

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი
ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტი

ხელნაწერის უფლებით

იოსებ მამუკელაშვილი

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

ბიზნესის ადმინისტრირების დოქტორის აკადემიური ხარისხის მოსაპოვებლად
წარმოდგენილი დისერტაციის

ა ვ ტ ო რ ე ფ ე რ ა ტ ი

თბილისი
2018

ნაშრომი შესრულებულია: ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის
სახელმწიფო უნივერსიტეტის ბუღალტრული აღრიცხვისა და აუდიტის კათედრაზე

სამეცნიერო ხელმძღვანელი: **ელენე ხარაბაძე**
პროფესორი,
ივანე ჯავახიშვილის სახელობის
თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი,
ეკონომიკის და ბიზნესის ფაკულტეტი

თანახელმძღვანელი: **ავთანდილ ჩუთლაშვილი**
ასოცირებული პროფესორი,
ივანე ჯავახიშვილის სახელობის
თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი,
ეკონომიკის და ბიზნესის ფაკულტეტი

ოფიციალური შემფასებლები: **თინათინ დოლიაშვილი**
ასოცირებული პროფესორი
საქართველოს დავით აღმაშენებლის სახელობის
უნივერსიტეტი

რობიზონ ჩეჩელაშვილი
ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი
საავტომობილო გზების დეპარტამენტის ფინანსების
მართვის სამმართველოს ფინანსური მენეჯმენტისა
და ანალიზის განყოფილების უფროსი

დისერტაციის დაცვა შედგება: 2018 წლის 27 ივლისს, 18 საათზე,
ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტში
ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტის სადისერტაციო ნაშრომის დაცვის
კომისიის სხდომაზე

მისამართი: 0186, თბილისი, უნივერსიტეტის ქ. №2; თსუ X კორპუსი, აუდიტორია №206

სადისერტაციო საბჭოს სწავლული მდივანი

ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი

მ. ლობჯანიძე

სარჩევი

თემის აქტუალობა.....	1
კვლევის საგანი.....	2
კვლევის ამოცანები.....	4
კვლევის თეორიული და მეთოდოლოგიური საფუძველი.....	4
ნაშრომის მეცნიერული სიახლე.....	6
ნაშრომის აპრობაცია.....	6
ნაშრომის მოცულობა და სტრუქტურა.....	7
კვლევის ძირითადი შედეგები.....	9
გამოქვეყნებული შრომები.....	21

თემის აქტუალობა. თავისუფალი საბაზრო ეკონომიკის პირობებში, სააქციო საზოგადოებების განვითარებაში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს კაპიტალის სტრუქტურის ადეკვატურობა. კერძოდ, სააქციო საზოგადოებებს უნდა შეეძლოთ, როგორც საკუთარი კაპიტალის გაზრდით, ასევე, მოზიდული კაპიტალით საწარმოების ფინანსირება. წინააღმდეგ შემთხვევაში, სააქციო საზოგადოებები ვერ მიაღწევენ განვითარების იმ დონეს, რაც აუცილებელია ქვეყანაში დოვლათის შესაქმნელად. ზემოაღნიშნული პრობლემა განსაკუთრებით აქტუალურია ისეთ გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყანაში, როგორიცაა 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. ამასთან, პრობლემა შეიძლება წარმოიქმნას საბანკო სექტორის დროული და შეუფერხებელი მომსახურების მხრივაც. გარდა ამისა, საწარმოთა 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, როგორიცაა კაპიტალის სტრუქტურის განსაზღვრა. ზემოაღნიშნული ცხადყოფს არჩეული საკვლევი თემის აქტუალობას, რადგან საქართველოში საკუთარი კაპიტალის ანალიზი იშვიათად გამოიყენება სააქციო საზოგადოებების სტრატეგიული გადაწყვეტილებების მიღებისას.

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 13,000-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-განმათავისუფლებელი 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.

