციო კაპიტალის ფასის მაჩვენებელი, რომელზეც დივიდენდების სიდიდე ახდენს გავლენას.



$$\text{სააქციო კაპიტალის ფასი (WACC)} = \frac{\text{ჩგ. აქციების მთლიანი დივიდენდი}}{\text{ჩგეულებრივი სააქციო კაპიტალი}}$$

ეს კოეფიციენტი გვიჩვენებს, აქციონერისათვის რამდენი ლარი შემოსავალი მოაქვს სააქციო კაპიტალში ავანსირებული ღირებულების ყოველი ერთ ლარს.

$$\text{სააქციო კაპიტალის უკუგება (ROE)} = \frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{სააქციო კაპიტალი}}$$

ეს კოეფიციენტი სააქციო კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის მაჩვენებელია და გვიჩვენებს, რამდენი ლარი მოგება რჩება საწარმოში აქციონერების მიერ ავანსირებული ღირებულების ყოველ ერთ ლარზე.

კაპიტალის უკუგების მაჩვენებელს (ROE) აგრეთვე ითვლიან წმინდა მოგების შეფარდებით საკუთარ კაპიტალთან, რომელიც გვიჩვენებს ინვესტირებული და რეინვესტირებული კაპიტალის ეფექტიანობის დონეს ერთად. ვინაიდან რეინვესტირებულ კაპიტალში შედის გამოყენებული წმინდა მოგება (რეზერვებისა და გაუნაწილებელი მოგების სახით), ვფიქრობთ, უფრო მართებულია სააქციო კაპიტალის მაჩვენებლთან ფარდობა” [24, გვ. 139].

$$\text{ეკონომიკური ზრდა} = \frac{\text{გაუნაწილებელი მოგება}}{\text{საკუთარი კაპიტალი (რეზერვების გარეშე)}} \quad \text{ან} \quad \frac{\text{გაუნაწილებელი მოგება}}{\text{აქტივები}}$$

ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტი გვიჩვენებს რამდენი ლარის მოგების დაგროვება ხდება შესაძლებელი საკუთარ კაპიტალში ავანსირებული ღირებულების ყოველ ერთ ლარზე. რადგან კვლევის მიზანია საკუთარი კაპიტალის ანალიზი, უპირატესობა ენიჭება ეკონომიკური ზრდის გაანგარიშების იმ მიდგომას, რომელიც გულისხმობს გაუნაწილებელი მოგების საკუთარ კაპიტალთან (რეზერვების გარეშე) შეფარდებას.

“ანალიზის დროს შეისწავლება მოცემული კოეფიციენტების დინამიკა და გამოითვლება ვარიაციის კოეფიციენტები. შეიძლება აგრეთვე შესწავლილი იქნეს კორელაციისა და დეტერმინაციის კოეფიციენტები, რომელთა გამოთვლის ხერხები თქვენთვის უკვე ცნობილია. მცირე და საშუალო ბიზნესში რთულია საკუთარი

კაპიტალის მოზიდვა შემოსავლიანობასა და წილის გადახდასთან დაკავშირებული რისკების გამო. საერთოდ, მსხვილი კაპიტალის მქონე პირების მიერ იქმნება მცირე ბიზნესის დაფინანსების მნიშვნელოვანი წყარო. მაგრამ, ბოლო პერიოდში მცირე და საშუალო საწარმოები ასეთ წყაროებს მოწვევტილი აღმოჩნდნენ ორი მიზეზის გამო:

- მზარდი გასაგლეხი და საფონდო ბირჟებზე კოტირების მიღების სიძნელეები;
- ინვესტორები ამჯობინებენ ინვესტირება განახორციელონ მსხვილ კომპანიებში, რადგან აქ ინვესტიციები გაცილებით ადვილად რეალიზებადია, გააჩნია ნაკლები რისკი და ადმინისტრაციული დანახარჯები.

ამ პრობლემის მოგვარება შესაძლებელია სამთავრობო გადაწყვეტილებებით, რათა ინვესტირება მცირე და საშუალო ბიზნესში წახალისებული იქნეს მცირე ბიზნესის ბაზრის განვითარებით და საგადასახადო შეღავათებით, მაგალითად, დაბალი კორპორაციული გადასახადები მცირე კომპანიებისათვის და დღგ-ს გადამხდელად რეგისტრაციისათვის დაწესებული მინიმუმის გაზრდა; სესხებზე დაბალი საპროცენტო განაკვეთების არსებობა და სახელმწიფო გრანტების ეფექტური პოლიტიკის გამოყენება.

დასაბეგრი მოგებიდან მოგების გადასახადის გამოქვითვის შემდეგ დარჩენილი წმინდა მოგებიდან, კომპანიის საერთო კრების გადაწყვეტილებით, ხდება დივიდენდების გაცემა აქციონერებზე. დივიდენდების გაცემის პოლიტიკა არსებით გავლენას ახდენს აქციის ფასზე. დივიდენდის ცნების ქვეშ იგულისხმება საწარმოს შემოსავლის გაცემა მის მფლობელებზე და გარკვეული ხასიათით იმაზე მიანიშნებს, რომ საწარმო, რომლის აქციებშიც ფულია დაბანდებული, წარმატებით მუშაობს.

საანგარიშგებო პერიოდის წმინდა მოგების განაწილების გამარტივებული სქემა, როგორც უკვე ვიცით შემდეგია: მოგების ნაწილი დივიდენდებზე გაიცემა, ნაწილი კი საწარმოს აქტივებში რეინვესტირდება. მოგების რეინვესტირებული ნაწილი, როგორცაა სხვადასხვა სახის რეზერვები (ანუ შიდა აკუმულირებული ფონდები), საწარმოს საქმიანობის დაფინანსების შიდა წყაროს წარმოადგენს. ამდენად, დივიდენდების გაცემის პილიტიკა საწარმოს მიერ გარედან მოზიდული დაფინანსების სიდიდესაც განსაზღვრავს.

რეინვესტირებული მოგება საწარმოს დაფინანსების ყველაზე მისაღები და შედარებით იაფი ფორმაა. ამიტომ იგი ყველაზე პოპულარულია. მაგალითად, ლონდონის ბირჟაზე რეგისტრირებული მშენებლობის, მრეწველობის, ვაჭრობისა და ტრანსპორტის კომპანიების ახალი საინვესტიციო პროექტების 90% მოგებითაა რეინვესტირებული” [24, გვ. 140].

“რეინვესტირებული მოგება ხელს უწყობს თავიდან იქნეს აცილებული აქციების გამოშვებასთან დაკავშირებული ხარჯები. მეორე არსებითი უპირატესობა იმაში მდგომარეობს, რომ იმავდროულად საწარმოს საქმიანობაზე კონტროლიც ხორციელდება, ვინაიდან აქციონერების რისკი არ იცვლება.

თეორიულად, დივიდენდების გაცემის პოლიტიკის არჩევა ორი საკითხის გადაწყვეტას მოითხოვს: დივიდენდების სიდიდე გავლენას ახდენს თუ არა აქციონერების ერთობლივ სიმდიდრეზე და თუ ახდენს გავლენას, მაშინ როგორი უნდა იყოს მათი ოპტიმალური სიდიდე.

დივიდენდების გაცემის პოლიტიკის თეორიაში ორი სხვადასხვა მიდგომა არსებობს. პირველი მიდგომის მიხედვით, რომელსაც „დივიდენდების დარიცხვის ნაშთობრივი პრინციპის თეორიას“ უწოდებენ, დივიდენდების სიდიდე აქციონერების ერთობლივი სიმდიდრის ცვლილებაზე გავლენას არ ახდენს. ამიტომ ამ მიდგომით, დივიდენდების პოლიტიკის ოპტიმალური სტრატეგია მასში მდგომარეობს, რომ დივიდენდები დარიცხული იქნას იმის შემდეგ, რაც განხილული იქნება მოგების ეფექტიანი რეინვესტირების ყველა შესაძლებლობები.

თუ მიზანშეწონილი აღმოჩნდა, რომ მთელი მოგება გამოყენებული იქნას რეინვესტირებისათვის, დივიდენდი აღარ გაიცემა და პირიქით, თუკი მოგების რეინვესტირების ეფექტური პროგრამა არ არსებობს, მთელი მოგება დივიდენდებზე განაწილდება.

ამ თეორიის მიმდევრებმა, ფრანკო მოდელიანმა და მერტონ მილერმა „კლიენტურის ეფექტის“ იდეა წამოსწიეს. რომლის თანახმადაც, აქციონერები უპირატესობას სადივიდენდო პოლიტიკის სტაბილურობას ანიჭებენ, ვიდრე ექსტრაორდინალური მოგების მიღებას. გარდა ამისა, მოდელიანი და მილერი თვლიან, რომ ყველა მისაღები პროექტით, მოგებიდან რეინვესტირების შემდეგ, ჩვეულებრივი აქციების დისკონტირების ფასს პლუს ნაშთობრივი პრინციპით მიღებული დივიდენდები, თანხობრივად, მოგების განაწილებამდე არსებული

აქციების ფასის ეკვივალენტურია. სხვა სიტყვებით, გაცემული დივიდენდების თანხა დაახლოებით იმ ხარჯების ტოლია, რომელიც ამ შემთხვევაში აუცილებელია დამატებითი წყაროების მოძიებისათვის.

ამასთან, მოდელიანი და მილერი, ზოგადად აღიარებენ დივიდენდების გაცემის პოლიტიკის გავლენას სააქციო კაპიტალის ფასზე, მაგრამ, ამას ხსნიან არა საკუთრივ დივიდენდების სიდიდის გავლენით, არამედ ინფორმაციული ეფექტით, რომ ინფორმაცია დივიდენდებისა და მათი ზრდის შესახებ, ახდენს აქციონერების პროვოცირებას აქციების ფასის აწევაზე. მათ ზოგიერთ ოპონენტს მიაჩნია, რომ ასეთი თვალსაზრისით, დივიდენდების გაცემის პოლიტიკა საერთოდ საჭირო არაა.

მოდელიანისა და მილერის თეორიის ოპონენტები (მოწინააღმდეგეები) თვლიან, რომ დივიდენდების გაცემის პოლიტიკა გავლენას ახდენს აქციონერების ერთობლივ სიმდიდრეზე, რომლის ძირითადი იდეოლოგია მ. გორდონი. მისი მთავარი არგუმენტია ის, რომ ინვესტორები ამოდიან რა რისკის მინიმიზაციის პრინციპებიდან, ყოველთვის მიმდინარე დივიდენდების მიღებას ანიჭებენ უპირატესობას, ვიდრე მომავალში მისაღები დივიდენდის ან სააქციო კაპიტალის შესაძლო ზრდას. ამასთან, მიმდინარე დივიდენდების გაცემა, ამ საწარმოში ინვესტირების მიზანშეწონილობის შესახებ, ინვესტორთა გაურკვეველობის დონეს ამცირებს. მით უფრო, მათ ინვესტირებულ კაპიტალზე შემოსავლების დაბალი დონეც აკმაყოფილებთ, რასაც სააქციო კაპიტალის ფასის ზრდამდე მიყვავართ (სააქციო კაპიტალის ფასი, როგორც უკვე განვიხილეთ, არის ფარდობა ჩვეულებრივი აქციების დივიდენდებსა და სააქციო კაპიტალს შორის).

მეორე მიდგომა უფრო გავრცელებულია. ამასთან აღიარებულია ის ფაქტიც, რომ დივიდენდების გაცემის პოლიტიკაზე მრავალი ფაქტორი ახდენს გავლენას. მათ შორის, ძნელად ფორმულირებადიც, როგორცაა, ფსიქოლოგიური ფაქტორები. ამიტომ ყოველმა საწარმომ საკუთარი სუბიექტური პოლიტიკა უნდა შეიმუშაოს, უწინარეს უოვლისა, მისი თავისებურებებიდან გამომდინარე.

დივიდენდის გაცემის ოპტიმალური პოლიტიკის შერჩევისათვის ორი ძირითადი ამოცანა გამოიყოფა:

- აქციონერების ერთობლივი ქონების მაქსიმიზაცია;
- საწარმოს საქმიანობის საკმარისი დაფინანსება.

ეს ამოცანები უმთავრესია საღვიდენდო პოლიტიკის ყველა ელემენტის განხილვის დროს, როგორცაა: ღვიდენდის წყაროები, მათი გაცემის წესი, სახეები და სხვა” [24, გვ. 141].

“ღვიდენდების გაცემის პოლიტიკაზე გავლენას ახდენს შემდეგი ძირითადი ფაქტორები:

- სამართლებრივი ხასიათის ფაქტორები;
- სახელშეკრულებო შეთანხმების პირობები;
- საწარმოს ლიკვიდურობის დონე;
- წარმოების გაფართოებასთან დაკავშირებული მოთხოვნები;
- აქციონერთა ინტერსები;
- სარეკლამო საფინანსო ხასიათის ფაქტორები.

ღვიდენდების გაცემის პოლიტიკის საფუძველია ფინანსური მართვის საყოველთაოდ ცნობილი პრინციპი: აქციონერების ერთობლივი შემოსავლის მაქსიმიზაცია. მისი სიდიდე მიმდინარე პერიოდში შეიცავს მიღებული ღვიდენდების თანხას და აქციის საკურსო ღირებულების ზრდას. ამიტომ, ღვიდენდების ოპტიმალური სიდიდის განსაზღვრის დროს დირექტორებმა და აქციონერებმა აგრეთვე უნდა შეაფასონ ღვიდენდის სიდიდე როგორ გავლენას ახდენს საწარმოს ფასზე მთლიანად. ეს უკანასკნელი დამოკიდებულია საერთო ფინანსურ მდგომარეობაზე, გაცემული ღვიდენდების სიდიდეზე, მათი ზრდის ტემპებზე და ა.შ” [24, გვ. 142].

ღვიდენდების დინამიკის პროგნოზირების სამი ვარიანტი არსებობს:

1. როცა ღვიდენდები არ იცვლება ე.ი. მხოლოდ პრივილეგირებული აქციებია გამოშვებული;
2. ღვიდენდები მუდმივი ტემპებით იზრდებიან;
3. ღვიდენდები ცვალებადი ტემპებით იზრდებიან.

აქციების კურსზე მრავალი ფაქტორი, მათ შორის, შემთხვევითი ფაქტორებიც ახდენენ გავლენას. აქციების გამომშვები კომპანია აქციების საკურსო ფასის რეგულირებას ნაწილობრივ ახდენს დამატებითი აქციების გამოშვებით, გამოშვებული აქციების უკან შესყიდვით, უფლებითი გამოშვებით, ბონუსური

ემისიით ან აქციების დანაწევრებით, რომელთა არსი წინა საკითხში უკვე განვიხილეთ.

გასაცემი დივიდენდის აღიარება ხდება მაშინ, როგორც კი ძალაში შევა აქციონერის უფლება დივიდენდის მიღების შესახებ. გასაცემი დივიდენდის პროცენტის გამოსათვლელად, ჩვეულებრივი აქციებისათვის წმინდა მოგებიდან გამოყოფილი თანხა იყოფა აქციების რიცხვზე. შემდეგ, მიღებული თანხის პროცენტული ფარდობით ერთი აქციის ნომინალურ ღირებულებასთან, მიიღება გასაცემი დივიდენდის საპროცენტო განაკვეთი, რომლის გამოცხადება ხდება შემდეგ, კომპანიის მიერ.

ანალიზის დროს შეისწავლება აგრეთვე დივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი დინამიკაში. იგი შემდეგნაირად გამოითვლება:

$$\text{დივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი} = \frac{\text{წმ. მოგება} - \text{პრივილ. აქციების დივიდენდი}}{\text{ჩვეულებრივი აქციების დივიდენდი}}$$

დივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი გვიჩვენებს რამდენადაა გარანტირებული დივიდენდების გაცემა კომპანიის მიერ. იგი შეისწავლება დინამიკაში, რათა გამოვლინდეს დივიდენდების გაცემის უნარის რა ტენდენციით ხასიათდება საწარმო და რამდენად მიმზიდველია იგი ინვესტორებისათვის.

ერთ აქციაზე შემოსავლის მაჩვენებლის მნიშვნელობა გაძლიერდა ბუღალტრული აღრიცხვის 33-ე საერთაშორისო სტანდარტის - „შემოსავალი ერთ აქციაზე“ - გამოყენებით. სტანდარტი მოითხოვს, რომ კომპანიებმა მოგება/ზარალის ანგარიშგებაში უნდა გამოაქვეყნოს ერთი აქციის შემოსავლის მაჩვენებელი.

შემოსავალი ერთ აქციაზე (EPS) წარმოადგენს კომპანიის საქმიანობის შეფასების ფართოდ გავრცელებულ ხერხს, განსაკუთრებით გრძელვადიან ჭრილში. შემოსავალი ერთ აქციაზე ასევე მნიშვნელოვანია აქციონერებისათვის. იგი გაიანგარიშება წმინდა მოგებიდან პრივილეგირებული აქციების წილის გამოქვითვის შემდეგ დარჩენილი მოგების შეფარდებით, ჩვეულებრივი აქციების საშუალო შეწონილ რაოდენობასთან.

სრული წმ. მოგება – პრივილ. აქციების დივიდენდი

შემოსავალი ერთ აქციაზე (EPS) = -----

ჩგ. აქციების საშუალო შეწონილი რაოდენობა

ჩვეულებრივი აქციების საშუალო შეწონილი რაოდენობა უდრის პერიოდის დასაწყისში მომოქცევაში არსებული ჩვეულებრივი აქციების რაოდენობას, რომელიც კორექტირებულია გამოსყიდული ან პერიოდის განმავლობაში გამოშვებული ჩვეულებრივი აქციების რაოდენობით, გამრავლებული დროის ფაქტორის კოეფიციენტზე.

დროის ფაქტორით შეწონილი კოეფიციენტი განისაზღვრება აქციების მიმოქცევაში ყოფნის დღეთა რაოდენობის გაყოფით საანგარიშგებო პერიოდის დღეთა საერთო რაოდენობაზე. კოეფიციენტი შეიძლება თვეების რაოდენობას დაეყრდნოს, როცა აქციების გამოშვებისა და უკან გამოსყიდვის თარიღები ზუსტ თვეებს ემთხვევა” [24, გვ. 144].

გაზავებული შემოსავალი ერთ აქციაზე, ითვალისწინებს ფასიანი ქაღალდების: აქციებისა და ობლიგაციების კონვერტირებას ჩვეულებრივ აქციებში. მათ გაზავების ეფექტის მქონე ფასიანი ქაღალდები ეწოდება და ასეთი ჩვეულებრივი აქციების რაოდენობა ცალკე გამოითვლება (იხ. ბასს 33), რომელიც ჩვეულებრივი აქციების საშუალო შეწონილ რაოდენობას დაემატება.

ერთ აქციაზე გაზავებული შემოსავლის გამოსათვლელად ჩვეულებრივი აქციების საშუალო შეწონილი რიცხვი უნდა შესწორდეს გაზავების ეფექტიანი, ყველა პოტენციური ჩვეულებრივი აქციის გათვალისწინებით. ხოლო, ჩვეულებრივ აქციებზე გათვალისწინებულ მოგებას უნდა დაემატოს გაზავების ეფექტის მქონე პოტენციური ჩვეულებრივი აქციის დივიდენდი, დარიცხული პროცენტი და კონვერტაციით მიღებული შედეგი.

გაზავებული შემოსავალი გვიჩვენებს, რა წილი უკავია თითოეულ ჩვეულებრივ აქციას საწარმოს საქმიანობის შედეგებში, როცა გათვალისწინებულია ყველა გაზავებული პოტენციური ჩვეულებრივი აქცია, თუ დავუშვებთ, რომ კონვერტირებადი აქციების კონვერტაცია განხორციელდა (ბასს 33).

პოტენციური ჩვეულებრივი აქციები არის ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტი ან ხელშეკრულება (ვარანტი, ოფციონი და მათი ეკვივალენტები), რომელმაც შესაძლოა მის მფლობელს ჩვეულებრივი აქციის ფლობის უფლება მისცეს.

პოტენციური ჩვეულებრივი აქციები მაშინ ჩაითვლება გაზაფხების ეფექტის მქონე აქციებად, თუ მათი ჩვეულებრივ აქციებად კონვერტაცია შეამცირებდა ერთ აქციაზე მოგებას ან გაზრდიდა ერთ აქციაზე ზარალს, რომელიც მიღებულია საწარმოს ჩვეულებრივი უწყვეტი საქმიანობიდან (ბასს 33, მუხლი 41).

საკუთარი კაპიტალით დაფინანსების ნაცვლად ხშირად გამოიყენება გრძელვადიანი სავალო ვალდებულებები (სასესხო კაპიტალი), ჩვეულებრივ ობლიგაციის სახით. ობლიგაცია (სავალო ვალდებულება) არის კომპანიის მიერ სესხის წერილობითი დადასტურება, რომელიც ჩვეულებრივ შეიცავს პროცენტისა და ძირითადი თანხის გადახდის პირობებს.

ობლიგაციებით (სავალო ვალდებულებებით) ვაჭრობა ხდება საფონდო ბირჟაზე ისევე, როგორც ჩვეულებრივი აქციებით და შეიძლება იყოს უზრუნველყოფილი ან არაუზრუნველყოფილი. სავალო ვალდებულება უზრუნველყოფილი შეიძლება იყოს რომელიმე სახის აქტივით. აგრეთვე შეიძლება იყოს გამოსყიდვადი ან არაგამოსყიდვადი.

არაგამოსყიდვადი ვალდებულების (ობლიგაციის) გამოსყიდვა დაგაგემილი არა გარკვეული თარიღისათვის. სამაგიეროდ მასზე პროცენტის გადახდა ხდება უსასრულოდ. პრივილეგირებული აქციები ხშირად არაგამოსყიდვადია. თუკი სესხი გამოსყიდვადია, მაშინ, გამოშვებული ობლიგაცია, გარკვეული დროის შემდეგ, ძირითადი თანხით გამოსყიდება. ობლიგაციის პროცენტს ობლიგაციის კუპონურ განაკვეთსაც უწოდებენ.

ინვესტორისათვის სავალო ვალდებულება ნაკლებად რისკიანია, რადგან პროცენტს იღებს იმის მიუხედავად, აქვს თუ არა მოგება კომპანიას. ობლიგაციის გამომშვები კომპანიისათვის კი გრძელვადიანი ფიქსირებულ განაკვეთიანი ვალდებულება შეიძლება მძიმე ტვირთი აღმოჩნდეს. დაფარვის ფიქსირებული ვადები გადახდის განსაკუთრებულ პირობებს მოითხოვს. ამდენად რისკები ობლიგაციის გამომშვები კომპანიისათვის მაღალია, ვიდრე მყიდველისათვის. ამ რისკების შემცირების მიზნით, შესაძლებელია სავალო ვალდებულებების



კონვერტაცია (გადაცვლა) ჩვეულებრივ აქციებში, რაც წარმოადგენს სესხისა და საკუთარი კაპიტალის ერთგვარ ჰიბრიდს (ნაერთს).

კონვერტაციის უფლება გამოიცემა ან კონვერტაციის კოეფიციენტის ან კონვერტაციის ფასის სახით. კონვერტაციის კოეფიციენტი არის ჩვეულებრივი აქციის რაოდენობა, რომელსაც ყოველი 100 ლარის სესხის (ობლიგაციის) კონვერტაციის შედეგად მივიღებთ.

კონვერტაციის ფასი არის უფლება, მოვახდინოთ სესხის კონვერტაცია ჩვეულებრივ აქციებში X ლარად.

მაგალითად, ნომინალური ღირებულებით ერთი 100 ლარიანი ობლიგაცია თუ იცვლება 25 ჩვეულებრივ აქციაზე – 25 არის კონვერტაციის კოეფიციენტი. ხოლო, ობლიგაცია შეილება გადაიცვალოს 4 ლარიან ჩვეულებრივ აქციებზე – 4 ლარი არის ეკვივალენტური კონვერტაციის ფასი.

ზოგჯერ, კონვერტაციის ფასი იზრდება კონვერტირებადობის დროს და ეს ხდება ადრეული კონვერტაციის სტიმულირებისათვის. მეორე ვარიანტია ნახევრად კონვერტირებადი ობლიგაციების გამოშვება, როდესაც მხოლოდ ნაწილის, 50%-ის კონვერტაციაა შესაძლებელი. კონვერტაციის უფლება ჩვეულებრივ რეგულირებას ახდენს კაპიტალიზაციის, უფლებების გამოშვების დროს და ა.შ. შესაძლებელია აგრეთვე კონვერტირებადი პრივილეგირებული აქციების გამოშვება” [24, გვ. 146].

“სავალო ვალდებულება აგრეთვე შეიძლება არსებობდეს ვარანტის სახით. ვარანტი არის უფლება კომპანიის განსაზღვრული რაოდენობის ჩვეულებრივი აქციის შესყიდვაზე განსაზღვრულ ფასად, ჩვეულებრივ, დროის გარკვეულ პერიოდში.

ვარანტით სავალო ვალდებულებასა და კონვერტირებად ვალდებულებებს შორის განსხვავება მდგომარეობს მასში, რომ ვარანტით სავალო ვალდებულება თვითონ არ არის კონვერტირებული აქციებში, არამედ მისი მფლობელი იხდის ნაღდ ფულს აქციების შესაძენად და ინარჩუნებს სავალო ვალდებულებას. ეს ნიშნავს, რომ სავალო ვალდებულება იარსებებს მანამ, სანამ არ მოხდება მისი განაღდება.

ვარანტს გააჩნია ღირებულება, როდესაც აქციის საბაზრო ღირებულება აღემატება ვარანტში მითითებულ ღირებულებას. ისინი ჩვეულებრივ, სავალო

ვალდებულებების „დასატკობად“ გამოიცემა და საწარმოს საშუალებას აძლევს სესხზე დააწესოს ჩვეულებრივზე დაბალი საპროცენტო განაკვეთი. საწარმოს ხარჯს წარმოადგენს სავალო ვალდებულების მფლობელზე მიცემული უფლება – კონვერტაციის დღეს შეიძინოს აქციები, სავარაუდოდ, შემცირებულ ფასად.

ვარანტი ჩვეულებრივი ოფციონია, რომელიც დაკავშირებული არ არის რაიმე ფინანსურ ინსტრუმენტთან. მაშინ როდესაც, კონვერტირებადი სავალო ვალდებულება წარმოადგენს ოფციონის სავალო ვალდებულებასთან კომბინაციას.

ოფციონის სავალო ვალდებულებასთან კომბინაციის უპირატესობებია:

- დაუყოვნებლივი დაფინანსება დაბალი დანახარჯებით – კონვერტაციაზე ოფციონის წყალობით იქმნება კრედიტების მიღების შესაძლებლობა დაბალი საპროცენტო განაკვეთებით;
- მიმზიდველია აქციაზე ფასის დაცემის შემთხვევაში – კონვერტირებადი ობლიგაციები წარმოადგენს „სამარაგო“ მეთოდს აქციების გამოსაშვებად;
- თვითლიკვიდირებადობა – აქციებში კრედიტების კონვერტაციით, ვალის დაფარვის პრობლემა ქრება;
- ვარანტის შესრულება იწვევს ფულადი თანხების ზრდას – როცა ოფციონი გულისხმობს კომპანიაზე დამატებითი ფულადი სახსრების გადახდას. თუ აქციის ფასი დაეცემა, მაშინ ვარანტის შესრულებას აზრი აღარ ექნება.

კონვერტირებადი ფასიანი ქაღალდების ღირებულება განისაზღვრება როგორც უდიდესი ორიდან: მისი როგორც სავალო ვალდებულების ღირებულება და მისი ღირებულება კონვერტაციისას” [24, გვ. 147].

გარდა იმისა, რომ ფინანსური ანგარიშგება წარმოადგენს საკუთარი კაპიტალის შესახებ ინფორმაციის წყაროს, საკუთარი კაპიტალის ანალიზის მიზნებისათვის, საჭიროა ჩატარდეს ფინანსური ანგარიშგების ანალიზიც, რადგან ფინანსური ანგარიშგების მუხლებს შორის არსებობს მჭიდრო კავშირი. მაგალითისათვის, სრული შემოსავლების ანგარიშგების და ზოგადად მომგებიანობის ანალიზით დავადგენთ თუ რამდენად აქვს საკუთარ კაპიტალ ზრდის ტენდენციები.

საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის საფუძველზე მიღებული გადაწყვეტილებების შედეგად განისაზღვრება რესურსების

გადანაწილების და დაფინანსების მნიშვნელოვანი საკითხები. ფინანსურად წარმატებული სააქციო საზოგადოებების არსებობა განაპირობებს ქვეყანაში დოვლათის დაგროვებას და ზოგადად, საზოგადოების კეთილდღეობას. შესაბამისად, სადისერტაციო ნაშრომში ჩამოყალიბებულია მიდგომა ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის სრულყოფისათვის.

კვლევაში შემუშავებულ იქნა სააქციო საზოგადოების აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი კოეფიციენტი, რომელსაც შემდეგი სახე აქვს:

$$S = P_c + P_o + (0.2) * L_c + (0.2) * L_a + C + ROA + ROCE + (0.2) * A_a$$

სადაც:

*P<sub>c</sub>* – საოპერაციო საქმიანობიდან ნეტო ფულადი ნაკადები შეფარდებული საოპერაციო საქმიანობიდან მიღებულ ბრუტო ფულად ნაკადებთან;

*P<sub>o</sub>* – საოპერაციო მოგების მარჟა;

*L<sub>c</sub>* – მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;

*L<sub>a</sub>* – აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;

*C* – საკუთარი კაპიტალის შეფარდება მოზიდულ კაპიტალთან;

*ROA* – აქტივების რენტაბელობა;

*ROCE* – უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე;

*A<sub>a</sub>* – ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის წილი.

ზემოაღნიშნული კოეფიციენტები გაანგარიშებულია შემდეგნაირად:

- საოპერაციო საქმიანობიდან ნეტო ფულადი ნაკადები შეფარდებული საოპერაციო საქმიანობიდან მიღებულ ბრუტო ფულად ნაკადებთან – ფულადი ნაკადების ანგარიშგებიდან ნეტო საოპერაციო ფულადი ნაკადები შეფარდებულია საოპერაციო ფულადი ნაკადების ბრუტო მაჩვენებელთან;
- საოპერაციო მოგების მარჟა – აღნიშნული კოეფიციენტი იანგარიშება საოპერაციო შემოსავლებიდან ყველა საოპერაციო ხარჯების გამოკლებით, მათ შორის ცვეთა და ადმინისტრაციული ხარჯები. ეს კოეფიციენტი სააქციო

საზოგადოების საოპერაციო მმართველობის ყველაზე მნიშვნელოვანი მაჩვენებელია;

- **მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი** – მიმდინარე აქტივების მიმდინარე ვალდებულებებთან შეფარდება. აღნიშნული კოეფიციენტი აჩვენებს შეუძლია თუ არა საწარმოს მიმდინარე აქტივებით მიმდინარე ვალდებულებები დაფაროს.
- **აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტი** – ფულადი აქტივების მიმდინარე ვალდებულებებთან შეფარდება გვაჩვენებს ზოგადად რამდენად შეუძლია სააქციო საზოგადოებას არსებითი ფულადი აქტივებით დაფაროს მიმდინარე ვალდებულებები.
- **საკუთარი კაპიტალის შეფარდება მოზიდულ კაპიტალთან** – ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშებიდან საკუთარი კაპიტალი შეფარდებულია მოზიდულ კაპიტალთან.
- **აქტივების ფინანსური რენტაბელობა (ROA)** – წმინდა მოგების ჯამურ აქტივებთან შეფარდება. აღნიშნული მაჩვენებელი ასახავს თუ რამდენად ეფექტიანად იყენებენ სააქციო საზოგადოების მმართველები აქტივებს მოგების გენერირებაში.
- **უპუგება გამოყენებულ კაპიტალზე (ROCE)** – აღნიშნული კოეფიციენტი გაანგარიშებულია შემდეგნაირად:

**მოგება დაბეგვრამდე**

**გამოყენებული კაპიტალი**

ტერმინი “გამოყენებულ კაპიტალში” იგულისხმება საკუთარი კაპიტალი და მოზიდული კაპიტალის გრძელვადიანი ნაწილი, ხოლო “მოგება დაბეგვრამდე” არ შეიცავს ფინანსურ ხარჯებს და შემოსავლებს.

- **ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილი** – აღნიშნული კოეფიციენტი გვიჩვენებს თუ ძირითადი საშუალებების რა ნაწილი შეადგენს აქტიურ აქტივებს. კერძოდ, შესაძლებელია წლიდან წლამდე ძირითადი საშუალებების ზრდა დამოკიდებული იყოს დაუმთავრებელი მშენებლობის ზრდაზე, რაც კარგია იმ კუთხით, რომ საწარმო ქმნის გრძელვადიან აქტივს. თუმცა უკეთესია, როდესაც სააქციო საზოგადოებაში იქნება აქტიური ძირითადი საშუალებები, კერძოდ, ისეთი ძირითადი საშუალებები რომლებიც გამოიყენება საწარმოს ოპერირებაში.

- **სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი** – აღნიშნული კოეფიციენტი გამოითვლება ფულის, მოკლევადიანი ინვესტიციების და მიწოდებიდან წარმოქმნილი დებიტორული დავალიანებების ჯამის შეფარდებით მიმდინარე ვალდებულებებთან. აღნიშნული მაჩვენებელი გვაჩვენებს თუ რამდენად შეუძლია სააქციო საზოგადოებას თავისი ყველაზე ლიკვიდური აქტივებით დაფაროს მიმდინარე ვალდებულებები.

საკუთარი კაპიტალის ანალიზის მიზნებისათვის, ლიკვიდურობის კოეფიციენტების განხილვა მნიშვნელოვანია, რადგან ლიკვიდურობა სააქციო საზოგადოების სიცოცხლისუნარიანობის ყველაზე მარტივი საზომია. ლიკვიდურობასთან ერთად, არანაკლებ მნიშვნელოვანია მომგებიანობის შემდეგი კოეფიციენტების ანალიზი:

- **მოგების მარჟა** – მოგების მარჟის კოეფიციენტის გაანგარიშება ხდება საოპერაციო შემოსავლებიდან რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულების გამოკლებით. ეს კოეფიციენტი უმნიშვნელოვანესია სააქციო საზოგადოების ეფექტიანობის გაანგარიშებაში.
- **წმინდა მოგების მარჟა** – წმინდა მოგების საოპერაციო შემოსავლებთან შეფარდება. ეს კოეფიციენტი გამოიყენება აქციების ფასის განსაზღვრისას. თუმცა სადისერტაციო ნაშრომში ასახულია, რომ მხოლოდ წმინდა მოგების მარჟიდან დასკვნების გაკეთება სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანალიზის დროს შეცდომებში შეგვიყვანს;
- **აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი** – აღნიშნული კოეფიციენტის გაანგარიშება ხდება საოპერაციო შემოსავლების აქტივებთან შეფარდებით. ეს კოეფიციენტი გვიჩვენებს თუ რამდენად კარგად იყენებს სააქციო საზოგადოება თავის აქტივებს შემოსავლების გენერირებაში.

მომგებიანობას ხშირად უწოდებენ საწარმოს საბოლოო სახეს, რადგან ნებისმიერი საწარმოს არსებობა უნდა დასაბუთდეს მის მიერ მიღებული მოგების მიერ.

მომგებიანობის ანალიზის შემდეგ, ფინანსური ანგარიშგების მიზნებისათვის შესწავლილია ქონებრივი მდგომარეობა, რადგან თუ სააქციო საზოგადოებას არ აქვს ჯანსაღი მდგომარეობა ქონებრივი მდგომარეობის სახით, ამან საწარმოს შეიძლება სერიოზული ზიანი მიაყენოს.

ქონებრივი მდგომარეობის შესასწავლად, აგრეთვე განხილულია ცვეთის კოეფიციენტი:

- **ცვეთის კოეფიციენტი** – გაანალიზებულია ძირითადი საშუალებების ცვეთის შეფარდება ძირითადი საშუალებების ბრუტო მაჩვენებელთან ჰორიზონტალური ანალიზისათვის.

რადგან სადისერტაციო ნაშრომის კვლევის საგანს წარმოადგენს სააქციო საზოგადოებების საკუთარი საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის გაუმჯობესების შესახებ რეკომენდაციების შემუშავება, ფინანსური ანგარიშების ანალიზის სრულყოფის ნაწილში შესწავლილია **საკუთარი და ნასესხები სახსრების თანაფარდობის კოეფიციენტი**, საკუთარი კაპიტალის მოხილულ კაპიტალთან შეფარდება. ეს არის კაპიტალის სტრუქტურის სიჯანსაღის ერთ-ერთი მთავარი განმსაზღვრელი კოეფიციენტი. რაც უფრო მაღალია აღნიშნული კოეფიციენტი, მით უფრო ჯანსაღია სააქციო საზოგადოების კაპიტალის სტრუქტურა.

კვლევაში აგრეთვე შესწავლილია **უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE)** - აღნიშნული მაჩვენებელი გაანგარიშებულია ე.წ. დიუპონის ფორმულის მეშვეობით. კერძოდ, იგი შედგება შემდეგი კომპონენტებისაგან:

$$\frac{\text{წმინდა მოგება}}{\text{შემოსავლები}} \times \frac{\text{შემოსავლები}}{\text{მთლიანი აქტივები}} \times \frac{\text{მთლიანი აქტივები}}{\text{საშუალო საკუთარი კაპიტალი}}$$

ფორმულიდან ცალსახად ჩანს, რომ უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე შესაძლოა გამართვიდეს და გამოითვალოს წმინდა მოგების საშუალო საკუთარ კაპიტალზე შეფარდებით. თუმცა ე.წ. “დიუპონის” მიდგომა უფრო დეტალურ ინფორმაციას გვაძლევს იმის შესახებ, თუ რამდენად ეფექტიანად მართავს საწარმო თავის საკუთარ კაპიტალს. დიუპონის ფორმულა გამოიგენს მე-20 საუკუნის დასაწყისში აშშ-ის “დიუპონის კორპორაციაში” და მისი თავისებურება იმაში მდგომარეობს, რომ მხოლოდ წმინდა მოგების საშუალო საკუთარ კაპიტალთან შეფარდება სრულ სურათს არ მოგვცეს სააქციო საზოგადოების ფინანსური მმართველობის შესახებ.

დიუპონის ფორმულით გაანგარიშებულ უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE) ჩატარებულია ფაქტორული ანალიზი შემდგენაირად პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის მეშვეობით:

$$\text{ROE} = b_1P + b_2RA + b_3AE$$

ROE = დიუპონის მეთოდით გაანგარიშებული უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე;

P – მოგების მარჟა;

$b_1$  – მოგების მარჟის გავლენა მოდელზე;

RA – შემოსავლების მთლიან აქტივებთან შეფარდება;

$b_2$  – შემოსავლების მთლიან აქტივებთან შეფარდების გავლენა მოდელზე;

AE – აქტივების ფარდობა საშუალო საკუთარი კაპიტალის ნაშთან;

$b_3$  – საკუთარ კაპიტალთან აქტივების ფარდობის გავლენა მოდელზე.

### **თავი 3. სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ანალიზი**

#### **3.1. საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურული ანალიზი, მისი ოპტიმიზაციის გზები**

საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზის მიზნებისათვის, შესწავლილ იქნა საქართველოს ორი უმსხვილესი სტრატეგიული სააქციო საზოგადოების, სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება. სს “საქართველოს რკინიგზის” ფინანსური ანგარიშგების ანალიზით, ფაქტობრივად სრულად შევისწავლეთ საქართველოს სარკინიგზო სექტორი. ასევე, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგების შესწავლით გამოკვლეულია სახელმწიფო სტრატეგიული ნავთობისა და გაზის განმკარგველი სააქციო საზოგადოება.

