

თანამედროვე კორპორაციის ფინანსური მენეჯმენტის პარადიგმის ფორმირების კონცეფციური ასპექტები

თანამედროვე პირობებში ნებისმიერი სამე-
წარმო-ბიზნესსაქმიანობის სხვადასხვა ას-
პექტების მართვის სისტემაში ყველაზე რთულ
და საპასუხისმგებლო რგოლს ფინანსების მარ-
თვა წარმოადგენს. საბაზრო ეკონომიკის ქვეყ-
ნებში ფინანსური მართვის პრინციპები და
მეთოდები ჯერ კიდევ XIX–XX საუკუნეების
მიჯნაზე ჩამოყალიბდა ცოდნის სპეციალიზი-
რებულ დარგად, რომელსაც “ფინანსური მენე-
ჯმენტი” ეწოდა.

მენეჯმენტის (managment), რომელიც მარ-
თვის პრინციპების, მეთოდების, საშუალებების
და ფორმების ერთობლიობაა, აღმოცენება დაკავ-
შირებულია ამერიკელი ინჟინრის ფ. ტეილორ-
ის სახელთან. მენეჯმენტი ინტენსიურად გან-
ვითარდა 1950–1970-იან წლებში. მენეჯერიზმის
დამახასიათებელი ნიშანია ორგანიზაციისა და
მმართველობის სფეროში მჭიდრო კავშირი
კონკრეტულ გამოკვლევებთან. ამისთვის შექმ-
ნილია და კვლავაც იქმნება საზოგადოებები
და ასოციაციები, რომელთა წევრები არა მხო-
ლოდ ამუშავენ მართვის ზოგად ფორმებს,
არამედ საწარმოების შეკვეთით მონაწილეობენ
წარმოების რაციონალიზაციაში.

ფინანსური მენეჯმენტის მიზანია კორპო-
რაციების (საწარმოთა) ეფექტური საქმიანობის
მიღწევის მეცნიერულად ღირებულ ღონისძიე-
ბათა შემუშავება და რეალიზაცია, რითაც
უზრუნველყოფილი იქნება მინიმალური დანახ-
არჯებით მაქსიმალური მოგება, კორპორაციებ-
ის (დარგის, ქვეყნის) ეკონომიკური პოტენცია-
ლის ამაღლება, ფინანსური სტაბილიზაციის
უზრუნველყოფა, აქტივების სტრუქტურის ოპ-
ტიმიზაცია, კონკურენტუნარიანობის ამაღლება
და სხვ.

საქართველოში ეფექტური კორპორაციული
ფინანსური მენეჯმენტის პრაქტიკა მხოლოდ
ჩამოყალიბების სტადიაზეა და ამ პროცესს
აფერხება გარდამავალი პერიოდის ობიექტური
ეკონომიკური სიძნელებები და სპეციალისტების
კრიზისულ პირობებში მუშაობის არასაკმარი-
სი გამოცდილება. ქვეყნის შემდგომი წინსვლა
საბაზრო რეფორმების გზაზე და კრიზისული

ზურაბ ლიპარტია
სოხუმის სახელმწიფო უნივერსიტეტის
ეკონომიკისა და ბიზნესის
ფაკულტეტის ფინანსების
მიმართულების სრული პროფესორი,
ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი,
აფხაზეთის მეცნიერებათა ეროვნული
აკადემიის აკადემიკოსი

ეკონომიკური ტენდენციების დაძლევა საშუალე-
ბას იძლევა სრულად იქნეს გამოყენებული
ფინანსური მენეჯმენტის თეორიული შედეგები
და მსოფლიო პრაქტიკული გამოცდილება.

ფინანსური მენეჯმენტის ძირითადი ობიექტე-
ბია ფინანსური ნაკადები, რაც უშუალოდაა
დაკავშირებული ანგარიშსწორების ანგარიშსა
და სხვა ანგარიშებში ფინანსური საშუალებე-
ბის უწყვეტ ნაკადებსა და მათ გონივრულ ხარ-
ჯვასთან. შესაბამისად, ფინანსური მენეჯმენ-
ტის ყურადღების ცენტრშია საწარმოთა (კორ-
პორაციების) ფინანსური რესურსები და მათი
ყველა ფინანსურეკონომიკური ურთიერთდამოკ-
იდებულება მეწარმეობის ყველა სხვა სუბიექტ-
თან.

ფინანსური მენეჯმენტის განხორციელები-
სთვის საჭირო ინფორმაციების წყაროა: ოფი-
ციალური ბუღალტრული და სტატისტიკური
ანგარიშები (ანგარიშგებები); შიდამეურნეობრივი
საწარმოო (მმართველობითი) და ფინანსური
აღრიცხვა; ფინანსური ანალიზი; ბიზნესგეგმის
კომპონენტები; ფასების დინამიკის შესახებ
ფინანსური და საბანკო ორგანიზაციების მო-
ნაცემები (ინფორმაციები) და სხვა. ყოველივე
ეს, კვალიფიციური დამუშავების შემდეგ, ქმნის
ფინანსური მენეჯმენტის მყარ და მდიდარ საინ-
ფორმაციო საფუძველს, მმართველობითი გადა-
წყვეტილებების მისაღებად მომავალი წარმატე-
ბული საქმიანობის უზრუნველსაყოფად.

კორპორაციების ფინანსური მენეჯმენტი
ხორციელდება სხვადასხვა მეთოდის გამოყ-
ენებით. მათ შორის ძირითადია კორპორაციებ-
ის (ფირმების) განვითარების პროგნოზებისა და

გვეგების ფორმირება, მათი საქმიანობის დაფინანსების წესების არჩევა და რეალიზაცია, ფინანსური ოპერაციების რეგულირება და კონტროლი. ყოველივე აღნიშნული, როგორც წესი, ხორციელდება სოციალურფინანსური სამსახურების მიერ. ეს სამსახურები ორგანიზებას უწევენ და აკონტროლებენ საწარმოებსა და კაპიტალის ბაზრებს შორის ფინანსურ ურთიერთობებს.

თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკის პირობებში კორპორაციათა ფინანსური მენეჯმენტის გარემოს და საერთოდ საქმიანობის ასპექტით გამოიყოფა მათი ზოგიერთი უპირატესობა. კერძოდ:

1. კორპორაციათა საქმიანობის განუსაზღვრელი ვადა;
2. მფლობელთა საკუთრების მაღალი ლიკვიდურობა;
3. შეზღუდული პასუხისმგებლობა, რაც ნიშნავს, რომ აქციონერთა ზარალის შეზღუდვას მხოლოდ მათ მიერ ინვესტირებული სახსრების ფაქტიური მოცულობით ანუ იმის მაქსიმუმით, რაც შეიძლება დაკარგოს კორპორაციამ გაკონტრირების დროს.

ფინანსური მენეჯმენტის გარემოს მაკომპლექტებელი სტრუქტურის სისტემაში მნიშვნელოვანია საერთოდ რისკის, და კერძოდ, ფინანსური რისკის კატეგორია, რომელიც

არის იმის დაშვება, რომ გაუთვალისწინებელ ფინანსურ შემთხვევას შესაძლოა ადგილი ჰქონდეს ნებისმიერ მომენტში და იგი გამოიწვევს ზარალს. ფინანსური რისკი ყველაზე რთული სტრუქტურის მქონე რისკია, რაც წარმოიშობა საპროცენტო განაკვეთის, ვალუტის გაცვლითი კურსის, ლიკვიდობის, აქციისა და საქონლის (მომსახურების) ფასის, ვალის გასტუმრებისა და კრედიტუნარიანობის მერყეობის შედეგად და პირდაპირ მოქმედებს კორპორაციების ბიზნეს საქმიანობაზე.