კვლევის მიმდინარეობისას შესწავლილ იქნა სააქციო საზოგადოებების ფინანსური ანგარიშგების (როგორც საკუთარი კაპიტალის შესახებ ინფორმაციის წყაროს) სრული პაკეტი 2012-2017 წლებში. 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 2012-2017 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, მოგება/ზარალისა და სხვა სრული შემოსავლების ანგარიშგებას, საკუთარი კაპიტალის ცვლილებების ანგარიშგებას, ფულადი ნაკადების ანგარიშგებას და ფინანსურ ანგარიშგებასთან თანდართულ შენიშვნებს. გარდა ამისა, მოპოვებულ იქნა სხვადასხვა ბუღალტრული ანგარიშების გაშლილი ინფორმაცია.

სადისერტაციო კვლევის მოცულობას ცხადყოფს ის ფაქტი, რომ კვლევის ობიექტების საერთო შემოსავლები 2017 წლის განმავლობაში შეადგენს დაახლოებით 1.1 მილიარდ ლარს, რაც ამავე წლის განმავლობაში საქართველოს

სააქციო საზოგადოებების ბრუნვის დაახლოებით 20%-ია (საქართველოს სტატისტიკის ეროვნული სამსახურის ინფორმაციის მიხედვით).

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.

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., Бернштайн Л.А., Ионов А.В., Селезнёва Н. Н., Рябова М. А., Толпегина О.А.

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 2012-2017 წლებში, 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 რესტრუქტურისადაც მოახდინონ ფინანსირება;
- ქვეყნებშიშორისი სტატისტიკური ანალიზის შედეგად ჩამოყალიბებულია კონკრეტული არგუმენტები, თუ როგორ შეიძლება განხორციელდეს 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.

კვლევის შედეგების აპრობაცია და პუბლიკაცია. სადისერტაციო ნაშრომის აპრობაცია შედგა ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკისა და ბიზნესის ფაკულტეტის აღრიცხვისა და აუდიტის

კათედრის სხდომაზე 2017 წლის 7 თებერვალს. დისერტაციაში ასახული კვლევის შედეგები გამოქვეყნებულია სამეცნიერო ანალიტიკურ-პრაქტიკულ და სამეცნიერო-პრაქტიკულ რეფერირებად ჟურნალებში.

სადისერტაციო ნაშრომის მოცულობა და სტრუქტურა. სადისერტაციო ნაშრომი კომპიუტერზე ნაბეჭდ 182 გვერდს მოიცავს. დისერტაცია შედგება შესავლის, სამი თავის, დასკვნებისა და წინადადებებისაგან, მას თან ერთვის გამოყენებული ლიტერატურის სია 109 დასახელებით და დანართები.

ნაშრომის სტრუქტურა ასეთია:

შესავალი

თავი 1. სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის არსი და რეგულირება

1.1. სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის თეორიული ასპექტები;

1.2. სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის რეგულირება;

თავი 2. საკუთარი კაპიტალის ანალიზის ინფორმაციული ბაზა და მაჩვენებელთა სისტემა

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

2.2. საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის მაჩვენებელთა სისტემა;

თავი 3. სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ანალიზი

3.1. საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურული ანალიზი, მისი ოპტიმიზაციის გზები;

3.2. საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ანალიზი და მისი სრულყოფა.

დასკვნა

გამოყენებული ლიტერატურის სია

დანართები

შესავალ ნაწილში ავტორი მიმოიხილავს საკითხის აქტუალობას, მისი შესწავლის სადღეისო მდგომარეობას, ახასიათებს პრობლემის კვლევის ხარისხს, განსაზღვრავს კვლევის მიზანს, საგანსა და ამოცანებს, იხილავს კვლევის მეთოდოლოგიურ და თეორიულ საფუძველს. აქვე, მითითებულია თემის პრაქტიკული მნიშვნელობისა და ნაშრომის მეცნიერული სიახლის შესახებ.