სს “საქართველოს რკინიგზა” ფაქტობრივად საქართველოს სახელმწიფოს ერთადერთი სარკინიგზო ოპერატორია. რკინიგზა აწარმოებს კომერციულ და სამგზავრო ტრანსპორტირებას. ძირითადი ეკონომიკური შემოსავლის წყაროს საწარმოსთვის წარმოადგენს კომერციული გადაზიდვები. კომერციული გადაზიდვების ძირითადი ნაწილი მოიცავს ნავთობს, ნავთობპროდუქტებს და მარცვლეულს. მნიშვნელოვანია, რომ ტვირთების უმეტესობა მოდის შუა აზიიდან და მიემართება ევროპის მიმართულებით რუსეთისა და ირანის გვერდის ავლით. გარდა იმისა, რომ სს “საქართველოს რკინიგზა” ფლობს და ოპერირებს უწევს სალიანდაგო გზებს, იგი აგრეთვე, არის სარკინიგზო სადგურების და მიმდებარე მიწის ნაკვეთების მესაკუთრე.

როგორც აღვნიშნეთ, საქართველოს უნიკალური სტრატეგიული მდებარეობა რკინიგზას საშუალებას აძლევს აზია და ევროპა უმოკლესი მარშრუტით დააკავშიროს ერთმანეთთან. სს “საქართველოს რკინიგზა” არის ევროპა-კავკასია-აზიის სატრანსპორტო კორიდორის შემადგენელი ნაწილი, რაც ცხადყოფს მის სტრატეგიულ მდებარეობას.

გარდა კომერციული და სამგზავრო გადაზიდვებისა, სს “საქართველოს რკინიგზას” გააჩნია ინფრასტრუქტურის ბიზნეს ერთეული, რომლის მთავარი მისია საწარმოში არსებული ინფრასტრუქტურული ერთეულების მართვაა. აღსანიშნავია, რომ ბიზნეს ერთეული არის რკინიგზის შიდა ორგანიზაციული



დაყოფა და ისინი არ არიან განცალკევებული იურიდიული პირები. ინფრასტრუქტურული ერთეულების მთავარი მიზანია მხოლოდ სამგზავრო და სატვირთო გადაზიდვების ბიზნეს ერთეულებს მომსახურება გაუწიოს და იგი მესამე მხარეებს მომსახურებას არ აწვდის.

როგორც აღვნიშნეთ, რკინიგზის ძირითადი შემოსავლების წყაროს წარმოადგენს სატვირთო გადაზიდვების ერთეული, რომელიც ნავთობისა და ნავთობპროდუქტების მილსადენებით გადაზიდვის ალტერნატივას წარმოადგენს. სწორედაც რომ მილსადენებია რკინიგზისთვის ერთ-ერთი მთავარ ბიზნეს კონკურენციის ფაქტორი.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” 2011 წელს ჩამოყალიბდა სააქციო საზოგადოებად “საქართველოს საერთაშორისო ნავთობის კორპორაციის” და “საქართველოს გაზის საერთაშორისო კორპორაციის” შერწყმის შედეგად. საწარმოს საქმიანობის ძირითადი მიმართულებებია ქვეყნის ბუნებრივი აირით მომარაგება გაზსადენების ქსელის მეშვეობით, ნავთობის ტრანსპორტირება და ელექტროენერჯის გამომუშავება.

საწარმოს შემოსავლის ძირითადი წყარო გაზის გაყიდვიდან მიღებული შემოსავლებია. კერძოდ, სააქციო საზოგადოება ყიდულობს გაზს უცხოელი მომწოდებლებისგან და აწვდის აგდილობრივ მიმწოდებლებს.

რაც შეეხება ნავთობისა და გაზის ტრანსპორტირებას, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” ამას ანხორციელებს ნავთობისა და გაზის მილსადენების იჯარის მეშვეობით. ნავთობის ტრანსპორტირებისათვის ძირითადი მილსადენებია ბაქო-თბილისი-ჯეიჰანი და ბაქო-სუფსას მილსადენებით. გაზის ტრანსპორტირება ძირითადად ხორციელდება სამხრეთ-კავკასიური მილსადენით და ჩრდილოეთ-სამხრეთის მაგისტრალის მეშვეობით.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” აგრეთვე იღებს შემოსავლებს წილებიდან საქართველოში მოქმედი ნავთობისა და გაზის მომპოვებელი კომპანიებისგან, საქართველოს მთავრობასთან გაფორმებული წილობრივი მონაწილეობის ხელშეკრულებების საფუძველზე.

2015 წლის ივლისში სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაში”, სს “საპარტნიორო ფონდთან” ერთად დაასრულა გარდაბანში 220 მეგავატიანი კომბინირებული ციკლის თბოსადგურის მშენებლობა, რომელიც 2015 წლის

სექტემბერში შევიდა ექსპლუატაციაში და 2015 წლის ბოლომდე 48,7 მილიონი ლარის ღირებულების შემოსავლები გამოიმუშავა.

2012-2015 წლებში სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” არის 100%-ით სს “საპარტნიორო ფონდის” მფლობელობაში, რომელიც თავის მხრივ არის 100%-ით სახელმწიფო მფლობელობაში მყოფი სააქციო საზოგადოება. აღსანიშნავია, რომ “საპარტნიორო ფონდი” არ ერევა სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ძირითად მენეჯმენტში და საქართველოს ენერჯექტივის სამინისტროს აქვს უფლებამოსილება ჩაერიოს საწარმოს მართველობაში სახელმწიფოს სახელით.

დანართ №4-ში და დანართ №10-ში მოცემულია სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” 2015 წლის ანგარიშგებები საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ. 2015 წლის ბოლოს, სს “საქართველოს რკინიგზის” სააქციო კაპიტალმა შეადგინა 1,052.6 მილიონი ლარი, რაც საკუთარი კაპიტალის 72%-ს შეადგენს. 2015 საანგარიშგებო წლის განმავლობაში სააქციო კაპიტალი გაიზარდა 403 ათ. ლარის ოდენობით.

2015 წლის ბოლოს, სს “საქართველოს რკინიგზის” საკუთარ კაპიტალში ფიქსირდება მუხლი სახელწოდებით “შესაკუთრების არაფულადი შენატანების ანარიცხი” და თანხობრივად შეადგენს 34,2 მილიონ ლარს. ეს თანხა ფაქტობრივად შეადგენს სამისიო კაპიტალს (მიუხედავად იმისა, რომ სს “საქართველოს რკინიგზა” არ რის ემინენტი საფონდო ბირჟაზე), რადგან იგი წარმოდაგენს სხვაობას სახელმწიფოს მიერ შემოტანილი არაფულადი აქტივების ნომინალურ ღირებულებასა და რეალურ ღირებულებას შორის.

სს “საქართველოს რკინიგზის” გაუნაწილებელმა მოგებამ 2015 წლის ბოლოს შეადგინა 384,4 მილიონი ლარი, რაც მთლიანი საკუთარი კაპიტალის 26%-ია. სულ საკუთარი კაპიტალი წლის ბოლოსათვის შეადგენს 1,471.2 მილიონ ლარს. 2015 წლის განმავლობაში გაუნაწილებელი მოგება შემცირდა 4%-ით წლის განმავლობაში მიღებული ზარალის ხარჯზე, ხოლო 2%-ით სააქციო საზოგადოების მფლობელზე გაცემული დივიდენდის ხარჯზე. ჯამურად სს “საქართველოს რკინიგზის” საკუთარი კაპიტალი შემცირდა 6%-ით 2015 წლის განმავლობაში.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სააქციო კაპიტალმა 2015 წლის ბოლოს შეადგინა 690,9 ათ. ლარი, რაც მთლიანი საკუთარი კაპიტალის 85%-ს შეადგენს.

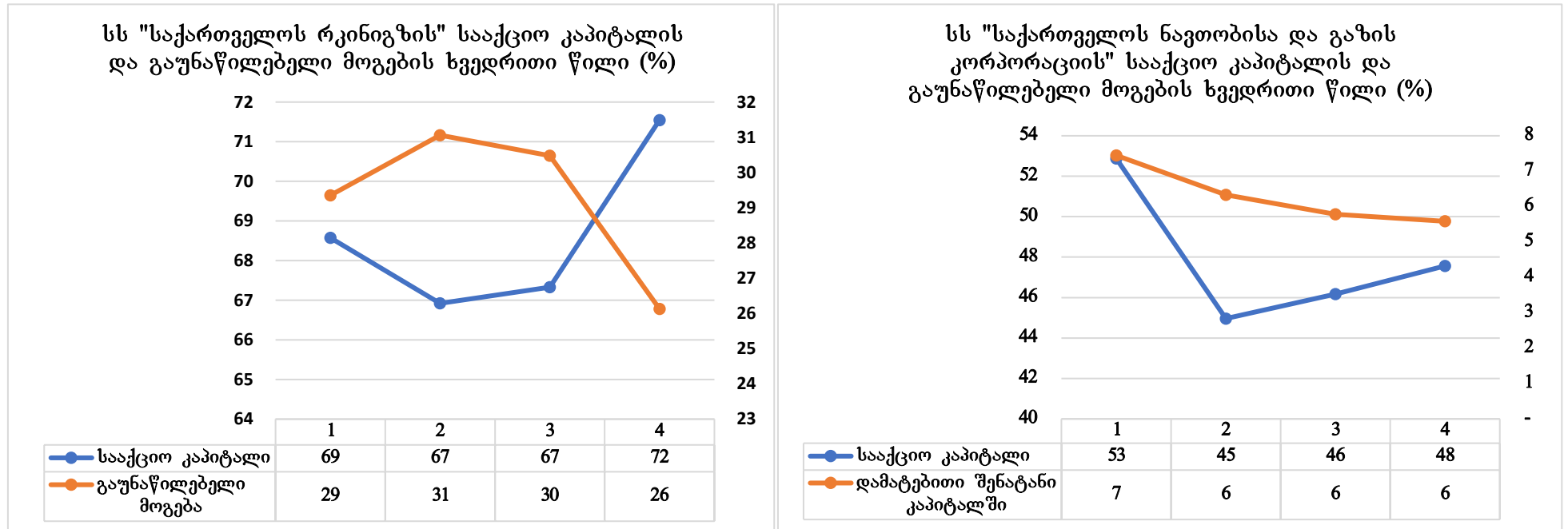
2015 წლის განმავლობაში, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სააქციო კაპიტალი 38,2 მილიონის ლარის ოდენობით. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საემისიო კაპიტალი (დამატებითი შენატანი კაპიტალში) შეადგენს 71,7 მილიონ ლარს, რაც მთლიანი საკუთარი კაპიტალის 10%-ს შეადგენს.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” აგრეთვე გააჩნია არაფულადი შენატანის რეალურ ღირებულებაზე კორექტირების რეზერვი 282,1 მილიონი ლარის ოდენობით, რაც მთლიანი საკუთარი კაპიტალის 39%-ია. ეს თანხა წარმოადგენს სხვაობას სახელმწიფოს მიერ შემოტანილი არაფულადი აქტივების ნომინალურ ღირებულებასა და რეალურ ღირებულებას შორის.

ცხრილი №7-დან ჩანს, რომ საანალიზო სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურაში სააქციო კაპიტალის და გაუნაწილებელი მოგების მაჩვენებლებში არსებითი ცვლილებები არ შეინიშნება 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით. თუმცა აღნიშნულ პერიოდში შემცირდა გაუნაწილებელი მოგების ხვედრითი წილი და გაიზარდა სააქციო კაპიტალის ხვედრითი წილი ორივე საანალიზო სააქციო საზოგადოებაში.

1996 წელს საქართველოს მთავრობამ გააფორმა 30-წლიანი ხელშეკრულება ნავთობკომპანიების კონსორციუმთან, რომელმაც ააშენა და განავითარა ნავთობსადენი აზერბაიჯანის საზღვრიდან შავის ზღვის სანაპიროსთან მდებარე სუფსის ნავთობ ტერმინალამდე. ხელშეკრულების მიხედვით, კონსორციუმს ეძლეოდა უფლება განეხორციელებინა ნავთობის ტრანსპორტირება მილსადენით საქართველოს გავლით. მილსადენი და მასთან დაკავშირებული ინფრასტრუქტურა საქართველოს მთავრობის საკუთრებაში რჩებოდა 2010 წლამდე. 2010 წლის ივნის-ივლისში აღნიშნული ინფრასტრუქტურა გადაეცა კომპანიას და აისახა საწესდებო კაპიტალში 269,299 ათასი ლარის ოდენობის შენატანით. ნავთობკომპანიებისათვის მილსადენის გამოყენების უფლების მინიჭების სანაცვლოდ, ჯგუფი იღებს სატრანზიტო მოსაკრებელს ყოველ ბარელ ნავთობზე.

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის და გაუნაწილებელი მოგების ხვედრითი წილი საკუთარ კაპიტალში



წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ხელმძღვანელობის შეფასებით, ზემოთხსენებული შეთანხმება მოიცავს ფინანსურ იჯარას.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციამ” აღიარა მოთხოვნა ფინანსური იჯარიდან 39,229 ათასი ლარის ოდენობით იმ თარიღიდან, როდესაც მას გადაეცა საკუთრების უფლება მილსადენზე. მოთხოვნა იჯარიდან წარმოადგენს იჯარაში წმინდა ინვესტიციის დღევანდელ ღირებულებას, რომელიც თავის მხრივ მოიცავს იჯარის საბოლოო აქტივის არაგარანტირებული ნარჩენი ღირებულების დღევანდელ ღირებულებას. იჯარაში წმინდა ინვესტიციის დღევანდელ ღირებულებასა და ნომინალურ ღირებულებას შორის სხვაობა 230,070 ათასი ლარის ოდენობით აისახა კაპიტალში, როგორც კაპიტალში არაფულადი შენატანის საბაზრო ფასზე კორექტირების რეზერვი.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” გაუნაწილებელმა მოგებამ 2015 წლის მდგომარეობით შეადგინა 276,2 მილიონი ლარი, რაც მთლიანი საკუთარი კაპიტალის 38%-ს შეადგენს. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” აგრეთვე გააჩნია არამაკონტროლებელი წილი 43,5 მილიონი ლარის ოდენობით, რაც მთლიანი საკუთარი კაპიტალის 6%-ია. აღნიშნული მაკონტროლებელი წილი წარმოადგენს სს “საქარტნიორო ფონდის” 50%-იან წილს შპს “გარდაბნის თბოსადგურში”, რომლის მაკონტროლებელ წილს ფლობს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”.

მთლიანი საკუთარი კაპიტალი 2015 წლის განმავლობაში გაიზარდა 5.4%-ით წმინდა მოგების ხარჯზე, ხოლო შემცირდა 4.3%-ით აქციონერისთვის გადახდილი დივიდენდით. აგრეთვე, წლის განმავლობაში საწესდებო კაპიტალის გაზრდის ხარჯზე საკუთარი კაპიტალი გაიზარდა 5.7%-ით.

მნიშვნელოვანია მიმოვიხილოთ სააქციო საზოგადოებების სააქციო კაპიტალი 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით. სს “საქართველოს რკინიგზის” სააქციო კაპიტალმა 2015 წლის მდგომარეობით შეადგინა 1,052,604,503 აქცია; ერთი აქციის ნომინალური ღირებულება შეადგენს ერთ ლარს. აქციათა 100%-ის მფლობელი არის სს “საპარტნიორო ფონდი”. 2015 წლის განმავლობაში სს “საქართველოს რკინიგზამ” გამოუშვა დამატებითი 402,055 აქცია, რაც აისახა 0.04%-იან ზრდაში. 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით ახალი აქციების გამოშვება

ძირითადად განპირობებული იყო სახელმწიფოს მიერ ძირითადი საშუალებების კაპიტალშენატანებით.

2014 წელს სს “საქართველოს რკინიგზის” სააქციო კაპიტალი გაიზარდა 0.2%-ით, რაც საანალიზო პერიოდისათვის ყველაზე მაღალი მაჩვენებელია. სს “საქართველოს რკინიგზა“-მ გამოუშვა 2,136,390 ცალი აქცია. აქედან 1,356,800 ცალი აქცია გამოშვებულ იქნა მარაგებისთვის, ხოლო დანარჩენი ძირითადი საშუალებებისთვის. 2013 წელს სს “საქართველოს რკინიგზამ” გამოუშვა 324,137 ცალი აქცია ძირითადი საშუალებებისთვის, ხოლო 2012 წელს მისი სააქციო კაპიტალი არ შეცვლილა.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” აქციების ნომინალური ღირებულება შეადგენს 20 ლარს. 2015 წლისათვის საწარმოს სააქციო კაპიტალმა შეადგინა 28,634,529 ცალი აქცია და წლის განმავლობაში გამოუშვა 1,910,499 ცალი აქცია სახელმწიფოს მიერ არაფულადი აქტივების (რაც ძირითადად მოიცავს გაზის მილსადენებს და სხვა ძირითად საშუალებებს) კაპიტალში შემოტანის სანაცვლოდ.

2014 წლის განმავლობაში სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციამ” გამოუშვა 3,157,053 ცალი ახალი აქცია სახელმწიფოს მიერ 63 მილიონი ლარის ღირებულების გაზსადენების კაპიტალში შემოტანის სანაცვლოდ. 2014 წლის ბოლოს სააქციო კაპიტალმა შეადგინა 28,634,529 ცალი აქცია. 2013 წლის განმავლობაში საწარმომ გამოუშვა 12,576 ცალი ახალი აქცია და სააქციო კაპიტალმა შეადგინა 25,477,476 ცალი აქცია, ხოლო 2012 წელს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციამ” გამოუშვა 1,532,430 ცალი აქცია სახელმწიფოს მიერ კაპიტალში შემოტანილი ძირითადი საშუალებების სანაცვლოდ და სააქციო კაპიტალი განისაზღვრა 25,464,900 ცალი აქციით.

სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის ანალიზის მიზნებისათვის, მნიშვნელოვანია საღივიდენლო პოლიტიკის განხილვა. სს “საქართველოს რკინიგზას” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” არ აქვთ ოფიციალურად გაცხადებული საღივიდენლო პოლიტიკა. მაშასადამე, საკუთარი კაპიტალის ანალიზის სრულყოფისათვის, რეკომენდირებულია რომ სს “საქართველოს რკინიგზამ” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპო-

## საანალიზო სააქციო საზოგადოებების აქციების რაოდენობა (ცალი)

სს "საქართველოს რკინიგზა"				
აქციების რაოდენობა	ჩვეულებრივი აქციები			
	2015	2014	2013	2012
გამოცხადებული აქციები- ნომინალური ღირებულება (ლარი)	1	1	1	1
გამოშვებული 1 იანვარს	1,052,202,448	1,050,075,578	1,049,751,441	1,049,751,441
გამოშვებული ძირითადი საშუალებებისთვის	402,055	779,590	324,137	-
გასვლა ძირითადი საშუალებებისთვის	-	(9,520)	-	-
გამოშვებული მარაგისთვის	-	1,356,800	-	-
<b>გამოშვებული 31 დეკემბერს, სრულად გადახდილი</b>	<b>1,052,604,503</b>	<b>1,052,202,448</b>	<b>1,050,075,578</b>	<b>1,049,751,441</b>
ცვლილება, %	0.04	0.20	0.03	
სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია"				
აქციების რაოდენობა	ჩვეულებრივი აქციები			
	2015	2014	2013	2012
ნომინალური ღირებულება (ლარი)	20	20	20	20
გამოშვებული აქციები 1 იანვრის მდგომარეობით	28,634,529	25,477,476	25,464,900	23,938,610
აქციების გამოშვება არაფულადი აქტივების შემოტანის სანაცვლოდ	1,910,499	3,157,053	12,576	1,532,430
გასვლა ძირითადი საშუალებებისთვის				(6,140)
<b>გამოშვებული აქციები 31 დეკემბრის მდგომარეობით</b>	<b>30,545,028</b>	<b>28,634,529</b>	<b>25,477,476</b>	<b>25,464,900</b>
ცვლილება, %	6.67	12.39	0.05	

წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

**რაციაშ” მარეგულირებელი დოკუმენტაციით განსაზღვრონ სადივიდენდო პოლიტიკა.**

2015 წლის განმავლობაში სს “საქართველოს რკინიგზაშ” აქციონერზე გასცა 25,5 მილიონი ლარის დივიდენდი, რაც 2014 წლის წმინდა მოგების 65%-ია. 2014 წელს საწარმოშ სს “საპარტნიორო ფონდს” გადაუხადა 50,3 მილიონი ლარის ღირებულებების დივიდენდი, რაც წინა წლის წმინდა მოგების 77%-ია, ხოლო 2013 წელს სს “საქართველოს რკინიგზაშ” გასცა 25 მილიონი ლარის დივიდენდი, რაც წინა წლის წმინდა მოგების 26%-ია. რადგან 2015 წელს საწარმოს ჰქონდა 65,4 მილიონი ლარის წმინდა ზარალი, 2016 წელს საქართველოს რკინიგზას 2015 წლის ბოლოს დივიდენდი არ გაუცია.

2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით, სს “საქართველოს რკინიგზაშ” გასცა 100,8 მილიონი ლარის დივიდენდი, რაც 2012 წლიდან 2014 წლის ჩათვლით მიღებული გაუნაწილებელი მოგების 50%-ია. აღნიშნული მიდგომა გამომდინარეობს სს “საქართველოს რკინიგზის” 2012 წლის ემისიის პროსპექტის მოთხოვნიდან, რაც გულისხმობს რომ საწარმოს აქვს უფლება გასცეს დივიდენდი 2012 წლის შემდეგ (მას შემდეგ რაც სს “საქართველოს რკინიგზა გახდა ემინენტი ლონდონის საფონდო ბირჟაზე) მიღებული გაუნაწილებელი მოგების არაუმეტეს 50%-სა.

მაშასადამე, სს “საქართველოს რკინიგზის” სადივიდენდო პოლიტიკა მისდევს მ. გორდონის მიდგომას, რადგან მისი აქციონერი საინვესტიციო ფონდია და იგი ამჯობინებს მიმდინარე დივიდენდების მიღებას, ვიდრე მომავალში მისაღები დივიდენდის ან სააქციო კაპიტალის შესაძლო ზრდას.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაშ” 2015 წელს გასცა 29,3 მილიონი ლარი, რაც 2014 წლის წმინდა მოგების 34%-ია. 2014 წელს საწარმო გასცა 33 მილიონი ლარი დივიდენდის სახით, რაც 2013 წლის წმინდა მოგების 35%-ია. 2013 წელს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაშ” დივიდენდის სახით გასცა 8,3 მილიონი ლარი, რაც 2012 წლის წმინდა მოგების 10%-ია. 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით, სს “საპარტნიორო ფონდზე” გაცემული დივიდენდი შეადგენს 2012 წლიდან 2014 წლის ჩათვლით მიღებული გაუნაწილებელი მოგების 27%-ს. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” მიერ აქციონერზე გაცემული დივიდენდი 13%-ით ნაკლებია სს “საქართველოს რკინიგზის” მიერ გაცემულ დივიდენდზე. ეს ნაწილობრივ განპირობებულია იმით,



რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციამ აქციონერზე 2014 წელს გასცა სესხი 50 მილიონი აშშ დოლარის ოდენობით შპს “გარდაბნის თბოსადგურის მშენებლობისათვის”.

სს “საქართველოს რკინიგზის” მსგავსად, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სადივიდენდო პოლიტიკაც მისდევს მ. გორდონის მიდგომას, რადგან მისი აქციონერი საინვესტიციო ფონდია და იგი ამჯობინებს მიმდინარე დივიდენდების მიღებას, ვიდრე მომავალში მისაღები დივიდენდის ან სააქციო კაპიტალის შესაძლო ზრდას.

სადივიდენდო პოლიტიკის სააქციო საზოგადოებების მარეგულირებელ დოკუმენტებში დაფიქსირება არსებითად გააუმჯობესებს ინვესტორებთან ურთიერთობას, რადგან სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” არამაკონტროლებელი წილის მფლობელებს ზუსტად ეცოდინებათ თუ რა ღირებულების დივიდენდების მიღებაა შესაძლებელი აღნიშნული სააქციო საზოგადოებებიდან.

ცხრილ №9-ში ნაჩვენებია სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის მაჩვენებლები. სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საკუთარი კაპიტალის კონცენტრაციის კოეფიციენტი 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით შეადგენს 0.5-ს.

კვლევაში განისაზღვრა, რომ სასურველი მაჩვენებელი საკუთარი კაპიტალის კონცენტრაციის კოეფიციენტისათვის შეადგენს 0.5. მაშასადამე, საანალიზო სააქციო საზოგადოებებს 50% დაფინანსებულია საკუთარი კაპიტალის ხარჯზე.

არც სს “საქართველოს რკინიგზის” და არც სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” მიმდინარე ვალდებულებები არ აღემატებს მიმდინარე აქტივებს. 2015 წელს სს “საქართველოს რკინიგზის” სამუშაო კაპიტალი გაიზარდა 29%-ით და შეადგინა 297,8 მილიონი ლარი. 2014 წელს ეს კოეფიციენტი შემცირდა 5%-ით და შეადგინა 231,6 მილიონი ლარი, ხოლო 2013 წელს გაიზარდა 15%-ით და შეადგინა 242,7 მილიონი ლარი. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სამუშაო კაპიტალი 2015 წელს განისაზღვრა 357,8 მილიონი ლარით და წინა წელთან შედარებით გაიზარდა 61%-ით. 2014 წელს ეს კოეფიციენტი შემცირდა 39%-ით და შეადგინა 222,5 მილიონი ლარი. 2014 წელს ამ მონაცემის შემცირებით მთავარი მიზეზი იყო აქციონერისთვის 50 მილიონი აშშ დოლარის

ღირებულების სესხის გაცემა. 2013 წელს სამუშაო კაპიტალი გაიზარდა 21%-ით და განისაზღვრა 299,7 მილიონი ლარით.

კვლევაში განისაზღვრა, რომ სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის მანევრირების კოეფიციენტი არ უნდა გაუტოლდეს ნულს, რადგან ეს არის საბრუნავი სახსრების დეფიციტის მაჩვენებელი. სს “საქართველოს რკინიგზის” საკუთარი კაპიტალის მანევრირების კოეფიციენტმა 2015 და 2013 წლებში შეადგინა 0.2, ხოლო 2014 და 2012 წლებში – 0.1. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაში” ამ მიმართულები უკეთესი მდგომარეობაა, რადგან 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით საკუთარი კაპიტალის მანევრირების კოეფიციენტმა საშუალოდ შეადგინა 0.6.

სს “საქართველოს რკინიგზის” ფინანსურმა დამოუკიდებლობის კოეფიციენტმა 2015 წლის ბოლოს შეადგინა 2.1, ხოლო ამ კოეფიციენტმა 2012 წლიდან 2014 წლის ჩათვლით საშუალოდ შეადგინა 1.8. მნიშვნელოვანია, რომ სახეზე არაა ამ კოეფიციენტის მაღალი ტემპებით ცვლილება, რადგან 2015 წელს ეს მაჩვენებელი გაიზარდა 10.7%-ით.

2015 წელს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსურმა დამოუკიდებლობის კოეფიციენტმა შეადგინა 2, რაც აგრეთვე ფიქსირდება საშუალო მაჩვენებლად 2012 წლიდან 2014 წლის ჩათვლით. სახეზე არაა ამ მაჩვენებლის მაღალი ტემპებით ცვლილება: 2015 წელს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური დამოუკიდებლობის კოეფიციენტი გაიზარდა 7.5%-ით.

სს “საქართველოს რკინიგზის” სააქციო კაპიტალის რენტაბელობამ 2015 წელს შეადგინა -6.2 წლის განმავლობაში მიღებული წმინდა ზარალის ხარჯზე. 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით სააქციო კაპიტალის რენტაბელობის საშუალო მაჩვენებელმა შეადგინა 3.3. მიუხედავად იმისა, რომ 2015 წელს სააქციო კაპიტალის რენტაბელობა დაფიქსირდა უარყოფითი მაჩვენებლის სახით, შეიძლება ითქვას, რომ ეს კოეფიციენტი რეგიონში არ სცილდება ნორმას. მაგალითად, რუსეთის რკინიგზის სააქციო კაპიტალის რენტაბელობის მაჩვენებელმა 2015 წელს შეადგინა 3.9.

სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის მაჩვენებლები

ათ. ლარი

	სს "საქართველოს რკინიგზა"				სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია"			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
საკუთარი კაპიტალის კონცენტრაციის კოეფიციენტი	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
საკუთარი საბრუნავი სახსრები	(211,004)	(242,749)	(231,576)	(297,794)	(299,745)	(363,503)	(222,511)	(357,790)
ცვლილება %		15	(5)	29		21	(39)	61
საკუთარი კაპიტალის მანევრირების კოეფიციენტი	0.1	0.2	0.1	0.2	0.8	0.6	0.3	0.5
ფინანსური დამოუკიდებლობის კოეფიციენტი	1.8	1.8	1.9	2.1	2.2	1.9	1.8	2.0
ცვლილება %		(0.6)	3.3	10.7		(15.8)	(1.8)	7.5
სააქციო კაპიტალის რენტაბელობა	9.3	6.2	3.7	(6.2)	15.9	18.5	14.6	5.9
სააქციო კაპიტალის უკუგება (ROE)	0.09	0.06	0.04	(0.06)	0.16	0.19	0.15	0.06
სააქციო კაპიტალის გამოსყიდვის პერიოდი	11	16	27	(16)	6	5	7	17

წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

სააქციო კაპიტალის რენტაბელობამ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემთვევაში 2015 წელს შეადგინა 5.9, ხოლო 2012 წლიდან 2014 წლის ჩათვლით დაფიქსირდა ამ კოეფიციენტის საშუალო მაჩვენებელი 16.3-ის ოდენობით. მაშასადამე, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” აქციები რენტაბელობის კუთხით უფრო მიმზიდველია 2015 წლისათვის, ვიდრე სს “საქართველოს რკინიგზის” აქციები. თუმცა აღსანიშნავია, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” აქციების ნომინალური ღირებულებაა 20 ლარი, ხოლო სს “საქართველოს რკინიგზის” აქციები ნომინალური ღირებულება – 1 ლარი.

2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სააქციო კაპიტალის გამოსყიდვის პერიოდმა საშუალოდ შეადგინა 9 წელი. სხვაგვარად რომ ითქვას, საანალიზო სააქციო საზოგადოებებს ჭირდებათ 9 წელი იმისათვის, რომ დაფარონ სააქციო საზოგადოების სააქციო კაპიტალი.

მე-9 გრაფიკში მოცემულია საანალიზო სააქციო საზოგადოებების სააქციო კაპიტალის უკუგების და ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტის (გაუნაწილებელი მოგების აქტივებზე შეფარდება) დინამიკა 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით. გრაფიკი ცხადყოფს, რომ სს “საქართველოს რკინიგზის” ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტი სტაბილურია (2012 წლიდან 2015 წლამდე შემცირდა მცირედით 0.04-ის ოდენობით), ხოლო სააქციო კაპიტალის უკუგება 2012 წლიდან 2015 წლამდე სარგებლობად დაეცა 0.15-ის ოდენობით.

სააქციო კაპიტალის უკუგების და ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტების შედარების კუთხით იგივე მდგომარეობაა სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაშიც”. 2012 წლიდან 2015 წლამდე ეკონომიკური სტაბილურად გაიზარდა 0.09-ის ოდენობით, ხოლო სააქციო კაპიტალის უკუგება 2012 წლიდან 2015 წლამდე შემცირდა 0.1-ის ოდენობით. თუმცა სს “საქართველოს რკინიგზისგან” განსხვავებით, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სააქციო კაპიტალის უკუგების კოეფიციენტი არ ჩამოცდენილა 0-ს.

ცხრილი №10-ის მიხედვით, სს “საქართველოს რკინიგზის” ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტმა 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით ყოველ წელს შეადგინა 0.3, ხოლო სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ეკონომიკური

ზრდის კოეფიციენტმა 2015 წლისათვის აგრეთვე შეადგინა 0.3. 2013 და 2014 წელს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტმა შეადგინა 0,2 და 2012 წელს დაფიქსირდა 0,1 -ის ოდენობით.

ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტი შესაძლებელია აგრეთვე გამოითვალოს გაუნაწილებელი მოგების აქტივებთან შეფარდებით. ამგვარი გაანგარიშებით, სს “საქართველის რკინიგზის” ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტი 2015 წლისათვის შეადგენს 0.12, 2012 და 2014 წლებისათვის 0.16-ს, ხოლო 2013 წელს 0.17-ს.

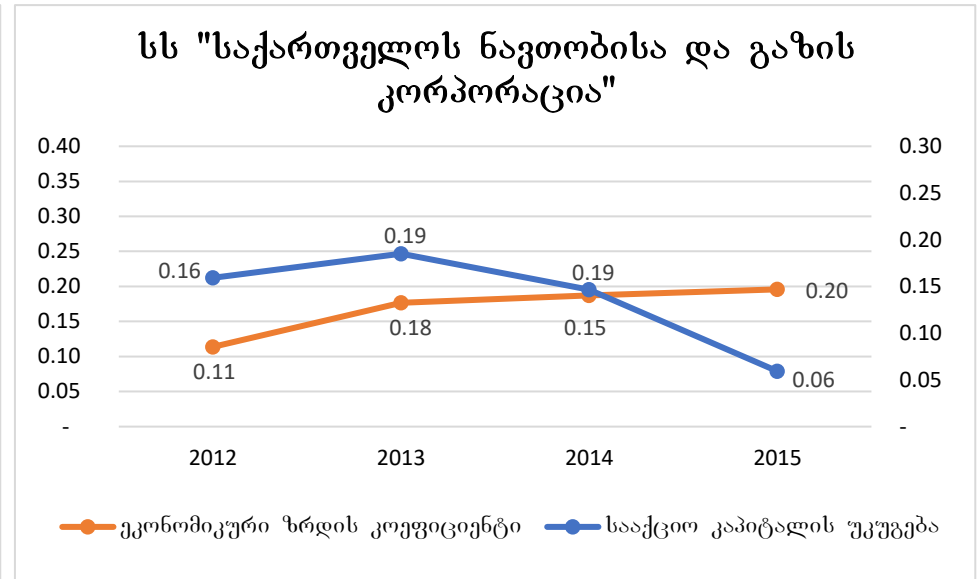
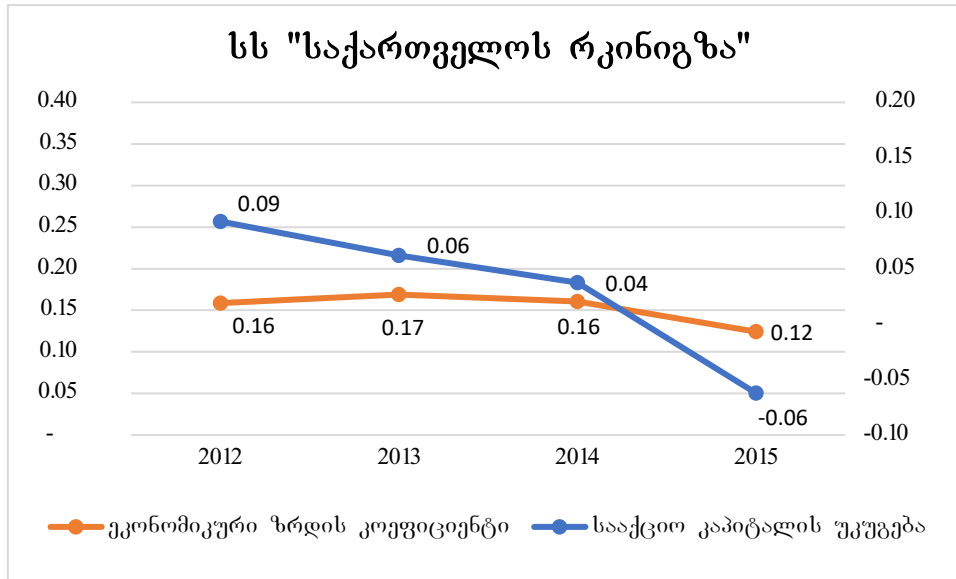
სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტმა 2015 წლისათვის შეადგინა 0.20 და 2014 და 2013 წლებში განმავლობაში წლიურად საშუალოდ გაიზარდა 4%-ით.

2015 წლისათვის სს “საქართველოს რკინიგზის” დივიდენდით უზრუნველყოფის კოეფიციენტმა შეადგინა -2.6, 2014 წლისათვის – 0.8, 2013 წლისათვის – 2.6, ხოლო 2012 წელს – 0.6. როგორც განმარტებულ იქნა, სს “საქართველოს რკინიგზას” ემისიის პროსექტით აქვს შეზღუდვა, რომ 2012 წლიდან დაგროვებული გაუნაწილებელი მოგების არაუმეტეს 50% გასცეს დივიდენდის სახით.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” 2015 წლის დივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტმა შეადგინა 1.2, ხოლო 2014 წლისათვის 2.5. ამ მაჩვენებელმა ყველაზე მაღალ ნიშნულს მიაღწია 2013 წელს და განისაზღვრა 11.3-ის ოდენობით, ხოლო 2012 წელს დაფიქსირდა 2.0. როგორც სს “საქართველოს რკინიგზას”, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციასაც” აქვს ემისიის პროსექტით დაწესებული შეზღუდვა, რის მიხედვითაც საწარმოს 2012 წლიდან გაანგარიშებული წმინდა მოგების არაუმეტეს 50% შეუძლია გასცეს დივიდენდის სახით.

შემოსავალი ერთ აქციაზე (EPS) წარმოადგენს აქციონერებისათვის მნიშვნელოვან კოეფიციენტს და სასურველია, რომ იყოს 1-ზე მეტი. 2015 წელს სს “საქართველოს რკინიგზის” შემოსავალმა ერთ აქციაზე შეადგინა -0.06. 2012 წლიდან 2014 წლის ჩათვლის აღნიშნული მაჩვენებელი იყო პოზიტიული და საშუალოდ შეადგინა 0.06. სს “საქართველოს რკინიგზის” შემთხვევაში აღნიშნული მონაცემი ნაკლების სასურველ მაჩვენებელზე.

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების სააქციო კაპიტალის უკუგების და ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტების დინამიკა



წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის მაჩვენებლები

ათ. ლარი

	2012	2013	2014	2015		2012	2013	2014	2015
ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტი 1	0.3	0.3	0.3	0.3		0.1	0.2	0.2	0.3
ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტი 2	0.16	0.17	0.16	0.12		0.11	0.18	0.19	0.20
დივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი	0.6	2.6	0.8	(2.6)		2.0	11.3	2.5	1.2
შემოსავალი ერთ აქციაზე (EPS)	0.09	0.06	0.04	(0.06)		3.39	3.82	3.29	1.34
დივიდენდი ერთ აქციაზე	0.14	0.02	0.05	0.02		1.57	0.33	1.15	0.96
სააქციო კაპიტალის ფასი (WACC)	0.14	0.02	0.05	0.02		0.08	0.02	0.06	0.05

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემოსავალი ერთ აქციაზე 2015 წლისათვის შეადგენს 1.34-ს, ხოლო 2012 წლიდან 2014 წლის ჩათვლით დაფიქსირდა ამ კოეფიციენტის საშუალო მაჩვენებელი 3.5-ის ოდენობით. შეიძლება ითქვას, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემოსავალი ერთ აქციაზე ფაქტობრივად ყოველ წელს აღემატება სასურველ მაჩვენებელს მას შემდეგ რაც საწარმომ შეიძინა სააქციო საზოგადოების სამართლებრივი ფორმა.