ფინანსური მენეჯმენტის პროცესში ხშირია გაურკვევლობასა და განუსაზღვრელობასთან დაკავშირებული სირთულეები, რაც არსებითად ორი სახისაა:

1. შეუძლებელია ფინანსური სისტემის მიმდინარე მდგომარეობის დასუსტება მისაღები სირთულით;
2. უცნობია (ან ვერ დგინდება მოთხოვნათა სიზუსტე) მომავალი პერიოდის ფინანსური მაჩვენებლები და მათი თანამდევი პარამეტრები.

აღნიშნულიდან გამომდინარე, ფინანსურ მენეჯმენტში რისკების განსაზღვრისათვის თანმიმდევრულად გამოიყენება საწარმოს გა-

კონტროლების რისკის ანალიზი, საინვესტიციო პროექტის რისკის შეფასება, ბიზნესისა და ფასიანი ქაღალდების ოპტიმალური პორტფელის შედგენა, ობიექტის რეალური ფასის დადგენა, აქტივებისა და ობლიგაციების საინვესტიციო მიმზიდველობის შეფასება, ინტერნეტ ტექნოლოგიების განვითარების აუცილებლობა და დასაბუთებული ანალიზი.

გარდამავალ ეკონომიკაში განსაკუთრებული ამოცანები დგას ფინანსური მენეჯმენტის საქმიანობის ორგანიზაციის ასპექტით. კერძოდ, ძირითადი ყურადღება უნდა გამახვილდეს ფინანსური მენეჯმენტის შემდეგ საკითხებზე:

1. კორპორაციის ფინანსურ გარემოზე-საქმიანობის ფინანსურ შედეგებსა და ლიკვიდურობაზე გარე ფაქტორების გავლენა, რომლებიც არ არის დამოკიდებული კორპორაციაზე. როგორცაა, კრედიტის საპროცენტო განაკვეთი, ვალუტის კურსი, მოგების დაბეგვრის ნორმა, ფასები, ხელფასი და სხვა.

2. კორპორაციის ფინანსურ გარემოზე-საქმიანობის ფინანსურ შედეგებსა და ლიკვიდურობაზე ისეთი ფაქტორების გავლენა, რომლებიც დამოკიდებულია კორპორაციაზე, როგორცაა, პროდუქციის მოცულობა და ასორტიმენტული სტრუქტურა, ინდივიდუალური ხელფასები და გასაყიდი საქონლის ფასები.

ამგვარად, ფინანსური მენეჯმენტი უაღესად რთული პროცესია და განსაკუთრებით რთული იგი ჩვენი ქვეყნისთვის, რამდენადაც არ არის შემუშავებული სრულყოფილი თეორიულ მეთოდოლოგიური მიდგომები და კონცეფციები. არ გაგვჩნია საკუთრივ, ეროვნული თავისებურებების გათვალისწინებით, მართვის პრაქტიკული კრიტერიუმები. ამიტომ აუცილებელია ინტენსიურად გამოვიყენოთ, როგორც განვითარებული ქვეყნების, ასევე წარმატებული გარდამავალი ეკონომიკის მქონე ქვეყნების გამოცდილება. წინააღმდეგ შემთხვევაში, საქართველოს ეკონომიკის სპეციფიკის გათვალისწინებით, ძალიან რთული იქნება საბაზრო ეკონომიკის წარმატებული მშენებლობა.

როგორც უკვე აღინიშნა, ფინანსური მენეჯმენტის განვითარება ეკონომიკაში მეოცე საუკუნის 70იანი წლებიდან ფინანსების როლის კოლოსალურ გაძლიერებას, ფინანსური ურთიერთობების მასშტაბების ზრდას და გლობალიზაციას უკავშირდება.

გამოჩენილი ქართველი მეცნიერ-ფინანსისტის რევაზ კაკულიას შეფასებით- “წარმოიშვა ეკონომიკის ვირტუალური სტრუქტურირება: მატერიალური ფასეულობათა შექმნილი რეალური ეკონომიკიდან აღმოცენდა ეკონომიკა,

რომელიც სულ უფრო იქვემდებარებს პირველს თავის შემოსავლებით და ისეთ დონემდე გაძლიერდა, რომ მას საზოგადოებაში მატერიალურ ნივთობრივი წარმოების სფეროს ეკონომიკაზე დიდი როლი დაეკისრა. მსოფლიოში ჩამოყალიბდა ახალი გაბატონებული ეკონომიკური სისტემაფინანსური ეკონომიკა, რომელსაც მოვლენას თან ახლავს ფინანსური რევოლუცია.

ეს გადატრიალება სინამდვილეში უკვე განხორციელდა. ეკონომიკა სულ სხვა გახდა და მასში მთავარ როლს ასრულებს არა კაპიტალი, როგორც ასეთი, არამედ ფინანსური კაპიტალი. ეკონომიკის ნაცვლად საქმე გვაქვს ფინანსურ ეკონომიკასთან. ამის დასტურად ავტორი მიუთითებს, რომ კორპორაციების ფინანსების ნებისმიერ უცხოურ სახელმძღვანელოში პირველი თუ არა მეორე თავი უკვე ეძღვნება არა კორპორაციის ძირითად, საოპერაციო საქმიანობას, მის დანახარჯებს და მოგებას ან მასთან დაკავშირებულ სხვა ფინანსურ ოპერაციებს, არამედ ფასიან ქაღალდებს და კორპორაციის მუშაობას საფონდო ბირჟაზე – ფასიანი ქაღალდების პორტფელის ფორმირებას, პორტფელის შემოსავლიანობის დადგენას, ფასიანი ქაღალდების კურსის პროგნოზირებას და მრავალ სხვას... ეს ყველაფერი იმიტომ ავლნიშნეთ, რომ განვითარების ამ ეტაპზე, როგორც მთლიანად ქვეყნების, ისე კომპანიების დონეზე, კაპიტალს თანდათან ენაცვლება ფინანსური კაპიტალი, ფინანსური აქტივები. ეს პროცესი თანდათან ღრმავდება და უფრო მასშტაბური ხდება, რაც განაპირობებს კიდევ ფინანსური მენეჯმენტის პერსპექტიულობას”.

