

კორპორაციული მართვის როლი და მნიშვნელობა კომპანიათა საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასებაში
The Role and Importance of Corporate Governance in Assessing the Investment Attractiveness of Companies

თენგიზ ლაჭყეიანი - ეკონომიკის აკადემიური დოქტორი
საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი, t.lachkepani@gtu.ge

მაია ლომიშვილი - ასისტენტ პროფესორი
საქართველოს ტექნიკური უნივერსიტეტი, makomako429@mail.ru

Tengiz Lachkepani - Academic Doctor of Economics
Georgian Technical University, t.lachkepani@gtu.ge

Maia Lomishvili - Assistant Professor
Georgian Technical University, makomako429@mail.ru

აბსტრაქტი. სტატიაში გაანალიზებულია კორპორაციული მართვის სპეციფიკა, საინვესტიო პოლიტიკის თავისებურებები და მოცემულია კორპორაციულ მართვაში არსებული ნაკლოვანებების აღმოფხვრის გზები, რომელიც უპირველეს ყოვლისა უნდა მოხდეს კორპორაციული მართვის მოდელებისა და პრინციპების დამუშავებისა და მისი დახასიათების წარმოდგენით.

საკვანძო სიტყვები: კორპორაციული მართვა, ინვესტორი, ეკონომიკა, ინვესტირება, ფინანსები.

Abstract. The article analyzes the specifics of corporate governance, the peculiarities of investment policy and provides ways to eliminate the shortcomings in corporate governance, which should first of all be done by developing and characterizing corporate governance models and principles.

აღნიშნულ საკითხთან დაკავშირებით ჩატარებულმა კვლევებმა დაგვანახა, რომ კორპორაციული მართვის მოდელს საქართველოში, გარდამავალი პერიოდის თავისებურებებიდან გამომდინარე გააჩნია სპეციფიკა. სამწუხაროდ, კორპორაციული მართვის ქართული პრაქტიკა, რეალურად, მკვეთრად გამოხატული უარყოფითი იმიჯის მატარებელია, რაც ქმნის გარკვეულ სირთულეებს გადაწყვეტილებების მიღებისას ინვესტირების და, მთლიანად, ეკონომიკური პოლიტიკის განხორციელების სფეროში.

მომგებიანობისა და ფინანსური მდგრადობის გვერდით, ცალკეული საწარმოს საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასებისას და, მთლიანად, ქართულ ეკონომიკურ პრაქტიკაში ინვესტირების პრობლემის გადაჭრისას სულ უფრო მეტ აქტუალობას იძენს კომპანიათა გახსნილობისა და აქციონერთა უფლებების დაცვის საკითხები. ამასთან, აქციონერთა უფლებები და მათი დაცვა უზრუნველყოფილი უნდა იქნეს კორპორაციული მართვის საკითხის სათანადო დონეზე დაყენებით. მხოლოდ ასეთ პირობებში გახდება კომპანია საინვესტიციოდ მიმზიდველი და ინვესტორი, როგორც მესაკუთრე, მიიღებს დაბანდებათა უსაფრთხოებისა და საკუთარი უფლებების დაცვის გარანტიას.

საქართველოში კორპორაციული ქცევის სრულყოფა მნიშვნელოვანი პირობაა ეკონომიკის ყველა სფეროში ინვესტიციების მოსაზიდად როგორც ქვეყნის შიდა წყა-როებიდან, ისე უცხოელი ინვესტორების მხრიდან. აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებში, მათ შორის საქართველოშიც, გაჩნდა საერთო წესების შემუშავებისა და დანერგვის სუბიექტური საფუძველი, რომელიც პოტენციურ ინვესტორებს საშუალებას მისცემს მიიღონ ნათელი სურათი იმის შესახებ, თუ რომელი მმართველობითი პრინციპების საფუძველზე მოქმედებს ესა თუ ის კომპანია, ვინ არიან მისი მფლობელები, როგორია მისი მუშაობის ეფექტიანობის ხარისხი, რათა უმოკლეს დროში და უმნიშვნელო დანახარჯებით იქნეს მიღებული გადაწყვეტილება კაპიტალის ინვესტირების მიზანშეწონილობის შესახებ.