მნიშვნელოვანია განხილულ იქნეს დივიდენდი ერთ აქციაზე: 2015 წელს სს “საქართველოს რკინიგზის” დივიდენდმა ერთ აქციაზე შეადგინა 0.02, 2014 წელს – 0.05, 2013 წელს – 0.02 და 2012 წელს – 0.14. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემთხვევაში ეს კოეფიციენტი უფრო მაღალი ღირებულებით ფიქსირდება: 2015 წელს საწარმოს დივიდენდმა ერთ აქციაზე შეადგინა 0.96, რაც 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით იყო ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი. 2014 წელს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” დივიდენდმა ერთ აქციაზე შეადგინა 1.15, 2013 წელს – 0.33, ხოლო 2012 წელს – 1.57.

რადგან სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” დივიდენდი ერთ აქციაზე აღემატება სს “საქართველოს რკინიგზის” ამავე მაჩვენებელს, გასათვალისწინებელია, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” აქვს გაცილებით ნაკლები აქციები გამოშვებული ვიდრე სს “საქართველოს რკინიგზას”. სააქციო საზოგადოებებში აუცილებელია არსებობდეს კაპიტალის მართვის პოლიტიკა, რის მიხედვითაც მენეჯმენტი მიიღებს გადაწყვეტილებებს აქციების გამოშვებასთან, და ზოგადას საკუთარი კაპიტალის მართვასთან დაკავშირებით.

2015 წელს სს “საქართველოს რკინიგზის” სააქციო კაპიტალის ფასმა (WACC) შეადგინა 0.02, 2014 წელს – 0.05, 2013 წელს – 0.02, ხოლო 2012 წელს – 0.14. 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით სს “საქართველოს რკინიგზის” სააქციო კაპიტალის ფასმა საშუალოდ შეადგინა 0.06. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სააქციო კაპიტალის ფასმა 2015 წელს შეადგინა 0.05, 2014 წელს – 0.06, 2013 წელს – 0.02, ხოლო 2012 წელს – 0.08. 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სააქციო კაპიტალის ფასმა საშუალოდ შეადგინა 0.05. ამ მიმართულებით დაახლოებით ერთი და იგივე მდგომარეობაა საანალიზო სააქციო საზოგადოებებში.



სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის კოეფიციენტებს შორის ჩატარდა კორელაციური ანალიზი მათი ურთიერთკავშირის შესასწავლად.

დანართ №15-ში მოცემული კორელაციის ანალიზის მიხედვით, ძლიერი უარყოფითი კავშირი იკვეთება -0.81-ს ოდენობით ( $p=0.015$ ) ფინანსური დამოუკიდებლობის კოეფიციენტსა და ეკონომიკურ ზრდას შორის. ეს ადასტურებს მოსაზრებას იმის შესახებ, რომ საკუთარი კაპიტალი სააქციო საზოგადოების დაფინანსების ყველაზე საიმედო წყაროა. კერძოდ, კორელაციული ანალიზი ადასტურებს, რომ რაც უფრო დაბალია ფინანსური დამოუკიდებლობის კოეფიციენტი, ანუ რაც უფრო დიდია საკუთარი კაპიტალის ხვედრითი წილი სააქციო საზოგადოების დაფინანსებაში, 81% ალბათობა არსებობს, რომ სააქციო საზოგადოებამ განიცადოს ეკონომიკური ზრდა.

კორელაციური ანალიზი აჩვენებს, რომ რაც უფრო მაღალია დივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი, 76% ალბათობა არსებობს სააქციო საზოგადოებას ჰქონდეს საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობის მაღალი მაჩვენებელი. მაშასადამე, დივიდენდის გაცემა ხელს უწყობს სააქციო საზოგადოების სამომავლო მომგებიანობას.

მნიშვნელოვანია კორელაციის ანალიზის შედეგი, რომელიც განსაზღვრავს რომ საკუთარი კაპიტალის მანევრირების მაღალი მაჩვენებელი გულისხმობს 85%-იან ალბათობას სააქციო შემოსავალი ერთ აქციაზეც დაფიქსირდეს მაღალი მაჩვენებლით. სხვაგვარად რომ ითქვას, საკუთარი საბრუნავი სახსრების მაღალი მაჩვენებელი ხელს უწყობს სააქციო საზოგადოების მომგებიანობას, რაც აუმჯობესებს საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურას.

ერთი შეხედით არალოგიკურია, თუმცა ძალზედ მნიშვნელოვანია კორელაციის ანალიზის შედეგი, რომელიც ადასტურებს 54%-იან კავშირს საკუთარი კაპიტალის მანევრირების კოეფიციენტსა და დივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტს შორის. ეს გულისხმობს, რომ რაც უფრო უზრუნველყოფილია სააქციო საზოგადოების აქციონერი დივიდენდებით, 54%-იანი ალბათობა არსებობს სააქციო საზოგადოების საკუთარი საბრუნავი სახსრები გაუმჯობესდეს.

## 3.2. საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ანალიზი და მისი სრულყოფა

სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის ანალიზისათვის, მნიშვნელოვანია განვიხილოთ ფინანსური ანგარიშგების სხვა კომპონენტები გარდა ანგარიშგებისა საკუთარი ანგარიშგების ცვლილების შესახებ. მაგალითად, სრული შემოსავლების ანგარიშგების და მისი მუხლების ანალიზი მნიშვნელოვანია, რადგან წმინდა მოგება ან ზარალი პირდაპირ კავშირშია სააქციო საზოგადოების გაუნაწილებელ მოგებასთან. აგრეთვე საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურული ანალიზის შედეგად გამოიკვეთა, რომ საკუთარი საბრუნავი სახრების ოდენობა აუმჯობესებს საკუთარი კაპიტალს სტრუქტურას. მაშასადამე, ფინანსური ანგარიშგების კომპონენტები მჭიდრო კავშირშია ერთმანეთთან და და საკუთარი კაპიტალის ანალიზისათვის, მნიშვნელოვანია სრულფასოვნად გაანალიზდეს სააქციო საზოგადოების ფინანსური ანგარიშგება.

საანალიზო საწარმოების ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგება იხ. დანართ №2, №8.

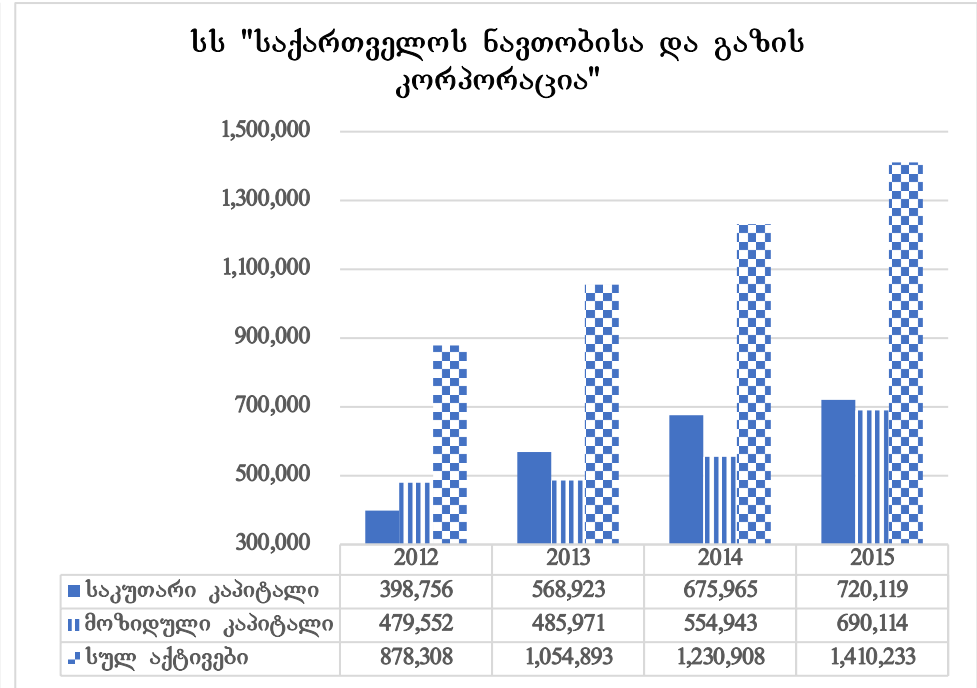
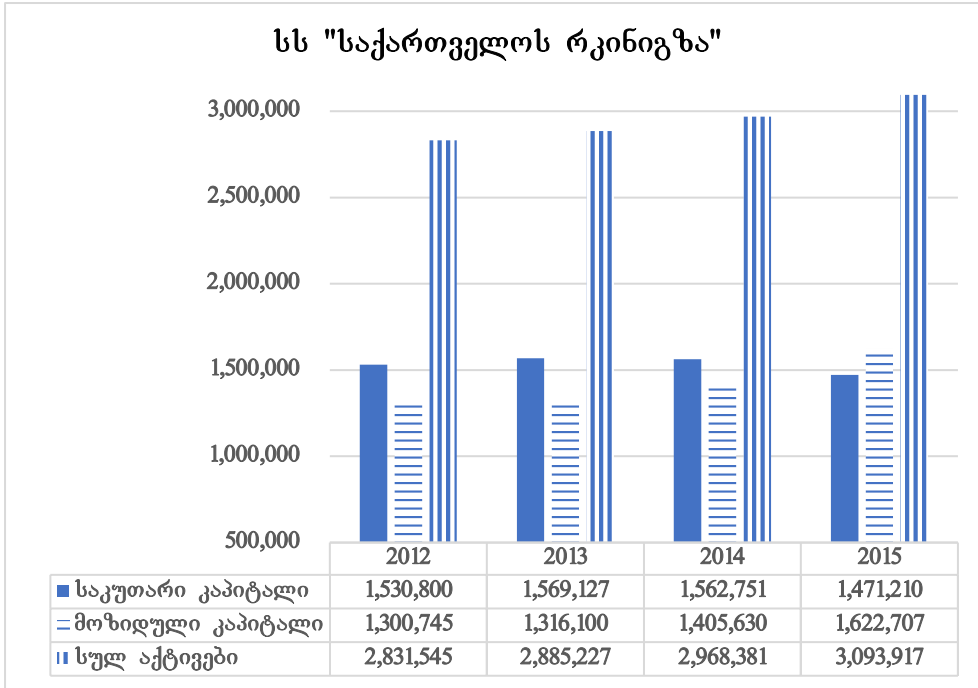
როგორც ცხრილი №11-დან ირკვევა, 2015 წლის ბოლოს “საქართველოს რკინიგზის” მთლიანი აქტივები 3 მილიარდ ლარს აჭარბებს, მოზიდული კაპიტალი დაახლოებით 1.6 მილიარდ ლარს შეადგენს, ხოლო საკუთარი კაპიტალი არის დაახლოებით 1.4 მილიარდი ლარი.

მოზიდული კაპიტალის საკუთარ კაპიტალთან შეფარდება არის დაახლოებით 1.1, რაც იმის მაუწყებელია, რომ სს “საქართველოს რკინიგზას” აქვს საკმაოდ ჯანსაღი კაპიტალის სტრუქტურა. კვლევის მიზნებისათვის სასურველად განვსაზღვრეთ მოზიდული კაპიტალის საკუთარ კაპიტალთან შეფარდება 2-ის ოდენობით. გასათვალისწინებელია, რომ “საქართველოს რკინიგზის” აქციები ჯერჯერობით არ მიმოიქცევა საფონდო ბირჟაზე და ყოველივე ამის გათვალისწინებით, რკინიგზის საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურა საკმაოდ ჯანსაღია.

როგორც ცხრილიდან ირკვევა, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” მთლიანი აქტივები 2015 წლის ბოლოსათვის შეადგენს 1,4 მილიარდ ლარს, საკუთარი კაპიტალი კი, 720 მილიონ ლარს.

კაპიტალის და მთლიანი აქტივების ცვლილების ტენდენცია

ათ. ლარი



წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” მოზიდული კაპიტალის საკუთარ კაპიტალთან შეფარდება არის დაახლოებით 0.96, რაც პოზიტიური მაჩვენებელია, გამომდინარე იქედან, რომ კვლევის მიზნებისათვის სასურველად განვსაზღვრეთ 2-ზე ნაკლები შეფარდება.

ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგების ჰორიზონტალური ანალიზის მიზნებისათვის, ცხრილ №11-ში მოცემულია სააქციო საზოგადოებების საკუთარი და მოზიდული კაპიტალის და მთლიანი აქტივების წლიდან წლამდე ცვლილების ტენდენცია.

ცხრილი №11-დან ირკვევა, რომ ფაქტობრივად, ყოველ წელს სს “საქართველოს რკინიგზა”-ს საკუთარი კაპიტალი აჭარბებდა მოზიდულ კაპიტალს, რაც იმის მაუწყებელია, რომ მოზიდული კაპიტალის შეფარდება საკუთარ კაპიტალთან 2012-2015 წლებიდან სამი წლის განმავლობაში იყო 1-ზე ნაკლები, ეს კი, მიუთითებს კაპიტალის სტრუქტურის მდგრადობაზე.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგების ანალიზით დგინდება, რომ 2013 წლიდან დაწყებული, ფაქტობრივად ყოველ წელს საკუთარი კაპიტალის ღირებულება აღემატება მოზიდულ კაპიტალს. 2012 წლის ბოლოს, საკუთარმა კაპიტალმა შეადგინა 398,7 მილიონი ლარი, ხოლო მოზიდულმა კაპიტალმა – 479 მილიონი ლარი. 2015 წლის ბოლოს საკუთარი კაპიტალი განისაზღვრა 720 მილიონი ლარით, ხოლო მოზიდული კაპიტალი – 690 მილიონი ლარით. აღსანიშნავია, რომ საკუთარი კაპიტალი და მთლიანი კაპიტალი იზრდება ყოველ წელს 2012 წლიდან მოყოლებული და ორივე მაჩვენებლისათვის მაქსიმალური ღირებულება დაფიქსირდა 2015 წელს.

ცხრილ №12-ში მოცემულია კაპიტალის და აქტივების ცვლილების ტენდენცია პროცენტობით. სს “საქართველოს რკინიგზის” შემთხვევაში, 2015 წელს პირველად მოზიდულმა კაპიტალმა გაუსწრო საკუთარ კაპიტალს, ხოლო სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საკუთარი კაპიტალი აღემატება მოზიდულ კაპიტალს 2012-2015 საანგარიშგებო წლების განმავლობაში.

აგრეთვე, დგინდება, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” კაპიტალი გაცილებით მაღალი ტემპებით იზრდება სს “საქართველოს რკინიგზასთან” შედარებით, როგორც საკუთარი, ასევე მოზიდული კაპიტალის ნაწილში. თუმცა აღსანიშნავია, რომ 2015 წელს მოზიდული კაპიტალის

ცვლილებამ 24% შეადინა, რაც მაქსიმალური მაჩვენებელია 2012-2015 საანგარიშგებო წლების განმავლობაში.

საკუთარი კაპიტალის ცვლილების ტენდენციის ასახსნელად, საჭიროა გავანალიზოთ საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურა. კერძოდ, 2015 წლის სს “საქართველოს რკინიგზის” საკუთარი კაპიტალის შემცირება 6%-ით (მე-12 ცხრილის მიხედვით) ძირითადად გამოწვეულია გაუნაწილებელი მოგების შემცირებით.

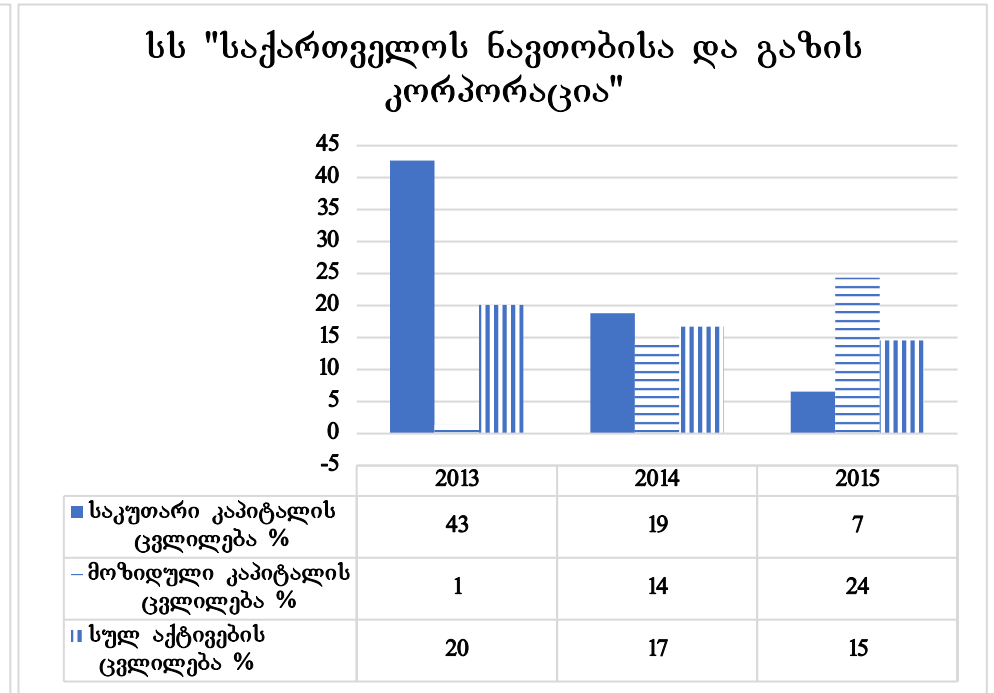
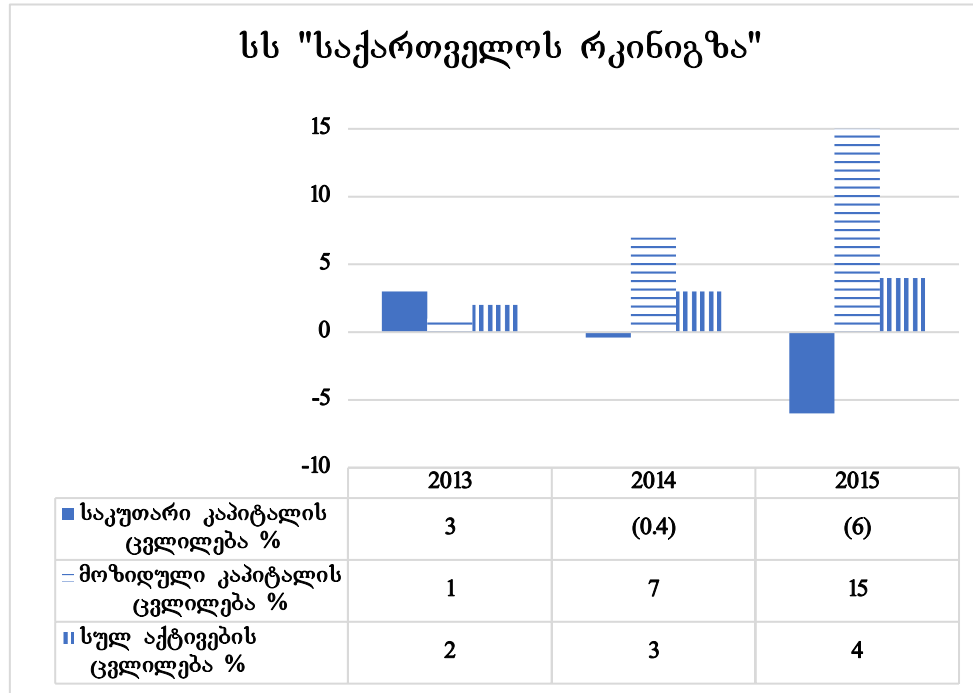
გაუნაწილებელი მოგება ცხრილი №13-ის მიხედვით 2015 წელს შემცირდა 19%-ით. აღნიშნული შემცირება განპირობებულია იმ გარემოებით, რომ სს “საქართველოს რკინიგზა“-მ 2015 წელი დაამთავრა 65.5 მილიონი ლარის ზარალით (იხ. დანართი №3). რკინიგზის ფინანსური ანგარიშგების შენიშვნა №9-ის მიხედვით, რკინიგზის ნეტო ფინანსური ზარალი 2015 წლის განმავლობაში არის 294 მილიონი ლარი. ამავე შენიშვნაში აღნიშნულია, რომ ფინანსური აქტივების და ვალდებულებების გადაფასებიდან საწარმომ მიიღო 226.8 მილიონი ლარის ზარალი.

აღნიშნული ზარალი განპირობებულია იმ გარემოებით, რომ 2015 წლის ბოლო დღეს აშშ დოლარის გაცვლითი კურსი ლართან მიმართებაში საქართველოს ეროვნული ბანკის მიხედვით იყო 2.3949, ხოლო იგივე მაჩვენებელი 2014 წლის 31 დეკემბერს 1.8636. ამ კოლოსალურმა გაცვლითი კურსის ცვლილებამ გამოიწვია ზარალი ბევრ სააქციო საზოგადოებაში, რადგან მათ უმრავლესობას აქვთ ვალდებულებები უცხოურ ვალუტაში, კერძოდ აშშ დოლარში.

ბუღალტრული აღრიცხვის საერთაშორისო სტანდარტი №21 “უცხოური ვალუტის კურსის ცვლილებებით გამოწვეული შედეგები“-ს მიხედვით, “მონეტარული” აქტივებისა და ვალდებულებების გადაფასებიდან მიღებული მოგება ან ზარალი უნდა აისახოს სრული შემოსავლების ანგარიშგებაში, რაც თავის მხრივ ამცირებს გაუნაწილებელ მოგებას. ბასს-ის მოთხოვნების თანახმად, აღნიშნული მიდგომის მიზანია, რომ საწარმოს ეკონომიკური რეალობა ასახოს. თუმცა ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის მიზნებისათვის, საჭიროა ყურადღება მიექცეს საკუთარ სხვაობიდან მიღებულ ზარალს, იმ შემთხვევაში როდესაც სააქციო საზოგადოებას აქვს დიდი ოდენობით უცხოურ ვალუტაში ნომინირებული მოზიდული კაპიტალი.

საწარმოების მმართველები ხშირად მანიპულირებენ მოკლევადიან პერიოდში მიღებული ფინანსური მოგებით ან ზარალით, რათა თავიანთ მფლობელებს ისეთი

კაპიტალის და აქტივების ცვლილება (პროცენტობით)



წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილება (პროცენტობით)

ბალანსის მუხლები	სს “საქართველოს რკინიგზა”			სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის”		
	2013	2014	2015	2013	2014	2015
სააქციო კაპიტალის ცვლილება (%)	0	0.2	0	0	12	7
სარეზერვო კაპიტალის ცვლილება (%)	0	8	0	-25	0	-26
გაუნაწილებელი მოგების ცვლილება (%)	8	-2	-19	50	16	-16

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

ფინანსური ანგარიშგება წარუდგინონ, სადაც წლიდან წლამდე დიდი სხვაობა არაა წმინდა მოგების ნაწილში.

მიზანშეწონილად მიგვაჩნია ბასს ითვალისწინებდეს პირობითი ზარალის აღიარებისას ზარალის საორიენტაციო ღირებულებიდან საშუალო მაჩვენებელს. კერძოდ, თუ საწარმოს პირობითი ზარალი მერყეობს 20 მილიონიდან 100 მილიონამდე, ამ შემთხვევაში ამ საწარმომ უნდა გააკეთოს საშუალო მაჩვენებლის, 60 მილიონის ანარიცხი ფინანსურ ანგარიშგებაში. აღნიშნული მიდგომა განპირობებულია შემდეგი გარემოებით: როდესაც მმართველებს აქვთ ლავირების საშუალება 20 მლნ ლარიდან 100 მლნ ლარამდე ზარალის აღიარების, ზოგი “კონსერვატორი” მენეჯერი განზრახ ახდენს ზარალის ზედა ზღვარის აღიარებას, რადგან შემდგომში მოახდინოს ამ ზარალის მოგებად “ამობრუნება”. ანუ თუ საწარმო აღიარებს 100 მილიონს ზემოაღნიშნული დიაპაზონიდან, და პირობითი ვალდებულება როდესაც რეალიზდება 50 მილიონის ოდენობით, დარჩენილი 50 მილიონი ლარი, რომელიც უკვე აღიარებულია ზარალად აღიარდება შემოსავლად და საწარმოს ფაქტობრივად გაუჩნდება ფიქტიური მოგება.

საქართველოს შემთხვევაში ამგვარი შეფასებითი ფინანსური ანგარიშგებით მანიპულირების ნათელი მაგალითია სს “ბანკი რესპუბლიკა“-ს მიერ 2008 წელს ფიქსირებული აქტივების აფასება. მაშინ, როდესაც 2008 წელს რუსეთ-საქართველოს ომის შემდეგ და გლობალური ეკონომიკური კრიზისის პერიოდში ფაქტობრივად ყველა კომერციულმა ბანკმა ძირითადი საშუალებები ჩამოაფასა, “ბანკი რესპუბლიკა” პირიქით მოიქცა.

ცალსახაა, რომ სააქციო საზოგადოების მენეჯმენტის მხრიდან ადგილი ჰქონდა ე.წ. მოგების მართვას, რადგან მათ ისეთი ფინანსური ანგარიშგება წარუდგინეს კომპანიის აქციონერებს და მარეგულირებელ უწყებებს, რაც მენეჯმენტს აწყობდა და აღნიშნული ფინანსური ანგარიშგება მაინცდამაინც არ ასახავდა ეკონომიკურ რეალობას.

შესაბამისად, რადგან მოკლე და საშუალოვადიან პერიოდში ვალუტის კურსის ცვალებადობამ შესაძლოა სააქციო საზოგადოების ეკონომიკური რეალობა არასწორად აჩვენოს, სს “საქართველოს რკინიგზის” შემთხვევაში მნიშვნელოვანია, მოხდეს საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის ფინანსური მაჩვენებლების “ნორმალიზება”. კერძოდ, ანალიტიკური მიზნებისათვის საკურსო სხვაობიდან



მიღებული ზარალი არ არის გათვალისწინებული. მე-14 ცხრილში მოცემულია რკინიგზის განახლებული საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურა.

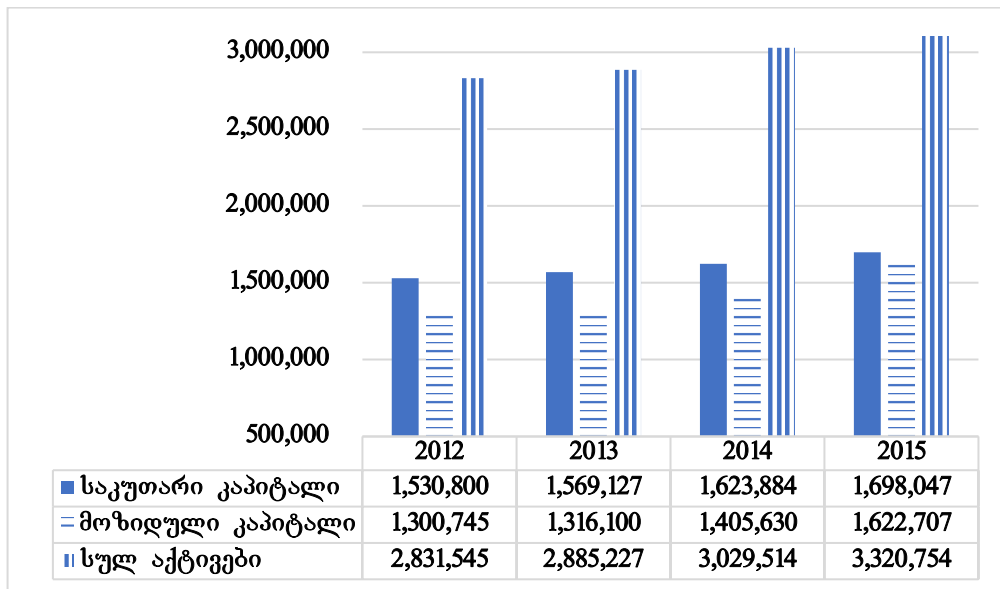
როგორც სს “საქართველოს რკინიგზის” განახლებულ კაპიტალის სტრუქტურაში ფიქსირდება, ფაქტობრივად 2012-2015 წლების განმავლობაში საკუთარი კაპიტალი აღემატება მოზიდულ კაპიტალს.

რაც შეეხება ზრდის ტენდენციას, 2014 წლის განმავლობაში რკინიგზის საკუთარი კაპიტალი გაიზარდა 3%-ით, ხოლო 2015 წელს – 5%-ით. მოზიდული კაპიტალის საკუთარ კაპიტალთან შეფარდებას, 2014 წელს ამ კოეფიციენტმა შეადგინა 0.87, ხოლო 2015 წელს – 0.96. ეს რკინიგზის კაპიტალის სტრუქტურის სიჯანსაღეზე მიუთითებს.

**ცხრილი №14**

**“საქართველოს რკინიგზის” კაპიტალის სტრუქტურა  
(კურსთაშორისი სხვაობით მიღებული ზარალის გამოკლებით)**

ათ. ლარი



წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგების ანალიზით დგინდება, რომ საკუთარი კაპიტალის ცვლილებამ მაქსიმუმს მიაღწია 2013 წელს და შეადგინა 43%, მოზიდული კაპიტალის ყველაზე მეტად გაიზარდა 2015 წელს და შეადგინა 24%, ხოლო მთლიანი აქტივების

მაქსიმალურად გაიზარდა 2013 წელს 20%-ის ოდენობით. შესაბამისად, შესაძლებელია დავასკვნათ, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ძირითადი საბალანსო მონაცემები ჯანსაღ სურათს ასახავს.

ცხრილი №13-დან ჩანს, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საკუთარ კაპიტალში ზრდა შეინიშნება 2014 და 2015 წლებში შესაბამისად, 12% და 7%-ის ოდენობით. გაუნაწილებელი მოგება 2013 წელს გაიზარდა 50%-ით წინა წელთან შედარებით და შეადგინა 284 მილიონი ლარი, ხოლო 2014 წელს გაიზარდა 16%-ით წინა წელთან შედარებით და შეადგინა 328,7 მილიონი ლარი. რაც შეეხება 2015 წელს, გაუნაწილებელი მოგება შემცირდა 16%-ით: ეს გარემოება გამოიწვია წმინდა მოგების 56%-იანმა შემცირებამ 83,8 მილიონი ლარიდან 36,2 მილიონ ლარამდე “საქართველოს რკინიგზის” მსგავსად კურსთაშორისი სხვაობით გამოწვეული ზარალის გამო. თუმცა რკინიგზისგან განსხვავებით, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” მაინც გავიდა მოგებაზე 2015 წლის სავალუტო რყევების მიუხედავად.

სააქციო საზოგადოებებში ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის მიზნებისათვის, ჩატარდა ლიკვიდურობის ანალიზი შემდეგი კოეფიციენტებით:

- მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;
- სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;
- აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტი.

როგორც ცხრილი №15-დან ჩანს, სს “საქართველოს რკინიგზის” მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი 2015 წლის ბოლოსთვის არის 2.82, 2014 წლის ბოლოს – 2.24, 2013 წლის ბოლოს - 3.15, ხოლო 2012 წლის ბოლოს - 2.50. ფაქტობრივად, 2012-2015 წლების განმავლობაში ყოველ წელს მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი აღემატება 2-ს, საშუალო მაჩვენებელი შეადგენს 2.68-ს. ფინანსური ანგარიშგების მიზნებისათვის, სააქციო საზოგადოება ლიკვიდურად ითვლება მოკლევადიან პერიოდში, თუ მისი მიმდინარე ლიკვიდურობის მაჩვენებელი 1-ზე მეტია. ამ შემთხვევაში, შეგვიძლია ვთქვათ, რომ სს “საქართველოს რკინიგზა” საკმაოდ ლიკვიდურია მოკლევადიან პერიოდში.

რაც შეეხება სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტს, 2015 წლის ბოლოს არსებული მდგომარეობით, რკინიგზის კოეფიციენტი შეადგენს 2.23-ს, 2014 წლის ბოლოს – 1.9-ს, 2013 წლის ბოლოს – 2.32-ს, ხოლო 2012 წლის ბოლოს - 1.81-ს.

საშუალო სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი 2012-2015 წლების განმავლობაში არის 2.06. ისევე, როგორც მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი, სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი ითვლება, რომ არის პოზიტიური იმ შემთხვევაში თუ იგი 1-ს აღემატება. აქ შეგვიძლია ითქვას, რომ სს “საქართველოს რკინიგზის” სწრაფი ლიკვიდურობის მაჩვენებელი ძალიან პოზიტიურ სურათს იძლევა.

აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტის ნაწილში 2015 წლის ბოლოს მდგომარეობით, სს “საქართველოს რკინიგზის” კოეფიციენტი შეადგენს 1.91-ს, 2014 წლის ბოლოს – 2.11-ს, 2013 წლის ბოლოს – 2.19-ს, ხოლო 2012 წლის ბოლოს – 2.18-ს. 2012-2015 წლების განმავლობაში საშუალო მაჩვენებელია – 2.10. ერთის მხრივ, მიმდინარე ლიკვიდურობის და სწრაფი ლიკვიდურობის მაჩვენებლები თუ ასახავს სააქციო საზოგადოების საოპერაციო მმართველობის შეფასებაში, აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტი აჩვენებს სააქციო საზოგადოების ზოგადი ლიკვიდურობის შეფასებაში. ზოგადი ლიკვიდურობის ნაწილშიც სს “საქართველოს რკინიგზა” შეიძლება ჩაითვალოს საკმაოდ ლიკვიდურად, რადგან საშუალოდ, 2012-2015 საანგარიშგებო წლების მაჩვენებელი აღემატება 2-ს.

ცხრილი №15-დან დგინდება, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი 2015 წლის ბოლოსათვის არის 5.07, 2014 წლის ბოლოსთვის 3.65, 2013 წლის ბოლოსთვის 9.30, ხოლო 2012 წლისათვის 5.70. ფაქტობრივად ყოველ წელს, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი აღემატება 3-ს. იმის გათვალისწინებით, რომ 1-ზე მაღალი მაჩვენებელი ზემოაღნიშნული კოეფიციენტისთვის მიიჩნევა პოზიტიურად, დადგინდა, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” არის საკმაოდ ლიკვიდური მიმდინარე პერიოდში.

რაც შეეხება სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტს, 2015 წლის ბოლოს არსებული მდგომარეობით, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაში” დაფიქსირდა 4.24 მაჩვენებელი, 2014 წლის ბოლოს – 3, 2013 წლის ბოლოს – 7.69, ხოლო 2012 წლის ბოლოს - 4.49.

მიმდინარე, სწრაფი და აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტები

ათ. ლარი

საბალანსო მუხლები	სს “საქართველოს რკინიგზა”				სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი	2.50	3.15	2.24	2.82	5.70	9.30	3.65	5.07
სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი	1.81	2.32	1.90	2.23	4.49	7.69	3.00	4.24
აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტი	2.18	2.19	2.11	1.91	1.83	2.17	2.22	2.04

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

მინიმუმ 3 შეადგინა სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სწრაფი ლიკვიდურობის კოეფიციენტი 2012-2015 წლების განმავლობაში, ხოლო საშუალო მაჩვენებელი შეადგინა 4.85, რაც ზედმიწევნით კარგ ლიკვიდურობის მართვაზე მიუთითებს სააქციო საზოგადოების მხრიდან.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” აბსოლუტური ლიკვიდურობის ნაწილში, 2015 წლის ბოლოს მდგომარეობით, დაფიქსირდა 2.04 კოეფიციენტი, 2014 წლის ბოლოს - 2.22, 2013 წლის ბოლოს - 2.17, ხოლო 2012 წლის ბოლოს - 1.83. შესაბამისად, 2012-2015 წლების განმავლობაში საშუალო მაჩვენებელი შეადგენს 2.07. რადგან სწრაფი და მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტების ანალიზით, ერთი მხრივ დადგინდა, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საოპერაციო ლიკვიდურობის კოეფიციენტები ჯანსაღია სწრაფი და მიმდინარე ლიკვიდურობის ტრილში. მეორე მხრივ, აბსოლუტური ლიკვიდურობის ანალიზითაც დადგინდა, რომ ზოგადად კომპანიას აქვს ჯანსაღი მდგომარეობა ვალდებულებების მართვასთან დაკავშირებით, რადგან 2012-2015 წლების განმავლობაში საშუალო აბსოლუტური ლიკვიდურობის მაჩვენებელი აღემატება 2-ს.

ფინანსური ანგარიშგების ზემოაღნიშნული ანალიზი მოიცავს როგორც ჰორიზონტალურ, ასევე ვერტიკალურ ანალიზს, რადგან გაანალიზებულია ფინანსური ანგარიშგების მაჩვენებლები როგორც დროის ტრილში, აგრეთვე, ფინანსური ანგარიშგების ქვე-კომპონენტების ანალიზიდან გამომდინარე. გამოტანილია დასკვნები ზოგადად ფინანსური მდგომარეობის სიჯანსაღეზე.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, საკუთარი კაპიტალის მოზიდვის შემთხვევაში, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზს გაცილებით უფრო დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ვიდრე მოზიდული კაპიტალის ფინანსირებით (სესხის აღების დროს), რადგან ფინანსური ინსტიტუტები მაინც ძირითადად საწარმოს მიერ შემოთავაზებულ უზრუნველყოფებზე არიან დამოკიდებულნი სესხების გაცემისას.

იმ შემთხვევაში თუ სს “საქართველოს რკინიგზა” დაგეგმავს საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის გაუმჯობესებას აქციების პირველადი განთავსებით და სხვა მსგავსი კაპიტალის ტრანზაქციით, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ პოტენციური ინვესტორები სს “საქართველოს რკინიგზის” ლიკვიდურობას პოზიტიურად აღიქვამენ.

უნდა აღინიშნოს, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” არის საკმაოდ ლიკვიდური. ლიკვიდურობა განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია ფინანსური ანგარიშგების ანალიზისას, როდესაც სააქციო საზოგადოება აპირებს საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის გაუმჯობესებას საფონდო ბირჟების მეშვეობით, აქციების პირველადი განთავსებით.

ლიკვიდურობის მნიშვნელობა ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის დროს ნაწილობრივ გამომდინარეობს იმ გარემოებიდან, რომ მომგებიანობა მაინც არის ფინანსური მონაცემი და წლიდან წლამდე მომგებიანობაში ცვლილებები შეიძლება გამოიწვიოს ისეთმა შეფასებითმა მონაცემებმა, როგორცაა კურსთაშორისი სხვაობით გამოწვეული ზარალი. შესაბამისად, ფულის და ლიკვიდურობის ანალიზის დროს ნაკლებია ფინანსური ანგარიშგების შეფასებითი კრიტერიუმები, რაც ართულებს ლიკვიდურობის კოეფიციენტებით მანიპულირების საშუალებას. შესაბამისად, შესაძლებელია ითქვას, რომ ლიკვიდურობის კოეფიციენტების ანალიზი უფრო უტყუარია, ვიდრე მომგებიანობის კოეფიციენტების ანალიზი. არის გავრცელებული ტერმინი “ფული მეფეა”, რაც იმას მიანიშნებს, რომ მომგებიანობის კოეფიციენტებზე ზემდეტი დაყრდნობა არ შეიძლება, მაშინ როდესაც შეინიშნება ლიკვიდურობის პრობლემები სააქციო საზოგადოებებში.

სანამ სხვა სახის კოეფიციენტს განვიხილავთ, მნიშვნელოვანია, რომ განვიხილოთ ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგების აქტივების დინამიკა 2012-2015 წლებში. როგორც მე-10 გრაფიკიდან ირკვევა, რკინიგზის შემთხვევაში ფაქტობრივად ყოველ წელს ზრდის ტენდენცია იკვეთება მიდინარე, გრძელვადიანი და ჯამური აქტივების ჭრილში.