ფინანსური მენეჯმენტის თანამედროვე სისტემა ასახავს კორპორაციის (საწარმოს) ფინანსური საქმიანობის მართვის მექანიზმის უმჭიდროვეს კავშირს ფინანსური ბაზრების ფუნქციონირებისა და ინსტრუმენტების მექანიზმებთან, რომელიც მოიცავს ამერიკული, ევროპული, და სხვა ეროვნულ სკოლათა თეორიული მიდგომების თავისებურებებს. თანამედროვე სისტემის ფორმირება ძირითადად დაფუძნებულია თეორიულ კონცეფციებისა და მოდელების სისტემას, რომელებიც პირობითად შეიძლება დაიყოს შემდეგ ჯგუფებად:

ჯგუფი პირველი. თეორიული კონცეფციებისა და მოდელების სისტემაში, რომელებიც განსაზღვრავენ კორპორაციის ფინანსური საქმიანობის მიზნებსა და ძირითად პარამეტრებს, შედარებით მნიშვნელოვანია შემდეგი:

1. მესაკუთრეთა ეკონომიკური ინვესტირების პრიორიტეტის კონცეფცია. პირვე-

ლად იგი წამოაყენა ამერიკელმა ეკონომისტმა ჰერბერტ საიმონმა (Herbert Simon). მან შეიმუშავა კომერციულ ორგანიზაციებში გადაწყვეტილების მიღების თეორია, რომლებიც ცნობილია “შეზღუდული რაციონალურობის თეორიის” სახელწოდებით. ამ თეორიამ უარყო კლასიკური და ნეოკლასიკური წარმოდგენები ფირმაზე, როგორც ორგანიზაციაზე, რომელიც გამიზნულია მაქსიმალურ სარგებლიანობაზე და მოგებაზე. მან ჩამოაყალიბა ფირმის ეკონომიკური ქცევის ალტერნატიული მიზნობრივი კონცეფცია, რომელიც მდგომარეობს მესაკუთრეთა ინტერესების დაკმაყოფილების პრიორიტეტულობის აუცილებლობაში. ეს თეორიული კონცეფცია გაზიარებული იქნა ფინანსური მეცნიერების წარმომადგენელთა მიერ და თანდათან ტრანსფორმირდებოდა ფინანსურ მენეჯმენტში, მის ძირითად მიზანში. საწარმოს მესაკუთრეთა კეთილდღეობის მაქსიმიზაციაში იგი საბოლოოდ ჩამოყალიბდა, როგორც “საწარმოს საბაზრო ღირებულების მაქსიმიზაცია”. 1978 წელს გ. საიმონს მიენიჭა ნობელის პრემია ეკონომიკის დარგში.

2. თანამედროვე პორტფელური თეორია. მისი ფუძემდებელია ჰარი მარკოვეცი (HHarry Markovitz) რომელმაც აღნიშნული კონცეფციის ძირითადი პრინციპები ჩამოაყალიბა 1952 წელს შრომაში “პორტფელის შერჩევა” (Portfolio selection). ფინანსური მენეჯმენტის ამ უმნიშვნელოვანესი თეორიული კონცეფციის საფუძველია სტატისტიკური ანალიზის მეთოდოლოგიური პრინციპები. ასევე ფინანსური ინვესტირების რისიკიანი ინსტრუმენტების რისკის დონისა და შემოსავლიანობის თანაფარდობის ოპტიმიზაცია საინვესტიციო პორტფელის ფორმირებისას, რომლის კრიტერიუმია მესაკუთრეების კეთილდღეობის მაქსიმიზაცია. ამ თეორიის შემდგომ განვითარებაში არსებითი წვლილი შეიტანეს ჯეიმს ტობინმა (James Tobin) და უილიამ შარპმა (William Sharpe) სამივე მკვლევარი ნობელის ლაურეატია ეკონომიკის დარგში.

3. კაპიტალის ღირებულების კონცეფცია (Cost of Capital Conception). ამ თეორიის პირველსაწყისი თეორიული კვლევები განხორციელდა 1938 წელს ამერიკელი ეკონომისტის ჯონ უილიამსის (John Williams) მიერ, რომელიც მან გადმოსცა შრომაში: “საინვესტიციო ღირებულების თეორია” (The Theoru of Investment Vaiue). შედარებით სისტემური სახე ფინანსური მენეჯმენტის მიერ მიზანთან კავშირში ამ კონცეფციამ მიიღო 1958 წელს ცნობილი ამერიკელი მკვლევარების ფრანკო მოდელიანისა (Franco Modigliany) და მერტონ მილერის (Merton Miller)

შრომაში: “კაპიტალის ღირებულება, კორპორაციული ფინანსები და ინვესტიციების თეორია” (*The Cost of Capital, Corporate Finance and the Theory of Investment*). ამ კონცეფციის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ საწარმოს დანახარჯები კაპიტალის (ფინანსური რესურსების) მოზიდვისა და მომსახურების ხაზით არსებითად განსხვავდება სხვადასხვა წყაროების ჭრილში. ამასთან დაკავშირებით აქტივების ფინანსირების ალტერნატიული წყაროების შერჩევისას მოზიდული კაპიტალის ღირებულების მინიმიზაცია სხვა თანაბარ პირობებში უზრუნველყოფს მესაკუთრეთა კეთილდღეობის მაქსიმიზაციას. ორივე ეს მეცნიერი არის ნობელის ლაურეატი ეკონომიკის დარგში.

4. კაპიტალის სტრუქტურის კონცეფცია (*Capital Structure Conception*) ფინანსური მენეჯმენტის ეს ერთერთი მთავარი ძირითადი კონცეფცია წამოწყებული იქნა ჩვენთვის უკვე დასახელებული ცნობილი ავტორების ფრანკო მოდელიანისა და მერტონ მილერის მიერ და გადმოცემულია მათ შრომაში: “კაპიტალის ღირებულება, კორპორაციული ფინანსები და ინვესტიციების თეორია” (1958 წ.). ამ კონცეფციის საფუძველია საწარმოს საკუთარი და ნახესხები კაპიტალების დამოკიდებულების მექანიზმის გაგება მის საბაზრო ღირებულებაზე. კაპიტალის ღირებულების კონცეფციასთან მიმართებაში ამ კონცეფციის თეორიულ დებულებებს საფუძვლად დაედო “ფინანსური ლევერიჯის ეფექტის შეფასების მოდელის” შემუშავება, რომელიც ფართოდ გამოიყენება ფინანსური მენეჯმენტის პრაქტიკაში.

5. დივიდენდური პოლიტიკის თეორია (*Dividend Policy Theory*). ამ პრობლემის თეორიული დამუშავების საფუძვლები ჩამოყალიბდა 1956 წელს ამერიკელი ეკონომისტის ჯონ ლინტნერის (*John Lintner*) მიერ შრომაში: “კორპორაციული შემოსავლის განაწილება დივიდენდებს, კაპიტალიზაციასა და გადასახადებს შორის” (*Distribution of Income of Corporations Among Dividends, Retained Earnings and Taxes*), მაგრამ ამ პრობლემის შესახებ უფრო არსებითი თეორიული დასკვნები გაკეთებული იქნა უკვე აღნიშნული ამერიკელი მეცნიერების ნობელის პრემიის ლაურეატების ფრანკო მოდელიანის და მერტონ მილერის შრომაში: “დივიდენდური პოლიტიკა, აქციების ღირებულების ზრდა” (*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*), რომელიც გამოქვეყნდა 1961 წელს. დივიდენდური პოლიტიკის თეორიული საფუძვლები განიხილავენ მისი გავლენის მექანიზმს კომპანიის საბაზრო ღირებულებაზე და მისი აქციების ფასზე, რაც

შესაძლებელს ხდის მოხდეს მიმდინარე დივიდენდების სიდიდის ოპტიმიზაცია სხვადასხვა ფაქტორის გავლენის გათვალისწინებით.

6. საწარმოს მდგრადი ზრდის ფინანსური უზრუნველყოფის მოდელი. (*Substapadle Growth Models*) ასეთი მოდელირების განხორციელებისადმი პრინციპული მიდგომები და პირველი ასეთი მოდელები შემუშავდება 1988 წელს ეკონომისტის ჯეიმს ვან ხორნის (*James Van Horne*) მიერ და გადმოცემული იქნა მის შრომაში: “მდგრადი ზრდის მოდელირება” (*Sustainable Growth Modelling*). საწარმოს მდგრადი ზრდის უფრო გართულებული მოდელები შემუშავებული იქნა რობერტ ჰიგინსის (*Robert Higgins*) მიერ. ისინი განხილული მის შრომაში: “როგორი ზრდის ტემპით არის წარმოდგენილი ფირმა” (*How Much Growth Can a Firm Afford*), რომელიც გამოქვეყნდა 1997 წელს.