ასეთი წესების შემუშავების დროს ქვეყნების საქმიანი წრეები, გვევლინებიან რა ინვესტორების სახით, ეყრდნობიან საკუთარი მთავრობებისა და საერთაშორისო ორგანიზაციების აქტიურ მხარდაჭერას. ქვეყნების საქმიანი წრეების და მთავრობების წარმომადგენლები კი, როგორც ინვესტიციების რეციპიენტები, იწყებენ იმის აღიარებას, რომ იმ წესების არსებობა და დაცვა, რომელიც გასაგები და აღიარებულია უცხო ქვეყნების ინვესტორების მხრიდან, ეროვნული კომპანიების მიერ უმნიშვნელოვანესი უპირატესობაა კონკურენციაში კაპიტალის მოზიდვისათვის.

უკანასკნელ პერიოდში რიგ ქვეყნებში იზრდება იმის აღიარება, რომ უცხოური ინვესტიციების მოზიდვის გარეშე შეუძლებელია კორპორაციული მართვის ეფექტიანი პრინციპების გამოყენება, რომელიც, თავის მხრივ, ხელს შეუწყობს შიდა ინვესტორების ნდობის განმტკიცებას და უფრო იაფი და სტაბილური ფინანსური წყაროების მოძიებას.

უკანასკნელ პერიოდში მრავალ ქვეყანაში, მათ შორის საქართველოშიც, შემუშავებულ იქნა კორპორაციული მართვის კოდექსები, რომლებიც არიან კორპორაციული ურთიერთობების წესრიგის დამდგენი და მარეგულირებლები, წარმოადგენენ ნებაყოფლობით მიღებული სტანდარტებისა და შიდა ნორმების ერთობლიობას²⁹.

თანამედროვე მსოფლიოში კორპორაციული მართვის მოქმედ კოდექსთა რიცხვს შესაძლებელია მივაკუთვნოთ:

➤ „კოდექსი ქეთბერი“, მომზადებული 1991 წელს დიდ ბრიტანეთში ფინანსური ინფორმაციის საბჭოს, ლონდონის საფონდო ბირჟის, ბუღალტერთა პროფესიული კავშირის თანამშრომელთა მიერ, სერ ადრიან ქეთბერის ხელმძღვანელობით;

²⁹საქართველოში 2009 წელს შემუშავებულ იქნა ჯერ-ჯერობით კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსი, რომელიც ადგენს და არეგულირებს კორპორაციული ურთიერთობების წესრიგს საბანკო სექტორში.

➤ თეზისები - „კორპორაციული მართვის ძირითადი მიმართულებები და პრობლემები“, რომელიც მომზადებულია 1994 წელს კომპანია „ჯენერალ მოტორსის“ დირექტორთა საბჭოს მიერ;

➤ „კორპორაციული მართვის ძირითადი პრინციპები და მიმართულებები აშშ-ში“, რომელიც მომზადებულია 1998 წელს კალიფორნიის სამოქალაქო მოსამსახურეთა საპენსიო ფონდის მიერ;

➤ „არსებული პრაქტიკის კოდექსი“, რომელიც მომზადებულია 1999 წელს ბრაზილიის კორპორაციული მართვის ინსტიტუტის მიერ;

➤ „კორპორაციული მართვის კოდექსი“, რომელიც მომზადებულია 1999 წელს მალაიზიის უმაღლესი საფინანსო კომიტეტის მიერ;

➤ „სანიმუშო პრაქტიკის კოდექსი“, რომელიც მომზადებულია 1999 წელს მექსიკის მეწარმეთა საკოორდინაციო საბჭოს კორპორაციული მართვის კომიტეტის მიერ;

„სანიმუშო პრაქტიკის“ კოდექსების ძირითადი შინაარსი წარმოდგენილია რეკომენდაციების სახით, ეხება დირექტორთა საბჭოების საქმიანობის ორგანიზაციას, პრინციპებსა და ტექნოლოგიას, განიხილება კორპორაციული მართვის ძირითად და მოქმედ მექანიზმად.

კორპორაციული მართვის კოდექსები განსაკუთრებულ ყურადღებას ამახვილებენ იმ წესებისა და პროცედურების გამტკიცებაზე, რომლებიც უზრუნველყოფენ კომპანიათა აქციონერების ხელმისაწვდომობას კომპანიის საქმიანობის შესახებ ინფორმაციაზე, ასევე ინფორმაციის გახსნას მასში კორპორაციული მართვის ფუნქციონირების მექანიზმის შესახებ. ამასთან, კოდექსებში მნიშვნელოვანი ყურადღება ეთმობა რეკომენდაციებს აქციონერთა კრებების მომზადებისა და ჩატარების შესახებ¹.