სს “საქართველოს რკინიგზის” ფინანსური ანგარიშგების ანალიზით დგინდება, რომ 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით აქტივების ყველა კომპონენტში შეინიშნება ზრდის ტენდენცია, გარდა 2014 წლის მიმდინარე აქტივებისა, რომელიც 25%-ით შემცირდა. 2015 წელს მიმდინარე აქტივები გაიზარდა 46%-ით, გრძელვადიანი აქტივები 4%-ით, ხოლო ჯამური აქტივები 15%-ით. მიმდინარე აქტივების 46%-იანი ზრდა ძირითადად განპირობებულია აქციონერზე გაცემული სესხის დაფარვით; კერძოდ, სს “საპარტნიორო ფონდმა” დაფარა დაახლოებით 60 მლნ. აშშ დოლარის ღირებულების სესხი, რაც სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაში” ფონდს მისცა გარდაბნის თბოსადგურის მშენებლობისათვის.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” გრძელვადიანი აქტივების ზრდის ტენდენცია ძირითადად, დამოკიდებულია ძირითადი საშუალებების ზრდაზე.

რაც შეეხება მოკლევადიანი აქტივების ზრდას, იგი ყველაზე მაღალი ტემპით იზრდება მიმდინარე და ჯამურ აქტივებთან შედარებით. ცხრილი №16-დან ირკვევა, რომ 2014 წელს მიმდინარე აქტივები გაიზარდა 18%-ით, ხოლო 2015 წელს – 10%-ით.

ცხრილი №17-ის მიხედვით, ზრდის ტენდენცია იკვეთება საანალიზო სააქციო საზოგადოებების საკუთარ კაპიტალში საკუთარი საბრუნავი სახსრების წილის კუთხით 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით. 2015 წელს სს “საქართველოს რკინიგზის” საბრუნავი სახსრების წილი საკუთარ კაპიტალში გაიზარდა 0.15-დან 0.2-მდე, ხოლო სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” იგივე კოეფიციენტი გაიზარდა 0.33-დან 0.5-მდე.

2013 წელს აქტივების ყველა კომპონენტში ზრდა შეინიშნება: მიმდინარე აქტივები გაიზარდა 12%-ით, გრძელვადიანი აქტივები გაიზარდა 26%-ით, ხოლო ჯამური აქტივები გაიზარდა 20%-ით.

**ცხრილი №16**

**“საქართველოს რკინიგზის” მიმდინარე აქტივების და შემოსავლების ზრდის ტენდენცია**

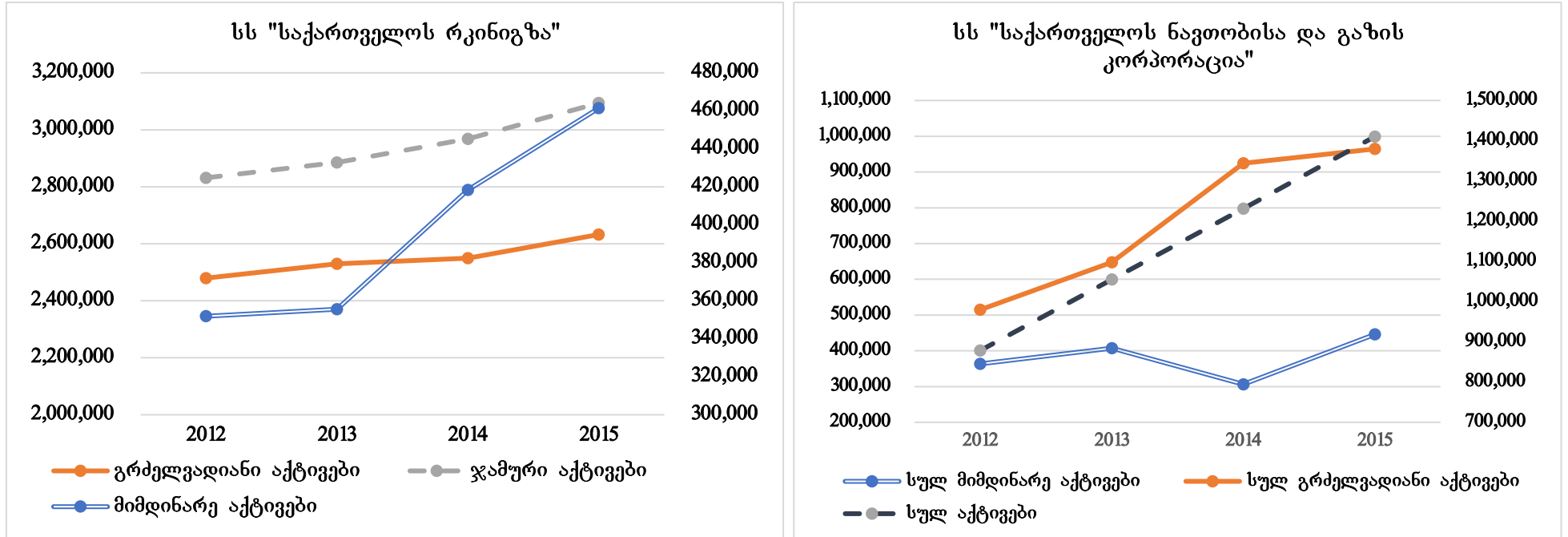
ათ. ლარი

მუხლების დასახელება	2012	2013	2014	2015
მიმდინარე აქტივები	351,869	355,575	418,406	461,432
მიმდინარე აქტივების ცვლილება (%)		1	18	10
შემოსავლები	469,819	479,846	511,570	574,773
შემოსავლების ცვლილება (%)		2	7	12

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების აქტივების ზრდის ტენდენცია

ათ. ლარი

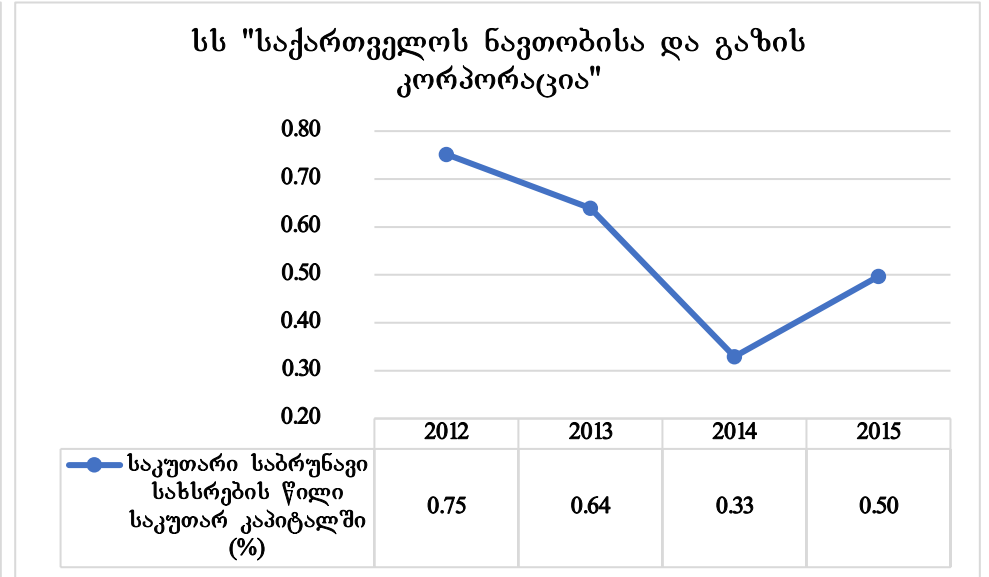
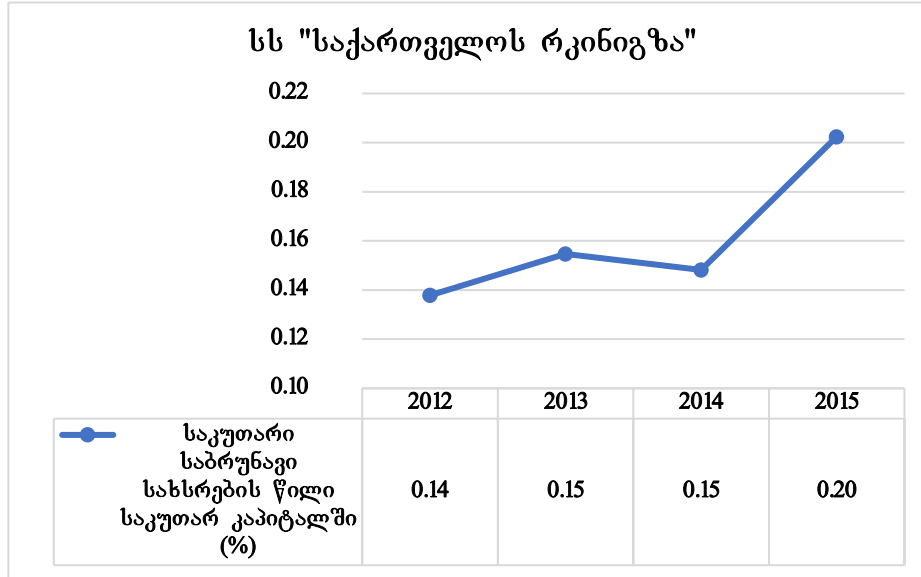


წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება



საანალიზო სააქციო საზოგადოებების საკუთარი საბრუნავი სახსრების წილი საკუთარ კაპიტალში

ათ. ლარი



წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

ცხრილი №17-ის მიხედვით, სს “საქართველოს რკინიგზის” მიმდინარე აქტივების გაზრდა ძირითადად, განპირობებულია ფულის, ფულის ექვივალენტების და მიწოდებიდან და მომსახურებიდან წარმოქმნილი მოთხოვნების ცვლილებით. აგრეთვე, ზემოაღნიშნული ფინანსური ანგარიშგების პუნქტების ცვლილება პირდაპირ კავშირშია შემოსავლების ცვლილებასთან. 2014 წელს მიმდინარე აქტივების 14%-იანი ზრდის პარალელურად 7%-ით გაიზარდა შემოსავლები, ხოლო 2015 წელს მიმდინარე აქტივების 10%-იანი ზრდის პარალელურად, 12%-ით გაიზარდა შემოსავლები. მიუხედავად იმისა, რომ 2014 წელს შემოსავლების 7%-იანი ცვლილება სრულად არ ხსნის მიმდინარე აქტივების გაზრდას, დანარჩენი განპირობებულია იმით, რომ დარიცხვის მეთოდით 2013 წელს აღიარებული შემოსავლების ნაწილი თანხობრივად ჩაირიცხა 2014 წელს.

მას შემდეგ, რაც გავაანალიზეთ სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ლიკვიდურობის კოეფიციენტები, მნიშვნელოვანია ჩავატაროთ საწარმოს სრული შემოსავლების ანგარიშგების ანალიზი. დანართებში №3, №9 მოცემულია სააქციო საზოგადოებების სრული შემოსავლების (მოგება-ზარალის) ანგარიშგებები 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით. სს “საქართველოს რკინიგზის” საოპერაციო შემოსავლებმა 2015 წლის ბოლოსათვის შეადგინა 575 მილიონი ლარი, ხოლო რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულებამ - 45.5 მილიონი ლარი. შესაბამისად, საერთო მოგება 2015 წლის ბოლოს შეადგენს 529 მილიონ ლარს. საოპერაციო მოგებამ 2015 წლის ბოლოს შეადგინა 187.5 მილიონი ლარი. საოპერაციო შემოსავლები წინა წელთან შედარებით დაახლოებით 13%-ით გაიზარდა, ხოლო საოპერაციო მოგება 41,6%-ით.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სრული შემოსავლების ანგარიშგების ანალიზით დგინდება, რომ შემოსავლები რეალიზაციიდან იზრდება ყოველ წელს 2012-2015 წლების განმავლობაში. 2015 წლის ბოლოს შემოსავლებმა მიაღწია მაქსიმალურ ოდენობას და შეადგინა 495 მილიონი ლარი: ეს მონაცემი წინა წელთან შედარებით 38%-ით გაიზარდა. დაახლოებით 50%-ით გაიზარდა აგრეთვე, რეალიზებული საქონლის თვითღირებულება 2014 წელთან შედარებით და შეადგინა 337 მილიონი ლარი. მე-11 გრაფიკი ცხადყოფს, რომ შემოსავლებისა და რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება პროპორციულად იზრდება, რადგან სააქციო საზოგადოების შემოსავლების და შესყიდვების კონტრაქტები ნომინირებულია აშშ დოლარში.

მიუხედავად ზემოაღნიშნული პოზიტიური მაჩვენებლებისა, სს “საქართველოს რკინიგზას” 2015 წლის ბოლოს აქვს 65,5 მილიონი ლარის წმინდა ზარალი. აღნიშნულის გამომწვევ მიზეზებს ქვემოთ განვიხილავთ.

გრაფიკ №11-ში ნაჩვენებია საანალიზო სააქციო საზოგადოებების შემოსავლების და რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულების დინამიკა 2012-2015 წლების განმავლობაში. საინტერესოა, რომ ფაქტობრივად ყოველ წელს იზრდება შემოსავლები 2012 წლიდან მოყოლებული. 2012 წელს სს “საქართველოს რკინიგზის” შემოსავლებმა შეადგინა 469,8 მილიონი ლარი და აღნიშნული მონაცემელი იყო მინიმალური 2012-2015 წლებში. 2013 წელს საოპერაციო შემოსავლები გაიზარდა 2%-ით და მაჩვენებელმა მიაღწია 479,8 მილიონ ლარს.

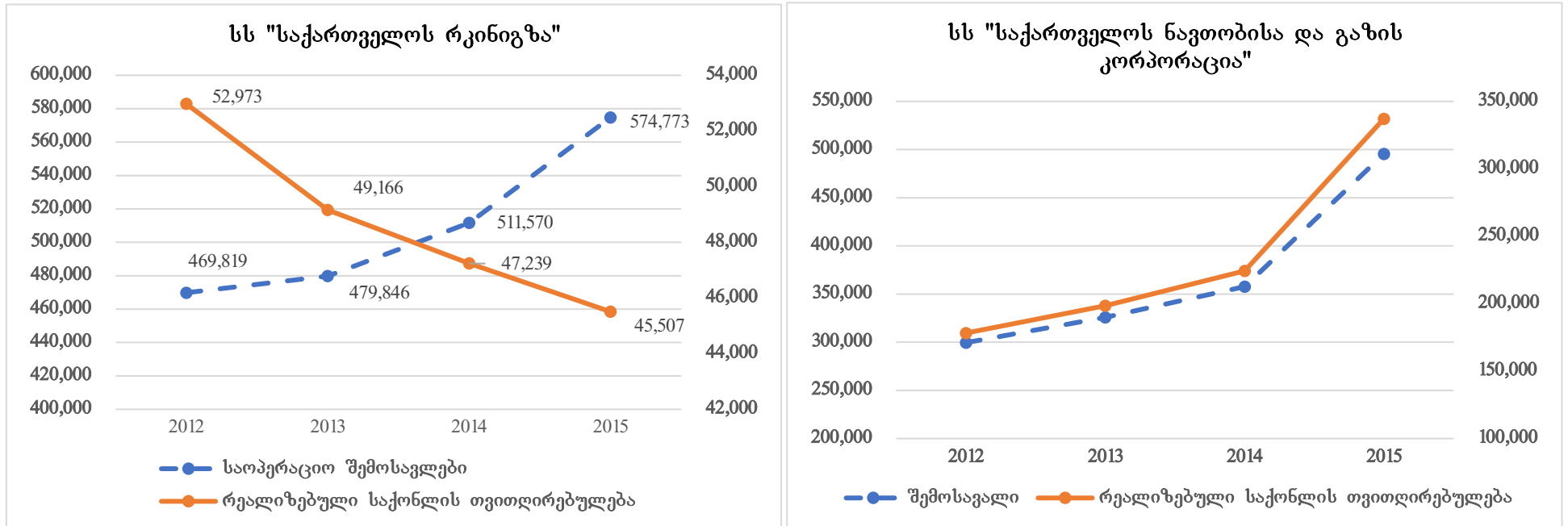
სს “საქართველოს რკინიგზის” საოპერაციო შემოსავლები 2014 წელს გაიზარდა 7%-ით და 511,6 მილიონ ლარს მიაღწია, ხოლო ზრდის ყველაზე მაღალი მაჩვენებელი დაფიქსირდა 2015 წელს 12%-ის სახით და 574,7 მილიონი ლარის ოდენობით.

გრაფიკი №11 ცხადყოფს იმ ტენდენციას, რომ შემოსავლები და რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება ერთნაირი ტენდენციით იზრდება სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემთხვევაში. მაგალითად, 2014 წელს შემოსავლები გაიზარდა 10%-ით და მიაღწია 357,8 მილიონ ლარს, ხოლო რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება გაიზარდა 13%-ით და მიაღწია 224 მილიონ ლარს. 2013 წელს შემოსავლები გაიზარდა 9%-ით და მიაღწია 325,7 მილიონ ლარს, ხოლო რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება გაიზარდა 11%-ით და მიაღწია 198 მილიონ ლარს.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციისგან” განსხვავებით, სს “საქართველოს რკინიგზის” საოპერაციო შემოსავლების ზრდასთან ერთად, მცირდება რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება 2012-2015 წლების ჭრილში. ზემოაღნიშნული ხარჯისთვის მაქსიმალური მაჩვენებელი დაფიქსირდა 2012 წელს 52,9 მილიონი ლარის ოდენობით. 2013 წელს აღნიშნული ხარჯი შემცირდა 7%-ით და შეადგინა 49,2 მილიონი ლარი. 2014 წელს რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულების ხარჯი შემცირდა 4%-ით და დაფიქსირდა 42,3 მილიონი ლარი, ხოლო 2015 წელს იგი ასევე 4%-ით შემცირდა და შეადგინა 45,5 მილიონი ლარი.

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების შემოსავლების და რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულების დინამიკა

ათ. ლარი



წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

ანალიზით დგინდება, რომ ყოველ წელს სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას" აქვს პოზიტიური წმინდა მოგების მაჩვენებელი, მიუხედავად სავალუტო რყევებისა. წმინდა მოგების მაქსიმალური მაჩვენებელი დაფიქსირდა 2013 წელს, როდესაც მან შეადგინა 94,3 მილიონი ლარი, ხოლო მინიმალური მაჩვენებელი 2015 წელს 36,2 მილიონი ლარის ოდენობით. 2012 წელს წმინდა მოგებამ შეადგინა 81 მილიონი ლარი, ხოლო 2014 წელს 83,8 მილიონი ლარი.

მიუხედავად იმისა, რომ სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" შემოსავლები და რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულება ერთნაირი ტემპებით იზრდება წლიდან წლამდე, მნიშვნელოვანია გავანალიზოთ საერთო მოგების ცვლილების ტენდენცია. 2012-2015 წლების პერიოდში მოგების მარჯაც იზრდება ყოველწლიურად. 2015 წელს მოგების მარჯა გაიზარდა 19%-ით და მიაღწია 158 მილიონ ლარს, 2014 წელს გაიზარდა 5%-ით და მიაღწია 133 მილიონ ლარს, ხოლო 2013 წელს გაიზარდა 5%-ით და მიაღწია 127 მილიონ ლარს. შესაბამისად, მიუხედავად იმისა, რომ შესყიდვები და გაყიდვები ძირითადად აშშ დოლარზეა დამოკიდებული, სააქციო საზოგადოების მოგების მარჯა სტაბილურად იზრდება 2012-2015 წლების განმავლობაში.

საერთო მოგებისგან განსხვავებით, განსხვავებული სიტუაციაა საოპერაციო მოგებაში საანალიზო პერიოდის განმავლობაში. კერძოდ, 2013 წელს სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" საოპერაციო მოგება გაიზარდა 21%-ით და მიაღწია 100 მილიონ ლარს, 2014 წელს საოპერაციო მოგება შემცირდა 8%-ით და განისაზღვრა 92 მილიონი ლარით, ხოლო 2015 წელს საოპერაციო მოგება გაიზარდა 5%-ით და მიაღწია 96,5 მილიონ ლარს.

მე-11 გრაფიკში ასახული სს "საქართველოს რკინიგზის" ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის ტენდენცია დასტურდება მომგებიანობის მონაცემებით. კერძოდ, 2012-2015 წლების პერიოდში, ყოველ წელს ფიქსირდება ზრდის ტენდენცია როგორც საერთო, აგრეთვე საოპერაციო მოგების ნაწილში.

სს "საქართველოს რკინიგზის" საერთო მოგება 2013 წელს გაიზარდა 3%-ით და შეადგინა 430,7 მილიონი ლარი, 2014 წელს გაიზარდა 8%-ით და შეადგინა 464,3 მილიონი ლარი, ხოლო 2015 წელს შემოსავლების მაქსიმალური მაჩვენებელი დაფიქსირდა 529,3 მილიონი ლარით, რაც 14%-იანი ზრდის ტოლფასია.

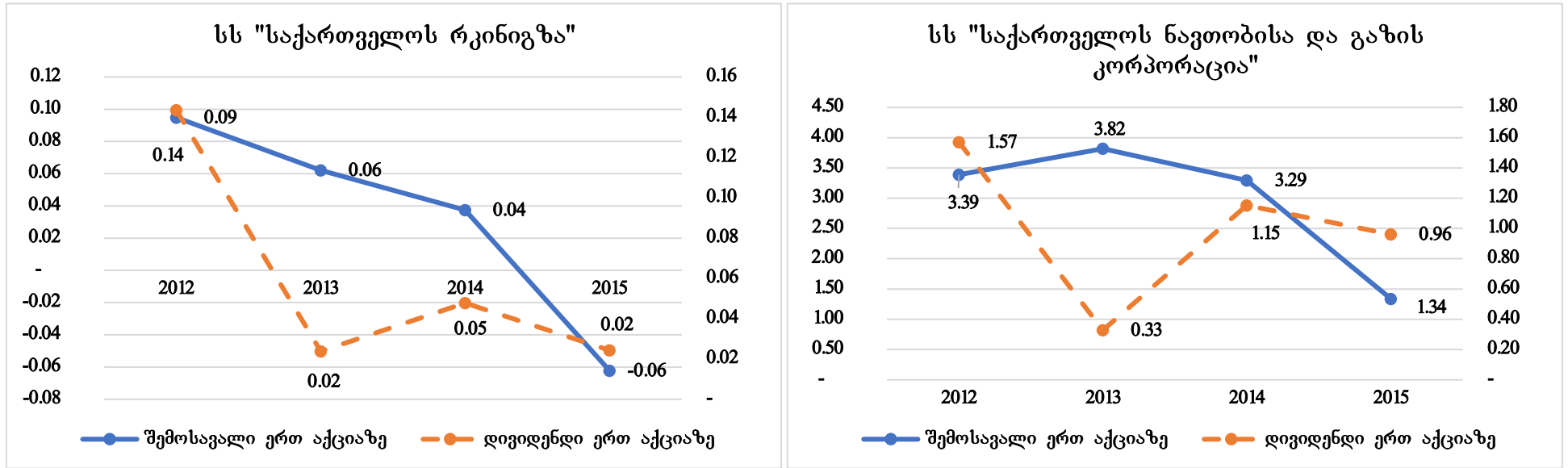
საინტერესოა ის ფაქტი, რომ ჰორიზონტალური ანალიზის მეშვეობით დგინდება, რომ სს “საქართველოს რკინიგზის” საოპერაციო მოგების ზრდის ტემპი გაცილებით მაღალია საერთო მოგების ზრდის ტემპზე. მიუხედავად იმისა, რომ 2013 წელს საოპერაციო მოგება შემცირდა 14%-ით და შეადგინა 105,9 მილიონი ლარი, 2014 წელს საოპერაციო მოგება გაიზარდა 25%-ით და შეადგინა 132,4 მილიონი ლარი, ხოლო 2015 წელს გაიზარდა 42%-ით და შეადგინა 187,5 მილიონი ლარი.

რკინიგზისგან განსხვავებით, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საოპერაციო მოგება შემცირდა მხოლოდ 2014 წელს 8%-ით და შეადგინა 92 მილიონი ლარი. აღნიშნული გამოიწვია საწარმოს მიერ 2014 წელს გარდაბნის თბოსადგურის მშენებლობის დაწყებამ, რის შედეგადაც სააქციო საზოგადოებას გაეზარდა საოპერაციო ხარჯები.

მომგებიანობის ანალიზის ფარგლებში, მნიშვნელოვანია შევადაროთ საანალიზო სააქციო საზოგადოებების დივიდენდი ერთ აქციაზე და შემოსავალი ერთ აქციაზე 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით. ცხრილი №18-ის მიხედვით, მიუხედავად იმისა, რომ არსებითი შემცირებაა სს “საქართველოს რკინიგზის” შემოსავალი ერთ აქციაზე კოეფიციენტში 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით, დივიდენდი ერთ აქციაზე კოეფიციენტი სტაბილურობას ინარჩუნებს ამავე პერიოდის განმავლობაში. მაგალითად, 2015 წლის ბოლოს, სს “საქართველოს რკინიგზის” შემოსავალმა ერთ აქციაზე შეადგინა უარყოფითი მაჩვენებელი -0.06-ის ოდენობით, ხოლო დივიდენდმა ერთ აქციაზე 0.02.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემოსავალი ერთ აქციაზე და დივიდენდი ერთ აქციაზე კოეფიციენტების შედარებას, მიუხედავად შემცირებული ერთ აქციაზე შემოსავლის კოეფიციენტისა, საწარმო ინარჩუნებს სტაბილურ ერთ აქციაზე დივიდენდის კოეფიციენტს. მაგალითად, 2015 წელს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემოსავალი ერთ აქციაზე შემცირდა 3.29-დან 1.34-მდე, ხოლო დივიდენდი ერთ აქციაზე შემცირდა 1.15-დან მხოლოდ 0.96-ზე. რაც შეეხება სს “საქართველოს რკინიგზის” საოპერაციო ხარჯებს, საოპერაციო შემოსავლებთან შედარებით მათი ზრდა არის გაცილებით ნაკლები 2012-2015 წლების განმავლობაში. 2013 წლის განმავლობაში საოპერაციო ხარჯები ჯამურად გაიზარდა 10%-ით და მიაღწია 324,7 მილიონს ლარს. 2014 წელს

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების შემოსავლები და დივიდენდები ერთ აქციაზე



წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

ეს მონაცემი გაიზარდა 2%-ით და შეადგინა 331,9 მილიონი ლარი, ხოლო 2015 წელს გაიზარდა 3%-ით და შეადგინა 341,7 მილიონი ლარი.

იმისათვის, რომ ავსსნათ 2014 წელს საოპერაციო მოგების შემცირების ტენდენცია, აუცილებელია განვიხილოთ სს “საქართველოს ნავთობის და გაზის კორპორაციის” საოპერაციო ხარჯების სტრუქტურა. მე-20 ცხრილში მოცემულია სააქციო საზოგადოებების საოპერაციო ხარჯები.

ცხრილი №20-ის მიხედვით, 2014 წელს სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაში" საოპერაციო მოგების შემცირების ძირითადი ხვედრითი წილი მოდის ხელფასების და ცვეთის ხარჯების გაზრდაზე. როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, 2014 წელს სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაში" დაიწყო გარდაბნის თბოსადგურის მშენებლობა, რისთვისაც დაამატა პროექტის განხორციელებისათვის დაახლოებით 50 თანამშრომელი, რამაც გამოიწვია ხარჯების 26%-ით გაზრდა 2014 წელს.

აგრეთვე, 2014 წლის განმავლობაში შექმნილ იქნა დამატებითი ძირითადი საშუალებები გარდაბნის თბოსადგურის პროექტის განსახორციელებლად. ამან გამოიწვია ცვეთის ხარჯების 9.9%-ით გაზრდა.

2015 წლის მდგომარეობით, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ძირითადი საშუალებების ცვეთა და ამორტიზაცია შეადგენს საოპერაციო ხარჯების ყველაზე მსხვილ კომპონენტს 42%-იანი ხვედრითი წლით. მას მოსდევს სხვა ხარჯები 26%-იანი ხვედრითი წლით, შემდგომ შრომის ანაზრაურება 18%-იანი ხვედრითი წლით, ხოლო ბოლო ადგილზეა გადასახადები 14%-იანი ხვედრითი წლით. ზემოაღნიშნული საოპერაციო ხარჯების სტრუქტურა 2012-2015 წლებში ძირითადად, ინარჩუნებს ერთნაირ ტენდენციას.

2015 წელს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სხვა ხარჯების ყველაზე მსხვილი კომპონენტები მოიცავდა საკონსულტაციო მომსახურებას 4,8 მილიონი ლარის ღირებულებით და იურიდიულ მომსახურებას 3,3 მილიონი ლარის ღირებულებით. საკონსულტაციო ხარჯების ძირითადი მიზანი იყო პროექტების განვითარებისთვის კვლევების ჩატარება, ხოლო იურიდიული ხარჯები გამომდინარეობდა ისრაელის საწარმოსთან საარბიტრაჟო დავებისათვის იურიდიული მომსახურების შესყიდვით.



საანალიზო სააქციო საზოგადოებების საერთო და საოპერაციო მოგების ცვლილება

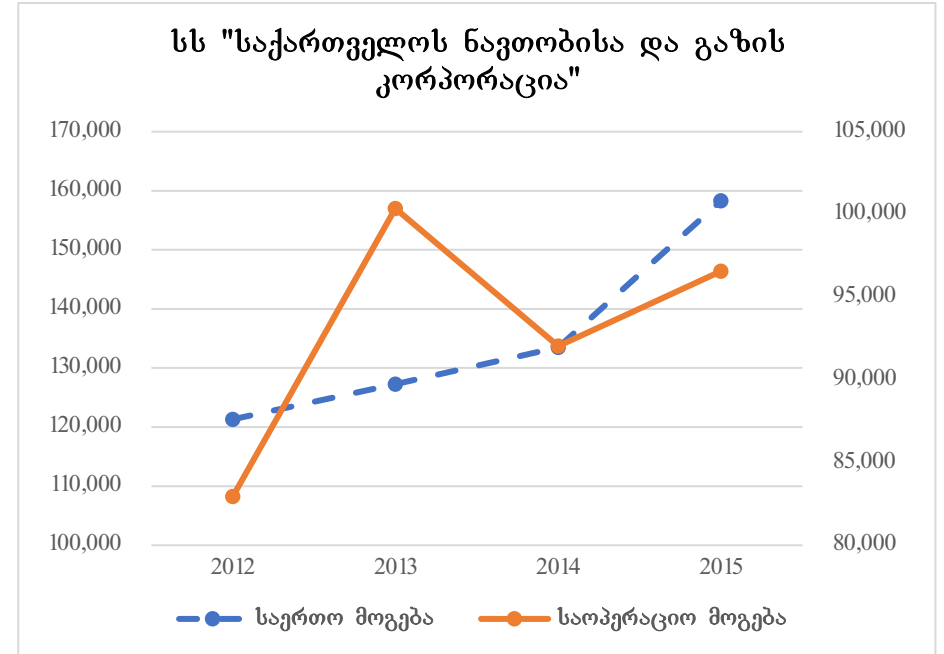
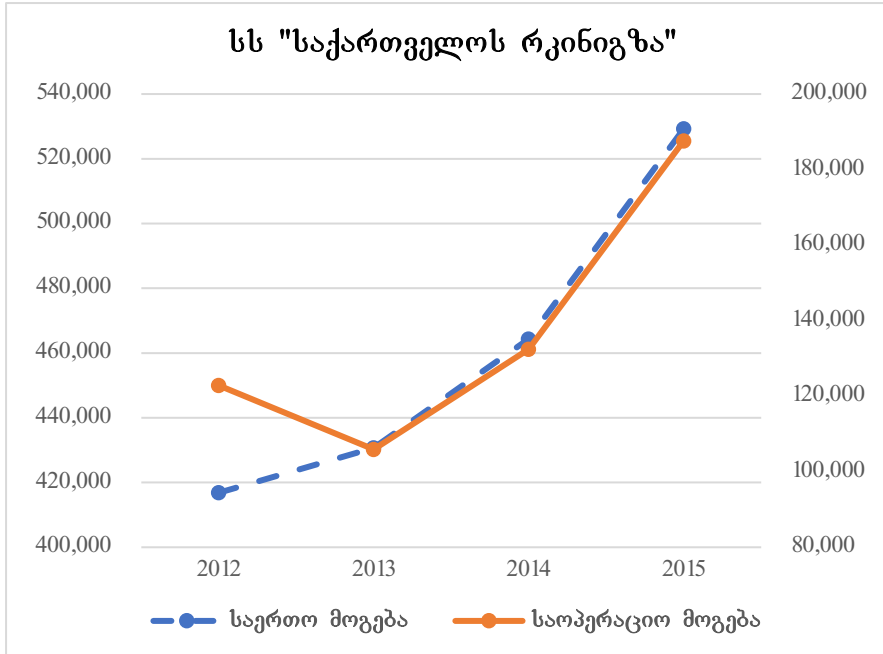
ათ. ლარი

დასახელება	სს “საქართველოს რკინიგზა”				სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
საერთო მოგება (სხვა შემოსავლის გამოკლებით)	416,846	430,680	464,331	529,266	121,321	127,278	133,467	158,277
საერთო მოგების ცვლილება, %		3	8	14		5	5	19
საოპერაციო მოგება	122,851	105,925	132,419	187,598	82,938	100,359	92,036	96,558
საოპერაციო მოგების ცვლილება, %		-14	25	42		21	-8	5

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების საერთო და საოპერაციო მოგების ცვლილების ტენდენცია

ათ. ლარი



წყარო: სს "საქართველოს რკინიგზის" და სს "საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის" ფინანსური ანგარიშგება

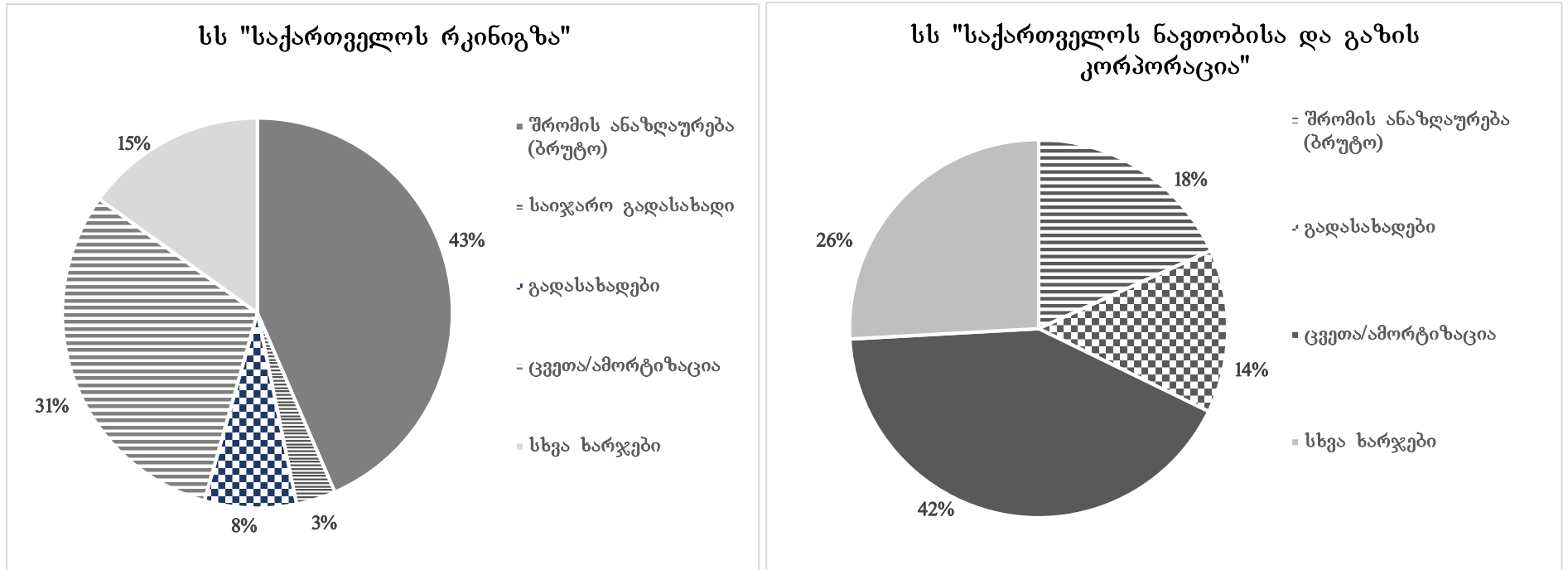
## საანალიზო სააქციო საზოგადოებების საოპერაციო ხარჯების სტრუქტურა

ათ. ლარი

დასახელება	სს “საქართველოს რკინიგზა”				სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”			
	2012 წილი (%)	2013 წილი (%)	2014 წილი (%)	2015 წილი (%)	2012 წილი (%)	2013 წილი (%)	2014 წილი (%)	2015 წილი (%)
შრომის ანაზღაურება (ბრუტო)	37	41	44	43	17	18	21	18
საიჯარო გადასახადი	9	7	6	3	-	-	-	-
გადასახადები	7	7	7	8	12	15	15	14
ცვეთა/ამორტ.	33	31	32	31	38	45	46	42
სხვა ხარჯები	15	14	11	15	33	22	18	26
<b>სულ საოპერაციო ხარჯები</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების საოპერაციო ხარჯების სტრუქტურა



წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

ცხრილი №20-ის მიხედვით, 2015 წლის ბოლოს სს “საქართველოს რკინიგზის” საოპერაციო ხარჯების ყველაზე მსხვილი კომპონენტი არის შრომის ანაზღაურება 43%-იანი ხვედრითი წილით. შრომის ანაზღაურება, ყველაზე დიდი საოპერაციო ხარჯი იყო სს “საქართველოს რკინიგზისთვის” 2014, 2013 და 2012 წლებში, საშუალოდ 41%-იანი ხვედრითი წილით.

გრაფიკი №13-ის მიხედვით, შრომის ანაზღაურების შემდეგ, ყველაზე დიდი ხვედრითი წილი მოდის ძირითადი საშუალებების ცვეთასა და ამორტიზაციაზე: 2015 წელს აღნიშნული ხარჯი შეადგენს სს “საქართველოს რკინიგზის” საოპერაციო ხარჯების 31%-ს. 2014, 2013 და 2012 წლებშიც ძირითადი საშუალებების ცვეთისა და ამორტიზაციის ხარჯს მე-2 ადგილი ეკავა მოცულობით რკინიგზის ხარჯების სტრუქტურაში, დაახლოებით 32%-იანი ხვედრითი წილით.

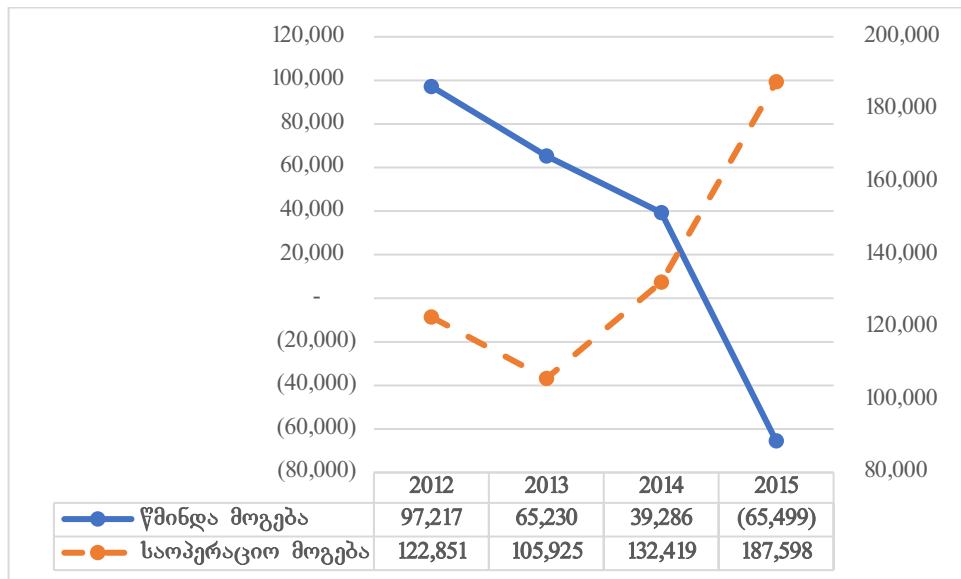
შემოსავლებისა და საოპერაციო მოგებასთან შედარებით, რადიკალურად განსხვავებული სურათი გვაქვს სს “საქართველოს რკინიგზის” წმინდა მოგებასთან მიმართებაში. ერთის მხრივ, რკინიგზის შემოსავლები იზრდება ყოველ წელს, მათ შორის 42%-ით იზრდება რკინიგზის საოპერაციო მოგება 2015 წელს. მეორეს მხრივ, რადიკალური შემცირებებია წმინდა მოგების ნაწილში. ცხრილი №21-ში ნაჩვენებია წმინდა მოგების შემცირების ტენდენცია 2012-2015 წლებში.