ჯგუფი მეორე. თეორიულ კონცეფციებსა და მოდელებს შორის, რომლებიც უზრუნველყოფენ ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის რეალურ საბაზრო შეფასებას, მათი შერჩევის პროცესში პრეფერენციისგან როლს ასრულებენ;

1. ფულის ღირებულების კონცეფცია დროში (*Time Value of Money, TVM*). ამ კონცეფციის ძირითადი თეორიული დებულებები ჩამოაყალიბა 1930 წელს ივრინ ფიშერმა (*Irving Fisher*) შრომაში: “პროცენტის თეორია, როგორ განვსაზღვროთ რეალური შემოსავალი საინვესტიციო გადაწყვეტილებების პროცესში” (*The Theory of Interest: as Determined by impatience to spend Income and Opportunity to Invest*). მოგვიანებით, 1958 წელს, ამ კონცეფციის უფრო სრული მექანიზმი განხილული იქნა ჯონ ჰილშლეიფერის შრომაში: “ოპტიმალური საინვესტიციო გადაწყვეტილებების თეორია” (*On the Theory of Optimal Investment Decision*). ამ კონცეფციის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ ფულის თანა მედროვე ღირებულება ყოველთვის მეტია მის სამომავლო ღირებულებაზე მისი ინვესტირების შესაძლო ალტერნატივის გამო, ასევე ინფლაციისა და რისკის ფაქტორების გავლენით. ამ კონცეფციის გათვალისწინებით შემუშავებული იქნა ფულადი ნაკადების დისკონტირების სხვადასხვა მოდელები (*Discounted Cash Flow, DCF*), რომლებიც ფართოდ გამოიყენება ფინანსური მენეჯმენტის პრაქტიკაში.

2. რისკის დონისა და შემოსავლიანობის ურთიერთკავშირის კონცეფცია (*Risk and Return Conneception*). ამ კონცეფციის თეორიული საფუძვლები პირველად ჩამოყალიბებული

ლი იქნა 1921 წელს ფრენკ ნაიტის (Frank Knight) – ეკონომიკური თეორიის ჩიკაგოს სკოლის ფუძემდებლის მიერ – წიგნში: “რისკი, განუსაზღვრელობა და მოგება” (Risk, Uncertainty and Profit), (შემდგომ ამ კონცეფციამ შემდგომში განვითარება პოვა რიგი მკვლევარების შრომებში და მისი კვლევა გრძელდება დღესაც). ამ კონცეფციის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ მოსალოდნელ შემოსავალსა და მის თანმდევ რისკის დონეს შორის არსებობს პირდაპირპროპორციული დამოკიდებულება. ამ კონცეფციის ბაზაზე აგებული იქნა ფინანსური აქტივების შეფასების (ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების) მრავალი მოდელი, ასევე ინვესტიციური ანალიზის მეთოდოლოგია პორტფელური თეორიის სისტემაში.

3. აქციებისა და ობლიგაციების შეფასების მოდელები (Stocks and Bonds Valuation Models). ინვესტირების ისეთი ფინანსური ინსტრუმენტების შეფასების უმარტივესი მოდელები, როგორიცაა აქციები და ობლიგაციები მათი შემოსავლიანობის (დივიდენდები, პროცენტები) მონაცემების საფუძველზე, პირველად სისტემატიზებული იქნა ჯონ უილიამსის (John Williams) მიერ. ჯერ კიდევ 1938 წელს მის შრომაში: “საინვესტიციო ღირებულების თეორია”. (The Theory of Investment Value) შემდგომში ამ ფინანსური ინსტრუმენტების ახალი სახესხვაობების ჩამოყალიბებასთან ერთად ამ სახის მოდელების სისტემა შეიქმნა მაირონ გორდონის მიერ შრომაში: “ინვესტირება, ფინანსირება და კორპორაციის ღირებულების შეფასება”. (The Investment, Financing and Valuation of the Corporation), რომელიც გამოქვეყნდა 1962 წელს და სკოტ ბუშმანის (Scott Bauman) მიერ შრომაში: “საინვესტიციო შემოსავალი და ახლანდელი ღირებულება” (Investment Returns and Present Value), რომელიც გამოქვეყნდა 1969 წელს. ყველა ამ სახის მოდელის შეფასების საფუძველია ფინანსური ინსტრუმენტების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ღირებულების დისკონტირება მათი რისკის შესაბამის დონეზე.

4. ფინანსური აქტივების შეფასების მოდელი სისტემური რისკის გათვალისწინებით (Capital Asset Pricing Model, CAPM). ამ მოდელის ავტორია ამერიკელი მკვლევარი უილიამ შარპი (William Sharpe), რომელიც მან გამოქვეყნა 1964 წელს შრომაში: „ფინანსური აქტივების ფასები”, (Capital Asset Prices) მისი საფუძველია ინვესტირების ცალკეული ფინანსური ინსტრუმენტის აუცილებელი შემოსავლიანობის დონის განსაზღვრა მათი სისტემური რისკის გათვალისწინებით. ამ მოდელის საფუძველზე ყალ-

ბდება ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობის წრფის გრაფიკი. (Security Market Line), რომელიც განსაზღვრავს დამოკიდებულებას ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების სისტემური რისკის დონესა და მათგან მიღებულ აუცილებელი შემოსავლიანობის დონეს შორის. მოგვიანებით ეს მოდელი სრულყოფილი იქნა ჯონ ლინტერის (Jhon Lintner) მიერ 1965 წელს, იან მოსინის (ჯან სსინ) მიერ 1966 წელს და სხვა მკვლევარების მიერ.

5. ოფციონების შეფასების მოდელი (Option Pricing Models). ეს მოდელი პირველად შემოთავაზებული იქნა ამერიკელი ეკონომისტის ფიშერ ბლეკის (Fisher Black) და მაირონ სკოულზის (Myron Scholes) მიერ 1973 წელს შრომაში: “კორპორაციულ ვალდებულებათა ფასწარმოქმნა (The Pricing of Corporate Liabilities). იგი შემუშავებული იქნა ევროპული “კოლოფციონების” – იმ დროისათვის ყველაზე მეტად გავრცელებული ფასიანი ქაღალდების – შეფასებისათვის. მოდელი ასახავს ავტორთა თეორიულ კონცეფციას ასეთი სახის ფინანსური აქტივების ფასწარმოქმნის პირობების შესახებ. მათი მიმოქცევის რეალური პირობების მიდგომების ძიებაში შემუშავებული იქნა ამ სახის ალტერნატიული მოდელები. კერძოდ, რობერტ მერტონის (Robert Merton) მოდელი, შრომაში: “ოფციონების ფასწარმოქმნის რაციონალური თეორია”. (The Theory Option Pricing), რომელიც გამოქვეყნდა 1973 წელს; ჯონ კოკსის და სტეფან როსის მოდელი შრომაში: “ოფციონების ფასწარმოქმნა ალტერნატიულ სტოქასტიკურ პროცესში” (The Valuation of Option for Alternative Stochastic Processes), რომელიც გამოქვეყნდა 1976 წელს და სხვა.