ნაშრომის პირველ თავში „სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის არსი და რეგულირება“ განხილულია სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის თეორიული ასპექტები, უახლეს სპეციალურ ლიტერატურაში საკითხისადმი არსებული მიდგომები, საკუთარი კაპიტალის ფორმირების გზები, საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის ანალიზი და მისი აუცილებლობა სწორი ეკონომიკური გადაწყვეტილებების მისაღებად, ჩამოყალიბებულია დისერტანტის თვალსაზრისი სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურის გაუმჯობესების შესაძლებლობების გზების შესახებ. ამავე თავში ავტორი იხილავს სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის რეგულირების საკითხებს, მის კავშირს ფინანსური ანგარიშგების რეგულირებასთან. საკუთარი კაპიტალის რეგულირების შესწავლის მიზნით, ჩატარებულ ავტორისეულ კვლევა და წარმოჩენილია მისი შედეგები.

ნაშრომის მეორე თავში „საკუთარი კაპიტალის ანალიზის ინფორმაციული ბაზა და მაჩვენებელთა სისტემა“, განხილულია ფინანსური ანგარიშგება, როგორც საკუთარი კაპიტალის საინფორმაციო წყარო, მისი სრულყოფის საკითხები და საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ეფექტიანობის მაჩვენებელთა სისტემა. განხილულია ფინანსური ანგარიშგების კონცეპტუალური საფუძვლები, როგორც ფინანსური ანგარიშგების ხარისხობრივი მახასიათებლების გამსაზღვრელი. შესწავლილია ინფორმაციული ასიმეტრიულობის და ქვეყნების ინსტიტუციური მახასიათებლების ურთიერთკავშირი, ფინანსური ანგარიშგების რეგულირების გავლენა კორპორატიულ გადაწყვეტილებებზე. კვლევაში ფინანსური ანგარიშგების სტანდარტების სრულფასოვნად დანერგვასა და ადგილობრივი საფონდო ბირჟების მეშვეობით ფინანსირებას შორის მიზეზ-შედეგობრივი კავშირის დადგენის მიზნით ჩატარებულია რეგრესიის ანალიზი, გაკეთებულია ავტორისეული დასკვნები.

ნაშრომის მესამე თავში, „სააქციო საზოგადოების საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ანალიზი“, განხილულია ისეთი საკითხები, როგორიცაა: საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურული ანალიზი, მისი ოპტიმიზაციის გზები, საკუთარი კაპიტალის გამოყენების ანალიზი და მისი სრულყოფა. ამ მიზნით შესწავლილია საქართველოს ორი უმსხვილესი სტრატეგიული სააქციო საზოგადოების, სს „საქართველოს რკინიგზის“ და სს „საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის“ ფინანსური ანგარიშგებების მაჩვენებლები, მათი საკუთარი კაპიტალი, დინამიკა, ცვლილებების ტენდენციები, საკუთარი კაპიტალის

მანევრირების, ფინანსური დამოუკიდებლობის, სააქციო კაპიტალის უკუგების, ეკონომიკური ზრდის და სხვა კოეფიციენტები, თანაფარდობა მოზიდულ კაპიტალსა და საკუთარ კაპიტალს შორის, ანალიზის შედეგების მიხედვით გაკეთებულია შესაბამისი დასკვნები.

დასკვნით ნაწილში სს “საქართველოს რკინიგზის” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” საკუთარი კაპიტალის ფინანსური დამოუკიდებლობის ზრდის, სადივიდენდო პოლიტიკის, მომგებიანობის შენარჩუნების და ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის სრულყოფისათვის ჩატარებული კვლევის შედეგად ჩამოყალიბებულია ავტორისეული მოსაზრებები და რეკომენდაციები.

ნაშრომის ძირითადი შედეგები. 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 2012-2017 წლებში აქციონერზე გასცეს 239 მილიონ ლარზე მეტი დივიდენდი, რაც პოზიტიურად იქნება აღქმული პოტენციური ინვესტორების მიერ.