ცხრილი №21-ში ერთმანეთთან შედარებულია “საქართველოს რკინიგზის” წმინდა და საოპერაციო მოგება. წმინდა მოგებამ ყველაზე მაღალ მაჩვენებელს მიაღწია 2012 წელს, 97,2 მილიონი ლარი. 2013 წელს წმინდა მოგება 33%-ით შემცირდა და შეადგინა 65,2 მილიონი ლარი, ხოლო 2014 წელს ეს მაჩვენებელი შემცირდა 40%-ით და შეადგინა 39,3 მილიონი ლარი. რაც შეეხება 2015 წელს, წმინდა მოგება შემცირდა 267%-ით და რკინიგზამ მიიღო 65,5 მილიონი ლარის წმინდა ზარალი. ამან კაპიტალის სტრუქტურაზე უარყოფითად იმოქმედა, საკუთარი კაპიტალი შემცირდა 6%-ით 2015 წელს.

ცხრილი №21 ასახავს ერთობ პარადოქსულ სიტუაციას 2012-2015 წლებში იმის გათვალისწინებით, რომ სახეზეა საოპერაციო ფინანსური მმართველობის საგრძნობი გაუმჯობესება და ამავე დროს, წმინდა მოგების რადიკალური ვარდნა. სრული შემოსავლების (მოგება-ზარალის) ანგარიშგების ანალიზით ცალსახაა, რომ კურსთაშორისი სხვაობიდან მიღებული ზარალი არის ძირითადი გამომწვევი მიზეზი წმინდა მოგების მაჩვენებლის გაუარესების.

სს “საქართველოს რკინიგზის” წმინდა მოგება

ათ. ლარი



წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, კურსთაშორისი სხვაობით მიღებული ზარალი უარყოფით გავლენას ახდენს, როგორც სააქციო საზოგადოების წმინდა მოგებაზე, აგრეთვე, მისი კაპიტალის სტრუქტურაზე. შესაბამისად, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის პრობლემას წარმოადგენს კურსთაშორისი სხვაობით მიღებული ზარალით გაუარესებული წმინდა მოგების კოეფიციენტისათვის ზედმეტი მნიშვნელობის მინიჭება.

სს “საქართველოს რკინიგზის” კორექტირებული წმინდა მოგება 2012-2015 წ.

ათ. ლარი

	2012	2013	2014	2015
წმინდა მოგება	97,217	65,230	39,286	(65,499)
კურსთაშორისი სხვაობით მიღებული ზარალი	-	34,367	61,133	226,837
კორექტირებული წმინდა მოგება	97,217	99,597	100,419	161,338
კორექტირებული წმინდა მოგების ცვლილება (%)		2	1	61

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

ცხრილი №22-ში ნაჩვენებია სს “საქართველოს რკინიგზის” წმინდა მოგება და კურსთაშორისი სხვაობით მიღებული ზარალი. აგრეთვე, მიუხედავად ბასს 21 “უცხოური ვალუტის კურსის ცვლილებებით გამოწვეული შედეგები” მოთხოვნისა, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის მიზნებისათვის მოხდა წმინდა მოგების კორექტირება ზემოაღნიშნული ხარჯის წმინდა მოგებაზე დამატებით.

ცხრილი №22-ის მიხედვით, 2012 წელს სს “საქართველოს რკინიგზას” არ ჰქონდა კურსთაშორისი სხვაობით მიღებული ზარალი, 2013 წელს აღნიშნულმა ზარალმა შეადგინა 34,4 მილიონი ლარი, 2014 წელს – 61,1 მილიონი ლარი, ხოლო 2015 წელს – 226,8 მილიონი ლარი. შესაბამისად, კორექტირებულ წმინდა მოგებას თუ გავანალიზებთ, ყოველ წელს შეინიშნება ზრდის ტენდენცია. 2013 წელს კორექტირებული წმინდა მოგების მაჩვენებელი გაიზარდა 2%-ით და შეადგინა 99,6 მილიონი ლარი, 2014 წელს გაიზარდა 1%-ით და გახდა 100,4 მილიონი ლარი და 2015 წელს გაიზარდა 61%-ით და გახდა 161,3 მილიონი ლარი.

აღსანიშნავია, რომ სს “საქართველოს რკინიგზის” ზარალის ფაქტობრივად უმთავრესი გამომწვევი მიზეზი არის კურსთაშორისი სხვაობით გამოწვეული ზარალი. სს “საქართველოს რკინიგზის” სააქციო საზოგადოების სტატუსის მინიჭების შემდეგ, თუ არ გავითვალისწინებთ კურსთაშორისი სხვაობით მიღებულ ზარალს, სს “საქართველოს რკინიგზის” კორექტირებულმა წმინდა მოგებამ მიაღწია რეკორდულ მაჩვენებელს 2015 წელს.

**საქართველოს ეკონომიკის სარკინიგზო გადაზღვის სექტორს მიაღმა 322,2 მილიონი ლარის ზარალი 2015 წელს ლარის გაცვლითი კურსის გაუფასურებიდან გამომდინარე.** აღსანიშნავია, რომ აშშ დოლარის გაცვლითი კურსი 2012 წლის ბოლოს იყო დაახლოებით 1.66, 2013 წლის ბოლოს – 1.73, 2014 წლის ბოლოს – 1.83, ხოლო 2015 წლის ბოლოს – 2.39. 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით, ლარი გაუფასურდა დაახლოებით 41%-ით აშშ დოლართან მიმართებაში.

სს “საქართველოს რკინიგზის” კურსთაშორისი სხვაობით გამოწვეული ზარალის ძირითადი მიზეზი იყო საწარმოს 500 მლნ აშშ დოლარის ღირებულების ობლიგაციების არსებობა 2015 წლის ბოლოსთვის. 2012 წელს სს “საქართველოს რკინიგზამ” მოახდინა თავისი 250 მლნ. აშშ დოლარის ობლიგაციების რეფინანსირება და განათავსა 500 მლნ. აშშ დოლარის ობლიგაციები ლონდონის საფონდო ბირჟაზე.

საქართველოში საჭიროა არსებობდეს ლიკვიდური საფონდო ბირჟა, სადაც შესაძლებელია დაახლოებით 500 მლნ. აშშ დოლარის ობლიგაციების განთავსება სს “საქართველოს რკინიგზის” მიერ. ამის შედეგად, საქართველოს ეკონომიკას არ მიაღებოდა 322,2 მილიონი ლარის ზარალი.

სს “საქართველოს რკინიგზის” მსგავსად, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციასაც” აქვს 250 მილიონი აშშ დოლარის ღირებულების ობლიგაციები გამოშვებული ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. ბასს 21 “უცხოური ვალუტის კურსის ცვლილებებით გამოწვეული შედეგების” შესაბამისად, აღნიშნულის გადაფასებიდან საწარმოს ზარალმა შეადგინა 86,9 მილიონი ლარი 2015 წლისათვის, მაშინ როდესაც 2014 წელს იგივე მონაცემი იყო 10,5 მილიონი ლარი. შესაბამისად, საკურსო სხვაობით მიღებულ ზარალს თუ არ გავითვალისწინებთ, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის მიზნებისათვის, შეიძლება ითქვას, რომ სააქციო საზოგადოების წმინდა მოგება შეადგინა 100 მილიონ ლარზე მეტი, რაც მისთვის რეკორდული მაჩვენებელია 2012-2015 წლების განმავლობაში.

რადგან საქართველოში არ არსებობს ლიკვიდური საფონდო ბირჟა, საქართველოს ნავთობისა და გაზის სექტორს მიაღმა 86,9 მილიონი ლარის ზარალი. სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” კუმულატიურ ეფექტს თუ გავითვალისწინებთ, საქართველოში ლიკვიდურო საფონდო ბირჟის არსებობის შემთხვევაში, შესაძლებელია ეკონომიკისათვის მიყენებული 409,1 მილიონი ლარის ბუღალტრული ზარალი ყოფილიყო თავიდან აცილებული.

სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის ფარგლებში განვიხილეთ მომგებიანობის კოეფიციენტები:

- აქტივების რენტაბელობა (ROA);
- უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე (ROCE);
- უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE) ე.წ. დიუპონის მეთოდით გაანგარიშებული;
- მოგების მარჟა;
- საოპერაციო მოგების მარჟა;
- წმინდა მოგების მარჟა;



- აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი;

ზემოაღნიშნული კოეფიციენტები სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციისათვის” გაანგარიშებულია იგივე მეთოდოლოგიით რაც გამოყენებულ იქნა “საქართველოს რკინიგზის” შემთხვევაში.

ცხრილი №23-ში მოცემულია ფინანსური ანგარიშგების მომგებიანობის კოეფიციენტების გაანგარიშება. დგინდება, რომ სს “საქართველოს რკინიგზის აქტივების რენტაბელობის (ROA) კოეფიციენტი 2012 წელს იყო 3%, 2013 წელს – 2%, 2014 წელს – 1%, ხოლო 2015 წელს -2%. გარდა იმისა, რომ ეს კოეფიციენტი მცირდება ყოველ წელს, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის სასურველ მაჩვენებელზე, 5%-ზე დაბალია. რკინიგზის შემთხვევაში, როგორც აღვნიშნეთ ეს მაჩვენებელი სასურველ მაჩვენებელზე ნაკლებია შემდეგი გარემოებიდან გამომდინარე: შეიძლება ითქვას, რომ რკინიგზის ძირითად საშუალებებში შედის მრავალი არაპროფილური აქტივი.

რკინიგზის აქტივების შედარებით დაბალი რენტაბელობის ასახსნელად, აღვნიშნეთ, რომ რკინიგზის ბალანსზე ირიცხება ბევრი ისეთი ძირითადი საშუალება, რაც შეიძლება სახელმწიფოს ბალანსზე იყოს. მაგალითისათვის, 2015 წლის ბოლოს, საწარმოს ძირითადმა საშუალებებმა შეადგინა 2,4 მილიარდი ლარი. აქედან, 545 მილიონი ლარი იყო მიწა, 100 მილიონი შენობები, ხოლო 748 მილიონი – დაუმთავრებელი მშენებლობა.

როგორც ზემოთ აღვნიშნეთ, სს “საქართველოს რკინიგზის” ძირითადი საშუალებებიდან ფაქტობრივად 1,4 მილიარდი შეადგენს ისეთ აქტივებს, რომლებიც შესაძლოა სახელმწიფოს ბალანსზე ირიცხებოდეს. თუმცა რკინიგზის ბიზნეს მოდელი გულისხმობს ე.წ. სახელმწიფოს სახელმწიფოში, რაც მეტ მოქნილობას სთავაზობს აღნიშნულ სააქციო საზოგადოებას.

უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე (ROCE) 2012 და 2013 წელს იყო 4%, 2014 წელს 5%, ხოლო 2015 წელს 6%. კვლევის მიზნებისათვის სასურველად განვსაზღვრეთ თუ ეს კოეფიციენტი აღემატება 5%-ს. შესაბამისად, 2012 და 2013 წლებში აღნიშნული კოეფიციენტი ჩამოუვარდებოდა სასურველ მაჩვენებელს, ხოლო 2014-2015 წლებში ეს მაჩვენებელი გაუმჯობესდა.

სს “საქართველოს რკინიგზის” წმინდა მოგების მარჯა 2012 წელს იყო 21%, 2013 წელს – 14%, 2014 წელს – 8%, ხოლო 2015 წელს - -11%. 2014 და 2015 წლებში წმინდა მოგების მარჯის შემცირებით უმთავრესი მიზეზია კურსთაშორისი სხვაობით გამოწვეული ზარალით მიღებული ხარჯი. ამ ხარჯის ეფექტი რომ არ გაავითვალისწინოთ 2014 და 2015 წლებში, ზემოაღნიშნული კოეფიციენტი იქნება 2014 წელს 20%, ხოლო 2015 წელს 28%.

სს “საქართველოს რკინიგზის” აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი 2012, 2013 და 2014 წლებში იყო 17%, ხოლო 2015 წელს 19%. მიუხედავად იმისა, რომ ეს კოეფიციენტი კვლევის მიზნებისათვის სასურველად ჩავთვალეთ თუ იგი აღემატება 100%-ს, გასათვალისწინებელია, რომ რკინიგზას აქვს ბევრი ძვირადღირებული აქტივი, რაც მას გადმოეცა სახელმწიფოსგან.

რაც შეეხება სს “საქართველოს რკინიგზის” აქტივების სააქციო კაპიტალთან შეფარდებას, 2012 წელს დაფიქსირდა 2.7, 2013 წელს – 2.75, 2014 წელს – 2.82, ხოლო 2015 წელს – 2.94. ეს კოეფიციენტი შედარებით რთულად გასაშიფრია, რადგან არც მაღალი და არც დაბალი კოეფიციენტი მაინცდამაინც არ ნიშნავს პოზიტივს. უბრალოდ, მნიშვნელოვანია გამომავლინოთ ტენდენცია და ამ ტენდენციის გამომწვევი მიზეზები ავხსნათ.

სს “საქართველოს რკინიგზის” შემთხვევაში ცალსახაა, რომ ზღვრის ტენდენცია იკვეთება ყოველ წელს 2012-დან მოყოლებული. ეს შეიძლება იყოს იმის მაუწყებელი, რომ არსებული საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურით, რკინიგზა აფართოებს აქტივებს. თუმცა როგორც წმინდა მოგების მარჯის კოეფიციენტის ანალიზით იკვეთება, საკუთარი კაპიტალის შემცირებაა კურსთაშორისი სხვაობიდან გამოწვეული ზარალის ხარჯზე პირველი გამომწვევი მიზეზი აქტივების კაპიტალთან შეფარდების გაუმჯობესების, ხოლო მეორე მიზეზია აქტივების ზრდა ახალი ძირითადი საშუალებების შექენის და მშენებლობა-რემონტების ხარჯზე.

ე.წ. “დიუპონის” ფორმულით გაანგარიშებული სს “საქართველოს რკინიგზის” უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE) 2012 წელს დაფიქსირდა 10%, 2013 წელს 7%, 2014 წელს 4%, ხოლო 2015 წელს -6%. როგორც აქტივების რენტაბელობის შემთხვევაში, უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე კოეფიციენტის შემცირების ერთ-ერთი მთავარი მიზეზიც

არის წმინდა მოგების შემცირება 2012-2015 წლების განმავლობაში კურსთაშორისი სხვაობით მიღებული ზარალის გამო. თუ მოვახდენთ აღნიშნული ხარჯის კორექტირებას, მიღებულ იქნება კვლევის მიზნებისათვის სასურველად განსაზღვრული 10-15%-იანი მაჩვენებელი.

ცხრილი №24-ში მოცემული ფაქტორული ანალიზის მიხედვით, ყველაზე მაღალი კორელაციური კავშირი გამოიკვეთა წმინდა მოგების მარჯასა და უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE) კოეფიციენტს შორის 0.981-ის ოდენობით. აგრეთვე მნიშვნელოვანია, რომ ფინანსური დამოკიდებლობას 82%-იანი კავშირი აქვს უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE) კოეფიციენტთა, რაც ადასტურებს კვლევის ჰიპოთეზას, რომ საკუთარი კაპიტალი სააქციო საზოგადოების დაფინანსების ყველაზე საიმედო წყაროა.

მნიშვნელოვანია, რომ “საქართველოს რკინიგზის” მოგების მარჯა საკმაოდ მაღალ მაჩვენებელს შეადგენს. ფინანსური ანგარიშგების ანალიზით დგინდება, რომ ყველაზე არსებითი რეალიზებული პროდუქციის თვითღირებულების ხარჯი არის საწვავი. 2012 წელს მოგების მარჯამ შეადგინა 89%, 2013 წელს – 90%, 2014 წელს – 91%, ხოლო 2015 წელს - 92%. აღნიშნული მიუთითებს, რომ რკინიგზა საკმაოდ პერსპექტიული სააქციო საზოგადოებაა საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილებისათვის. კერძოდ მას გააჩნია სამომავლო საფონდო ბირჟაზე აქციების პირველადი განთავსების შესაძლებლობა, რადგან მოგების და საოპერაციო მოგების მარჯა არის ერთ-ერთი უმთავრესი ინდიკატორი ფინანსური ანალიტიკოსებისათვის (მათ შორის ბ. ელიოტი რ. ჰილტონი), როდესაც ისინი განიხილავენ სააქციო საზოგადოებების ფინანსურ ანგარიშგებებს.

საოპერაციო მოგების მარჯაც საკმაოდ მაღალ ნიშნულზე გადის. 2012 წლის ბოლოს, სს “საქართველოს რკინიგზის” საოპერაციო მოგების მარჯამ შეადგინა 26%, 2013 წელს – 22%, 2014 წელს – 26%, ხოლო 2015 წელს – 33%. როგორც შემდგომ განვიხილავთ, საოპერაციო მოგების მარჯაც არის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ფაქტორი სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების განხილვისას.

## საანალიზო სააქციო საზოგადოებების მომგებიანობის ფინანსური კოეფიციენტები

	სს “საქართველოს რკინიგზა”				სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”			
	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
აქტივების რენტაბელობა (ROA)	3%	2%	1%	-2%	9%	9%	7%	3%
უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე (ROCE)	4%	4%	5%	6%	10%	10%	9%	7%
წმინდა მოგების მარჟა	21%	14%	8%	-11%	27%	29%	23%	7%
აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი	17%	17%	17%	19%	34%	31%	29%	35%
აქტივების სააქციო კაპიტალთან შეფარდება	2.70	2.75	2.82	2.94	1.72	2.07	2.15	2.31
უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE)	10%	7%	4%	-6%	16%	19%	14%	6%
მოგების მარჟა	89%	90%	91%	92%	41%	39%	37%	32%
საოპერაციო მოგების მარჟა	26%	22%	26%	33%	28%	31%	26%	19%

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

**უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე** სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემთხვევაში 2012 და 2013 წელს იყო 10%, 2014 წელს - 9%, ხოლო 2015 წელს - 7%. აქტივების რენტაბელობის მაჩვენებლისგან განსხვავებით, უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე აღემატება სასურველ 5%-ს ყოველ წელს 2012-2015 წლების განმავლობაში. ეს საწარმოს კაპიტალის სტრუქტურის სიჯანსაღეზე მიუთითებს.

ანალიზით დადგინდა, რომ 2015 წლის ბოლოს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” აქტივების რენტაბელობამ შეადგინა 3%, 2014 წლისათვის - 7%, 2013 და 2012 წლებისთვის - 9%. რადგან კვლევის მიზნებისათვის სასურველად განვსაზღვრეთ 5%-ზე მაღალი მაჩვენებელი, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” აქტივების რენტაბელობის მაჩვენებელი ჩამორჩა სასურველ მაჩვენებელს მხოლოდ 2015 წელს. ეს გამომდინარეობს ორი გარემოებიდან: ერთი მხრივ, კურსთაშორისი ზარალის ხარჯზე შემცირდა 2015 წელს წმინდა მოგება წინა წელთან შედარებით 57%-ით, ხოლო მეორე მხრივ, გარდაბნის თბოსადგურის მშენებლობის ფარგლებში სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციამ” მნიშვნელოვნად გაზარდა ჯამური აქტივები. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” წმინდა მოგების მარჯამ 2015 წელს შეადგინა 7%, 2014 წელს - 23%, 2013 წელს - 29%, ხოლო 2012 წელს - 27%. წმინდა მოგებასთან მიმართებაში, სასურველ მაჩვენებლად განვსაზღვრეთ 20% შესაბამისად, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ მხოლოდ 2015 წელს ჩამოუვარდებოდა სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” მაჩვენებელი სასურველ ნიშნულს. აღნიშნულიც იქედან გამომდინარეობს, რომ კურსთაშორისი სხვაობიდან მიღებულმა ზარალმა წმინდა მოგება შეამცირა 57%-ით.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი 2015 წელს იყო 35%, 2014 წელს - 29%, 2013 წელს - 31%, ხოლო 2012 წელს - 34%. 2012-2015 წლების განმავლობაში საშუალო მაჩვენებელი შეადგენს 32%-ს.

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების დიუპონის ფორმულით გაანგარიშებული უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE) - კორელაციური ანალიზი

კორელაციური მატრიცა	წმინდა მოგების მარჟა	აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი	აქტივების კაპიტალთან შეფარდება	უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE)
წმინდა მოგების მარჟა	1	0.419	-0.735	0.981
აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი	0.419	1	-0.885	0.563
აქტივების კაპიტალთან შეფარდება	-0.735	-0.885	1	-0.823
<b>უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE)</b>	<b>0.981</b>	<b>0.563</b>	<b>-0.823</b>	<b>1</b>
<i>სტატისტიკური მნიშვნელობა:</i>				
წმინდა მოგების მარჟა		0.15	0.019	0
აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი	0.15		0.002	0.073
აქტივების კაპიტალთან შეფარდება	0.019	0.002		0.006
უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE)	0	0.073	0.006	

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი სასურველად ჩავთვალეთ თუ იგი აღემატება 100%-ს, თუმცა ყველა შემთხვევაში გასათვალისწინებელია ბიზნესის სპეციფიკა. კერძოდ, როდესაც საუბარია ისეთ ბიზნესზე, რომელსაც ბევრი გრძელვადიანი აქტივი არ გააჩნია, მაგალითისათვის საინფორმაციო ტექნოლოგიების კომპანია, ამ შემთხვევაში სავსებით შესაძლებელია, რომ აქტივებზე შემოსავლის კოეფიციენტი აღემატებოდეს 100%-ს, ხოლო როდესაც განიხილება სახელმწიფოს მფლობელობაში მყოფი სტრატეგიული კომპანია, რომელიც ფლობს მრავალ ძირითად საშუალებას, მათ შორის ნავთობისა და გაზის მილსადენებს, ზოგადად სასურველი კოეფიციენტის მიღწევა რთული პროცესია.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ე.წ დიუპონის ფორმულით გაანგარიშებული უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE) 2015 წელს დაფიქსირდა 6%, 2014 წელს - 14%, 2013 წელს - 19%, ხოლო 2012 წელს - 16%. 2012-2015 წლების საშუალო მაჩვენებელი ზემოაღნიშნული კოეფიციენტისათვის შეადგენს 14%-ს, ეს ფაქტი საკმაოდ პოზიტიურად შეიძლება ჩაითვალოს. კვლევის მიზნებისათვის, სასურველ მაჩვენებლად განვსაზღვრეთ 10%-დან 15%-მდე.

რაც შეეხება მოგების მარჟას, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” მაქსიმალური მაჩვენებელი დაფიქსირდა 2012 წელს 41%-ის ოდენობით, ხოლო მინიმალური 32% 2015 წელს. 2014 წელს ამ კოეფიციენტმაჩვენებელმა შეადგინა 37%, ხოლო 2013 წელს 39%. რადგან სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” ადგილობრივ ბაზარზე ანალოგი არ გააჩნია, რთულია განვსაზღვროთ მოგების მარჟისთვის სასურველი მაჩვენებელი. თუმცა აღსანიშნავია, რომ 2012-2015 წლების განმავლობაში მოგების მარჟამ სტაბილურობა შეინარჩუნა და დაფიქსირდა 37% საშუალო მაჩვენებელი.

სს “საქართველოს რკინიგზისგან” განსხვავებით, რომელიც გამოირჩევა შემოსავლების ზრდის მაღალი ტემპებით, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” საერთაშორისო ბანკები (ჯეი-პი მორგანი J.P. Morgan, კრედიტ სუისი Credit Suisse) და ფინანსური ინსტიტუტები მიიჩნევენ როგორც ენერგეტიკულ კომპანიას, რომელთა ფინანსური ანგარიშგების ანალიზისათვის უფრო მნიშვნელოვანი როლი ენიჭება შემოსავლების სტაბილურობას წლიდან წლამდე, ვიდრე მათი ზრდის ტემპს. ამ მიდგომის მთავარი აზრი იმაში მდგომარეობს, რომ

ენერგეტიკული კომპანიები სახელმწიფოსათვის წარმოადგენენ სტაბილურობის გარანტს და წლიდან წლამდე ვარიაციები მომგებიანობის მაჩვენებლებში შესაძლოა უარყოფითად იქნეს აღქმული საერთაშორისო ინვესტორების მიერ. შესაბამისად, კორპორაციის მოგების მარჯა ცხადყოფს, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” არის სტაბილური სტრატეგიული აქტივი საქართველოს სახელმწიფოსათვის.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საოპერაციო მოგების მარჯაუც საკმაოდ სტაბილურია 2012-2015 წლების განმავლობაში, რადგან მისი საშუალო მონაცემი შეადგენს 26%-ს. 2015 წელს აღნიშნულმა კოეფიციენტმა შეადგინა 19%, 2014 წელს 26%, 2013 წელს 31%, ხოლო 2012 წელს 28%. საოპერაციო მოგების მარჯაუც არის საკმაოდ მნიშვნელოვანი ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის დროს მომგებიანობის კომპონენტში. შესაბამისად, ამ შემთხვევაშიც შეგვიძლია აღვნიშნოთ, რომ დიდი ვარიაციები არ არის 2012-2015 წლების განმავლობაში და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” ტოვებს სტაბილურობის შთაბეჭდილებას.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ქონებრივი მდგომარეობის შესასწავლად გაანალიზებულ იქნა შემდეგი კოეფიციენტები:

- ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილი;
- ცვეთის კოეფიციენტი;
- საკუთარი და ნასესხები სახსრების თანაფარდობის კოეფიციენტი.

ცხრილი №25-ში მოცემულია სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის და ცვეთის ხვედრითი წილების გაანგარიშება. დგინდება, რომ რკინიგზის ძირითადი საშუალებების აბსოლუტური უმრავლესობა წარმოადგენს მისი ძირითადი საშუალებების აქტიურ ნაწილს. კერძოდ, 2012 წელს ძირითადი საშუალებების აქტიურმა ნაწილმა შეადგინა 86%, 2013 და 2014 წლებში 73%, ხოლო 2015 წელს 70%. ამ კოეფიციენტის ზღვრული მაჩვენებელი არის 50% იმ გაგებით, რომ როდესაც სააქციო საზოგადოების ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილი ჩამორჩება 50%-ს, ამ შემთხვევაში შესაძლოა ადგილი ჰქონდეს პრობლემებს ძირითადი საშუალებების მართვაში.



2012-2015 წლებში სს “საქართველოს რკინიგზის” ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილის შემცირება შესაძლოა აიხსნას მიმდინარე სამშენებლო და კაპიტალური სარეაბილიტაციო პროექტებით, ძირითადი ხაზის მოდერნიზაციის და თბილისის შემოვლითი რკინიგზის პროექტებით. აღნიშნული პროექტების დასრულების შემდეგ, ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილი კიდევ უფრო გაიზრდება.

რაც შეეხება ცვეთის ხვედრით წილს, ამ შემთხვევაშიც სს “საქართველოს რკინიგზას” პოზიტიური მაჩვენებლები აქვს, რადგან ფაქტობრივად ყოველ წელს ცვეთის კოეფიციენტი 50%-ზე დაბალია. 2012 წელს ცვეთის ხვედრითმა წილმა შეადგინა 29%, 2013 წელს – 37%, 2014 წელს – 38%, ხოლო 2015 წელს - 39%. ეს კოეფიციენტები გვიჩვენებს, რომ ძირითადი საშუალებების უმეტესი ნაწილი არ არის გაცვეთილი, რაც ამ აქტივების სიჯანსაღეზე მიუთითებს.

ანალიზით დგინდება, რომ 2015 წელს, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილი შეადგენს 95%-ს, რაც 2012-2015 წლების განმავლობაში ყველაზე მაღალი მაჩვენებელია. ასევე, 2013 წელსაც 95% იყო ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილი.

2012 წელს ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითმა წილმა შეადგინა 81%, ხოლო ყველაზე დაბალი მაჩვენებელი დაფიქსირდა 2014 წელს 51%-ის ოდენობით. 2014 წელს ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილის 50%-იან კრიტიკულ ნიშნულამდე დაცემა, ძირითადად, განაპირობა ამ წელს გარდაბნის თბოსადგურის მშენებლობის დაწყებამ, რომელიც დასრულდა 2015 წელს.

ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილის მსგავსად, ცვეთის ხვედრითი წილი კვლევის მიზნებისათვის სასურველად განვსაზღვრეთ თუ იგი 50%-ზე ნაკლებია. 2015 წლისათვის სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ცვეთის კოეფიციენტმა შეადგინა 22%, რაც 2012-2015 წლების მანძილზე ყველაზე დაბალია.

## საანალიზო სააქციო საზოგადოებების ძირითადი საშუალებები

№	ძირითადი საშუალებები	სს “საქართველოს რკინიგზა”				სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”			
		2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
1	ძირითადი საშუალებები:								
2	მიწა და შენობები	718,236	751,977	801,692	831,155	30,031	30,554	33,123	31,833
3	ნავთობისა და გაზის მილსადენები	-	-	-	-	182,080	210,687	257,740	285,684
4	ელ. ენერჯის მაწარმოებელი აქტივი	-	-	-	384,498	-	-	-	384,498
5	სალიანდაგო ინფრასტრუქტურა	696,263	539,119	606,789	612,116	-	-	-	-
6	დანადგარები	-	-	-	-	1,657	1,939	1,263	11,710
7	სხვა	2,188	1,895	1,622	3,901	2,188	1,895	1,622	3,901
8	სატრანსპორტო მანქანა-დანადგარები	680,937	422,853	485,376	476,524	-	-	-	-
9	დაუმთავრებელი ძ/ს	334,541	583,221	637,859	748,482	54,341	13,751	288,118	39,506
10	აქტიური ნაწილი	2,047,089	1,614,014	1,740,369	1,734,911	228,309	255,825	302,474	724,950
11	სულ ძირითადი საშუალებები	2,381,630	2,197,235	2,378,228	2,483,393	282,650	269,576	590,592	764,456
12	აქტიური ნაწილი ხვედრითი წილი (%)	86	73	73	70	81	95	51	95
13	ცვეთა	532,660	611,217	697,084	746,340	111,930	130,146	143,985	170,841
14	ცვეთის ხვედრითი წილი (%)	29	37	38	39	40	48	24	22

წყარო: სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება

2014 წლის ბოლოს დაფიქსირდა 24% ცვეთის კოეფიციენტი, 2013 წლის ბოლოს - 48%, ხოლო 2012 წლის ბოლოს - 40%. შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ 2013 წლის ბოლოს ცვეთის კოეფიციენტი მოუახლოვდა 50%-იან კრიტიკულ მაჩვენებელს, რაც იმის მაუწყებელი იყო, რომ საჭირო იყო სს “საქართველოს ნავთობის და გაზის კორპორაციის” აქტივების მოდერნიზაცია. შესაბამისად, გარდაბნის კომბინირებული ციკლის თბოსადგურის მშენებლობა სწორი გადაწყვეტილება იყო საწარმოს ქონებრივი მდგომარეობის გასაუმჯობესებლად.

სს “საქართველოს რკინიგზის” საკუთარი და ნასესხები სახსრების თანაფარდობის კოეფიციენტი 0.50-ზე მაღალია 2012-2015 წლებში. 2012 წელს ამ კოეფიციენტმა შეადგინა 1.18, 2013 წელს – 1.19, 2014 წელს 1.11, ხოლო 2015 წელს 0.91.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საკუთარი კაპიტალის მოზიდულ კაპიტალთან შეფარდება. 2015 წლის ბოლოს აღნიშნულმა კოეფიციენტმა შეადგინა 1.04 და წინა წელთან შედარებით შემცირდა 14%-ით, 2014 წელს ეს კოეფიციენტი გაიზარდა 4%-ით წინა წელთან შედარებით და შეადგინა 1.22, ხოლო 2013 წელს აღნიშნული კოეფიციენტი გაიზარდა 41%-ით და მიაღწია 1.17-ს. 2012 წელს აღნიშნული კოეფიციენტი იყო 0.83, რაც 2012-2015 წლების განმავლობაში ყველაზე დაბალია და ჩამოუარდება ჩვენ მიერ განსაზღვრულ სასურველ მაჩვენებელს (1).

ამ მაჩვენებლის ანალიზით შეიძლება დავასკვნათ, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” გააჩნია საკმაოდ ჯანსაღი კაპიტალის სტრუქტურა, რაც მას დაეხმარება მომავალში აქციების პირველადი განთავსებისას.

სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის დროს მნიშვნელოვანია გავითვალისწინოთ კაპიტალის სტრუქტურის ცვლილებები უახლოესი წარსულ პერიოდში. 2012 წელს სს “საპარტნიორო ფონდის” მეშვეობით, სს “საქართველოს რკინიგზა” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” გეგმავდნენ 25% აქციების პირველად განთავსებას ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. ამ პერიოდისათვის რკინიგზის საწარმოს ობლიგაციები 250 მლნ. აშშ დოლარის ღირებულებით უკვე მიმოიქცეოდა ბირჟაზე.

სააქციო საზოგადოებების გეგმები აქციების პირველად განთავსებასთან დაკავშირებით წარუმატებელი აღმოჩნდა 2012 წელს. ამის მიზეზად დასახელდა

ბაზარზე არაადეკვატური მოთხოვნა აქციებთან მიმართებაში. თუმცა აღსანიშნავია, 2012 წელს სს “საქართველოს რკინიგზის” მმართველებმა საინვესტიციო ბანკების მეშვეობით სააქციო საზოგადოება შეაფასეს 1 მილიარს აშშ დოლარად, რაც ჩვენი აზრით არ ასახავდა რეალურ ღირებულებას [71].

სააქციო საზოგადოების აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი კოეფიციენტის გაანგარიშებულია თანდართული ფორმულის მეშვეობით:

$$S = P_c + P_o + (0.2) * L_c + (0.2) * L_a + C + ROA + ROCE + (0.2) * A_a$$

სადაც:

**S** – აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი კოეფიციენტი;

**P<sub>c</sub>** – საოპერაციო საქმიანობიდან ნეტო ფულადი ნაკადები შეფარდებული საოპერაციო საქმიანობიდან მიღებულ ბრუტო ფულად ნაკადებთან;

**P<sub>o</sub>** – საოპერაციო მოგება;

**L<sub>c</sub>** – მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;

**L<sub>a</sub>** – აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;

**C** – საკუთარი კაპიტალის შეფარდება მოზიდულ კაპიტალთან;

**ROA** – აქტივების რენტაბელობა;

**ROCE** – უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე;

**A<sub>a</sub>** – ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილი.

როგორც უკვე აღვნიშნეთ, სააქციო საზოგადოების აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი კოეფიციენტის გაანგარიშება შემუშავებულია მომგებიანობის, კაპიტალის სტრუქტურის, ლიკვიდურობის და გრძელვადიანი აქტივების მართვის მონაცემებზე დაყრდნობით.

საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზის ზემოაღნიშნული მეთოდოლოგია მოიცავს, როგორც მომგებიანობის კოეფიციენტებს, ასევე,

ლიკვიდურობის, კაპიტალის სტრუქტურის და ძირითადი საშუალებების მართვის კოეფიციენტებს. მნიშვნელოვანია, რომ აღინიშნოს ლიკვიდურობის და ძირითადი საშუალების კოეფიციენტები გამრავლებულია 0.2-ზე მოდელის კორექტირებისათვის. ეს გამომდინარეობს იქედან, რომ 27-ე ცხრილში მოცემული ფაქტორული ანალიზიდან.

ცხრილ №26-ში მოცემულია აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი მოდელის გაანგარიშება 2012-2015 წლებში. ანალიზით დგინდება, რომ ყველაზე სახარბიელო პერიოდი 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით სს “საქართველოს რკინიგზისათვის” აქციების პირველადი განთავსებისათვის იყო 2013 წელი. ჩვენი მოდელით ამ წელს დაფიქსირდა 3.13 მაჩვენებელი.

2012 წელს, როდესაც სს “საქართველოს რკინიგზამ” სცადა აქციების პირველადი განთავსება, ჩვენი მოდელის მიხედვით, მას გააჩნდა 3.11 მაჩვენებელი, 2014 წელს 2.98, ხოლო 2015 წელს 2.90. შესაბამისად, ანალიზით დგინდება, რომ რკინიგზამ 2012 წელს იქარა აქციების პირველადი განთავსება, რადგან 2013 წელი ამისათვის უფრო სახარბიელო წელი იყო.

ზემოაღნიშნული დასკვნა ფაქტობრივად გულისხმობს, რომ 2014 წელს უნდა დაეწყო სს “საქართველოს რკინიგზას” აქციების პირველადი განთავსებისათვის საჭირო პროცედურები.

2015 წლის ბოლოს სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” აქციების წარმატებით განთავსების კოეფიციენტმა შეადგინა 2.98, 2014 წლისათვის – 3.13, 2013 წლისათვის – 4.56, ხოლო 2012 წლისათვის – 3.22. შესაბამისად, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზით დადგინდა, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” ყველაზე კარგი შანსი აქციების პირველადი განთავსებისთვის ჰქონდა 2013 წლის ბოლოს.

ზემოაღნიშნული დასკვნა გულისხმობს, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” აქციების პირველადი განთავსების პროცედურები ჯობდა დაეწყო 2014 წლის განმავლობაში.

აგრეთვე მნიშვნელოვანია, რომ აქციების პირველადი განთავსების ფორმულამ ერთი და იგივე შედეგი გვიჩვენა ორ თვისობრივად განსხვავებულ სააქციო საზოგადოებაში, სს “საქართველოს რკინიგზასა” და სს “საქართველოს

ნავთობისა და გაზის კორპორაციაში". აღნიშნული ცხადყოფს ფინანსური ანგარიშგების ამ მიდგომის მეცნიერულ აქტუალურობას.

ცხრილ №27-ში მოცემულია აქციების პირველადი განთავსების კოეფიციენტებს შორის კორელაციის შედეგები. წინამდებარე ცხრილის მიხედვით, ლოგიკურია, რომ მომგებიანობის მაჩვენებლებს შორის არის საკმაოდ ძლიერი კორელაცია.

შესაბამისად, ცხრილ №27-ში მოცემული ზოგიერთი კორელაცია არ საჭიროებს განმარტებას. კერძოდ, ლოგიკურია, რომ საოპერაციო საქმიანობიდან მიღებულ ნეტო ფულად ნაკადებსა და საოპერაციო მარჯის კოეფიციენტს შორის არის ძლიერი კორელაცია 0.758-ის ოდენობით.