ჯგუფი მესამე. ფინანსური ბაზრის მონაწილეთა ინფორმაციულ უზრუნველყოფასთან და საბაზრო ფასების ფორმირებასთან დაკავშირებულ თეორიულ კონცეფციათა კომპლექსში, გამოიყოფა შემდეგი:

1. ბაზრის ეფექტიანობის ჰიპოთეზა (Efficient Market Hypothesis, EMH). ეს ჰიპოთეზა წამოყენებული იქნა 1970 წელს ამერიკელი ეკონომისტის იუჯინ სფამის (Eugene Fama) მიერ შრომაში: “კაპიტალის ეფექტიანი ბაზრები, თეორიული და პრაქტიკული კვლევების მიმოხილვა (Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work). ეს ჰიპოთეზა ასახავს საფონდო ბაზრის ფასისმიერი ეფექტიანობის დამოკიდებულებას მის მონაწილეთა ინფორმაციულ უზრუნველყოფაზე. ამ ჰიპოთეზის შესაბამისად ფასების ჩამოყალიბების პროცესი გულისხმობს, რომ ფასიანი ქაღალდების მოსალოდნე-

ლი შემოსავლიანობა არის შემთხვევითი სიდიდე, რომელიც ასახავს ბაზრის მონაწილეთა ინფორმაციულობის შესაბამის დონეს. ინფორმაციული უზრუნველყოფის პირობებზე დამოკიდებულებით მონაწილეებმა ერთიმეორისგან უნდა განასხვავონ საფონდო ბაზრის სუსტი, საშუალო და ძლიერი ფასისმიერი ეფექტიანობა. მონაწილეთაგან ისინი, რომლებიც ფლობენ სათანადო ინფორმაციას, პრიორიტეტი აქვთ იმ ფინანსური აქტივების (ინვესტირების ფინანსური ინსტრუმენტების) ძიებასა და შეძენაში, რომელთა კოტირების ფასები განსხვავდება მათი რეალური საბაზრო ღირებულებისაგან, ამ პიპოთეზამ იმპულსი მისცა მრავალრიცხოვან კვლევებს იმ ფასიანი ქაღალდების ცალკეულ სახეობათა გაზრდილი შემოსავლიანობის პროგნოზირების დარგში, რაც დაკავშირებულია ბაზრის მხრიდან მათ შეუფასებლობასთან.

2. სააგენტო ურთიერთობების თეორია (*Agency Costs Conception*). ამ კონცეფციის ავტორებია ამერიკელი მკვლევარები მაიკლ ჯენსონი (*Michael Jensen*) და უილიამ მეკლინგი (*William Mackling*), რომელთაც გამოაქვეყნეს 1976 წელს შრომა: “ფირმის თეორია: მმართველობითი ქცევები, სააგენტო დანახარჯები და მესაკუთრეთა სტრუქტურა” (*Theory of the Firm: Ownership Structure*). განხილული კონცეფცია გულისხმობს, რომ მესაკუთრეებს (კომპანიების აქციონერებს) და მენეჯერებს, ნდობით აღჭურვილ პირებს (მესაკუთრეთა აგენტებს) შორის შეიძლება იყოს ინტერესთა კონფლიქტი მესაკუთრეთა კეთილდღეობის მაქსიმიზაციის უზრუნველყოფაში. ამ კონცეფციით მტკიცდება, რომ მენეჯერთა (აგენტების) საქმიანობა მხოლოდ მაშინ შეიძლება მიმართული იყოს ფინანსური მართვის მთავარი მიზნის რეალიზაციისაკენ, თუკი იგი შეიძლება დამატებით სტიმულირებული იქნას მოგებაში მათი მონაწილეობით და შესაბამისად ეფექტიანად აკონტროლონ მესაკუთრეები. ეს სტიმულირება და მონიტორინგი დაკავშირებულია სახსრებით დამატებით ხარჯებთან, რომლებიც ობიექტურადაა განპირობებული საკუთრების უფლებისა და საწარმოს მართვის გამიჯვნით. თავის მხრივ, სააგენტო დანახარჯები გავლენას ახდენენ მოგების ფორმირებასა და განაწილებაზე, დივიდენდურ პოლიტიკაზე და შესაბამისად კომპანიის ბაზარზე მიმოქცევაში მყოფ აქციების ფასზე.

3. ასიმეტრული ინფორმაციის კონცეფცია (*Asymmetrical Information Conception*). ამ კონცეფციის ავტორები არიან ამერიკელი ეკონომისტები სტიუარტ მაიერსი (*Stewart Myers*) და ნიკოლას მაიჯლაფი (*Nicolas Majluf*), რომელთა

აც 1989 წელს გამოაქვეყნეს შრომა: “კორპორაციული ფინანსირება და საინვესტიციო გადაწყვეტილებები პირობებში, როცა ფირმები ფლობენ იმ ინფორმაციას, რაც ინვესტორებს არ გააჩნიათ” (*Corporate Financing and Investment Decision When Firms Have Information That Investors Do Not Have*). ამ კონცეფციის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ პოტენციური ინვესტორები – კომპანიის ფასიანი ქაღალდების შესაძლო მყიდველები განაგებენ. მათი საქმიანობის შესახებ მცირე ოდენობის ინფორმაციას, მათ მენეჯერებთან შედარებით. ამიტომ იმ პერიოდებში, როცა კომპანიების ფასიანი ქაღალდების ღირებულება “ბაზრის მიერ გადაფასებულია”, მენეჯერები ამ ფასიანი ქაღალდების ემისიას ინიცირებენ, რის შედეგადაც მათი პროგნოზირებული შემოსავლიანობა ხელოვნურად მაღლდება. ასიმეტრიზებული ინფორმაციის შედეგად ინვესტორები განიცდიან გარკვეულ განსაზღვრულ ფინანსურ დანაკარგებს. ასიმეტრიული ინფორმაციის მექანიზმი სხვადასხვაგვარად ვლინდება აქციებისა და ობლიგაციების ემისიისას.

4. ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო თეორია (*Arbitrage Pricing Theory, APT*). იგი შემუშავებული იქნა ამერიკელი პროფესორის სტენფორდ როსის მიერ. 1976 წელს, რომელიც გამოცემულია მის შრომაში: “ფინანსური აქტივების ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო თეორია” (*The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing*). მოცემული თეორია არის უ. შარპის თეორიული მოსაზრებების აღტერნატივა, რომელიც შემუშავებულია ფინანსური აქტივების შეფასების ადრე განხილულ მოდელში. ამ თეორიის საფუძველია დებულება იმის შესახებ, რომ კონკრეტულ ფინანსურ ბაზრებზე არბიტრაჟი (სპეკულაციური) ოპერაციები, რომლებიც დაფუძნებულია ცალკეულ ბაზრებზე საბაზრო ფასებს შორის სხვაობაზე) უზრუნველყოფს ცალკეულ ფინანსური აქტივების რეალური საბაზრო ფასების გამოთანაბრებას მათი რისკისა და შემოსავლიანობის დონის შესაბამისად სხვა სიტყვებით. არბიტრაჟის მექანიზმი უზრუნველყოფს ფასისმიერი წონასწორობის აღდგენას სხვადასხვა ფინანსურ ბაზრებზე. ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო თეორიის ავტორების მიერ შემოთავაზებული იქნა რიგი მოდელები ფინანსური აქტივების რეალური შემოსავლიანობის შეფასებისათვის ცალკეული ფაქტორების გავლენის გათვალისწინებით. მოგვიანებით (1984 წელს) ამ ფაქტორების კონკრეტიზაციის საფუძველზე შეფასების მოცემული მოდელები დაზუსტებული იქნა რიჩ როლის (*Richard Roll*) და სტეფან როსის (*Stephan Ross*) მიერ შრომაში: “არბი-

ტრაჟული ფასწარმოქმნის თეორიის გამოყენება საინვესტიციო პორტფელის სტრატეგიული დაგეგმვის დროს” (*The Arbitrage Pricing Theory Approach to strategic Portfolio Planning*)¹.