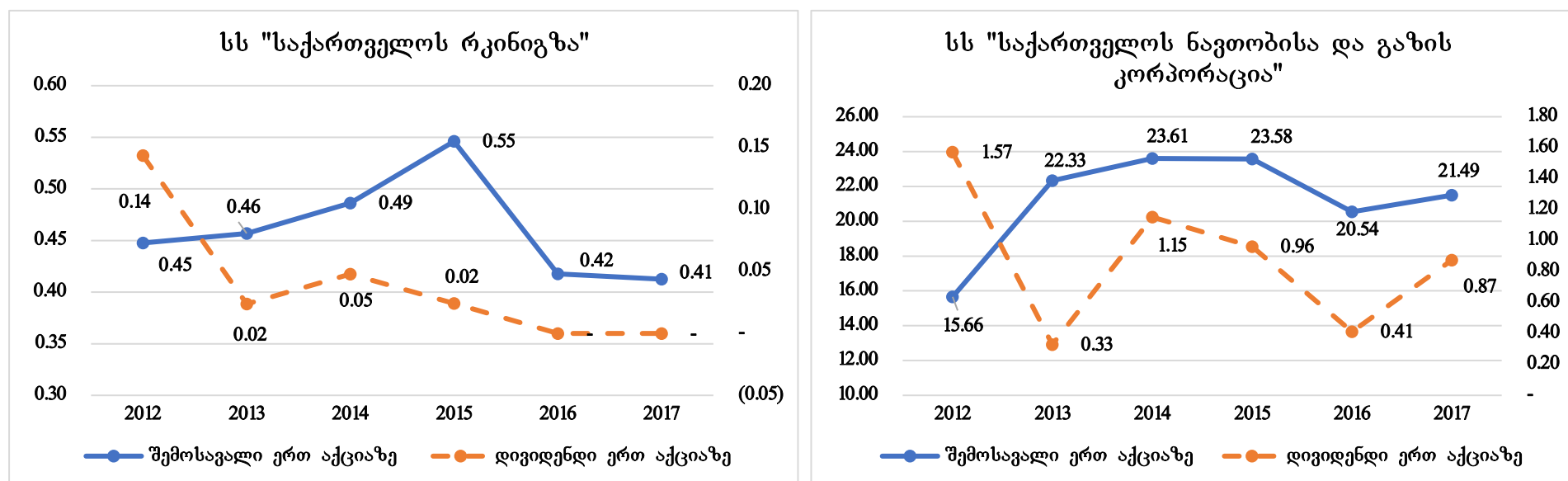
გრაფიკი №1 ცხადყოფს, რომ საანალიზო სააქციო საზოგადოებებში წმინდა მოგების მაჩვენებლის შემცირების მიუხედავად, საწარმოები სტაბილურად იხდიან დივიდენდებს.

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

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების შემოსავლები და დივიდენდები ერთ აქციაზე

ლარი



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

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” განსაზღვრონ სადივიდენდო 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” განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიაქციონ სამუშაო კაპიტალს. კვლევაში გამოიკვეთა, რომ სამუშაო კაპიტალის მაღალი მაჩვენებელი 85%-ით უწყობს ხელს მომგებიანობის გაუმჯობესებას.
4. სასურველია, რომ სააქციო საზოგადოებებმა განახორციელონ აქციების საჯარო შეთავაზება უპირატესად ადგილობრივ საფონდო 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.

სს “საქართველოს რკინიგზის” შემთხვევაში, ერთის მხრივ შეინიშნება წმინდა მოგების არსებითი შემცირება, მეორეს მხრივ, სააქციო საზოგადოების საოპერაციო მოგება სწრაფი ტემპებით იზრდება. მაგალითად, სს “საქართველოს რკინიგზის” საოპერაციო მოგება 2012 წლიდან 2016 წლის ჩათვლით გაიზარდა 29%-ით. ამავე დროს, სს “საქართველოს რკინიგზის” წმინდა მოგება იმავე პერიოდის განმავლობაში შემცირდა საშუალოდ 5-ჯერ (იხ. გრაფიკი №2).

რაც შეეხება სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას”, მისი შემოსავლები ბოლო ექვსი წლის განმავლობაში საშუალოდ გაიზარდა 62%-ით, ხოლო საოპერაციო მოგება გაიზარდა საშუალოდ 110%-ით. ამავე პერიოდში კორპორაციის წმინდა მოგება გაიზარდა 2.5-ით. აღსანიშნავია, რომ კორპორაციის წმინდა მოგება 2015 წელს შემცირდა 57%-ით, ხოლო საოპერაციო მოგება გაიზარდა 5%-ით.