სს საქართველოს რკინიგზის" შემთხვევაში მნიშვნელოვანია კორელაციური კავშირები ისეთ მაჩვენებლებს შორის, როგორცაა ლიკვიდურობისა და მომგებიანობის კოეფიციენტები. ცხრილი №27-ის მიხედვით, შესაძლებელია შემდეგი წინადადებების შემუშავება:

1. საოპერაციო საქმიანობიდან მიღებულ ნეტო ფულად ნაკადებს შორის და ლიკვიდურობის კოეფიციენტებს შორის არის უარყოფითი კორელაცია (-0.646, -0.729). ეს იმის მაუწყებელია, რომ ლიკვიდურობის მართვისას, მნიშვნელოვანია სააქციო საზოგადოებამ ზედმეტად კონსერვატორული მიდგომა არ აირჩიოს, რადგან ამან შეიძლება უარყოფითი შედეგები გამოიღოს საოპერაციო შემოსავლებზე. სააქციო საზოგადოებისთვის უმთავრესი მნიშვნელობა უნდა ენიჭებოდეს საოპერაციო საქმიანობის გაუმჯობესებას.
2. ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრით წილსა და აბსოლუტურ ლიკვიდურობის მაჩვენებელს შორის არის პოზიტიური კორელაცია (0.601). მიუხედავად იმისა, რომ ძირითადი საშუალებები ითვლება არალიკვიდურ აქტივებად, ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილის ზრდას შეუძლია გააუმჯობესოს სააქციო საზოგადოების აბსოლუტური ლიკვიდურობა. მაშასადამე, კარგ მდგომარეობაში მყოფი ძირითადი საშუალებები სააქციო საზოგადოებას შეუძლია გაყიდოს და გააუმჯობესოს თავისი ფულადი მდგომარეობა და ლიკვიდურობა. აქტივების რენტაბელობასა და კაპიტალის სტრუქტურის ადეკვატურობას შორის არის უარყოფითი კორელაცია (-0.657, -0.826). ეს ნიშნავს იმას, რომ

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი მოდელი

№	კოეფიციენტი	სს “საქართველოს რკინიგზა”				სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”			
		2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
1	$P_c$	0.49	0.45	0.53	0.53	0.25	0.41	0.21	0.04
2	$P_o$	0.26	0.22	0.26	0.33	0.28	0.31	0.26	0.19
3	$L_c$	0.50	0.63	0.45	0.56	1.14	1.86	0.73	1.01
4	$L_a$	0.44	0.44	0.42	0.38	0.37	0.43	0.44	0.41
5	$C$	1.18	1.19	1.11	0.91	0.83	1.17	1.22	1.04
6	$ROA$	0.03	0.02	0.01	(0.02)	0.09	0.09	0.07	0.03
7	$ROCE$	0.04	0.04	0.05	0.06	0.10	0.10	0.09	0.07
8	$A_a$	0.17	0.15	0.15	0.14	0.16	0.19	0.10	0.19
9	$S$	3.11	3.13	2.98	2.90	3.22	4.56	3.13	2.98

წყარო: გაანგარიშებულია სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგებიდან მოპოვებულ მონაცემებზე დაყრდნობით

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი კოეფიციენტების კორელაცია

	სს “საქართველოს რკინიგზა”								სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”							
კოეფ.	$P_c$	$P_o$	$L_c$	$L_a$	$C$	$ROA$	$ROCE$	$A_a$	$P_c$	$P_o$	$L_c$	$L_a$	$C$	$ROA$	$ROCE$	$A_a$
$P_c$	1	0.758	-0.646	-0.729	-0.729	-0.657	0.787	-0.374	1	.983*	0.742	0.193	0.193	0.884	0.864	0.051
$P_o$	0.758	1	-0.171	-0.941	-0.941	-0.826	0.887	-0.3	.983*	1	0.641	0.086	0.086	.953*	0.939	-0.053
$L_c$	-0.646	-0.171	1	-0.018	-0.018	-0.15	-0.041	-0.313	0.742	0.641	1	0.065	0.065	0.463	0.443	0.691
$L_a$	-0.729	-0.941	-0.018	1	1.000**	.968*	-.983*	0.601	0.193	0.086	0.065	1	1.000**	-0.155	-0.196	-0.317
$C$	-0.729	-0.941	-0.018	1.000**	1	.968*	-.983*	0.601	0.193	0.086	0.065	1.000**	1	-0.155	-0.196	-0.317
$ROA$	-0.657	-0.826	-0.15	.968*	.968*	1	-.981*	0.779	0.884	.953*	0.463	-0.155	-0.155	1	.999**	-0.155
$ROCE$	0.787	0.887	-0.041	-.983*	-.983*	-.981*	1	-0.702	0.864	0.939	0.443	-0.196	-0.196	.999**	1	-0.155
$A_a$	-0.374	-0.3	-0.313	0.601	0.601	0.779	-0.702	1	0.051	-0.053	0.691	-0.317	-0.317	-0.155	-0.155	1

წყარო: გაანგარიშებულია სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგებიდან მოპოვებულ მონაცემებზე დაყრდნობით პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით



სააქციო საზოგადოების განვითარების გარკვეულ ეტაპზე აქტივების რენტაბელობის მაღალი მაჩვენებლის შენარჩუნება საჭიროა კაპიტალის სტრუქტურის ადეკვატურობის ხარჯზე. მაგალითისათვის, სს “საქართველოს რკინიგზას” 2010 და 2012 წელს დასჭირდა თანხების მობილიზება და ამ პერიოდში სააქციო საზოგადოება არ იყო მზად აქციების პირვადი განთავსებისათვის. ამ შემთხვევაში რკინიგზამ აირჩია ობლიგაციების გამოშვება ლონდონის საფონდო ბირჟაზე, რამაც შეამცირა სს “საქართველოს რკინიგზის” კაპიტალის ხვედრითი წილი კაპიტალის სტრუქტურაში, თუმცა ამავე დროს გააუმჯობესა აქტივების რენტაბელობა.

3. კაპიტალის სტრუქტურის ადეკვატურობასა და მომგებიანობის კოეფიციენტებს შორის არის უარყოფითი კორელაცია (-0.719, -0.941). აღნიშნული ტენდენცია იმით აიხსნება, რომ შემოსავლების მაჩვენებლების გასაზრდელად თანხების მობილიზაციისთვის რკინიგზამ განათავსა ობლიგაციები, რადგან ის ჯერ მზად არ იყო აქციების პირველადი განთავსებისათვის.
4. აქტივების რენტაბელობასა და ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრით წილს შორის არის პოზიტიური კორელაცია (0.779). ეს გულისხმობს, რომ რაც უფრო მაღალია აქტივების რენტაბელობის მაჩვენებელი, ეს ავტომატურად გულისხმობს ძირითადი საშუალებების სიჯანსაღეს, კერძოდ ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის მაღალ მაჩვენებელს.
5. მეორეს მხრივ, ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილი და უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე უარყოფითი კორელაციით უკავშირდებიან ერთმანეთს (-.702). აღნიშნული გულისხმობს, რომ გრძელვადიანი აქტივების შესაქმნელად სააქციო საზოგადოებებისთვის ახორციელებენ მიღებული მოგების ხარჯზე.

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” კორელაციური ანალიზის შედეგებიდან გამომდინარე, ცხადია, რომ ზოგი ურთიერთკავშირი ლოგიკურია და დამატებით ახსნას არ საჭიროებს. მაგალითისათვის, ცხადია, რომ საოპერაციო ფულად ნაკადებს შორის და საოპერაციო მოგებას შორის იქნება ძლიერი კორელაციური კავშირი (0.983). აგრეთვე, ძლიერი კორელაციური კავშირია (0.999) აქტივების რენტაბელობას და გამოყენებულ კაპიტალზე უკუგების კოეფიციენტებს შორის.

ცხრილი №27-ის ანალიზით იკვეთება რამდენიმე საინტერესო კორელაციური კავშირი, რომლებიც წარმოდგენილია თანდართული მოსაზრებების სახით:

1. სს “საქართველოს რკინიგზისაგან” განსხვავებით, მომგებიანობის კოეფიციენტებს და მიმდინარე ლიკვიდურობას შორის არსებობს ძლიერი კორელაცია (0.742, 0.641). ეს იმის მაუწყებელია, რომ სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” აქვს სწორი მიდგომა ლიკვიდურობის მართვის ნაწილში. კერძოდ, სააქციო საზოგადოების ლიკვიდურობის მართვა არაა ზედმეტად კონსერვატორული, რამაც შეიძლება დაახიანოს მომგებიანობის პერსპექტივები. მაგალითისათვის, საწარმოს შემოსავლების ნაწილი რომელიც შემდგომი გადახდის პირობით რეალიზდება არ აზიანებს საზოგადოების მიმდინარე ლიკვიდურობას.
2. სს “საქართველოს რკინიგზის” მსგავსად, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემთხვევაშიც შეინიშნება ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრით წილსა და მიმდინარე ლიკვიდურობას შორის ძლიერი კორელაციური კავშირი (0.691). მიუხედავად იმისა, რომ ძირითადი საშუალებები არის არალიკვიდური აქტივი, ძირითადი საშუალებების სწორმა მართვამ შესაძლოა მკვეთრად გააუმჯობესოს სააქციო საზოგადოების ლიკვიდურობა. მაგალითისათვის, გარდაბნის თბოსადგურის სახით, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” აქვს პოტენციურად “ლიკვიდური” აქტივი, რაც მას შეუძლია ინვესტორზე გაასხვისოს და ამით საჭიროების შემთხვევაში ლიკვიდურობა გაიუმჯობესოს.
3. ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილი და კაპიტალის სტრუქტურის ადეკვატურობის კოეფიციენტი უარყოფითი კორელაციით უკავშირდებიან ერთმანეთს (-0.317). ეს იმის მაუწყებელია, რომ სააქციო საზოგადოებას თუ სურს გრძელვადიან პერიოდში მდგრადი გავითარება, რაღაც ეტაპზე საჭირო გახდება საკუთარი კაპიტალის გაზრდა.

ცხრილ №28-ში მოცემულია აქციების პირველადი განთავსების ფორმულის კომპონენტების პროცენტული ცვლილება წლების მიხედვით. სს “საქართველოს რკინიგზის” შემთხვევაში, 2012 წლიდან 2015 წლამდე ყველაზე მეტად შემცირდა აქტივების რენტაბელობა: 2015 წელს ეს კოეფიციენტი შემცირდა 3-ჯერ, 2014 წელს 50%-ით, ხოლო 2013 წელს 33%-ით. რაც შეეხება სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას”, 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით აქაც ყველაზე მეტად

შემცირდა აქტივების რენტაბელობა: 2015 წელს ეს კოეფიციენტი შემცირდა 57%-ით, 2014 წელს – 22%-ით, ხოლო უცვლელი დარჩა 2013 წელს.

**ცხრილი №28**

**აქციების პირველადი განთავსების ფორმულის კომპონენტების ცვლილების დინამიკა**

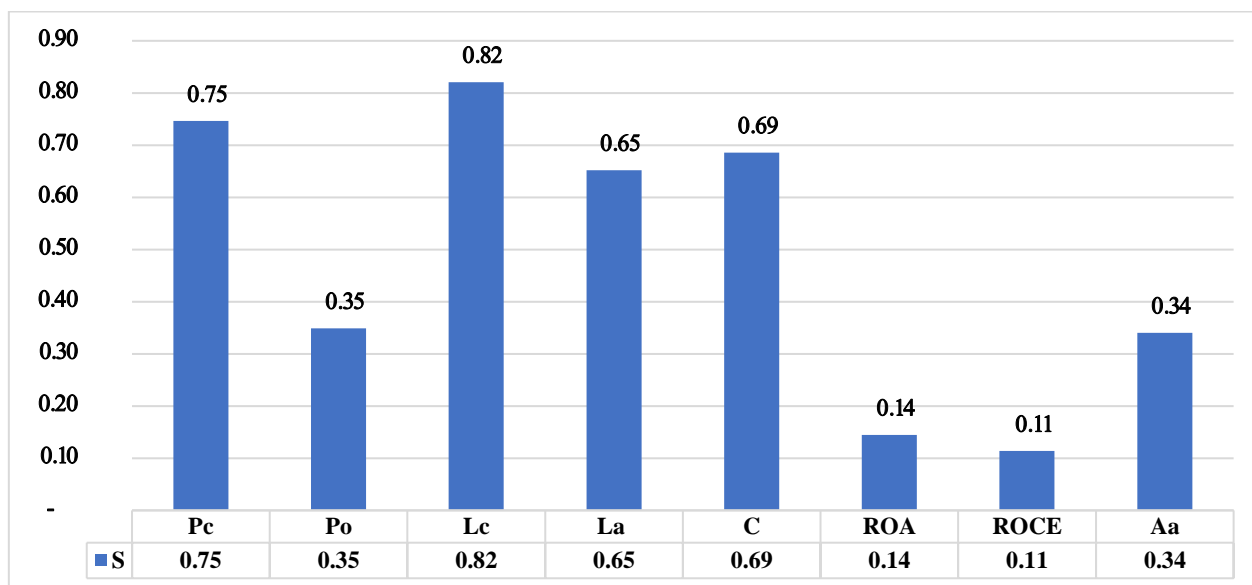
	სს" საქართველოს რკინიგზა"			სს" საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია"		
	2013 ცვლილება %	2014 ცვლილება %	2015 ცვლილება %	2013 ცვლილება %	2014 ცვლილება %	2015 ცვლილება %
<i>P<sub>c</sub></i>	(8)	18	-	64	(49)	(81)
<i>P<sub>o</sub></i>	(15)	18	27	11	(16)	(27)
<i>L<sub>c</sub></i>	26	(29)	26	63	(61)	39
<i>L<sub>a</sub></i>	0	(4)	(9)	19	2	(8)
<i>C</i>	1	(7)	(18)	41	4	(15)
<i>ROA</i>	(33)	(50)	(300)	-	(22)	(57)
<i>ROCE</i>	-	25	20	-	(10)	(22)
<i>A<sub>a</sub></i>	(15)	-	(4)	17	(46)	86
<i>S</i>	1	(5)	(3)	42	(32)	(5)

წყარო: გაანგარიშებულია სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგებიდან მოპოვებულ მონაცემებზე დაყრდნობით

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმასზღვრელი ფორმულის კომპონენტების პროცენტული ცვლილების ტენდენციის ანალიზის გარდა ჩატარდა მათი ფაქტორული ანალიზი. დადგინდა, რომ სამი ყველაზე მნიშვნელოვანი აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმასზღვრელი კოეფიენტი საანალიზო სააქციო საზოგადოებებში არის მიმდინარე ლიკვიდურობა (0.82), ნეტო ფულადი ნაკადები შეფარდებული საოპერაციო საქმიანობიდან მიღებულ ბრუტო ფულად ნაკადებთან (0.75) და საკუთარი კაპიტალის შეფარდება მოზიდულ კაპიტალთან (იხ. ცხრილი №29).

შედარებით ნაკლებად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე (0.11) და აქტივების რენტაბელობა (0.14).

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი ფორმულია ფატორული ანალიზის შედეგი



წყარო: გაანგარიშებულია პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით

რადგან 2012 წელს აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი ფორმულის მიხედვით სს “საქართველის რკინიგზას” ჰქონდა 3.11 მაჩვენებელი და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” 3.22 და მათი მცდელობა აქციების საჯარო შეთავაზების წარუმატებელი აღმოჩნდა, დადგინდა, რომ არასასურველად ითვლება 3-ზე ნაკლები მაჩვენებელი. მეორეს მხრივ, სასურველია აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი კოეფიციენტი იყოს 5-ზე მაღალი. აღნიშნული მაჩვენებელი ჯერ არ დაფიქსირებულა საანალიზო სააქციო საზოგადოებებში.

## დასკვნა

სადისერტაციო ნაშრომში დეტალურად შესწავლილ იქნა სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგებები საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის გაუმჯობესების რეკომენდაციების შემუშავების მიზნით. აღნიშნული კვლევა მოიცავდა ფინანსური ანგარიშგების ჰორიზონტალურ, ვერტიკალურ, სივცობრივ და კოეფიციენტების ანალიზს. ანალიზის შედეგად გამოვლინდა ტენდენცია და ჩამოყალიბდა დასკვნები აღნიშნული ტენდენციების გამომწვევი ძირითადი მიზეზების შესახებ.

აღსანიშნავია, რომ სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” 2012-2015 წლების ფინანსური ანგარიშგებები სრულად შეესაბამება ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტებს, რაც დადასტურებულია ე.წ. დიდი ოთხეულის ერთ-ერთი აუდიტური კომპანიის, შპს “ქეი-ფი-ემ-ჯი საქართველოს” მიერ. 2012-2015 წლების პერიოდში, ყოველ წელს, ზემოაღნიშნულ სააქციო საზოგადოებებს მიღებული აქვთ უპირობო აუდიტორული დასკვნა.

სს “საქართველოს რკინიგზას” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” საკუთარი კაპიტალის ანალიზის შედეგად პოზიტიური ტენდენციები იკვეთება. სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის კოეფიციენტები აღემატება კვლევაში განსაზღვრულ სასურველ მაჩვენებლებს.

დადგინდა, რომ საანალიზო სააქციო საზოგადოებებს არ აქვთ სადივიდენდო პოლიტიკა განსაზღვრული მათი მარეგულირებელ დოკუმენტებით და მოქმედებენ ემისიის პროსპექტის შესაბამისად, რაც მათ 2012 წლის შემდეგ მიღებული გაუნაწილებელი მოგების 50%-ზე მეტის დივიდენდის სახით გაცემას უკრძალავს. სააქციო საზოგადოებებმა 2012 წლიდან 2015 წლის ჩათვლით აქციონერზე გასცეს 200 მილიონ ლარზე მეტი დივიდენდი, რაც პოზიტიურად იქნება აღქმული პოტენციური ინვესტორების მიერ.

სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საკუთარი კაპიტალის კოეფიციენტების ფაქტორული ანალიზით მიღებულ იქნა შემდეგი შედეგები:

1. ფინანსური დამოუკიდებლობა არის სააქციო საზოგადოების ეკონომიკური ზრდის მთავარი კატალიზატორი. სს “საქართველოს რკინიგზისა” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური დამოუკიდებლობასა და ეკონომიკურ ზრდას შორის არის 81%-იანი კავშირი. რეკომენდირებულია, რომ სააქციო საზოგადოებებმა აქციების საჯარო შეთავაზებით მოახდინონ კაპიტალის დაფინანსება.
2. მიზანშეწონილად მიგვაჩნია სს “საქართველოს რკინიგზიამ” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციამ” უნდა განსაზღვრონ საღივიდენდო პოლიტიკა, რითაც შენარჩუნდება ამჟამინდელი ტენდენცია გაუნაწილებელი მოგების 50%-ის დივიდენდის სახით გაცემისა. აღნიშნული რეკომენდაცია გამომდინარეობს კვლევაში მიღებული 76%-იანი კორელაციით დივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტსა და სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის რენტაბელობას შორის.
3. სამომავლოდ მომგებიანობის შესანარჩუნებლად, სს “საქართველოს რკინიგზიამ” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციამ” განსაკუთრებით ყურადღება უნდა მიაქციონ სამუშაო კაპიტალს. კვლევაში გამოიკვეთა, რომ სამუშაო კაპიტალის მაღალი მახვენებელი 85%-ით უწყობს ხელს მომგებიანობის გაუმჯობესებას.
4. სასურველია, რომ სააქციო საზოგადოებებმა განახორციელონ აქციების საჯარო შეთავაზება უპირატესად ადგილობრივ საფონდი ბირჟაზე, რადგან საერთაშორისო საფონდო ბირჟებზე აქციების განთავსებამ შესაძლოა ქვეყნის მიმართ ანტაგონისტურად განწყობილ დიდ ქვეყანას შესაძლებლობა მისცეს საქართველოს სააქციო საზოგადოებების მფლობელი გახდეს.

სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის ანალიზის ფარგლებში, შესწავლილ იქნა სს “საქართველოს რკინიგზისა” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგება, როგორც საკუთარი კაპიტალის შესახებ ინფორმაციული წყარო. სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგება შესწავლილ იქნა შემდეგი მიმართულებებით: მომგებიანობა, ლიკვიდურობა და ქონებრივი მდგომარეობა.

ფინანსური ანგარიშგების ანალიზით დადგინდა, რომ სს “საქართველოს რკინიგზაც” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციაც” არიან საკმაოდ ლიკვიდური სააქციო საზოგადოებები. ორივე სააქციო საზოგადოების

როგორც მიმდინარე და სწრაფი, ასევე აბსოლუტური ლიკვიდურობის მაჩვენებლები ბევრად აღემატება კვლევაში ჩვენ მიერ განსაზღვრულ ოპტიმალურ მაჩვენებლებს.

როგორც სს “საქართველოს რკინიგზის”, ასევე სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემთხვევაში, ერთის მხრივ შეინიშნება წმინდა მოგების არსებითი შემცირება, მეორეს მხრივ, ორივე სააქციო საზოგადოების შემოსავლები და საოპერაციო მოგება სწრაფი ტემპებით იზრდება. მაგალითად, სს “საქართველოს რკინიგზის” შემოსავლები ბოლო ოთხი წლის განმავლობაში საშუალოდ გაიზარდა 7%-ით, ხოლო საოპერაციო მოგება 17%-ით. ამავე დროს, სს “საქართველოს რკინიგზის” წმინდა მოგება ბოლო ოთხი წლის განმავლობაში შემცირდა საშუალოდ 113%-ით.

რაც შეეხება სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას”, მისი შემოსავლები ბოლო ოთხი წლის განმავლობაში საშუალოდ გაიზარდა 19%-ით, ხოლო საოპერაციო მოგება გაიზარდა საშუალოდ 6%-ით. ამავე პერიოდში კორპორაციის წმინდა მოგება საშუალოდ შემცირდა 17%-ით.

ზემოაღნიშნული ერთობ პარადოქსული ტენდენცია აიხსნება იმ გარემოებით, რომ სს “საქართველოს რკინიგზას” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” აქვთ განთავსებული ობლიგაციები ლონდონის საფონდო ბირჟაზე: სს “საქართველოს რკინიგზას” 500 მლნ. აშშ დოლარის ოდენობით, ხოლო სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” 250 მლნ. აშშ დოლარის ოდენობით. გამომდინარე იქედან, რომ 2012 წლის ბოლოდან 2015 წლის ბოლომდე საქართველოს ეროვნული ვალუტა გაუფასურდა დაახლოებით 45%-ით და ბასს 21-ის მიხედვით, კურსთაშორისი ზარალით მიღებული სხვაობა აისახება სრული შემოსავლების (მოგება-ზარალის ანგარიშგებაში), ეს პირდაპირ უარყოფით გავლენას ახდენს საქართველოს ისეთ სტრატეგიული მნიშვნელობის სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურაზე, როგორცაა სს “საქართველოს რკინიგზა” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”.

სადისერტაციო ნაშრომის ფარგლებში ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის სრულყოფისათვის ჩატარებული კვლევის შედეგად შევიმუშავეთ შემდეგი რეკომენდაციები:

1. ფინანსური ანგარიშგების მომგებიანობის კოეფიციენტების ანალიზის დროს დადგინა, რომ მოკლევადიან პერიოდში, როდესაც “ფუნქციონალური” ვალუტა უფასურდება 35%-ზე მეტით, ბასს 21 “უცხოური ვალუტის კურსის ცვლილებებით გამოწვეული შედეგები“-ის მიხედვით მომზადებულმა სრული შემოსავლების (მოგება-ზარალის) ანგარიშებამ შეიძლება ინფორმაციის მომხმარებელი შეცდომაში შეიყვანოს. შესაბამისად, მიზანშეწონილად მიგვაჩნია, ზემოაღნიშნული პირობების გათვალისწინებით, როდესაც ბოლო ორი წლის განმავლობაში “ფუნქციონალური ვალუტა” გაუფასურდა 30%-ზე მეტით, ტრადიციული ე.წ. დიუპონის ფორმულით გაანგარიშებული წმინდა მოგების მარჟა და უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE) მოდიფიცირებულ იქნეს შემდეგნაირად:

უკუგება ჩვეულებრივი აქციების მფლობელთა კაპიტალზე (ROE) -

$$\frac{\text{წმინდა მოგება} + \text{ზარალი კურსთ. გადაფასებიდან}}{\text{შემოსავლები}} \times \frac{\text{შემოსავლები}}{\text{მთლიანი აქტივები}} \times \frac{\text{მთლიანი აქტივები}}{\text{საშუალო საკუთარი კაპიტალი}}$$

2. სადისერტაციო ნაშრომის ერთ-ერთ მეცნიერულ სიახლეს წარმოადგენს სააქციო საზოგადოების აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი ფორმულის შემუშავება. როგორც კვლევაშია აღნიშნული, სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის გაუმჯობესების მცდელობები ყოველთვის არ არის წარმატებული. მიუხედავად იმისა, რომ წარუმატებლობა შესაძლოა დამოკიდებული იყოს მრავალ გარე ფაქტორზე და გლობალური ეკონომიკის ტენდენციებზე, სადისერტაციო ნაშრომში კონკრეტულად გამახვილებულია ყურადღება ფინანსური ანგარიშგების (როგორც ინფორმაციული წყაროს) ანალიზის სრულყოფასთან მიმართებაში არსებულ პრობლემებზე. აქციების პირველადი განთავსების წარუმატებლობის მაგალითად მოყვანილია სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” 2012 წლის მცდელობა თავიანთი აქციების დაახლოებით 25% განეთავსებინათ ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. მიგვაჩნია, რომ სააქციო საზოგადოების აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი ფორმულა უნდა მოიცავდეს შემდეგ კოეფიციენტებს:



$$S = P_c + P_o + (0.2) * L_c + (0.2) * L_a + C + ROA + ROCE + (0.2) * A_a$$

სადაც:

**S** – აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი კოეფიციენტი;

**P<sub>c</sub>** – საოპერაციო საქმიანობიდან ნეტო ფულადი ნაკადები შეფარდებული საოპერაციო საქმიანობიდან მიღებულ ბრუტო ფულად ნაკადებთან;

**P<sub>o</sub>** – საოპერაციო მოგება;

**L<sub>c</sub>** – მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;

**L<sub>a</sub>** – აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;

**C** – საკუთარი კაპიტალის შეფარდება მოზიდულ კაპიტალთან;

**ROA** – აქტივების რენტაბელობა;

**ROCE** – უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე;

**A<sub>a</sub>** – ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილი.

სს “საქართველოს რკინიგზისა” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგებების ანალიზით დადგინდა, რომ 2013 წლის დასასრული იყო ყველაზე სახარბიელო ორივე სააქციო საზოგადოებისთვის აქციების პირველადი განთავსების განსახორციელებლად: სს “საქართველოს რკინიგზის” კოეფიციენტმა 2013 წელს შეადგინა 3.13, ხოლო სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” კოეფიციენტმა – 4.56, რაც საანალიზო პერიოდის განმავლობაში საუკეთესო მაჩვენებლები იყო ამ სააქციო საზოგადოებებისთვის. შესაბამისად, ბოლო ოთხი წლის განმავლობაში სააქციო საზოგადოებებს ყველაზე კარგი შანსი ჰქონდათ, რომ 2014 წელს დაეწყოთ აქციების პირველადი განთავსების პროცედურები ლონდონის საფონდო ბირჟაზე.

მიუხედავად იმისა, რომ სს “საქართველოს რკინიგზა” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია” თვისობრივად ორი განხვავებული სააქციო საზოგადოებაა, ავტორისეული ფორმულით, ორივეგან ერთი და იგივე შედეგი მივიღეთ, რაც ფორმულის აქტუალობაზე მიუთითებს. ამასთან, ფორმულა

შესაძლოა გამოყენებულ იქნეს როგორც სააქციო საზოგადოებების მმართველებისა და აქციონერების მიერ, აგრეთვე, მთავრობის წარმომადგენლების მიერ, რათა დაიგეგმოს აქციების პირველადი განთავსების სამომავლო პერსპექტივები.

3. ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის სრულყოფის კუთხით, გვაქვს შემდეგი რეკომენდაციები სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” მენეჯმენტთან: საგალუტო რყევების პერიოდში, ფინანსური ანგარიშგების მიმოხილვითი შენიშვნის ნაწილში დააფიქსირონ სრული შემოსავლების და ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგებების ძირითადი მუხლები იმ დაშვებით, რომ ვალუტა არ გაუფასურებულებო. ამ მიდგომას ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტები არ ეწინააღმდეგება, თუ სააქციო საზოგადოება მკაფიოდ განმარტავს იმ დაშვებებს, რის საფუძველზეც მოამზადეს ანალიტიკური მონაცემები ფინანსური ანგარიშგების შენიშვნის ნაწილში.

2015 წლის 31 მარტს ბუღალტრული აღრიცხვის სტანდარტების საერთაშორისო საბჭოს შეხვედრაზე შეთანხმდნენ, რომ ფინანსური ანგარიშგების შენიშვნებში მსგავსი ტიპის მონაცემების დაფიქსირება ხშირ შემთხვევაში ეხმარება ფინანსური ანგარიშგების შიდა და გარე მომხმარებლებს უფრო ნათლად შეაფასონ სააქციო საზოგადოების ფინანსური მდგომარეობა. ამჟამად მზადდება ცვლილებები ბუღალტრული აღრიცხვის სტანდარტ №1-ში “ფინანსური ანგარიშგების წარდგენა”, აღნიშნული საკითხის დასარეგულირებლად.

თანამედროვე პრაქტიკა აუდიტურ კომპანიებში ფინანსური ანგარიშგების მომზადების დროს, როდესაც სააქციო საზოგადოებებს უნდათ ისეთი ანალიტიკური მონაცემების ფინანსური ანგარიშგების შენიშვნებში დაფიქსირება, როგორცაა, კოეფიციენტები ან ფიქსირებული გაცვლითი კურსის საფუძველზე მომზადებული ფინანსური ანგარიშგება, გულისმობს აღნიშნული მონაცემების ფინანსური მდგომარეობის და სრული შემოსავლების ანგარიშგების მუხლებთან დაკავშირებას.

4. სს “საქართველის რკინიგზის” ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის საფუძველზე გამოიკვეთა ანალიზის სრულყოფის შემდეგი მიმართულებები და ტენდენციები:

- ნეტო საოპერაციო ფულადი ნაკადების გაუმჯობესებასთან ერთად შეინიშნება ლიკვიდურობის კოეფიციენტების გაუარესების ტენდენცია

(კორელაცია შეადგენს -0.646 და -0.729). ეს ასახავს სააქციო საზოგადოების ბუნებრივ ტენდენციას იმ გაგებით, რომ ფულადი სახსრების ზედმეტად კონსერვატორული ხარჯვის შემთხვევაში, დაზიანდება საოპერაციო მომგებიანობა.

- კაპიტალის სტრუქტურის ადეკვატურობასა და აქტივების რენტაბელობას შორის შეინიშნება უარყოფითი კორელაცია (-0.657, -0.826). ეს ასახავს “საქართველოს რკინიგზის” ამჟამინდელ ტენდენციას. კერძოდ, აქტივების რენტაბელობის შესანარჩუნებლად, რკინიგზამ საგრძნობლად გაზარდა მოზიდული კაპიტალი ახალი ინფრასტრუქტურული პროექტების დასაწყებად. შესაბამისად, ერთი მხრივ გაუმჯობესდა აქტივების რენტაბელობა, ხოლო მეორე მხრივ, გუარესდა კაპიტალის სტრუქტურა.
  - საინტერესო ტენდენცია გამოიკვეთა ძირითადი საშუალებების აქტიურ ნაწილსა და აბსოლუტურ ლიკვიდურობას შორის (კორელაცია 0.601). მიუხედავად იმისა, რომ ძირითადი საშუალებები არალიკვიდური აქტივია, ფინანსური ანგარიშგების ანალიზით გამოგვაქვს დასკვნა, რომ კარგი ქონებრივი მდგომარეობა ხელს უწყობს სააქციო საზოგადოებას აბსოლუტური ლიკვიდურობის გაუმჯობესებაში.
  - რკინიგზის აქტივების რენტაბელობას და მომგებიანობას შორის არის უარყოფითი კავშირი (კორელაცია -0.719, -0.941). ეს ტენდენციაც იმაზე მიუთითებს, რომ “საქართველოს რკინიგზამ” დიდი ოდენობით გაზარდა მოზიდული კაპიტალი მომგებიანობის შესანარჩუნებლად. შესაბამისად, ჩვენი რეკომენდაციაა, რომ რკინიგზის მმართველებმა იზრუნონ აქციების პირველად განთავსებაზე უახლოეს პერიოდში ავტორისეული ფორმულის ანალიზის მეშვეობით.
  - ზემოაღნიშნული დასკვნას ისიც ამყარებს, რომ ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრითი წილი და უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე უარყოფითი კორელაციით უკავშირდებიან ერთმანეთს. სხვაგვარად რომ ვთქვათ, უმჯობესია, რომ გრძელვადიანი აქტივები შეიქმნას სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალით, ნაცვლად მოზიდული კაპიტალისა.
5. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის საფუძველზე გამოიკვეთა ანალიზის სრულყოფის შემდეგი მიმართულებები და ტენდენციები:

- სს “საქართველოს რკინიგზისგან” განსხვავებით, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” მომგებიანობის მაჩვენებლებსა და მიმდინარე ლიკვიდურობას შორის არის ძლიერი კორელაცია (0.742, 0.641). ეს ასახავს იმას, რომ კორპორაციას აქვს ოპტიმალური სტრატეგია არჩეული ფულადი სახსრების მართვის ნაწილში. კერძოდ, ლიკვიდურობის მართვა არ ხდება მომგებიანობის მაჩვენებლების შემცირების ხარჯზე. შესაბამისად, კორპორაცია ერთის მხრივ აბანდებს ფულს ისეთ მომგებიან პროექტებში როგორცაა “გარდაბნის თბოსადგური”, ხოლო მეორეს მხრივ, კარგად მართავს მის წინაშე არსებულ ვალდებულებებს.
  - რკინიგზის მსგავსად, კორპორაციის ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრით წილსა და მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტს შორის შეინიშნება ძლიერი კორელაციური კავშირი. დასკვნის სახით აღნიშნავთ, რომ მომგებიანი გრძელვადიანი აქტივების გაზრდა სააქციო საზოგადოების მართვას აუმჯობესებს ყველა მიმართულებით, მათ შორის ლიკვიდურობის ნაწილშიც.
  - სს “საქართველოს რკინიგზის” მსგავსად, სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილის ხვედრით წილსა და კაპიტალის სტრუქტურის ადეკვატურობას შორის არსებობს უარყოფითი კორელაცია (-0.317). აღნიშნულიც იმას ადასტურებს, რომ გრძელვადიანი აქტივები სააქციო საზოგადოებაში ძირითადად იქმნებოდა უცხოურ ვალუტაში დიდი ოდენობით მოზიდული კაპიტალის ხარჯზე. შესაბამისად, ავტორის რეკომენდაციაა სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ხელმძღვანელობასთან, რომ უახლოეს პერიოდში იზრუნონ საკუთარი კაპიტალით ფინანსების მოზიდვის პერსპექტივაზე ბირჟაზე აქციების პირველადი განთავსების მეშვეობით.
6. ანალიზით დადგინდა, რომ სადისერტაციო ნაშრომში შესწავლილი სააქციო საზოგადოებები ზედმეტად დამოკიდებულნი არიან უცხოურ საფონდო ბირჟებზე, საქართველოში არალიკვიდური საფონდო ბირჟის არსებობის გამო. ეს დამოკიდებულება სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” შემთხვევაში გამოიხატება 750 მლნ. აშშ დოლარის ობლიგაციების განთავსებაში ლონდონის საფონდო ბირჟაზე. 2015 წელს სავალუტო რყევების შედეგად სააქციო საზოგადოებებმა და საქართველოს ეკონომიკამ მიიღო 409 მილიონი ლარის ზარალი, რაც იმის

პირდაპირი შედეგია, რომ საქართველოში არ არსებობს ლიკვიდური საფონდო ბირჟა. საფონდო ბირჟის არსებობა საშუალებას მისცემს ადგილობრივ მსხვილ სააქციო საზოგადოებებს განახორციელონ კაპიტალის ტრანზაქციები. შესაბამისად, მიზანშეწონილად მიგვაჩნია, საქართველოს როგორც კერძო, ასევე საჯარო სექტორის ხელშეწყობით მიღებულ იქნეს შემდეგი ზომები ქვეყანაში საფონდო ბირჟის განსავითარებლად:

- ანალიზით დადგინდა, რომ ქვეყანაში საფონდო ბირჟის განვითარებისათვის, აუცილებელია ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვა და ამოქმედება, რაც გულისხმობს მათი აღსრულების მექანიზმების შემუშავებასაც. ისეთი მკვლევარები როგორცაა გრეი (S.Gray) მიიჩნევენ, რომ ბირჟის განვითარებისათვის ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების აღსრულება არის მხოლოდ თანმდევი პროცესი და არა მთავარი მიმართულება [51]. სადისერტაციო ნაშრომში 144 ქვეყნის მონაცემებზე დაყრდნობით ვასკვნიტ, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა არის ყველაზე მნიშვნელოვანი დამაბრკოლებელი ფაქტორი საფონდო ბირჟის განვითარების პროცესში.
- პროგრამა ეს-პი-ეს-ეს-ის (SPSS) მეშვეობით დავამუშავეთ მსოფლიოს 144 ქვეყნის 15 კატეგორიის მონაცემი (ჯამში 2,160 ერთეული). ჩატარდა 45 ტესტი მათი ზოგადო მიმოხილვისათვის და მეცნიერულ კვლევაში მათი გამოყენების ვარგისიანობის დასადასტურებლად. აგრეთვე, ჩატარდა 27 ტესტი მონაცემების კორელაციური ანალიზის ფარგლებში, ხოლო 17 ტესტი რეგრესიული ანალიზის ფარგლებში.
- ანალიზით გაირკვა, რომ საქართველოს საფონდო ბირჟაზე სავალალო მდგომარეობაა ფასს-ით მომზადებული ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის კუთხით. ბირჟის საიტზე გასაჯაროებული ფინანსური ანგარიშგებების უმეტესობა არ აკმაყოფილებს ფასს-ის ძირითად მოთხოვნებს.
- როგორც აღვნიშნეთ, საფონდო ბირჟის განვითარებისათვის ერთ-ერთი პირველი ნაბიჯი უნდა იყოს ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების რეგულირების სისტემის ჩამოსაყალიბებლად სამართლებრივი საფუძვლების შემუშავება. ანალიზით დადგინდა, რომ სასამართლოს სისტემის დამოუკიდებლობა 52%-ით გააუმჯობესებს ქვეყანაში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვას, რადგან

არამაკონტროლებელი წილის მფლობელ აქციონერებს შეეძლება დაგების მეშვეობით დაიცვან საკუთარი უფლებები.

- საჭიროა საქართველოს “კანონში მეწარმეთა შესახებ” შევიდეს ცვლილება, რითიც გაუქმდება 54-ე მუხლი, რაც სააქციო საზოგადოების ხმების 95%-ზე მეტის მფლობელ აქციონერებს უფლებას აძლევს სამართლიან ფასად გამოისყიდონ არამაკონტროლებელი წილის მფლობელ აქციონერთა აქციები.
- სააქციო საზოგადოებებს თუ შეეძლება მარეგულირებელ უწყებებთან წარმატებით დაიცვან საკუთარი უფლებები, ეს ქვეყანაში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტებთან შესაბამისობას გააუმჯობესებს 57%-ით.
- მნიშვნელოვანია, რომ ბირჟაზე მოვაჭრე საწარმოებისათვის ფინანსური ანგარიშგების წარდგენა არ შეიძლება იყოს ნებაყოფილობითი პროცესი, რადგან ფინანსური ანგარიშგების წარდგენა შეადგენს უმთავრეს ნდობის მოპოვების ბერკეტს პოტენციური ინვესტორებისათვის. ქვეყნებშიორისი ანალიზით დავადგინეთ, რომ ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა და რეგულირება არის 83%-იანი წინაპირობა ადგილობრივი საფონდო ბირჟის განვითარებისათვის.
- საქართველოს მაგალითზე დავადგინეთ, რომ სააქციო საზოგადოებების მიერ ფინანსური ანგარიშგების ხშირი გასაჯაროება 11%-ით აუმჯობესებს მათი საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურას.
- ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვისათვის განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესის დაცვის მექანიზმების შემუშავება, რაც 83%-იანი წინაპირობაა ადგილობრივი საფონდო ბირჟის განვითარებისთვის.
- რადგან განათლებას უმთავრესი მნიშვნელობა აქვს ნებისმიერი რეფორმის განხორციელებისას, კერძო სექტორის და საგანმანათლებლო დაწესებულებების მჭიდრო თანამშრომლობა 61%-ით ხელს შეუწყობს ფინანსური ანგარიშგების წარდგენის საკითხების სრულყოფას.