ამრიგად, ზემოთ აღნიშნული კონცეფციებისა და მოდელების სისტემაში აისახება მათი პრაქტიკული გამოყენების მექანიზმი, რომლებიც თანამედროვე ფინანსური მენეჯმენტის პარადიგმის ფორმირების საფუძვლებს წარმოადგენენ.

კორპორაციის ფინანსური საქმიანობის ეფექტური მართვა მიიღწევა რიგი პრინციპების რეალიზაციით, რომელთაგან ძირითადია შემდეგი:

პირველი. საწარმოს მართვის საერთო სისტემასთან ინტეგრირება საქმიანობის, რომელ სფეროშიც არ უნდა დებულობდეს საწარმოო მმართველობით გადაწყვეტილებას, იგი პირდაპირ, ან ირიბად გავლენას ახდენს ფულადი ნაკადების ფორმირებაზე და ფინანსური საქმიანობის შედეგებზე. ფინანსური მენეჯმენტი უშუალოდ დაკავშირებული საწარმოო მენეჯმენტთან, ინოვაციურ მენეჯმენტთან, პერსონალის მენეჯმენტთან და ფუნქციონალური მენეჯმენტის ზოგიერთ სხვა სახეებთან. ეს განსაზღვრავს ფინანსური მენეჯმენტის შეზღუდული ინტეგრირების აუცილებლობას საწარმოს მართვის საერთო სისტემასთან.

მეორე. მმართველობითი გადაწყვეტილებების ფორმირების კომპლექსური ხასიათი. ყველა მმართველობითი გადაწყვეტილება ფინანსური რესურსების ფორმირების, განაწილებისა და გამოყენების სფეროში და საწარმოს ფულადი ბრუნვის ორგანიზაცია ერთმანეთთან მჭიდროდ დაკავშირებული და პირდაპირ, ან ირიბ გავლენას ახდენს მისი ფინანსური საქმიანობის შედეგებზე. რიგ შემთხვევებში ეს ზემოქმედება შეიძლება ატარებდეს ურთიერთ-საწინააღმდეგო ხასიათს. ასე მაგ.: მაღალშემოსავლიანი ფინანსური ინვესტიციების განხორციელებამ შეიძლება გამოიწვიოს დეფიციტ საწარმოო საქმიანობის დაფინანსებაში და როგორც შედეგი – არსებითად ამცირებს ოპერაციული მოგების სიდიდეს (ე.ი. ამცირებს საკუთარი ფინანსური რესურსების ფორმირების პოტენციალს). ამიტომ ფინანსური მენეჯმენტი განხილული უნდა იქნას, როგორც კომპლექსური მმართველობითი სისტემა, რომელიც უზრუნველყოფს ურთიერთდამოკიდებული მმართველობითი გადაწყვეტილებების შემუშავებას, რომელთაგანაც თითოეულს თავისი წვ-

ლილი შეაქვს კორპორაციის ფინანსური საქმიანობის საერთო შედეგიანობაში.

მესამე. მართვის მაღალი დინამიზმი. ყველაზე ეფექტიანი მმართველობითი გადაწყვეტილებაც კი ფინანსური რესურსების ფორმირებისა და გამოყენების და ფულადი ბრუნვის ოპტიმიზაციის დარგში, რომელიც შემუშავებული და რეალიზებულია საწარმოში წინა პერიოდში, არ შეიძლება ყოველთვის განმეორებით იქნას გამოყენებული მისი ფინანსური საქმიანობის მომდევნო ეტაპებზე. პირველ რიგში ეს დაკავშირებულია გარე სამყაროს (გარემოს) ფაქტორების მაღალ დინამიკასთან საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ სტადიაზე და პირველ რიგში – ფინანსური ბაზრის კონიუნქტურის ცვლილებასთან. ამის გარდა, დროში იცვლება საწარმოს ფუნქციონირების შიდა პირობები, განსაკუთრებით მისი სასიცოცხლო ციკლის მომდევნო ეტაპებზე გადასვლისას, ამიტომ, ფინანსურ მენეჯმენტს უნდა მიენიჭოს მაღალი დინამიზმი, რომელიც გაითვალისწინებს გარე სამყაროს (გარემოს) ფაქტორების ცვლილებას, რესურსულ პოტენციალს, საწარმოო და ფინანსური საქმიანობის ორგანიზაციის ფორმებს, ფინანსურ მდგომარეობას და საწარმოს ფუნქციონირების სხვა პარამეტრებს.

მეოთხე. ცალკეული მმართველობითი გადაწყვეტილებების შემუშავებისადმი მიდგომების ვარიანტულობა. ამ პრინციპის რეალიზაცია გულისხმობს, რომ ყოველი მმართველობითი გადაწყვეტილებების მომზადება ფინანსური რესურსების ფორმირებისა და გამოყენების სფეროში და ფულადი ბრუნვის ორგანიზაციაში უნდა ითვალისწინებდეს ქმედების ალტერნატიულ შესაძლებლობებს. მმართველობითი გადაწყვეტილებების ალტერნატიული პროექტების არსებობისას მათი შერჩევა რეალიზაციისათვის უნდა ემყარებოდეს კრიტერიუმების სისტემას, რომელიც განსაზღვრავს ფინანსურ ფილოსოფიას, ფინანსურ სტრატეგიას, ან საწარმოს კონკრეტულ ფინანსურ პოლიტიკას. ასეთი კრიტერიუმის სისტემა დგინდება საწარმოს მიერ.

მეხუთე. კორპორაციის (საწარმოს) განვითარების სტრატეგიულ მიზნებზე ორიენტირულობა. მმართველობითი გადაწყვეტილების საფუძველზე შემუშავებული ესა თუ ის პროექტები, მიუხედავად მათი ეფექტიანობისა უნდა გადაიდონ თუ კი ისინი ეწინააღმდეგებიან კორპორაციის განვითარების სტრატეგიულ მიმართულებებსა და შეუძლიათ ზიანი მიაყენონ საკუთარი ფინანსური რესურსების ფორმირებას მიმდინარე პერიოდში.

¹ ბლანკი ი.ა. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, ტომი 1, ქართული თარგმანი ლ. ქოქიაურის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, თბ., 2008, გვ. 7-18.

ამრიგად, ეფექტიანი კორპორაციული ფინანსების მართვა, რომელიც ორგანიზებულია ზემოთ აღნიშნული პრინციპების გათვალისწინებით, შესაძლებელს ხდის ჩამოყალიბდეს აუცილებელი რესურსული პოტენციალი, რათა უზრუნველყოფილ იქნას საკუთარი კაპიტალის უწყვეტი ზრდა, ამადლდეს კორპორაციის კონკურენტული პოზიცია სასაქონლო და საფინანსო ბაზარზე. შესაბამისად, უზრუნველყოფილ იქნას სტაბილური ეკონომიკური განვითარება სტრატეგიულ პერსპექტივაში.