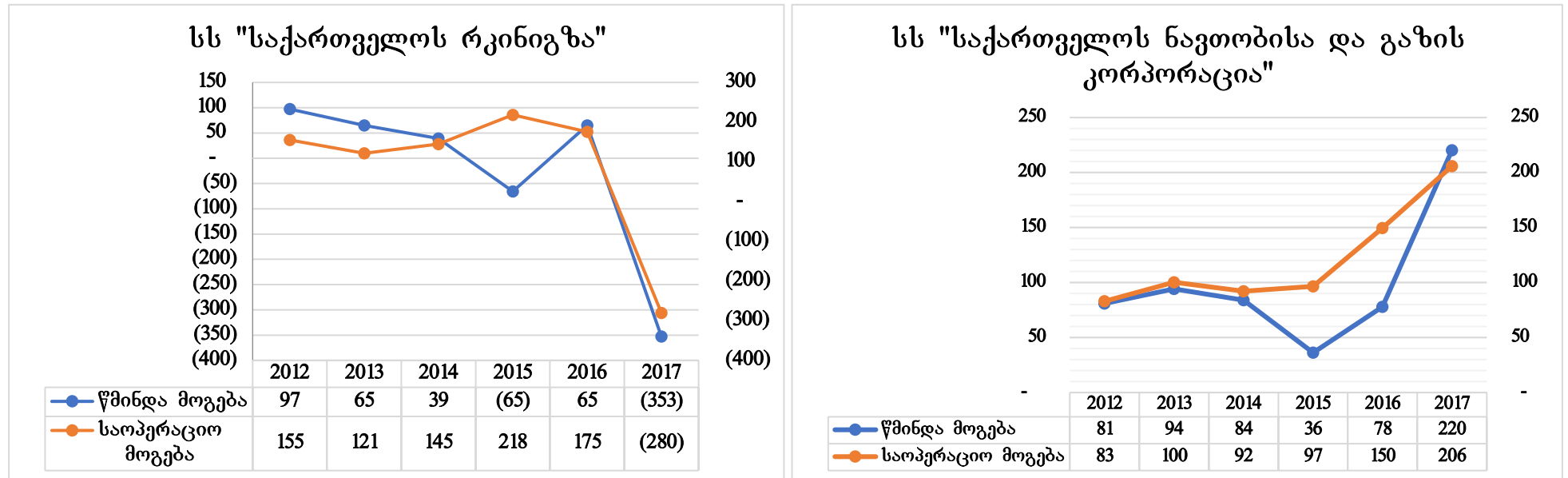
ზემოაღნიშნული ერთობ პარადოქსული ტენდენცია აიხსნება იმ გარემოებით, რომ სს “საქართველოს რკინიგზას” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” აქვთ განთავსებული ობლიგაციები ლონდონის საფონდო ბირჟაზე: სს “საქართველოს რკინიგზას” 500 მლნ. აშშ დოლარის ოდენობით, ხოლო სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციას” 250 მლნ. აშშ დოლარის ოდენობით. გამომდინარე იქედან, რომ 2012-2017 წლებში საქართველოს ეროვნული ვალუტა გაუფასურდა დაახლოებით 55%-ით და ბასს 21- ”უცხოური ვალუტის კურსის ცვლილებებით გამოწვეული შედეგები“-ს მიხედვით, კურსთაშორისი ზარალით მიღებული სხვაობა აისახება მოგება/ზარალისა და სხვა სრული შემოსავლების ანგარიშგებაში, ეს პირდაპირ უარყოფით გავლენას ახდენს საქართველოს ისეთ სტრატეგიული მნიშვნელობის სააქციო საზოგადოებების საკუთარი კაპიტალის სტრუქტურაზე, როგორიცაა 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 “წარსადგენი” ვალუტა უფასურდება 35%-ზე მეტით, ბასს 21 “უცხოური ვალუტის კურსის ცვლილებე-

საანალიზო სააქციო საზოგადოებების საოპერაციო და წმინდა მოგება

მლნ. ლარი



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

ბით გამოწვეული შედეგები"-ის მიხედვით მომზადებულმა მოგება/ზარალისა და სხვა სრული შემოსავლების 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) -