## გამოყენებული ლიტერატურის სია

1. საქართველოს პარლამენტი. (2016). ბუღალტრული აღრიცხვის, ანგარიშგებისა და აუდიტის შესახებ. ვებგვერდი.
2. საქართველოს პარლამენტი. (2015). კანონპროექტი ბუღალტრული აღრიცხვისა და ფინანსური ანგარიშგების აუდიტის შესახებ. ვებგვერდიპარლამენტი. (1999). საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ. 1-31.
3. საქართველოს პარლამენტი. (2016). საქართველოს კანონი მეწარმეთა შესახებ. 1-26.
4. საქართველოს პარლამენტი. (2012). საქართველოს კონსტიტუცია. 1-20.
5. საქართველოს პარლამენტი. (2016). საქართველოს კანონი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ. 1-31.
6. Association Agreement: between the European Union and the European Atomic Energy Community and their Member States, of the one part, and Georgia, of the other part. (2014). Official Journal of the European Union, 1-740.
7. ემისიის პროსპექტი. სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაცია”. ლონდონის საფონდო ბირჟა 2012.  
<[https://www.rnspdf.londonstockexchange.com/rns/1669D\\_-2012-5-11.pdf](https://www.rnspdf.londonstockexchange.com/rns/1669D_-2012-5-11.pdf)>
8. ემისიის პროსპექტი. სს “საქართველოს რკინიგზა”. ლონდონის საფონდო ბირჟა 2012. <<http://www.railway.ge/files/gr%20final%20.pdf>>
9. თეთრუაშვილი მ., თეთრუაშვილი ი. ფინანსური მენეჯმენტი. გორი 2007.
10. ინგოროყვა ა., ცაავა გ. ფინანსური მენეჯმენტი. თბ. 2011.
11. კვატაშიძე ნ., ხორავა ა., გოგრიჭიანი ზ. ფინანსური ანგარიშგება. გამომცემლობა „მერიდიანი“, თბილისი 2011.
12. კოვზანაძე ი. კომერციული ბანკების ლიკვიდობის რეგულირება. „სოციალური ეკონომიკა“, №1. გვ. 94- 106, თბილისი 2000.
13. კოვზანაძე ი. ლიკვიდობის ცნების განსაზღვრისთვის. საქართველოს მეცნიერე ბათა აკადემია. მაცნე, გვ. 109- 121, თბილისი 2001.
14. კოვზანაძე ი. საქართველოს კომერციული ბანკების ფუნქციონირების პრობლემები თანამედროვე ეტაპზე. თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, გვ. 422, თბილისი 2001.
15. ლომიძე ნ. ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის ძირითადი თეორიული ასპექტები. საერთაშორისო კონფერენციის მასალები. თბ. 2014.

16. მაისურაძე მ., საგალუტო კურსის ცვლილებით გამოწვეული შედეგების ასახვა ფინანსურ ანგარიშგებაში. ბიზნესი და კანონმდებლობა, თბილისი 2008.
17. მაისურაძე მ., ფინანსური აღრიცხვა. ევროპული უნივერსიტეტი, თბილისი 2009.
18. მსოფლიო ბანკი. (2015). ანგარიში სტანდარტების და ბუღალტრული აღრიცხვა და აუდიტი. კოდექსების შესრულების შესახებ (ROSC) საქართველო.
19. მუნჯიშვილი თ., „საწარმოს ფინანსური მდგომარეობის შეფასების ლოგიკურ-აღ ბათური მოდელი“, თსუ ს შრომები, თბილისი 2005.
20. ჩეჩელაშვილი ა. ფინანსური მდგომარეობის ანალიზი და მისი სრულყოფის გზები. თბ. 2014.
21. ჩეჩელაშვილი ა., ხორავა ა. ფინანსური მდგომარეობის ანალიზის სტრატეგია და ტაქტიკა. სამეცნიერო-რეფერირებადი ჟურნალი ”ბუღალტრული აღრიცხვა”. თბ. 2013 №8.
22. ცირამუა ე. ეკონომიკური ანალიზი (თეორია, მეთოდოლოგია, პრაქტიკა, მეთოდოლოგია), თბ. 2007.
23. ჭილაძე ი. ბიზნესის ანალიზის არსი და საგანი. საერთაშორისო სამეცნიერო კონცერენციის შრომების კრებული. თბილისი 2013.
24. ჭილაძე ი. ფინანსური ანალიზი. გამომცემლობა „მერიდიანი“, თბილისი 2011.
25. ჭილაძე ი. ძირეული ცვლილებები ფინანსური ანგარიშგების კონცეპტუალურ საფუძვლებში. ბუღალტრული აღრიცხვა. თბილისი 2016.
26. ჭუმბურიძე ლ. ბუღალტრული აღრიცხვისა და აუდიტის რეგულირების საერთაშორისო მიმართულებები და ევროლირექტივების მოთხოვნები. სამეცნიერო-რეფერირებადი ჟურნალი ”ბუღალტრული აღრიცხვა”. თბ. 2013.
27. ხარაბაძე ელენე. ფინანსური აღრიცხვა. გამომცემლობა „უნივერსალი“. თბ. 2009.
28. ხარაბაძე ე. ფინანსური აღრიცხვა (II დონე). თბ. 2011.
29. ხორავა ა., კვატაშიძე ნ., სრესელი ნ., გოგრიჭიანი ზ. ბუღალტრული აღრიცხვა. თბ. 2014
30. ხორავა ა. ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის პრობლემური საკითხები. სამეცნიერო-რეფერირებადი ჟურნალი ”ბუღალტრული აღრიცხვა”. თბ. 2013. №9.
31. ჯიქია მ. ფინანსური ანალიზი. ლექციების კურსი (საერთაშორისო პრაქტიკის მიხედვით). თბ. 2011.
32. Abraham, S., Marston, C. and Darby, P. (2012), Risk reporting: clarity, relevance and location. The Institute of Chartered Accountants of Scotland.



33. Arnold G. *Corporate Financial Management*, 3rd edn, Financial Times Prentice Hall, 2005.
34. Atkinson A., Banker R., Kaplan R., Young S.M. and Matsumura E. *Management Accounting*, 5th edn, Prentice Hall, 2007.
35. Barron, O., & Qu, H. (2014). Information Asymmetry and the Ex Ante Impact of Public Disclosure Quality on Price Efficiency and the Cost of Capital: Evidence from a Laboratory Market. *Accounting Review*, 1269-1297.
36. Bebbington J., Gray R. and Laughlin R. *Financial Accounting*, 3rd edn, Thomson Learning, 2001.
37. Benedict A. and Elliott B. *Practical Accounting*, Financial Times Prentice Hall, 2007.
38. Brealey R., Myers S. and Allen F. *Corporate Finance*, 8th edn, McGraw-Hill, 2005.
39. Bruhn, M., & Love, I. (2014). The Real Impact of Improved Access to Finance: Evidence from Mexico. *Journal of Finance*, 1347-1376.
40. Cattaneo, M., Meoli, M., & Vismara, S. (2015). Financial regulation and IPOs: Evidence from the history of the Italian stock market. *Journal of Corporate Finance*, 116-132.
41. Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs. Subcommittee on Securities, Insurance, and Investment. (2009). *Over-the-counter derivatives: modernizing oversight to increase transparency and reduce risks*. United States Congress, 1-172.
42. Crawford, L., Extance, H., Helliard, C. and Power, D. (2012), *Operating Segments: The usefulness of IFRS 8*. The Institute of Chartered Accountants of Scotland.
43. DeFond, M., Hu, X., Hung, M., & Li, S. (2011). The Impact of Mandatory IFRS Adoption on Foreign Mutual Fund Ownership: The Role of Comparability. *Journal of Accounting and Economics*, 240–258.
44. Dodge R. *Foundations of Business Accounting*, 2nd edn, Thomson Business Press, 1997.
45. Dong, Y., & Men, C. (2014). SME Financing in Emerging Markets: Firm Characteristics, Banking Structure and Institutions. *Emerging Markets Finance & Trade*, 120-149.
46. Drury C. *Management and Cost Accounting*, 6th edn, Thomson Learning, 2004.
47. Elliot B. and Elliot J. *Financial Accounting and Reporting*, 11th edn, Financial Times Prentice Hall, 2006.
48. Fu, R., Kraft, A. G., & Zhang, H. (2012). Financial Reporting Frequency, Information Asymmetry, and the Cost of Equity. *Journal of Accounting & Economics*, 132–149.
49. Gao, W., & Zhu, F. (2013). Information asymmetry and capital structure around the world. *Pacific-Basin Finance Journal*, 1-42.

50. Granja, J. (2013). *Disclosure Regulation in the Commercial Banking Industry: Lessons from the National Banking Era*. Chicago: University of Chicago.
51. Gray, S. (1988). *Towards a Theory of Cultural Influence on the Development of Accounting Systems Internationally*. *Abacus*, 1-15.
52. Hail, L., & Leuz, C. (2006). *International Differences in the Cost of Equity Capital: Do Legal Institutions and Securities Regulation Matter?* *Journal of Accounting Research*, 1-44.
53. Hilton R. *Managerial Accounting*, 6th edn, McGraw-Hill/Irwin, 2005.
54. Horngren C., Datar S. and Foster G. *Cost Accounting: A managerial emphasis*, 12th edn, Prentice Hall, 2006.
55. IASB (2010), *The Conceptual Framework for Financial Reporting*, International Accounting Standards Board.
56. IAS 1, *Presentation of Financial Statements*. International Accounting Standards Board.
57. IAS 7, *Statement of Cash Flows*, International Accounting Standards Board.
58. IAS 16, *Property, Plant and Equipment*, International Accounting Standards Board.
59. IAS 32, *Financial Instruments*, International Accounting Standards Board.
60. IAS 38, *Intangible Assets*, International Accounting Standards Board.
61. Kavanagh M and Drennan L (2008) *What skills and attributes does an accounting graduate need? Evidence from student perceptions and employer expectations*. *Accounting and Finance* 48: 279–300.
62. Kim, J.-B., Shi, H., & Zhou, J. (2014). *International Financial Reporting Standards, institutional infrastructures, and implied cost of equity capital around the world*. *Review of Quantitative Finance & Accounting*, 469-507.
63. *KPMG's Practical Guide to International Financial Reporting Standards*, KPMG, 5th edn, Thomson, 2013.
64. Lantto A and Sahlström P (2009) *Impact of International Financial Reporting Standard adoption on key financial ratios*. *Accounting and Finance* 49: 341–361.
65. Lovell, H., Sales de Aguiar, T., Bebbington, J. and Larrinaga-Gonzalez, C. (2010), *Accounting for Carbon*. Association of Chartered Certified Accountants.
66. Manyara, S. M., & Benuto, L. (2014). *Adoption of International Financial Reporting Standards Improves Access to Equity Capital in Australia*. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*.
67. McLaney E. *Business Finance: Theory and Practice*, 7th edn, Financial Times Prentice Hall, 2006.

68. Mody, A., & Taylor, M. P. (2013). International capital crunches: the time-varying role of informational asymmetries. *Applied Economics*, 2961-2973.
69. Myers, S. C., & Majluf, N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, 187-221.
70. Naranjo, P., Saavedra, D., & Verdi, R. S. (2014). Financial Reporting Regulation and Financing Decisions. Working Paper, 1-56.
71. Odell, M and Chazan, G. Georgian Railway pulls London IPO  
<https://www.ft.com/content/1ab32ef6-a5b6-11e1-b77a-00144feabdc0>
72. OECD. (2011). Competitiveness and Private Sector Development: Eastern Europe and South Caucasus.
73. Orin, R. M. (2008). Ethical Guidance and Constraint Under the Sarbanes-Oxley Act of 2002. *Journal of Accounting, Auditing & Finance*.
74. Oswald, S.L and Jahera, J.S. The influence of ownership on performance: An empirical study. *Strategic Management Journal*, Vol. 12, No. 4, 1991, 321-326.
75. Öztekin, Ö. (2015). Capital Structure Decisions around the World: Which Factors Are Reliably Important? *Journal of Financial & Quantitative Analysis*, 301-323.
76. Pike R. and Neale B. *Corporate Finance and Investment*, 5th edn, Prentice Hall, 2005.
77. Revsine L., Collins D. and Bruce Johnson W. *Financial Reporting and Analysis*, 3rd edn, Prentice Hall, 2005.
78. Riahi-Belkaoui A., *Accounting Theory*. 5th edn, Thomson Learning, 2004.
79. Schwab, K. (2015). The Global Competitiveness Report 2014-2015. World Economic Forum, 1-565.
80. Seifert, B., & Gonenc, H. (2010). Pecking Order Behavior in Emerging Markets. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 1-31.
81. Sharman (2012), The Sharman Inquiry. Going concern and liquidity risks: lessons for companies and auditors. Final report. Financial Reporting Council.
82. Singer, R. A. (2012). How to Integrate International Financial Reporting Standards into Accounting Programs. *American Journal of Business Education*.
83. Sutton T. *Corporate Financial Accounting and Reporting*, 2nd edn, Financial Times Prentice Hall, 2004.
84. Thomas A. *An Introduction to Financial Accounting*, 5th edn, McGraw-Hill, 2005.
85. The European Parliament. (1978). Fourth Council Directive 78/660/EEC.

86. The Parliament of Georgia. (1999). The Law on Securities Market.
87. The World Bank. (2015). Georgia: Accounting and Auditing. Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC), 1-66.
88. The World Bank. (2015). Georgia: Accounting and Auditing. Report on the Observance of Standards and Codes (ROSC), 1-66.
89. United States Congress. (n.d.). Securities Act of 1933. Retrieved from <http://www.sec.gov/about/laws/sa33.pdf>
90. Warsaw Stock Exchange. (2015, March 26). Retrieved from [http://www.gpw.pl/karta\\_spolki\\_en/PLABMSD00015/#espi\\_reports](http://www.gpw.pl/karta_spolki_en/PLABMSD00015/#espi_reports)
91. Wild J., Subramanyam K. and Halsey R. Financial Statement Analysis, McGraw-Hill, 2006.
92. Баканов М.И., Мельник М.В., Шеремет А.Д. Теория Экономического Анализа. Москва 2007.
93. Бернстаин Л.А. Анализ финансовой отчётности, Пер. с англ. Москва 2003.
94. Броило Е. В. финансовой отчетности. Сыктывкар СЛИ 2012.
95. Бухарин С.В. Анализ финансовой отчетности. Воронеж 2009.
96. Ионова А.В., Селезнёва Н. Н. Финансовый анализ. „Проспект“. Москва 2006.
97. Любушин Н.П. Экономический анализ. Учебн. пособие. ЮНИТИ – ДАНА. М. 2007.
98. Любушин Н.П., Лешева В. Б., Дьякова В. Б., Анализ финансово – экономической деятельности предприятия. ЮНИТИ – ДАНА. М. 2004.
99. Маркарьян Э.А., Герасименко Г.П., Маркарьян С.Э., Финансовый анализ. М.2006.
100. Меиер М.В. Оценка эффективности Бизнеса. Пер. с англ. „Вершина“, М. 2004.
101. Негашёв Е. В., Анализ финансов предприятия в условиях рынка. Учебн. пособие. Высш. шк. 192 с, М. 2002.
102. Ронова Г.Н., Ронова Л.А. Анализ финансовой отчетности. Москва 2008.
103. Рябова М. А. Анализ финансовой отчетности. Ульяновск 2011.
104. Савицкая Г.В., Анализ хозяйственной деятельности предприятия. ИНФРА. М. 2009.
105. Савчук В. П. Финансовый анализ деятельности предприятия. 154 с, Киев, 2004.
106. Савчук В. П. Управление финансами предприятия. М. Лаборатория знаний, БИНОМ, 2003.
107. Толпегина О.А. Анализ финансовой отчетности. Москва 2007.
108. Хигинс Роберт С. Финансовый анализ. инструменты для принятия бизнес-решения. 8-е издание. Москва, Санкт-Петербург, Киев, 2008.
109. Шеремет А.Д., Ионова А.Ф. Финансовый Менеджмент. Москва 2005.

## დანართები

დანართი №1

საკუთარი კაპიტალის რეგულირების მაჩვენებლების კორელაციის შედარება ანგლო-ამერიკული და სხვა ტიპის სამართლის ქვეყნებში

№	რეგულირების მონაცემები	1			2			3			4			5			6		
		ანგ.-ამერ. სამართალი	სხვა ქვეყნები	განს.	ანგ.-ამერ. სამართალი	სხვა ქვეყნები	განს.	ანგ.-ამერ. სამართალი	სხვა ქვეყნები	განს.	ანგ.-ამერ. სამართალი	სხვა ქვეყნები	განს.	ანგ.-ამერ. სამართალი	სხვა ქვეყნები	განს.	ანგ.-ამერ. სამართალი	სხვა ქვეყნები	განს.
1	სასამართლოს დამოუკიდებლობა	1	1	0	0.835	0.859	-0.024	0.834	0.858	-0.024	0.858	0.707	0.151	0.863	0.781	0.082	0.565	0.228	0.337
2	სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დავეების დროს	0.835	0.859	-0.02	1	1	0	0.909	0.925	-0.016	0.863	0.736	0.127	0.907	0.862	0.045	0.658	0.268	0.39
3	სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებელ უწყებებთან დავეების დროს	0.834	0.858	-0.02	0.909	0.925	-0.016	1	1	0	0.828	0.711	0.117	0.905	0.828	0.077	0.7	0.244	0.456
4	ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვანი დანერგვა	0.858	0.707	0.151	0.863	0.736	0.127	0.828	0.711	0.117	1	1	0	0.944	0.905	0.039	0.509	0.375	0.134
5	არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვა	0.863	0.781	0.08	0.907	0.862	0.045	0.905	0.828	0.077	0.944	0.905	0.039	1	1	0	0.628	0.366	0.262
6	ინვესტორების ინტერესების დაცვა	0.565	0.228	0.33	0.658	0.268	0.39	0.7	0.244	0.456	0.509	0.375	0.134	0.628	0.366	0.262	1	1	0

სს “საქართველოს რკინიგზის” ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგება

ათ. ლარი

ბალანსის მუხლები		12/31/12	12/31/13	12/31/14	12/31/15
1	ფული და ფულის ექვივალენტები	115,076	208,996	300,983	294,784
2	მოკლევადიანი ინვესტიციები	100,321	-	-	-
3	მოთხოვნები მიწოდება/მომსახურებიდან	39,253	52,402	53,944	69,673
4	წინასწარ გეწეული ხარჯები	61,648	39,429	18,547	12,873
5	სასაქონლო მარაგი	35,571	43,059	34,008	34,768
6	წინასწარ გადახდილი გადასახადები	-	11,689	10,924	10,993
7	სხვა მიმდინარე აქტივები	-	-	-	38,341
<b>სულ მიმდინარე აქტივები</b>		<b>351,869</b>	<b>355,575</b>	<b>418,406</b>	<b>461,432</b>
8	ქონება, მიწა, აღჭურვილობა	2,197,235	2,347,187	2,378,228	2,483,393
13	გადავადებული საგად. აქტივები	1,557	1,557	1,557	1,094
15	არამატერიალური აქტივები	-	46	46	-
16	სხვა გრძელვადიანი აქტივები	280,884	180,862	170,144	147,998
<b>სულ გრძელვადიანი აქტივები</b>		<b>2,479,676</b>	<b>2,529,652</b>	<b>2,549,975</b>	<b>2,632,485</b>
<b>სულ აქტივები</b>		<b>2,831,545</b>	<b>2,885,227</b>	<b>2,968,381</b>	<b>3,093,917</b>
17	საწესდებო კაპიტალი	1,049,751	1,050,075	1,052,202	1,052,605
18	სარეზერვო კაპიტალი	31,673	31,673	34,214	34,214
19	გაუნაწილებელი მოგება	449,376	487,379	476,335	384,391
<b>სულ საკუთარი კაპიტალი</b>		<b>1,530,800</b>	<b>1,569,127</b>	<b>1,562,751</b>	<b>1,471,210</b>
21	მოკლევადიანი სესხები	33,420	33,747	87,330	44,855
23	დავალიანებები მიწოდება/მომსახურებიდან	81,645	56,161	78,480	102,449
24	საგადასახადო ვალდებულებები	1,542	-	-	-
28	სხვა მიმდინარე ვალდებულებები	24,258	22,918	21,020	16,334
<b>სულ მიმდინარე ვალდებულებები</b>		<b>140,865</b>	<b>112,826</b>	<b>186,830</b>	<b>163,638</b>
29	გრძელვადიანი სესხები	870,934	913,194	929,373	1,193,301
30	გადავადებული გადასახადები	57,302	58,436	59,998	43,928
31	სხვა გრძელვადიანი ვალდებულებები	231,644	231,644	229,429	221,840
<b>სულ გრძელვადიანი ვალდებულებები</b>		<b>1,159,880</b>	<b>1,203,274</b>	<b>1,218,800</b>	<b>1,459,069</b>
<b>სულ ვალდებულებები</b>		<b>1,300,745</b>	<b>1,316,100</b>	<b>1,405,630</b>	<b>1,622,707</b>
<b>სულ ვალდებულებები და კაპიტალი</b>		<b>2,831,545</b>	<b>2,885,227</b>	<b>2,968,381</b>	<b>3,093,917</b>

სს “საქართველოს რკინიგზის” სრული შემოსავლების ანგარიშგება

ათ. ლარი

№	დასახელება	2012	2013	2014	2015
1	საოპერაციო შემოსავლები	469,819	479,846	511,570	574,773
2	რეალიზებული საქონლის თვითღირებულება	(52,973)	(49,166)	(47,239)	(45,507)
3	<b>გროს მარჟა</b>	<b>416,846</b>	<b>430,680</b>	<b>464,331</b>	<b>529,266</b>
4	<b>ადმინისტრაციული ხარჯები</b>				
5	შრომის ანაზღაურება (ბრუტო)	(108,467)	(133,509)	(145,174)	(148,625)
6	საიჯარო გადასახადი	(25,038)	(21,845)	(19,992)	(11,210)
7	გადასახადები	(20,729)	(23,554)	(24,384)	(25,969)
8	ცვეთა/ამორტიზაცია	(97,082)	(101,927)	(105,258)	(104,416)
9	სხვა ხარჯები	(42,679)	(43,920)	(37,104)	(51,448)
10	<b>საოპერაციო მოგება</b>	<b>122,851</b>	<b>105,925</b>	<b>132,419</b>	<b>187,598</b>
11	<b>არასაოპერაციო შემოსავალი</b>				
12	საპროცენტო და საინვესტ. შემოსავალი	15,902	12,334	11,666	20,932
13	კურსთაშორის სხვაობით მიღ. მოგება	3,204	-	-	-
14	სხვა არასაოპერაციო შემოსავალი	31,953	15,452	12,353	30,771
15	<b>არასაოპერაციო ხარჯები</b>				
16	საპროცენტო ხარჯები	(10,436)	(14,251)	(44,891)	(59,338)
17	კურსთაშორის სხვაობით მიღ. ზარალი	-	(34,367)	(61,133)	(226,837)
18	სხვა არასაოპერაციო ხარჯი	(48,874)	(8,903)	(5,245)	(29,180)
19	<b>მოგება დაბეგვრამდე</b>	<b>114,600</b>	<b>76,190</b>	<b>45,170</b>	<b>(76,054)</b>
20	მოგების გადასახადი	(17,383)	(10,960)	(5,884)	10,555
21	<b>წმინდა მოგება</b>	<b>97,217</b>	<b>65,230</b>	<b>39,286</b>	<b>(65,499)</b>

სს “საქართველოს რკინიგზის” ანგარიშგება საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ, 2015 წ.

ათ. ლარი

საკუთარი კაპიტალის მუხლები	სააქციო კაპიტალი	მესაკუთრების არაფულადი შენატანების ანარიცხი	გაუნაწილებელი მოგება	სულ საკუთარი კაპიტალი	ხვედრითი წილი (%)
ნაშთი 2015 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით	1,052,202	34,214	476,335	1,562,751	100
<b>სულ სრული ზარალი წლის განმავლობაში</b>					
ზარალი წლის განმავლობაში	-	-	(65,497)	(65,497)	-4
<b>პირდაპირ კაპიტალში ასახული ოპერაციები მესაკუთრებთან</b>					
ლივიდენდები კაპიტალის მფლობელებისათვის	-	-	(25,537)	(25,537)	-2
წმინდა არაფულადი შენატანები მესაკუთრების მიერ და განაცემები მესაკუთრებზე	403	-	(910)	(507)	-0.03
სულ პირდაპირ კაპიტალში ასახული ოპერაციები მესაკუთრებთან	403	-	(26,447)	(26,044)	-2
<b>ნაშთი 2015 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით</b>	<b>1,052,605</b>	<b>34,214</b>	<b>384,391</b>	<b>1,471,210</b>	<b>94</b>
<b>ხვედრითი წილი (%)</b>	<b>72</b>	<b>2</b>	<b>26</b>	<b>100</b>	



სს “საქართველოს რკინიგზის” ანგარიშგება საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ, 2014-2013 წწ.

ათ. ლარი

საკუთარი კაპიტალის მუხლები	სააქციო კაპიტალი	მესაკუთრების არაფულადი შენატანების ანარიცხი	გაუნაწილებელი მოგება	სულ საკუთარი კაპიტალი	ხვედრითი წილი (%)
ნაშთი 2014 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით	1,050,075	31,673	487,379	1,569,127	100
<b>სულ სრული შემოსავალი წლის განმავლობაში</b>					
მოგება წლის განმავლობაში	-	-	39,286	39,286	3
<b>პირდაპირ კაპიტალში ასახული ოპერაციები მესაკუთრებთან</b>					
დივიდენდები კაპიტალის მფლობელებისათვის	-	-	(50,330)	(50,330)	(3)
წმინდა არაფულადი შენატანები მესაკუთრების მიერ და განაცემები მესაკუთრებზე	2,127	2,541	-	4,668	0.3
სულ პირდაპირ კაპიტალში ასახული ოპერაციები მესაკუთრებთან	2,127	2,541	(50,330)	(45,662)	(3)
<b>ნაშთი 2014 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით</b>	<b>1,052,202</b>	<b>34,214</b>	<b>476,335</b>	<b>1,562,751</b>	<b>100%</b>
<b>ხვედრითი წილი (%)</b>	<b>67</b>	<b>2</b>	<b>30</b>	<b>100</b>	
ნაშთი 2013 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით	1,049,751	31,673	449,376	1,530,800	100
<b>სულ სრული შემოსავალი წლის განმავლობაში</b>					
მოგება წლის განმავლობაში	-	-	65,230	65,230	4
<b>პირდაპირ კაპიტალში ასახული ოპერაციები მესაკუთრებთან</b>					
დივიდენდები კაპიტალის მფლობელებისათვის	-	-	(25,000)	(25,000)	(2)
წმინდა არაფულადი შენატანები მესაკუთრების მიერ და განაცემები მესაკუთრებზე	324	-	(2,227)	(1,903)	(0.1)
სულ პირდაპირ კაპიტალში ასახული ოპერაციები მესაკუთრებთან	324	-	(27,227)	(26,903)	(2)
<b>ნაშთი 2013 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით</b>	<b>1,050,075</b>	<b>31,673</b>	<b>487,379</b>	<b>1,569,127</b>	<b>103%</b>
<b>ხვედრითი წილი (%)</b>	<b>67</b>	<b>2</b>	<b>31</b>	<b>100</b>	

სს “საქართველოს რკინიგზის” ანგარიშგება საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ, 2012 წ.

ათ. ლარი

საკუთარი კაპიტალის მუხლები	სააქციო კაპიტალი	მესაკუთრების არაფულადი შენატანების ანარიცხი	გაუნაწილებელი მოგება	სულ საკუთარი კაპიტალი	ხვედრითი წილი (%)
ნაშთი 2012 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით	1,000,463	38,043	763,502	1,802,008	100
<b>სულ სრული შემოსავალი წლის განმავლობაში</b>					
მოგება წლის განმავლობაში	-	-	97,217	97,217	5
<b>პირდაპირ კაპიტალში ასახული ოპერაციები მესაკუთრებთან</b>					
დივიდენდები კაპიტალის მფლობელებისათვის	-	-	(382,317)	(382,317)	(21)
წმინდა არაფულადი შენატანები მესაკუთრების მიერ და განაცემები მესაკუთრებზე	49,288	(6,370)	(29,026)	13,892	1
სულ პირდაპირ კაპიტალში ასახული ოპერაციები მესაკუთრებთან	49,288	(6,370)	(411,343)	(368,425)	(20)
<b>ნაშთი 2012 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით</b>	<b>1,049,751</b>	<b>31,673</b>	<b>449,376</b>	<b>1,530,800</b>	<b>85</b>
<b>ხვედრითი წილი (%)</b>	<b>69</b>	<b>2</b>	<b>29</b>	<b>100</b>	

სს “საქართველოს რკინიგზის” ფულადი ნაკადების ანგარიშგება

ათ. ლარი

ანალიზის წელი	2012	2013	2014	2015
ფულადი სახსრები საოპერაციო საქმიანობიდან	239,608	218,803	280,105	299,497
სულ ფულადი ნაკადების შემოდინება	493,825	482,955	526,862	564,851
შემოსავალი კლიენტებისგან	470,825	475,455	526,862	564,851
დაბრუნებული დღგ	23,000	7,500	-	-
საოპერაციო ფულადი სახსრების გადინება	(254,217)	(264,153)	(246,757)	(265,354)
- სასაქონლო მარაგების/ნედლეულის შექმნა და ხელფასები	(245,997)	(240,401)	(243,832)	(260,242)
- გადასახადები	(8,220)	(23,751)	(2,925)	(5,111)
ფულადი სახსრები საინვესტიციო საქმიანობიდან	(410,708)	(36,420)	(75,253)	(174,508)
- ძირითადი საშუალებების/არამატერიალური აქტივების შექმნა	(401,168)	(148,895)	(86,852)	(156,993)
+ ძირითადი საშუალებების/არამატერიალური აქტივების გაყიდვა	3,032	186	76	-
+ მიღებული პროცენტი	11,300	16,764	11,523	20,992
- სესხის გაცემა	-	-	-	(38,507)
- დეპოზიტებზე თანხის განთავსება	(23,872)	95,525	-	-
ფულადი სახსრები საფინანსო საქმიანობიდან	218,805	(94,797)	(123,156)	(170,097)
+ შემოსულობანი სესხებიდან	396,182	-	-	-
- გადახდილი პროცენტი	(22,915)	(69,764)	(72,826)	-
- ფინანსურ იჯარასთან დაკავშირებული ვალდ.-ის განაღდება	-	-	-	(85,731)
- გადახდილი სასესხო ვალდებულებები	(635)	(32)	-	(62,514)
- დივიდენდი	(153,826)	(25,000)	(50,330)	(21,852)
წმინდა ფულადი სახსრები	47,705	87,586	81,696	(45,109)
<b>ფულადი სახსრ. პერიოდის დასაწყისში</b>	<b>64,516</b>	<b>115,075</b>	<b>208,994</b>	<b>300,982</b>
<b>კურსთაშორისი სხვაობა</b>	<b>2,854</b>	<b>6,333</b>	<b>10,292</b>	<b>38,910</b>
<b>ფულადი სახსრ. პერიოდის ბოლოს</b>	<b>115,075</b>	<b>208,994</b>	<b>300,982</b>	<b>294,783</b>

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური მდგომარეობის  
ანგარიშგება

ათ. ლარი

№	მუხლების დასახელება	2012	2013	2014	2015
1	ფული და ფულის ექვივალენტები	142,672	194,540	181,798	191,087
2	მოკლევადიანი ინვესტიციები	57,645	78,494	-	-
3	მოთხოვნები მიწოდება/მომსახურებიდან	86,399	63,530	69,943	181,483
4	წინასწარ გეწეული ხარჯები	19,972	20,058	23,348	48,147
5	სასაქონლო მარაგი	535	657	198	8,825
6	წინასწარ გადახდილი გადასახადები	7,611	1,813	14,573	10,438
7	სხვა მიმდინარე აქტივები	48,714	48,196	16,482	5,763
<b>8</b>	<b>სულ მიმდინარე აქტივები</b>	<b>363,548</b>	<b>407,288</b>	<b>306,342</b>	<b>445,742</b>
9	ქონება, მიწა, აღჭურვილობა	282,650	269,576	590,592	764,456
10	გრძელვადიანი ინვესტიციები	100,635	40,083	44,372	61,074
11	გადავადებული საგად. აქტივები	-	-	2,063	14,381
12	გრძელვადიანი მოთხოვნები	131,204	337,832	287,438	118,829
13	არამატერიალური აქტივები	165	114	101	88
14	სხვა გრძელვადიანი აქტივები	107	-	-	5,663
<b>15</b>	<b>სულ გრძელვადიანი აქტივები</b>	<b>514,760</b>	<b>647,606</b>	<b>924,566</b>	<b>964,491</b>
<b>16</b>	<b>სულ აქტივები</b>	<b>878,308</b>	<b>1,054,893</b>	<b>1,230,908</b>	<b>1,410,233</b>
17	საწესდებო კაპიტალი	509,298	509,550	572,691	610,901
18	სარეზერვო კაპიტალი	(300,365)	(224,743)	(225,404)	(166,954)
19	გაუნაწილებელი მოგება	189,823	284,116	328,678	276,172
<b>20</b>	<b>სულ საკუთარი კაპიტალი</b>	<b>398,756</b>	<b>568,923</b>	<b>675,965</b>	<b>720,119</b>
21	მოკლევადიანი სესხები	5,090	6,126	8,299	13,042
22	დავალიანებები მიწოდება/მომსახურებიდან	24,822	30,656	67,106	67,806
23	საგადასახადო ვალდებულებები	1,890	5,317	6,740	5,039
24	სხვა მიმდინარე ვალდებულებები	32,000	1,686	1,686	2,065
25	სულ მიმდინარე ვალდებულებები	63,803	43,785	83,831	87,952
26	გრძელვადიანი სესხები	406,183	425,699	456,910	587,172
27	გადავადებული გადასახადები	9,566	16,486	14,202	14,990
<b>28</b>	<b>სულ გრძელვადიანი ვალდებულებები</b>	<b>415,749</b>	<b>442,185</b>	<b>471,112</b>	<b>602,162</b>
<b>29</b>	<b>სულ ვალდებულებები</b>	<b>479,552</b>	<b>485,971</b>	<b>554,943</b>	<b>690,114</b>
<b>30</b>	<b>სულ ვალდებულებები და კაპიტალი</b>	<b>878,308</b>	<b>1,054,893</b>	<b>1,230,908</b>	<b>1,410,233</b>

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” სრული შემოსავლების ანგარიშგება

ათ. ლარი

№	დასახელება	2012	2013	2014	2015
1	საოპერაციო შემოსავლები	299,551	325,761	357,813	495,431
2	რეალიზებული საქონლის თვითღირებულება	(178,230)	(198,483)	(224,346)	(337,154)
3	<b>გროს მარჟა</b>	<b>121,321</b>	<b>127,278</b>	<b>133,467</b>	<b>158,277</b>
4	<b>ადმინისტრაციული ხარჯები</b>				
5	შრომის ანაზღაურება (ბრუტო)	(8,508)	(7,303)	(9,215)	(11,681)
6	საიჯარო გადასახადი				
7	გადასახადები	(6,158)	(6,096)	(6,659)	(8,968)
8	ცვეთა/ამორტიზაცია	(18,662)	(18,241)	(20,057)	(26,866)
9	სხვა ხარჯები	(16,193)	(9,185)	(7,908)	(16,585)
10	<b>საოპერაციო მოგება</b>	<b>82,938</b>	<b>100,359</b>	<b>92,036</b>	<b>96,558</b>
11	<b>არასაოპერაციო შემოსავალი</b>				
12	საპროცენტო და საინვესტ. შემოსავალი	28,997	40,727	-	30,950
13	კურსთაშორის სხვაობით მიღ. მოგება	-	-	-	-
14	სხვა არასაოპერაციო შემოსავალი	-	-	11,969	-
15	<b>არასაოპერაციო ხარჯები</b>				
16	საპროცენტო ხარჯები	-	-	-	(21,760)
17	კურსთაშორის სხვაობით მიღ. ზარალი	(19,331)	(29,483)	(10,540)	(65,192)
18	სხვა არასაოპერაციო ხარჯი				
19	<b>მოგება დაბეგვრამდე</b>	<b>92,604</b>	<b>111,602</b>	<b>93,465</b>	<b>40,556</b>
20	მოგების გადასახადი	(11,578)	(17,310)	(9,576)	(4,342)
21	<b>წმინდა მოგება</b>	<b>81,026</b>	<b>94,292</b>	<b>83,889</b>	<b>36,214</b>

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ანგარიშგება საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ, 2015 წ.

ათ. ლარი

საკუთარი კაპიტალის მუხლები	სააქციო კაპიტალი	დამატებითი შენატანი კაპიტალში	არაფულადი შენატანის რეალურ ღირებულებაზე კორექტირების რეზერვი	გაუნაწილებელი მოგება	სულ	არამაკონტროლებელი წილი	სულ კაპიტალი	ხვედრითი წილი (%)
ნაშთი 2015 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით	572,691	71,718	(282,181)	230,420	592,648	83,316	675,964	100
<i>მთლიანი სრული შემოსავალი</i>								
მოგება და მთლიანი სრული შემოსავალი წლის განმავლობაში	-	-	-	76,019	76,019	(39,803)	36,216	5.4
<i>ოპერაციები კომპანიის მფლობელებთან</i>								
შენატანები და განაწილება								
დივიდენდები	-	-	-	(29,361)	(29,361)	-	(29,361)	(4.3)
არაფულადი აქტივების განაწილება, გადასახადის გამოკლებით	-	-	-	(907)	(907)	-	(907)	(0.1)
საწესდებო კაპიტალის ზრდა	38,210	-	-	-	38,210	-	38,210	5.7
სულ შენატანები და განაწილება	38,210	-	-	(30,268)	7,942	-	7,942	1.2
ნაშთი 2015 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით	610,901	71,718	(282,181)	276,171	676,609	43,513	720,122	107
ხვედრითი წილი (%)	85	10	39	38	94	6	100	

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ანგარიშგება საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ, 2014 წ.

ათ. ლარი

საკუთარი კაპიტალის მუხლები	სააქციო კაპიტალი	დამატებითი შენატანი კაპიტალში	არაფულადი შენატანის რეალურ ღირებულებაზე კორექტირების რეზერვი	გაუნაწილე ბელი მოგება	სულ	არამაკონტროლებელი წილი	სულ კაპიტალი	ხვედრითი წილი (%)
ნაშთი 2014 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით	509,550	71,718	(282,181)	186,393	485,480	83,443	568,923	100
<b>მთლიანი სრული შემოსავალი</b>								
მოგება და მთლიანი სრული შემოსავალი წლის განმავლობაში	-	-	-	85,655	85,655	(1,766)	83,889	15
<i>ოპერაციები კომპანიის მფლობელებთან</i>								
შენატანები და განაწილება								
დივიდენდები	-	-	-	(33,000)	(33,000)	-	(33,000)	(6)
არაფულადი აქტივების განაწილება, გადასახადის გამოკლებით	-	-	-	(970)	(970)	-	(970)	(0)
შვილობილი კომპანიის გადაცემა, გადასახადის გამოკლებით	-	-	-	(7,658)	(7,658)	-	(7,658)	(1)
საწესდებო კაპიტალის ზრდა	63,141	-	-	-	63,141	-	63,141	11
სხვა შენატანები	-	-	-	-	-	1,639	1,639	0
<b>სულ შენატანები და განაწილება</b>	<b>63,141</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>(41,628)</b>	<b>21,513</b>	<b>1,639</b>	<b>23,152</b>	<b>4</b>
ნაშთი 2014 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით	572,691	71,718	(282,181)	230,420	592,648	83,316	675,964	119
<b>ხვედრითი წილი (%)</b>	<b>85</b>	<b>11</b>	<b>(42)</b>	<b>34</b>	<b>88</b>	<b>12</b>	<b>100</b>	

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ანგარიშგება საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ, 2013 წ.