კორპორაციის წარმატებული მართვის უზრუნველყოფისათვის გამოყოფენ ფინანსური მენეჯმენტის შემდეგ კონცეფციებს²:

1. **ფულის ნაკადის კონცეფცია (Cash Flow Concept).** ამ კონცეფციას განაპირობებს საწარმოს (კომპანია) წარმოდგენა ისეთ ერთეულად, რომელშიც ერთმანეთს მუდმივად ენაცვლება ფულადი სახსრების მიღება და გაცემა, რომ ნებისმიერი ფინანსური ოპერაცია ასოცირდება ფულის რაღაცა ნაკადთან, რომელიც დროში გადანაწილებულ მის შემოსავალსა და გასავალში გამო-იხატება. ფულის ნაკადის ელემენტების შემოსავალი, მოგება, დანახარჯი და ა.შ.

2. **დროითი ღირებულების კონცეფცია (The Time Value of Money Concept)** იმაში გამოიხატება, რომ ფულს დროში აქვს ღირებულება, რომ დრო მოქმედებს ფულის ღირებულებაზე. დღეს მიღებული ერთი ლარი უფრო მეტი ღირს, ვიდრე გარკვეული დროის გასვლის შემდეგ მიღებული ერთი ლარი. ამას იწვევს სამი ძირითადი მიზეზი:

- ა) ინფლაცია (ფულის გაუფასურება);
- ბ) რისკი, რომ შეიძლება მომავალში მისაღები ფული ვერ მივიღოთ;
- გ) ფულის ბრუნვალობა, ანუ დრევენდელი ფულის საქმეში ჩადებით მისგან დამატებითი შემოსავლის მიღება

3. **შემოსავლიანობისა და რისკის შორის კომპრომისის კონცეფცია (Risk and Return Tradeoff Concept)** მდგომარეობს იმაში, რომ ბიზნესში რაიმე შემოსავლის მიღება ყოველთვის რისკს უკავშირდება; ამასთან მათ შორის პირდაპირ პროპორციული კავშირი არსებობს: რაც მაგალითია მოთხოვნილი თუ მოსალოდნელი მოგება (ანუ დაბანდებული კაპიტანის უკუგება), მით მაღლია მისი რისკის ხარისხი.

4. **ოპერაციული და ფინანსური რისკების კონცეფცია (Operating Risk and Financial**

Risk Concept) ის გარემოება განაპირობებს, რომ ნებისმიერ ფორმას ორი ძირითადი რისკიოპერაციული (სამეწარმეო, საწარმოო) და ფინანსური რისკი ახასიათებს. ოპერაციულ რისკს აქვს ვიწრო და ფართო გაგება. ფართო გაგებით ოპერაციული რისკი ეხება ბიზნესის დარგობრივ პროფილს. ერთი დარგი განსხვავდება მეორე დარგისაგან, არამხოლოდ საქმიანობის სახით, არამედ აქტივების მოცულობით და სტრუქტურით. ამიტომ ერთ დარგში ჩადებული კაპიტალი ინვესტირებმა შეიძლება უკან ვეღარ დაიბრუნოს მისი არალიკვიდურობის გამო. ვიწრო გაგებით ოპერაციული რისკი ეხება საწარმოს, რომლის ტექნიკური დონის ასამაღლებელი ინვესტიციები დიდი ხნით შეიძლება გაიყონოს და უკუგება დროულად ვერ მოგვცეს. რისკის მეორე სახე ფინანსური რისკი უკავშირდება ფირმის კაპიტალს სტრუქტურას და იგი ფირმის დაფინანსების წყაროების არჩევისას უნდა იყოს მხედველობაში მიღებული. როგორც წესი, ნებისმიერ ბიზნესს ახასიათებს დაფინანსების სტრატეგიული წყაროების უკმარისობა. რადგან ხშირად კორპორაციას (ფირმას) საკუთარი კაპიტალი არ ყოფნის, იგი მიმართავს ბანკებს და მსესხებლის როლში გამოდის. როცა ფირმა წარმატებულად მუშაობს მას არც სესხის დაფარვა უჭირს და არც მისი პროცენტის გადახდა, მაგრამ თუ მას გაუჭირდა და იგი ვეღარ იხდის ბანკის კუთვნილ თანხებს, ბანკი მას სასამართლოს წესით გააკოტრებს.

5. **კაპიტალის ღირებულების კონცეფცია (Cost of Capital Concept)** ამ კონცეფციის არსი იმაშია, რომ ნებისმიერ ოპერაციას დაფინანსება სჭირდება. ნებისმიერ მათგანს, საკუთარი წყაროდან მოხდება თუ მოზიდული (ნახესხი) წყაროდან, აქვს ფასი, ღირებულება. რაღათქმა უნდა, რომ დაფინანსების სხვადასხვა წყაროდან მოზიდულ კაპიტალს სხვადასხვა ღირებულება აქვთ. ფაქტიურად ეს ის დანახარჯია რომელსაც კომპანია რეგულარულად იხდის დაფინანსების კონკრეტულ წყაროს გამოყენებისთვის. ამიტომ, ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში ფინანსურმა მენეჯერმა უნდა გათვალისწინოს მათი ფასი და ასე შეადაროს ისინი ერთმანეთს.

6. **ეფექტური ბაზრის კონცეფცია (Capital Market Efficiency)** საბზრო ეკონომიკის პირობებში კომპანიათა უმრავლესობა ამა თუ იმ ხარისხით კაპიტალის ბაზრებთან არიან დაკავშირებულნი – აქ ისინი მოიპოვებენ დაფინანსების ახალ წყაროებს, აკომპლექტებენ ინვესტიციურ პორტფელს და იღებენ დამატებით სპეკულაციურ კაპიტალს. კაპიტალის ბა-

² გონგლიაშვილი ნ., ფინანსური მენეჯმენტის ფუნდამენტალური კონცეპციები, ჟურნალ „ახალი ეკონომისტი“ თბ., 2011 წელი, №2, გვ. 56-59.

ზარზე ქცევის წესის არჩევა უკავშირდება ეფექტური ბაზრის კონცეფციას, რომელიც ორ საკვანძო თეზისში გამოიხატება:

ა) ბაზარზე ფასწარმოქმნის არსებით ფაქტორს წარმოადგენს მისი გაჯერება რელევანტური ინფორმაციით;

ბ) კაპიტალის ბაზრები ყოველთვის არ არიან ეფექტურნი.

როგორც უკვე აღინიშნა, რ. ბრეილმა და ს. მაიერსმა კაპიტალის ბაზრის ეფექტიანობის სამი ფორმა – სუსტი, ზომიერი და ძლიერი – შემოგვთავაზეს. სუსტი ეფექტიანობის დროს ბაზარზე აქციების მიმდინარე ფასები იმეორებს ადრე არსებულის დინამიკას. ზომიერი ეფექტიანობის დროს მიმდინარე ფასები ასახავენ არა მხოლოდ წარსულში მომხდარი ფასების ცვლილებას, არამედ ბაზრის მონაწილეებისათვის თანაბრად ხელმისაწვდომ მთელ ინფორმაციას. ბაზრის ძლიერი ეფექტიანობა ნიშნავს იმას, რომ მიმდინარე ფასები არა მხოლოდ ხელმისაწვდომ ინფორმაციას ასახავენ, არამედ შეზღუდულ ინფორმაციასაც, ე.წ. ინსაიდერულ ინფორმაციას.