საგულისხმოა, რომ კორპორაციული მართვის კოდექსების დებულებები ყოველთვის შესასრულებლად სავალდებულო არ არის კომპანიებისათვის და ხშირად სარეკომენდაციო ხასიათს ატარებს. მაგრამ კორპორაციული მართვის წესების უგულებელყოფამ შესაძლებელია არა მარტო გაუფუჭოს კომპანიის იმიჯი, არამედ მნიშვნელოვანი ზეგავლენაც მოახდინოს კომპანიის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე. ამიტომ საქართველოს რიგი მსხვილი კომპანიები, უპირველეს ყოვლისა, ემიტენტები, რომლებიც თავიანთი ფასიანი ქაღალდებით გავიდნენ დასავლეთის ბაზარზე, იღებენ კორპორაციული მართვის კოდექსებს, რომლის ძირითადი შინაარსიც ბიზნესის ღია და პატიოსნად გამდლობაა.

ინვესტორების ნდობის მოპოვების პრობლემა ქართული კომპანიების მენეჯერების მიერ თანდათანობით აღიქმება ბაზარზე წინსვლისა და წამყვანი პოზიციების დაკავების აუცილებელ პირობად. კომპანიის რეპუტაციაზე ზრუნვა აუცილებელია როგორც პარტნიორების, ისე ინვესტორების მოსაზიდად. ამასთან, ინვესტორი, უდარებს რა ობიექტების

მიმზიდველობას ერთმანეთს კაპიტალის ინვესტირებისათვის, აფასებს მათ საინვესტიციო მიმზიდველობას, ანუ განსაზღვრავს დონეს, ზომავს მისთვის მნიშვნელოვანი ფაქტორების გავლენას და რისკებს, რაც მას აძლევს დასაბუთებული არჩევანის გაკეთების საშუალებას.

თანამედროვე საინვესტიციო გადაწყვეტილებებისათვის დამახასიათებელი თავისებურება არის ის, რომ ფინანსური მაჩვენებლები აღარ არის გადამწყვეტი ფაქტორი. ინვესტორები იღებენ გადაწყვეტილებას იმის შესახებ, თუ რომელი კომპანია ეყრდნობა უფრო ფართო ინფორმაციას. ისინი განსაკუთრებულ ყურადღებას ამახვილებენ კომპანიის გამჭვირვალობასა და გახსნილობაზე, კორპორაციული მართვის დონესა და ხარისხზე, რაც არის კორპორაციული მართვის რეიტინგების აგების საფუძველი.

ინვესტირების ობიექტის შერჩევისას ამ ფაქტორების მნიშვნელობის რაოდენობრივი შეფასებისათვის ნიუ-იორკის ერთ-ერთმა ცნობილმა ფირმამ („Governance Metrics International“) შემოგვთავაზა სტატისტიკური კრიტერიუმი, რომელიც გვიჩვენებს კომპანიის აქციების ქცევას ბაზრის მიმართ როგორც „კარგი“, ისე „ცუდი“ კორპორაციული მართვისას[2].

2000 წლიდან მოყოლებული „Governance Metrics“ წელიწადში ორჯერ ადგენს კომპანიათა კორპორაციული მართვის რეიტინგს, 600 კრიტერიუმის გამოყენებით - დაწყებული დამოუკიდებელი აუდიტორებიდან და დირექტორთა საბჭოს წევრებიდან ტოპ-მენეჯერთა ინტერესების კონფლიქტით და სააქციო კაპიტალით დამთავრებული. ფირმა აანალიზებს 1000-მდე მსხვილი ამერიკული კომპანიის და 600-მდე სხვა ქვეყნების წამყვანი საფონდო ინდექსების მატარებელი ფირმების აქციების დინამიკას³⁰.