ათ. ლარი

საკუთარი კაპიტალის მუხლები	სააქციო კაპიტალი	დამატებითი შენატანი კაპიტალში	არაფულადი შენატანის რეალურ ღირებულებაზე კორექტირების რეზერვი	გაუნაწილებელი მოგება	სულ	არამაკონტროლებელი წილი	სულ კაპიტალი	ხვედრითი წილი (%)
ნაშთი 2013 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით	509,298	71,718	(282,181)	99,924	398,759	-	398,759	70
მთლიანი სრული შემოსავალი								
მოგება და მთლიანი სრული შემოსავალი წლის განმავლობაში	-	-	-	94,828	94,828	(535)	94,293	17
<i>ოპერაციები კომპანიის მფლობელებთან</i>								
შენატანები და განაწილება								
ლივიდენდები	-	-	-	(8,359)	(8,359)	-	(8,359)	(1.5)
საწესდებო კაპიტალის ზრდა	252	-	-	-	252	-	252	0.04
სულ შენატანები და განაწილება	252	-	-	86,469	86,721	(535)	86,186	15
შეიღობილი საწარმოს დაფუძნება არამაკონტროლებელი წილით						83,978	83,978	
ნაშთი 2013 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით	509,550	71,718	(282,181)	186,393	485,480	83,443	568,923	100
ხვედრითი წილი (%)	90	13	(50)	33	85	15	100	



სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ანგარიშგება საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების შესახებ, 2012 წ.

ათ. ლარი

საკუთარი კაპიტალის მუხლები	სააქციო კაპიტალი	დამატებითი შენატანი კაპიტალში	არაფულადი შენატანის რეალურ ღირებულებაზე კორექტირების რეზერვი	გაუნაწილე ბეღი მოგება	სულ	არამაკონტროლებელი წილი	სულ კაპიტალი	ხვედრითი წილი (%)
ნაშთი 2012 წლის 1 იანვრის მდგომარეობით	478,772	71,718	(282,181)	90,160	358,469	-	358,469	100
მთლიანი სრული შემოსავალი								
მოგება და მთლიანი სრული შემოსავალი წლის განმავლობაში	-	-	-	81,026	81,026	-	81,026	23
<i>ოპერაციები კომპანიის მფლობელებთან</i>								
შენატანები და განაწილება								
დივიდენდები	-	-	-	(40,000)	(40,000)	-	(40,000)	(11)
არაფულადი აქტივების განაწილება, გადასახადის გამოკლებით	-	-	-	(31,262)	(31,262)	-	(31,262)	(9)
საწესდებო კაპიტალის ზრდა	30,833	-	-	-	30,833	-	30,833	9
საწესდებო კაპიტალის შემცირება	(307)	-	-	-	(307)	-	(307)	(0.1)
სულ შენატანები და განაწილება	252	-	-	9,764	40,290	-	40,290	11
ნაშთი 2012 წლის 31 დეკემბრის მდგომარეობით	509,298	71,718	(282,181)	99,924	398,759	-	398,759	111
ხვედრითი წილი (%)	128	18	(71)	25	100	-	100	

სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფულადი ნაკადების ანგარიშგება

ათ. ლარი

ანალიზის წელი	2012	2013	2014	2015
ფულადი სახსრები საოპერაციო საქმიანობიდან	65,563	152,081	79,865	17,087
სულ ფულადი ნაკადების შემოდინება	263,856	373,138	385,055	437,456
შემოსავალი კლიენტებისგან	263,856	373,138	370,055	425,656
დღგ-ის დაბრუნება	-	-	15,000	11,800
საოპერაციო ფულადი სახსრების გადინება	(198,293)	(221,057)	(305,190)	(420,369)
- სასაქონლო მარაგების/ნედლეულის შექმნა	(178,389)	(222,160)	(285,830)	(399,782)
+ საპროცენტო შემოსავალი	7,415	34,076	18,815	37,436
- საპროცენტო ხარჯი	(14,323)	(28,512)	(30,406)	(40,918)
- გადასახადები	(12,996)	(4,460)	(7,769)	(17,105)
ფულადი სახსრები საინვესტიციო საქმიანობიდან	(300,642)	(64,738)	(63,081)	(3,341)
- ძირითადი საშუალებების/არამატერიალური აქტივების შექმნა	(29,755)	(117,525)	(137,286)	(115,294)
+ სესხების გადახდიდან მიღებული შემოსავალი	-	3,707	-	120,015
- სესხების გაცემა	(130,029)	-	-	(2,402)
- დებიზიტების შემცირება	(140,751)	49,081	74,205	-
- კაპიტალური ხარჯები	(107)	-	-	(5,660)
ფულადი სახსრები საფინანსო საქმიანობიდან	337,202	(40,987)	(42,284)	(29,361)
+ შემოსულობანი სესხებიდან	397,433	-	29,875	-
- გადახდილი სასესხო ვალდებულებები	(10,530)	(628)	(29,765)	-
+ ბიზნესში ინვესტირებული ფული	-	-	(9,394)	-
- დივიდენდი	(49,700)	(40,359)	(33,000)	(29,361)
წმინდა ფულადი სახსრები	102,123	46,357	(25,500)	(15,615)
<b>ფულადი სახსრ. პერიოდის დასაწყისში</b>	<b>35,079</b>	<b>142,678</b>	<b>194,540</b>	<b>181,799</b>
<b>კურსთაშორისი სხვაობა</b>	<b>5,476</b>	<b>5,505</b>	<b>12,759</b>	<b>24,903</b>
<b>ფულადი სახსრ. პერიოდის ბოლოს</b>	<b>142,678</b>	<b>194,540</b>	<b>181,799</b>	<b>191,087</b>

საკუთარი კაპიტალის გამოყენების კოეფიციენტები

		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
1	საკუთარი კაპიტალის კონცენტრაციის კოეფიციენტი	1	-0.445	-0.999	0.252	0.252	0.461	0.582	0.796	0.398	-0.069	-0.395	0.024
	სტატისტიკური მნიშვნელობა		0.269	0	0.548	0.548	0.25	0.13	0.018	0.329	0.871	0.332	0.954
2	საკუთარი კაპიტალის მანევრირების კოეფიციენტი	-0.445	1	0.458	0.649	0.649	-0.123	-0.887	-0.11	0.538	0.844	0.738	-0.135
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.269		0.254	0.082	0.082	0.772	0.003	0.795	0.169	0.008	0.037	0.749
3	ფინანსური დამოუკიდებლობის კოეფიციენტი	-0.999	0.458	1	-0.222	-0.222	-0.466	-0.606	-0.808	-0.386	0.093	0.415	-0.012
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0	0.254		0.597	0.597	0.245	0.111	0.015	0.345	0.827	0.306	0.977
4	სააქციო კაპიტალის რენტაბელობა	0.252	0.649	-0.222	1	1	0.259	-0.588	0.251	0.761	0.840	0.56	0.195
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.548	0.082	0.597		0	0.536	0.126	0.549	0.028	0.009	0.149	0.644
5	სააქციო კაპიტალის უკუგება (ROE)	0.252	0.649	-0.222	1	1	0.259	-0.588	0.251	0.761	0.840	0.56	0.195
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.548	0.082	0.597	0		0.536	0.126	0.549	0.028	0.009	0.149	0.644
6	სააქციო კაპიტალის გამოსყიდვის პერიოდი	0.461	-0.123	-0.466	0.259	0.259	1	0.368	0.5	0.155	-0.121	-0.005	0.166
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.25	0.772	0.245	0.536	0.536		0.37	0.207	0.714	0.775	0.991	0.695
7	ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტი 1	0.582	-0.887	-0.606	-0.588	-0.588	0.368	1	0.418	-0.329	-0.832	-0.775	-0.006
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.13	0.003	0.111	0.126	0.126	0.37		0.303	0.426	0.01	0.024	0.989
8	ეკონომიკური ზრდის კოეფიციენტი 2	.796	-0.11	-0.808	0.251	0.251	0.5	0.418	1	0.386	0.111	-0.043	-0.145
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.018	0.795	0.015	0.549	0.549	0.207	0.303		0.345	0.793	0.919	0.731
9	ლივიდენდის უზრუნველყოფის კოეფიციენტი	0.398	0.538	-0.386	0.761	0.761	0.155	-0.329	0.386	1	0.679	0.075	-0.297
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.329	0.169	0.345	0.028	0.028	0.714	0.426	0.345		0.064	0.86	0.475
10	შემოსავალი ერთ აქციაზე	-0.069	0.844	0.093	0.840	0.840	-0.121	-0.832	0.111	0.679	1	0.723	-0.121
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.871	0.008	0.827	0.009	0.009	0.775	0.01	0.793	0.064		0.043	0.775
11	ლივიდენდი ერთ აქციაზე	-0.395	0.738	0.415	0.56	0.56	-0.005	-0.775	-0.043	0.075	0.723	1	0.179
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.332	0.037	0.306	0.149	0.149	0.991	0.024	0.919	0.86	0.043		0.671
12	სააქციო კაპიტალის ფასი (WACC)	0.024	-0.135	-0.012	0.195	0.195	0.166	-0.006	-0.145	-0.297	-0.121	0.179	1
	სტატისტიკური მნიშვნელობა	0.954	0.749	0.977	0.644	0.644	0.695	0.989	0.731	0.475	0.775	0.671	

კ. შვაბის მიერ მსოფლიოს 144 ქვეყნის რანჟირება კვლევაში შესწავლილი მონაცემების მიხედვით

№	ქვეყანა	(1)	(2)	(2)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)	(12)	(13)	(14)	(15)
1	ალბანეთი	2.4793	2.9236	3.0022	3.6681	3.7549	7.3	3.7374	1.5608	1.8776	1.9485	4.3349	1.9026	3.3922	2.5805	2.3394
2	ალჟირი	3.4613	3.1997	2.8808	3.3645	3.5073	5	3.0640	2.1080	2.8181	2.2164	3.3789	2.2058	2.7228	2.6289	2.2643
3	ანგოლა	2.1059	2.3301	2.0394	2.5841	2.5012	5.3	3.2365	1.4247	2.1550	2.3482	4.1160	1.1716	2.4993	1.8870	2.0128
4	არგენტინა	2.2928	2.6005	1.9199	3.8832	3.4759	5	2.9239	2.2186	1.7289	1.7798	4.5748	3.2644	3.0438	4.1031	3.6353
5	სომხეთი	2.9198	3.3519	2.9153	4.4336	3.6990	6.7	4.0133	2.5460	2.4876	2.3558	4.9175	3.3244	3.7108	3.1474	3.0519
6	ავსტრალია	5.8879	4.8050	4.1197	5.8665	5.0396	5.7	5.2076	4.8110	3.3195	3.3971	6.5761	5.5130	5.4144	5.7782	4.8435
7	ავსტრია	5.1743	4.8775	4.0845	5.6580	4.7882	5	5.2728	3.7700	2.8581	2.6946	5.0417	4.4487	4.4521	5.0052	4.6782
8	აზერბაიჯანი	3.1605	3.8154	3.5483	4.2490	3.8590	6.7	4.0546	3.0789	2.7128	2.7151	4.2818	3.7262	3.7662	3.4286	3.1571
9	ბაჰრეინი	4.4116	4.2329	3.8464	5.7682	5.1104	4.7	5.5047	4.1038	4.2216	3.5750	5.8024	5.4479	4.6531	3.2120	3.2742
10	ბანგლადეში	2.2298	2.8683	2.8883	3.3687	3.0348	6.7	3.9017	4.0722	2.4448	2.1288	4.2350	3.2364	3.7725	2.7191	2.5574
11	ბარბადოსი	5.2709	4.3298	3.9722	5.5924	4.3790	3	4.4629	3.0756	2.4514	2.3278	6.0895	4.9714	4.6289	3.9903	3.9968
12	ბელგია	5.6701	4.2143	4.0513	5.4641	4.9286	7	5.5147	3.8607	3.3284	3.2971	4.5968	4.8781	4.5312	6.0821	5.5771
13	ბჰუტანი	4.8108	4.1164	3.1607	4.7162	4.2398	3.7	4.0174	3.4604	2.4843	2.2645	4.3709	3.8410	3.4486	2.6703	2.6848
14	ბოლივია	3.2938	3.7212	3.3969	3.7587	3.7412	4	3.7368	3.2959	3.6018	3.3578	3.9729	3.6929	3.3280	3.2135	3.5366
15	ბოსტვანა	4.8747	4.4279	3.8214	5.1621	4.5582	6	4.1541	3.6283	2.9931	2.7045	5.5945	4.4237	4.2197	3.2209	3.1445
16	ბრაზილია	3.5532	3.2048	3.0562	5.1664	4.6959	5.3	4.9855	3.6412	2.6689	2.5717	6.0928	5.4471	4.2991	4.0312	3.7991
17	ბულგარეთი	2.3291	2.7725	2.4644	4.8910	3.9230	6	3.9598	3.0357	2.9935	2.5919	4.9891	3.5588	4.1666	3.5054	3.0001
18	ბურკინა ფასო	2.1124	3.4897	2.8238	4.3497	3.6023	3.7	3.0790	2.2302	1.6417	1.4747	4.0842	3.0588	3.1377	3.3877	3.1682
19	ბურუნდი	1.6275	2.9142	2.9093	3.5729	3.0815	6.3	2.7325	1.8384	1.7608	1.9405	2.9245	1.8870	2.3717	2.3921	2.7848
20	ჯამბოჯა	2.2692	3.0583	2.6933	3.6649	3.6253	5.3	3.8629	2.1820	2.7038	2.7475	4.4999	3.1623	3.8021	2.8573	2.9772
21	კამერუნი	2.8292	3.5426	3.3117	3.8541	3.8796	4.3	3.6645	2.9009	2.5322	2.3108	4.4505	2.9039	3.5138	3.4724	3.3737
22	კანადა	6.1527	5.5000	4.7996	6.2330	5.4493	8.7	5.8264	4.8829	3.7718	3.6271	6.7150	5.6447	5.3523	5.4704	4.9007
23	კაპვერდე	4.1522	3.6124	3.4172	3.8805	3.6886	4	3.7831	3.0409	2.4702	2.4647	4.3704	3.6976	3.3590	3.1012	3.2169
24	ჩადი	2.1844	2.4892	1.9661	3.1985	2.7719	3.3	2.9030	1.8090	2.0966	1.8567	3.2370	1.8029	2.7378	2.1912	2.2404
25	ჩილე	5.2128	4.4486	4.0512	5.2407	4.5789	6.3	4.8669	4.3630	3.6660	3.3114	6.3068	5.3150	4.8789	4.0266	4.1989
26	ჩინეთი	3.9864	4.0512	3.6048	4.4487	4.1423	5	4.3790	4.1619	3.6603	3.9182	4.9853	4.4228	4.2984	4.3392	4.4014
27	კოლომბია	2.8411	3.3715	3.0955	4.5277	4.1341	8.3	3.6072	3.4431	2.7661	2.5682	5.7872	4.0124	4.0146	3.4763	3.9262
28	კოსტარიკა	5.0398	3.7723	4.0885	5.1035	4.7061	3	4.1387	2.4308	2.2143	2.2113	5.7678	4.6711	3.7443	4.7891	4.3576
29	კოდიუარი	3.2260	3.7203	3.5873	4.4742	4.2563	3.3	3.8575	3.3226	3.1320	2.8496	4.7637	3.6489	3.8599	3.8930	3.3394
30	ხორვატია	3.1555	2.4694	2.1495	4.2544	3.5784	3.3	3.7728	2.8415	2.4232	2.2005	4.9140	4.0410	3.9091	4.0032	3.3913

31	კვიპროსი	4.4645	4.0206	4.0608	4.9732	4.3012	6.3	4.3713	2.5450	2.3829	2.6714	2.3879	4.0739	3.8089	4.3072	4.1911
32	ჩეხეთი	3.8679	3.2719	2.7013	4.9259	4.1102	5	5.0517	3.1703	3.3273	3.0649	5.8812	4.3751	4.4515	4.5487	3.9998
33	დანია	6.5142	4.9686	3.7105	5.5053	4.8257	6.3	5.0348	3.8966	2.9136	2.5002	4.7076	5.4437	4.7207	5.3840	4.8976
34	დომინიკის რესპ.	2.4864	3.4359	3.4385	4.5391	4.0645	5	3.7846	2.8199	2.7883	2.5573	5.5613	3.7533	3.6987	2.9474	3.2542
35	ევგოპტე	4.0058	3.2506	3.2383	3.8183	3.5430	3.7	3.2923	3.5865	1.8567	2.2645	4.1865	3.4710	3.1869	2.3665	2.4267
36	ელ სალვადორი	3.6139	3.4501	3.3943	3.7897	3.3472	3	3.9534	3.6947	2.9945	3.0288	4.1335	3.8770	3.7805	3.6122	3.8102
37	ესტონეთი	5.6684	4.2827	4.3351	5.5429	4.3963	5.7	4.8859	3.8038	3.2683	3.4331	5.6720	4.7703	4.6654	5.0051	4.3553
38	ეთიოპია	2.8790	3.3030	2.4279	4.0231	3.8944	3.3	3.6436	2.9865	2.1378	2.2138	4.2692	3.5111	3.3345	3.1199	3.4573
39	ფინეთი	6.5691	6.0327	5.5685	6.4248	6.1733	5.7	6.0000	4.5316	3.9801	4.2568	6.5316	6.1123	5.5481	5.7222	5.9681
40	საფრანგეთი	4.9686	4.2255	4.1824	5.5127	4.3580	5.3	5.1505	4.3781	3.7794	3.2543	5.4450	4.9716	4.7872	5.5605	4.5833
41	გაბონი	2.8520	3.5402	2.9868	4.5665	4.1286	3.3	3.2546	2.8709	2.6776	2.0371	4.8838	3.3410	3.5717	3.2345	2.6118
42	გამბია	3.8397	4.3634	3.3028	4.6692	4.4186	2.7	3.9528	3.0890	2.5127	2.4435	4.9154	3.8783	3.7377	3.3393	3.3339
43	საქართველო	3.8403	3.6626	3.2311	4.3889	3.5363	7	4.0780	2.2356	2.3559	2.1476	4.9166	3.0952	3.8955	2.8420	2.6369
44	გერმანია	5.8842	5.3831	4.7919	5.5731	4.6778	5	5.5103	4.2519	3.3487	3.4022	5.2778	4.7908	4.7582	5.7814	5.3352
45	განა	4.3647	4.1051	3.4443	4.1751	4.0336	6.3	3.8173	4.0331	2.9390	3.2320	4.3677	3.9078	4.1464	3.7092	3.4574
46	საბერძნეთი	3.6590	2.7130	2.7027	4.3156	4.2648	5.3	3.5778	2.3390	1.6753	1.8601	2.7884	3.7258	2.9736	3.7384	3.0612
47	გვატემალა	2.9941	3.3215	3.4860	4.8075	4.0437	3.3	5.0488	2.4053	3.0605	2.7303	6.0043	3.6952	4.4399	3.0437	3.6177
48	გინეა	2.0312	2.3058	2.3951	3.1197	2.9918	2.7	2.8178	1.5928	2.4237	1.9394	3.5712	1.9070	2.8451	2.3316	2.1833
49	გაიანა	3.4247	3.5196	3.4736	3.8717	3.8050	5.3	4.0746	3.6042	3.3251	3.2607	4.7745	3.6715	3.8129	3.7682	3.7570
50	ჰაიტი	2.1396	2.3838	2.1764	3.6023	2.8929	3	2.9277	2.2936	2.3331	2.0306	4.2120	2.2553	2.8056	2.1731	2.2919
51	ჰონდურასი	2.8284	3.6202	3.4544	4.9099	4.0093	3	4.2226	2.4950	2.9083	2.7910	5.7215	2.9992	4.1669	3.2611	3.9428
52	ჰონკონგი	6.3242	5.9349	5.3999	6.2226	5.4912	9	5.9898	5.6987	4.4930	4.3297	6.4585	5.9979	5.9147	4.7537	4.5868
53	უნგრეთი	4.0393	3.2514	2.5115	5.2455	4.0986	4.3	3.7952	2.7694	2.0027	2.1077	4.7920	4.4498	3.9286	5.0784	4.2738
54	ისლანდია	5.5118	4.8539	4.5234	5.1648	4.4482	6	4.1562	3.7304	2.7960	2.7693	3.9546	4.3203	4.0329	4.8238	4.6190
55	ინდოეთი	4.2108	3.8459	3.7658	4.1582	4.0594	6.3	4.1145	3.9870	3.5787	3.5052	4.2761	4.2954	4.3369	4.0068	3.8707
56	ინდონეზია	3.8624	4.1388	3.8493	4.6207	4.6059	6	4.8701	4.2831	3.9240	3.9106	5.1071	4.4587	4.4525	4.2602	4.5475
57	ირანი	3.3868	3.3577	2.3466	3.6792	3.2447	3.7	3.1404	2.9775	1.5817	1.8889	3.8003	3.5789	3.0484	4.1499	3.1807
58	ირლანდია	6.2749	4.9234	4.6979	4.8511	4.8165	8.3	4.7064	3.2894	2.2209	3.0264	2.9597	4.6637	4.1511	5.4975	5.2426
59	ისრაელი	5.7713	4.1050	3.9698	5.4639	4.5313	8.3	4.2224	3.8884	2.9950	4.2452	6.0110	4.4615	4.8656	6.2658	5.5047
60	იტალია	3.5389	2.0245	2.2486	4.1888	3.2617	6	3.9835	3.2318	1.6108	1.9689	4.3967	3.8335	3.3456	4.5019	3.7281
61	იამაიკა	4.5359	3.4336	3.4873	5.2954	4.5898	5.3	4.0136	4.2893	2.1852	2.1547	5.3033	4.9992	4.4034	4.0803	3.7937

62	იაპონია	6.1621	5.1788	4.4029	5.9296	5.3202	7	5.1282	4.8617	3.7374	3.4458	5.7264	5.4688	4.9846	5.8066	5.0042
63	იორდანია	4.4607	4.4351	4.3584	4.9329	4.6577	3	4.5402	4.1604	3.5996	3.4774	5.2180	4.6653	4.0579	3.9453	3.8244
64	კაზახეთი	3.4385	3.8320	3.4554	4.5240	4.1338	6.7	4.2861	3.1130	3.1945	2.9864	4.1984	3.7758	3.7013	3.2248	3.2944
65	კენია	4.1295	4.1027	3.7765	4.7198	4.3057	5	4.1635	4.2658	3.3914	3.0513	5.2801	4.6061	4.7707	4.2139	4.2171
66	სახრეთ კორეა	3.5055	3.4884	2.7508	4.3973	3.4364	6	3.8805	3.4810	2.1771	2.2180	3.8973	3.7482	3.8147	4.9774	4.6161
67	ქუვეითი	4.8629	3.7225	3.7066	4.6008	4.0943	5.3	4.3557	3.9291	3.1234	2.6971	5.3821	3.9841	3.8796	3.1755	3.1037
68	ყირგიზეთი	2.5165	2.8822	2.6142	3.8126	3.6064	6.7	3.6940	2.6199	2.2888	2.1936	3.6877	2.9682	3.7318	2.6127	2.5716
69	ლათვია	3.8795	4.2879	2.8422	3.7742	4.3164	1.7	4.2378	2.9346	2.8196	2.5253	4.7673	3.9105	3.6898	3.4567	3.4674
70	ლატვია	4.0057	2.9523	3.0434	5.1684	3.8784	5.7	5.0509	3.0119	2.4924	2.9536	5.2344	4.3490	4.6263	4.1742	3.6727
71	ლიბანი	2.0575	2.5010	2.1399	4.2064	3.4209	5	4.1151	2.1747	2.7795	2.7634	5.8080	3.4584	3.6533	2.6208	2.8833
72	ლესოთო	4.0788	3.6793	3.4527	2.8453	3.1295	5	3.3921	2.6795	2.9062	2.6831	3.5090	2.5985	3.2668	2.9288	3.2003
73	ლიბია	3.0390	2.4313	2.3672	2.2041	2.3774	1.7	2.0258	1.7632	1.5197	1.6030	2.6652	2.0032	1.9498	1.7266	1.7374
74	ლიტვა	3.6461	3.4509	2.8084	4.8933	3.8563	5.7	4.8786	3.4772	2.5516	2.6791	4.1651	4.0535	4.0890	4.8294	4.6067
75	ლუქსემბურგი	5.9969	5.3691	5.1161	6.1915	5.5041	4.3	6.0802	4.4208	4.3644	4.1820	6.0257	5.9753	5.1026	4.9917	4.9028
76	მაკედონია	3.5244	3.9620	3.0632	4.8735	4.3718	7	4.3004	3.3618	2.9776	2.8734	5.3226	4.5125	4.4868	3.7207	3.7107
77	მაგადასკარი	2.1706	2.9312	2.6870	4.1319	3.4342	5.7	3.1025	2.2529	2.7223	2.4800	4.0009	2.4688	2.8545	3.1581	3.2574
78	მალავი	3.9992	3.6618	3.5746	4.7038	4.3874	5.3	3.1017	3.5335	2.2935	2.2031	4.7788	4.0315	3.8237	3.0779	2.8396
79	მალააზია	4.8699	5.2903	4.7840	5.7170	5.3323	8.7	5.5792	5.0506	4.7768	4.6024	5.7045	5.4889	5.5978	5.2059	5.3259
80	მალი	3.0697	3.4343	3.4625	3.2607	3.5863	3.7	3.6095	2.4293	2.6697	2.4188	3.8959	2.6023	3.3173	3.5978	3.1994
81	მალტა	4.6092	4.3151	3.5569	5.8715	4.8129	5.7	5.2453	4.3703	3.8135	3.0954	6.3228	5.0469	4.5564	3.9275	3.8554
82	მაურიტანია	2.3312	2.3886	2.1291	2.5510	2.4079	3.7	3.1732	1.9899	2.0168	1.8685	3.1055	1.9220	2.4958	2.6883	2.0312
83	მავრიკი	5.0577	4.8982	4.0807	5.5357	5.1561	7.7	4.8743	4.1847	3.5068	3.0890	6.0771	5.2193	4.7352	3.3791	3.1894
84	მექსიკა	3.1979	3.2806	3.1419	5.0144	4.2949	5.7	3.7297	3.4114	2.4175	2.5213	5.6452	4.7622	4.1430	3.9399	3.9710
85	მოლდავეთი	1.9538	2.6799	2.2665	4.1817	3.4662	5.3	3.7390	2.5164	2.4419	2.1794	3.8237	3.1839	3.6983	2.7217	2.7391
86	მონღოლეთი	2.9089	3.1928	2.4841	3.5721	3.5232	6.7	3.5071	2.4792	1.4963	1.6190	4.3102	2.7246	3.2249	3.1187	2.9858
87	მონტენეგრო	3.3687	3.6939	3.2408	4.1491	3.9047	6.3	4.0362	3.2590	3.0408	2.9112	4.1939	3.9592	4.2568	3.9256	3.9476
88	მაროკო	3.5198	3.6571	3.3241	5.0191	4.3099	4.7	4.1923	3.7944	3.0994	2.9425	5.5957	4.5244	4.0171	3.4567	3.2324
89	მოზამბიკა	2.4767	3.2578	2.7571	3.9233	3.4814	6	3.5796	2.4182	1.8868	2.1175	4.6077	3.1902	3.1385	2.9245	3.2825
90	მიანმარი	2.6025	2.7268	2.3656	2.5913	2.8467	2.3	2.9903	1.9157	1.3669	1.5636	3.4857	2.2188	2.5808	2.3416	2.2489
91	ნამიბია	4.6744	4.5184	3.9448	5.3912	4.7921	5.3	4.3963	3.6689	2.8395	2.4850	5.7035	4.8040	4.4303	3.4634	3.4570
92	ნეპალი	3.3271	2.9169	2.8951	3.7854	3.3408	5.3	4.0975	3.8040	2.2636	2.2312	4.2498	3.4239	3.9039	2.5803	2.6405
93	ნიდერლანდები	6.0895	5.5146	5.1648	5.9254	5.4092	4.7	5.4975	4.3254	3.0563	3.4893	4.7418	5.1955	4.5500	5.8662	5.3795

94	ახალი ზელანდია	6.7496	5.8809	5.5137	6.4156	6.0689	9.7	5.7066	5.2694	4.0441	3.9379	6.6539	5.8928	5.7282	5.2563	4.9060
95	ნიკარაგუა	2.2517	3.2588	2.6312	4.2140	3.5460	4	3.8462	3.0489	2.8491	2.7076	4.8043	4.0682	3.5637	2.7068	2.9532
96	ნიგერია	3.0713	3.2861	2.8730	4.3265	3.8322	5.7	3.4578	3.8233	1.6417	1.9148	4.7588	4.1947	4.0556	2.8034	2.7520
97	ნორვეგია	6.3449	5.6259	4.8463	6.2611	5.9076	6.7	5.8942	5.0038	4.3128	4.3158	6.4471	5.6915	5.3448	5.1998	5.0186
98	ომანი	5.1063	4.7850	3.9087	5.4841	5.1747	5	5.1588	4.5370	4.1051	3.5010	5.9117	5.4825	4.6876	3.3685	3.6150
99	პაკისტანი	3.8188	3.2612	3.1111	4.2925	4.0180	6.3	3.9625	3.5802	2.5806	2.4624	4.8052	4.4698	3.9948	3.3540	3.2122
100	პანამა	2.7079	3.6302	3.3922	5.1436	4.3607	5.3	5.4811	4.1799	3.9588	3.6410	6.2340	4.9987	4.8324	4.1194	4.0380
101	პარაგვაი	1.6485	2.4181	3.2109	4.1293	3.5481	5.7	3.6741	3.4565	2.9526	2.2014	5.5938	4.1375	3.7421	2.1596	2.6972
102	პერუ	2.4705	3.0895	2.8060	4.9775	4.2609	7	4.1267	3.5443	3.2188	2.8543	5.7974	4.8463	4.4872	2.8732	3.0981
103	ფილიპინები	3.5531	3.7058	3.4754	5.0666	4.4594	4.3	4.8274	4.4164	3.5254	3.3280	5.5298	4.6405	4.3697	3.6476	3.7945
104	პოლონეთი	4.1084	2.9275	2.7944	4.8945	4.0002	6	4.8216	3.5934	2.5924	2.3479	5.3647	4.8636	4.6012	3.8766	3.5041
105	პორტუგალია	4.4906	3.1162	3.2672	4.9405	4.4473	6	4.1997	3.0409	2.4004	2.5486	4.1811	4.6064	3.6450	5.3826	4.6828
106	პუერტორიკო	4.5215	5.1318	4.3878	6.1037	6.0827	7	5.2918	3.4505	2.7994	2.8738	4.9474	5.7943	4.8489	4.6633	4.2377
107	ყატარი	5.9747	5.6604	5.2763	6.0368	5.9944	4.3	5.8742	5.2281	5.0762	4.7753	6.3496	5.8571	5.1783	5.4352	5.4379
108	რუმინეთი	3.4620	3.2256	3.0570	4.2552	3.6408	6	4.1552	3.2003	2.9320	2.6076	4.4898	3.6342	4.1183	3.9758	3.5896
109	რუსეთი	2.9047	3.1911	2.9150	4.0803	3.4619	4.7	4.1316	3.1352	2.9699	2.7431	4.0261	3.7348	3.4957	3.9582	3.6323
110	რუანდა	4.8849	5.1861	4.3281	4.8353	4.7034	6.7	4.2580	3.4033	3.2455	3.1290	4.6837	4.0404	4.2629	3.7095	3.6519
111	საუდის არაბეთი	5.2135	4.3797	4.1169	5.4521	4.9929	6.7	5.1006	4.5498	3.5832	3.4213	6.0156	4.9854	4.6558	4.1665	4.2000
112	სენეგალი	3.5236	3.8352	3.6503	4.5295	3.7453	3	3.7478	3.2929	2.9134	2.8549	4.7504	3.5036	3.7969	3.8599	3.6374
113	სერბეთი	2.5553	2.6629	2.3483	3.9679	2.8196	5.3	3.6632	2.1736	2.1660	1.8947	4.2118	3.2738	3.5026	3.7427	3.2408
114	სეიშელის კუნძ.	4.1185	3.9977	3.3816	4.2876	4.3732	5.7	3.8514	3.0829	3.0019	2.7383	4.5059	4.0420	3.6454	3.6129	3.4021
115	სიერალეონე	2.8089	3.3627	2.2932	4.0642	3.5934	6.7	3.4482	2.2647	1.8133	1.7827	4.0779	3.1045	3.3552	2.4692	2.3986
116	სინგაპური	5.6680	6.1646	4.3781	6.2406	5.4635	9.3	5.8605	5.0751	4.5193	4.2917	6.5588	5.9659	5.8359	5.6054	5.5776
117	სლოვაკეთი	2.2595	2.3964	2.2439	5.2468	3.8102	4.7	5.1636	2.7681	3.2930	2.7717	5.9232	3.8167	4.5013	3.8610	3.3588
118	სლოვენია	3.3528	2.5896	2.2693	4.2894	3.3654	7.3	3.5020	2.3028	1.5931	2.0297	2.1721	3.7499	2.8524	4.7392	3.9556
119	სამხ.აფრიკა	5.4393	5.2491	4.8620	6.7015	6.0934	8	5.3108	5.4234	3.4844	3.1856	6.5028	6.3696	5.3657	4.7174	4.4867
120	ესპანეთი	3.2030	3.4131	3.1935	4.4706	3.7453	5	4.1990	2.8746	1.7415	2.3417	4.1676	4.1545	3.7557	4.5172	3.7716
121	შრილანკა	3.6351	4.6133	3.2512	4.9274	4.8157	6	4.7427	4.8109	2.8651	2.7072	5.8133	4.4308	4.4144	4.1046	3.0769
122	სურინამი	3.8484	2.9570	2.8879	3.5702	3.1696	2	3.6497	2.5871	2.3548	2.0276	5.1486	2.9674	3.3502	2.6366	2.8557
123	სვაზილენდი	3.4740	3.8715	3.4585	4.8236	4.3345	4.3	4.2214	3.4805	2.6971	2.6770	4.9340	3.9767	4.0036	2.9176	3.3451
124	შვედეთი	5.7064	5.3620	4.7384	5.8669	5.4881	6.3	5.5024	4.8410	4.0881	4.1584	5.8107	5.3839	5.2492	5.4761	5.3270
125	შვეიცარია	6.0702	5.5523	4.9380	5.7293	4.7468	3	6.1074	4.7783	3.5828	3.4341	5.9137	5.4045	5.2924	6.3537	5.7896
126	ტაივანი	4.2398	4.0851	3.3052	5.7091	5.0558	6.3	5.6072	5.4662	3.5952	3.8756	5.7298	5.3775	4.9149	5.1749	5.0898

127	ტაჯიკეთი	3.5938	3.9355	3.4839	3.8511	3.5104	6.7	3.9674	3.0106	3.6289	3.1596	4.3918	3.1183	3.3960	3.4149	3.2737
128	ტანზანია	3.2037	3.7363	3.2515	3.8076	3.5764	5	3.5915	3.2123	2.6602	2.5692	4.2046	3.5314	3.7249	3.5566	3.3680
129	ტაილანდი	3.8025	3.7738	3.3294	5.0769	4.8972	7.7	5.0055	4.5813	3.6072	3.0423	5.6968	5.0241	4.6119	3.9109	3.9540
130	ალმ.ტიმორი	3.3101	3.0756	2.7842	2.9606	2.7688	4.7	2.9057	2.2087	2.5212	2.6290	3.5187	2.5570	2.6938	2.2564	2.5857
131	ტრინიდადი და ტობაგო	4.5998	3.4675	3.1070	4.3333	3.4667	6.7	4.3369	3.4832	2.4514	2.2148	5.6550	3.7177	4.3258	3.3576	3.1355
132	ტუნისი	3.5569	3.6269	3.4482	4.5262	3.9540	6	3.8653	3.6144	2.8278	2.7001	3.5452	3.7364	3.3504	3.0985	2.9208
133	თურქეთი	3.0717	3.8471	3.5009	4.7621	4.3187	6.3	4.9457	3.8508	2.8703	2.4690	5.6731	4.5755	4.2075	3.8741	3.6867
134	უგანდა	2.9838	3.7768	3.2155	3.8628	3.3964	4.7	3.4845	3.1409	2.5314	2.2271	4.6331	3.7305	3.8139	3.6094	3.6813
135	უკრაინა	2.0162	2.6290	2.3163	3.7054	2.8008	4.3	3.4532	2.6821	2.6176	2.3499	2.9744	2.8612	3.5393	3.7697	3.5026
136	არაბთა გაერთ. საამიროები	5.6094	5.1795	4.7066	5.5299	5.2602	5	5.4247	4.6568	4.7432	4.3523	5.8955	5.4975	4.9375	4.7996	4.7244
137	გაერთიანებული სამეფო	6.2013	5.7319	5.1015	5.7906	5.2700	8	5.4623	4.9067	2.6902	3.5606	4.4954	5.3364	5.0749	6.3474	5.6657
138	აშშ	5.1020	4.8922	4.4176	5.4539	4.9561	8.3	5.6987	5.1854	3.9292	4.4495	5.4167	4.9978	5.3473	6.1124	5.8497
139	ურუგვაი	5.6142	4.0337	3.8416	5.0902	4.6824	5	4.1200	2.2051	2.8338	2.6083	5.4175	4.2438	3.7783	3.6569	3.5929
140	ვენესუელა	1.1152	1.5453	1.2192	4.2220	3.0471	2.3	3.9190	1.7501	2.3063	2.0723	4.4901	2.5503	2.9097	2.5137	3.1269
141	ვიეტნამი	3.4029	3.4266	3.2463	3.4238	3.4011	3.3	3.6052	3.8524	2.6052	2.6906	3.4845	3.3424	3.7654	3.2706	3.2705
142	იემენი	2.2784	2.3156	2.4741	2.3111	3.0343	4	2.4005	2.0014	1.7290	1.6925	3.0386	1.4471	2.1692	1.6603	1.9536
143	ზამბია	3.7134	4.3975	3.3408	4.7417	4.6826	5.3	3.8570	3.7200	2.4773	2.3724	5.1115	4.6623	4.3696	3.4013	3.4815
144	ზიმბაბვე	2.5049	3.3620	2.5201	5.2430	4.0775	4.3	3.1080	3.2404	1.7251	1.6195	3.0571	4.2788	3.4372	3.0241	2.8245

შენიშვნა: (1) სასამართლოს დამოუკიდებლობა, (2) სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა დაგების დროს, (3) სამართლებრივი სისტემის ეფექტიანობა მარეგულირებელ უწყებებთან დაგების დროს, (4) ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების იმპლემენტაცია, (5) არამაკონტროლებელი წილის მფლობელი აქციონერების ინტერესების დაცვა, (6) ინვესტორების დაცვა, (7) ფინანსური მომსახურების ხელმისაწვდომობა, (8) ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირება, (9) სესხებზე ხელმისაწვდომობა, (10) ვენჩურულ კაპიტალზე ხელმისაწვდომობა, (11) ბანკების სტაბილურობა, (12) საფონდო ბირჟის რეგულირება, (13) საფონდო ბირჟის განვითარება, (14) სამეცნიერო და კვლევითი ინსტიტუტების ხარისხი, (15) უნივერსიტეტების და კერძო სექტორის თანამშრომლობა.