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

- სადისერტაციო ნაშრომის ერთ-ერთ მეცნიერულ სიახლეს წარმოადგენს სააქციო საზოგადოების აქციების პირველადი განთავსების 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_c – საოპერაციო საქმიანობიდან ნეტო ფულადი ნაკადები შეფარდებული საოპერაციო საქმიანობიდან მიღებულ ბრუტო ფულად ნაკადებთან;

P_o – საოპერაციო მოგების მარჟა;

L_c – მიმდინარე ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;

L_a – აბსოლუტური ლიკვიდურობის კოეფიციენტი;

C – საკუთარი კაპიტალის შეფარდება მოზიდულ კაპიტალთან;

ROA – აქტივების რენტაბელობა;

ROCE – უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე;

A_a – ძირითადი საშუალებების აქტიური ნაწილი.

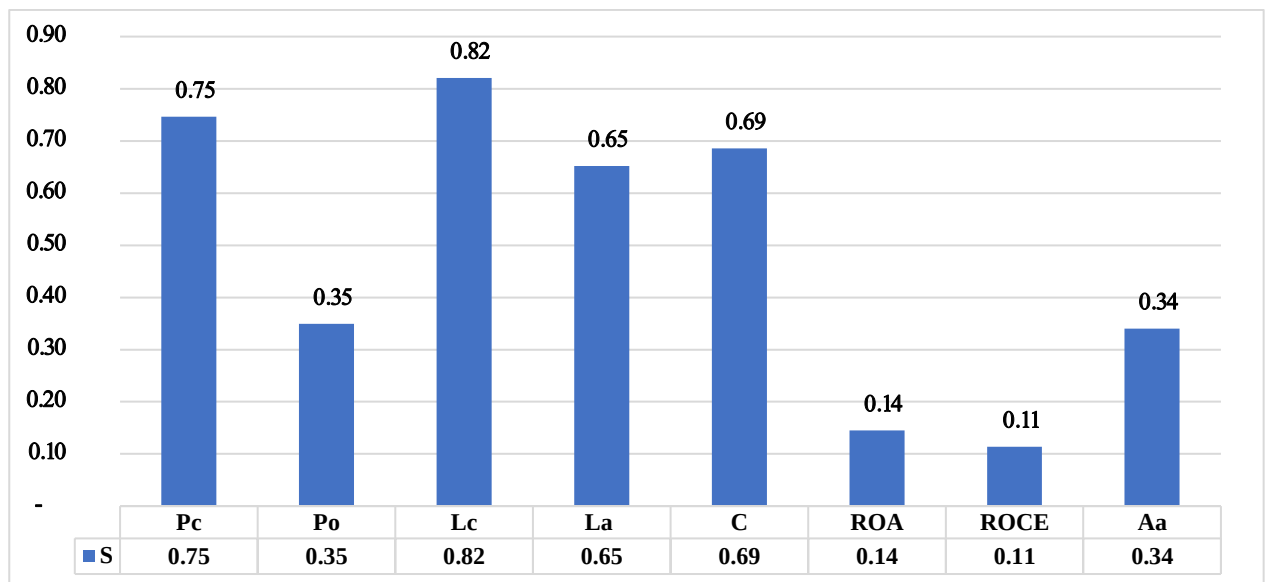
სს “საქართველოს რკინიგზისა” და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” ფინანსური ანგარიშგებების ანალიზით დადგინდა, რომ 2013 წლის დასასრული იყო ყველაზე სახარბიელო ორივე სააქციო საზოგადოებისთვის აქციების პირველადი განთავსების განსახორციელებლად: სს “საქართველოს რკინიგზის” კოეფიციენტმა 2013 წელს შეადგინა 3.13, ხოლო სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” კოეფიციენტმა – 4.56, რაც საანალიზო პერიოდის განმავლობაში საუკეთესო მაჩვენებლები იყო ამ სააქციო საზოგადოებებისთვის.

რადგან 2012 წელს აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი ფორმულის მიხედვით სს “საქართველოს რკინიგზისა” ჰქონდა 3.11 მაჩვენებელი და სს “საქართველოს ნავთობისა და გაზის კორპორაციის” 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.