„Governance Metrics“-ს დაკვირვებით ირკვევა, რომ კომპანიათა აქციებში განთავსებულ ინვესტიციათა შემოსავლები და მათი საინვესტიციო მიმზიდველობა მთლიანობაში დამოკიდებულია კომპანიის კორპორაციული მართვის რეიტინგებზე, რომელიც ახასიათებს მისი კორპორაციული მართვის ხარისხთან და დონესთან დაკავშირებულ ინვესტირების რისკს. კორპორაციული მართვის რეიტინგების დადგენა მოიცავს კვლევებს სხვადასხვა მიმართულებით, მათ შორის კვლევების პოლიტიკურ და ეკონომიკურ ასპექტებს. ამასთან დაკავშირებით, ბერნარდ ბლეკის მიერ რუსულ კომპანიებზე ჩატარებულ იქნა კორპორაციულ მართვასა და

³⁰შედარებითი ანალიზი აქციებიდან ინვესტიციათა შემოსავლიანობას და კომპანიათა კორპორაციულ მართვის რეიტინგს შორის შემდეგ სურათს იძლევა: ზარალმა ინვესტიციებიდან იმ კომპანიათა აქციებში, რომლებიც გამოირჩევიან ცუდი კორპორაციული მართვის დონით, წლიურად 13% შეადგინა, მაშინ როდესაც ყველა კომპანიათა აქციები წელიწადში საშუალოდ ეცემოდა 1,76%-ით, ხოლო იმ კომპანიათა აქციებზე შემოსავლები, რომლებიც ხასიათდებოდნენ კორპორაციული მართვის მაღალი ხარისხით, წლიურად გაიზარდა 5,37%-ით.

კომპანიათა საინვესტიციო მიმზიდველობას შორის კავშირის კვლევა[3]. ამ კვლევაში ნაჩვენებია გარკვეული კორელაციური კავშირი ბანკ „Brunswick-Warburg“-ის მიერ შემუშავებულ კორპორაციული მართვის რეიტინგებსა და ფაქტიური კაპიტალიზაციის პოტენციურ ფარდობასთან შორის, რომელიც განსაზღვრულია საინვესტიციო ბანკ „Тройка-диалог“-ის მიერ 21 რუსულ კომპანიაზე დაყრდნობით.

ბანკ „Brunswick-Warburg“-ის მიერ შემუშავებული სარეიტინგო სისტემის მიხედვით, ბერნარდ ბლექმა თავის კვლევაში რუსული კომპანიები დაალაგა 0-დან 60 ბალამდე შკალით, სადაც ბალების დიდი რაოდენობა მიუთითებდა კორპორაციული მართვის ხარისხის გაუარესებაზე³¹. კვლევის შედეგად გამოვლინდა, რომ რეიტინგების შეფასების არცერთი ელემენტი უშუალოდ არ არის დაკავშირებული კომპანიის საბაზრო ღირებულების შეფასებასთან, ელემენტების უმრავლესობა მიეკუთვნება ობიექტურ ფაქტორებს. მაგალითად, „ახალი აქციების გამოშვების გზით განთავსების რისკი“ რომელიც თავის მხრივ მოიცავს უწყისში დაფიქსირებული, მაგრამ გამოუშვებელი აქციების არსებობას, აქციების გამოშვების უპირატესი უფლების და მინორიტარი ინვესტორების ხელში არსებული დაბლოკილი აქციების პაკეტის არსებობას. ბანკი „Brunswick-Warburg“ ასევე ამტკიცებს, რომ კომპანიის საბაზრო ღირებულება არ ახდენს გავლენას კორპორაციული მართვის რეიტინგზე.

ბერნარდ ბლექის მიერ განხორციელდა კორპორაციული მართვის რეიტინგებსა და კომპანიის ღირებულებას შორის კორელაციური ურთიერთკავშირის მონიტორინგი³², რომლის შედეგადაც მიღებული იქნა შემდეგი სახის მარტივი რეგრესია: In (ღირებულების თანაფარდობა) = $-0,176 + (-0,149) X$ (მართვის რეიტინგზე), სადაც ღირებულების თანაფარდობის ლოგარითმი გვევლინება დამოკიდებული ცვლადის როლში, როგორც დამოუკიდებელი ცვლადი კორპორაციული მართვის რეიტინგიდან. კომპანიათა ღირებულების კორელაციური თანაფარდობა მათი კორპორაციული მართვის რეიტინგებთან საშუალებას გვაძლევს გავზომოთ ქართული კომპანიებისათვის კორპორაციული მართვის პრაქტიკის ზეგავლენა მათ საბაზრო ღირებულებაზე და არსებითად შევაფასოთ ისინი.

³¹ამ რუსული კომპანიების რეალური საბაზრო კაპიტალიზაცია დაფუძნებულია რუსულ საფონდო ბაზარზე აქციებით ვაჭრობის შედეგებზე. დასავლეთის ბაზარზე კომპანიათა პოტენციური კაპიტალიზაციის გათვლის საფუძვლად ბანკი „Тройка-Диалог“ მიიჩნევს აქტივებს, სიმძლავრეს და ბრუნვის მოცულობას და არა ფულად ნაკადებსა და მოგებას.

³²რუსული ფირმების მაგალითზე დადგენილ კორელაციურ კავშირს კორპორაციულ მართვასა და ფირმის ღირებულებას შორის დიდი პრაქტიკული მნიშვნელობა აქვს ინვესტორებისთვის რუსული ფირმების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასებისათვის.

აქედან გამომდინარე, შესაძლებელია ვაღიაროთ, რომ „კარგი“ კორპორაციული მართვა ამცირებს ინვესტორთა რისკებს და ხელს უწყობს სახსრების მოზიდვას ეფექტურად მომუშავე კომპანიების განვითარებისათვის, მათი საინვესტიციო მიმზიდველობის ამაღლებისათვის ეფექტიან კომპანიებსა და ეკონომიკის სექტორებში, ასევე იგი ქმნის სტიმულებს კომპანიათა მფლობელებისა და მენეჯერებისათვის მუშაობის ეფექტიანობის ამაღლებისათვის და კონკურენტუნარიანი საქონლისა და მომსახურების წარმოებისათვის.

ამავე დროს, „ცუდ“ კორპორაციულ მართვას მიეყავართ კორპორაციის მდგომარეობის გაუარესებამდე; მენეჯერთა მხრიდან გადაწყვეტილებების მიღებისას „არასაბაზრო“ მოტივების დომინირებამდე; მმართველების, მესაკუთრეებისა და აქციათა საკონტროლო პაკეტის მფლობელთა მიერ უფლებამოსილებათა ბოროტად გამოყენებამდე; როგორც სამამულო, ისე უცხოელი ინვესტორების უფლებების დარღვევამდე. საბოლოო ჯამში, იგი ზრდის ინვესტირების რისკს და ამით ამცირებს კორპორაციათა საინვესტიციო მიმზიდველობას.

ავტორთა უმრავლესობას გააჩნია საერთო აზრი იმის შესახებ, რომ ინვესტორთა ყველა რისკი ასახვას პოულობს კომპანიის კაპიტალის ღირებულებაში, რომელსაც ისინი ანდობენ რეციპიენტებს [4]. რაც უფრო მაღალია რისკი, მით უფრო მაღალია ინვესტორთა მხრიდან შემოსავლიანობის მოთხოვნა და, შესაბამისად, მაღალია კაპიტალის ფასი. აქვე უნდა შევნიშნოთ, რომ კორპორაციული მართვის რისკები დამახასიათებელია საკუთარი კაპიტალისათვის, რომლის ფასის განსაზღვრა სამამულო პირობებში არც თუ ისეთი იოლი ამოცანაა.

ჩვენი აზრით, საქართველოსათვის მისაღებია კაპიტალის შეფასების კუმულაციური მეთოდი, რომელიც ინვესტორის შემოსავლიანობის შეფასებას მიიჩნევს საპრემიო თანხად რისკისათვის, რომელიც დგინდება ექსპერტული გზით და მას მისაღებს ხდის იმ ქვეყნებისათვის, რომლებსაც არ გააჩნიათ განვითარებული საფონდო ბაზარი (როგორც, მაგალითად, საქართველოა).

მსოფლიო ბანკის რეკომენდაციების შესაბამისად, მოთხოვნილ დაბანდებათა შემოსავლიანობა (კაპიტალის ფასი) გათვალისწინებულია გაანგარიშებულ იქნეს როგორც თანხა:შემოსავლი ურისკო დაბანდებისათვის; პრემია განვითარებული საფონდო ბაზრის რისკისათვის; პრემია ქვეყნის პოლიტიკური რისკისათვის; პრემია კონკრეტულ კომპანიაში ინვესტირების რისკისათვის. ჩამოთვლილი საკითხებიდან ჩვენთვის საინტერესოა საკითხი, რომელიც მოიცავს შიდა ხასიათის რისკს და მასში განსაკუთრებული ადგილი უჭირავს კორპორაციული მართვის რისკს. ამ რისკისათვის პრემიის სიდიდე მერყეობს 10-15%-ის ფარგლებში.