დადგინდა, რომ სამი ყველაზე მნიშვნელოვანი აქციების პირველადი განთავსების წარმატების განმსაზღვრელი კოეფიციენტი 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. გრაფიკი №3). შედარებით ნაკლებად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდა უკუგება გამოყენებულ კაპიტალზე (0.11) და აქტივების რენტაბელობა (0.14).

გრაფიკი №3

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



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

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.

3. ფინანსური ანგარიშგების ანალიზის სრულყოფის კუთხით, გვაქვს შემდეგი რეკომენდაციები საანალიზო სააქციო საზოგადოებების მენეჯმენტთან: სავალუტო რყევების პერიოდში, ფინანსური ანგარიშგების მიმოხილვითი შენიშვნის ნაწილში დააფიქსირონ მოგება/ზარალისა და სხვა სრული შემოსავლების, ასევე ფინანსური მდგომარეობის ანგარიშგებების ძირითადი

მუხლები იმ დაშვებით, რომ ვალუტა არ გაუფასურებულიყო. 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.

4. სს “საქართველოს 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, გაუარესდა 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 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 ამ უკანასკნელს 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 როგორიცაა “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 აღვნიშნავთ, 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 საანალიზო 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 ღონდონის საფონდო ბირჟაზე. 2015 წელს სავალუტო რყევების შედეგად სააქციო საზოგადოებებმა და საქართველოს ეკონომიკამ მიიღო 572 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 მკვლევარი 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 არასრულფასოვანი 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 ზოგადი 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 ფინანსური ანგარიშგების საერთაშორისო სტანდარტებით 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 შეეძლებათ დავების მეშვეობით დაიცვან საკუთარი უფლებები.
- საჭიროა საქართველოს “კანონში მეწარმეთა შესახებ” შევიდეს ცვლილება, რითიც გაუქმდება 53⁴-ე მუხლი, რაც სააქციო საზოგადოების ხმების 95%-ზე მეტის მფლობელ აქციონერებს უფლებას ანიჭებს სავალდებულო წესით გამოსყიდოს სხვა აქციონერთა აქციები. აღნიშნული ხელს შეუწყობს საქართველოს მსოფლიო ეკონომიკური ფორუმის ყოველწლიურ ანგარიშში აქციონერთა ინტერესების დაცვის კუთხით 137 ქვეყნიდან 112-ე ადგილზე ყოფნის პოზიცია გააუმჯობესოს.
- სააქციო საზოგადოებებს თუ შეეძლებათ მარეგულირებელ უწყებებთან წარმატებით დაიცვან საკუთარი უფლებები, ეს ქვეყანაში ფინანსური ანგარიშგებების 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. ქვეყნებშორის 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.

დისერტაციაში განხილული კვლევის შედეგები ასახულია დისერტანტის მიერ გამოქვეყნებულ შემდეგ შრომებში:

- 1) Mamukelashvili, Ioseb and Merabishvili, Ketevan. "Management of Capital in Georgian State-owned Medical Organizations". Archives of Business Research (ISSN 2054-7404). 2018.
- 2) Mamukelashvili, Ioseb and Kharabadze, Elene. "Financial Statement Analysis to Determine IPO Readiness: Evidence from Georgian State-Owned Joint Stock Companies". Proceedings of the 5th Business & Management Conference, Rome (ISBN 978-80-87927-34-2). 2017.
- 3) 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.
- 4) Mamukelashvili, Ioseb and Kharabadze, Elene. "Impact of Financial Reporting on Access to Capital". Journal of Business and Economics, ISSN 2155-7950, USA. 2016.
- 5) მამუკელაშვილი, იოსებ. "ფიქსირებული აქტივების გადაფასებასთან დაკავშირებული რისკები საქართველოს ეკონომიკაში. ეკონომიკა და ბიზნესი. 2013.
- 6) Mamukelashvili, Ioseb and Brat, David. "Human Capital in Eastern Europe: Determinants of Student Test Scores". Southeast Decision Sciences Institute Proceedings. 2010.