ბაზრის ძლიერი ეფექტიანობა ფაქტიურად მიუღწევადია. ამასთან მისკენ არც არავინ ისწრაფვის. ბაზრის ყოველ მონაწილეს სჯერა სხვა მონაწილესთან შედარებით იგი უფრო სრულყოფილ ინფორმაციას ფლობს, და ამიტომაც ახორციელებს ფინანსური აქტივის ყიდვას ან გაყიდვას.

7. ასიმეტრიული ინფორმაციის კონცეფცია (Asymmetric information Concept) მჭიდროდ არის დაკავშირებული ბაზრის ეფექტიანობის კონცეფციასთან. ამ კონცეფციის არსი იმაშია, რომ ბაზრის ზოგიერთი მონაწილე შეიძლება ფლობდეს ისეთ ინფორმაციას, რაც სხვისთვის ხელმისაწვდომი არ არის. ინფორმაციით უზრუნველყოფაში სრული სიმეტრია ბაზარზე მუდღეობდა.

8. სააგენტო ურთიერთობათა კონცეფცია (Agency Relations Concept) ამ კონცეფციის არსი იმაში მდგომარეობს, რომ ადრე, ანუ მანამ სანამ წარმოების მასშტაბები გაიზრდებოდა საწარმოს მესაკუთრე თავად აწარმოებდა ფინანსურ მართვას საკუთარი და არა საწარმოს კოლექტივის ინტერესებიდან გამომდინარე. დროთა განმავლობაში ინტერესთა ეს დაპირისპირება სერიოზულ კონფლიქტად იქცა და საწარმოს მესაკუთრეებს მოუწიათ გარკვეულ კომპრომისზე წასვლა. მოხდა მესაკუთრესა და ხელმძღვანელის (მმართველი) ფუნქციების გაყოფა. ამ კონცეფციაში მესაკუთრე წარმოდგენილია პრინციპალის, ხოლო დაქირავებული

მმართველი აგენტის სახელწოდებით. ამას ხელი შეუწყო იმანაც, რომ მოხდა საწარმოთა გამსხვილება წარმოიქმნა სააქციო საზოგადოებები, რომელთა მასშტაბების მართვა რთული იყო.

სააგენტო ურთიერთობების კონცეფციაში გამოკვეთილია საწარმოში ჯგუფებს შორის პოტენციალურად შესაძლებელი კონფლიქტები და მოცემულია მათი ნივთიერების რეკომენდაციების სხვადასხვა ვარიანტები, აგენტური ურთიერთობითა თეორიაში, არათუ ახსნილია თუ რატომ, რა მიზეზებით ხდება, რომ პრინციპალსა და აგენტს შორისაც წარმოიქმნება წინააღმდეგობა, არამედ მოცემულია მისი ლიკვიდაციის გზებიც. ერთერთი ასეთი გზა არის შიდა აუდიტი. საწარმოს მესაკუთრეები აუდიტორს ქირაობენ იმ ინტერესით, რომ მისი დასკვნის შედეგად გამოავლინონ რამდენად ეფექტურად მუშაობს დაქირავებული მმართველი და მისი გუნდი საწარმოს მესაკუთრის (სააქციო საზოგადოებაში – მესაკუთრეების) ინტერესების დასაცავად.

9. ალტერნატიული დანახარჯების კონცეფცია (Opportunity Costs Concept) ეს კონცეფცია ხელიდან გაშვებული შესაძლებლობების კონცეფციად იწოდება. მან ეს სახელი იმიტომ მიიღო, რომ უმრავლეს შემთხვევაში ასეთი ფინანსური გადაწყვეტილების მიღების შემთხვევაში უარს ვამბობთ სხვა ალტერნატიულ ვარიანტზე (ანუ ხელიდან ვუშვებთ მასაც და მისგან მიღებულ შემოსავალსაც). ფინანსური გადაწყვეტილების მიღების დროს შეძლებისდაგვარად, ეს ხელიდან გაშვებული შემოსავალი უნდა იყოს მხედველობაში მიღებული. მაგალითად, ორგანიზაციებში ნებისმიერი კონტროლის სისტემის არსებობა გარკვეულ დანახარჯებს უკავშირდება, ანუ სახეზეა დანახარჯები, რომლებიც საწარმოს შეიძლება არ ჰქონდეს. მაგრამ სისტემატური უკონტროლობის გამო საწარმოს შეიძლება უფრო მეტი დანახარჯი და დანაკარგი გაუჩნდეს. შემთხვევით არ არის, რომ მსხვილ ფირმებს აქვთ შიდა აუდიტი, რომელიც დანახარჯებთან არის დაკავშირებული, მაგრამ იგი საწარმოს თავიდან აცილებს სხვადასხვა ქვედანაყოფის მიერ უხარისხოდ შესრულებული ფუნქციებით გამოწვეულ პირდაპირ და არაპირდაპირ ხარჯებს და დანაკარგებს. ამდენად, როცა კორპორაცია (ფირმა) აუდიტის ხარჯებს ხარჯებად აღიარებს, მან აუდიტის არსებობით მიღებული დანახარჯიც (ანუ ის რაც არ დაიკარგა იმის გამო, რომ აუდიტი მუდმივად აკონტროლებდა ოპერაციებს) შემოსავლად უნდა აღიაროს. სამწუხაროდ ამ პრინციპის ცხოვრებაში გატარება პრაქტიკულად არ ხდება.

10. სამეურნეო სუბიექტის ფუნქციონ-

ირების დროში შეზღუდვაობის კონცეფცია (Going Concern Concept) გულისხმობს იმას, რომ ერთხელ წარმოქმნილი სამეურნეო სუბიექტი (კომპანია) მუდმივად იმოქმედებს და რომ მას არ ექნება გაქრობის, მუშაობის შეწყვეტის სურვილი. შედეგად მისი ინვესტორები და კრედიტორებიც დარწმუნებული იქნებიან იმაში, რომ საწარმო თავის ვალდებულებებს ყოველთვის შეასრულებს (ცხადია მხედველობაში არ არის მიღებული ფორსმაჟორული გარემოებები). ეს ყველაფერი იმას არ ნიშნავს, რომ ყველა საწარმო მართლაც მუდმივად იარსებებს, ანდა არ შეიცვლის ფორმას. ასეთი შემთხვევები, რა თქმა უნდა იქნება. მაგრამ მოცემული კონცეფცია ეფუძნება ისეთ შემთხვევებს, როცა ბიზნესი ნორმალურად მიმდინარეობს და ლიკვიდაციის (გარდაქმნის) მოტივი არ არსებობს.

11. **სამეურნეო სუბიექტის ქონებრივი და სამართლებრივი განცალკევების კონცეფცია (The Firm and its Owners Separation Concept)** მდგომარეობს იმაში, რომ ოფიციალურად დარეგისტრირების შემდეგ სამეურნეო სუბიექტი გამოცალკევებულ (განკერძოებულ) ქონებრივ და სამართლებრივ კომპლექსს წარმოადგენს. ეს იმას ნიშნავს, რომ მისი ქონება და ვალდებულებები გამოყოფილია არა მხოლოდ სხვა საწარმოთა ქონება და ვალდებულებებისგან, არამედ მისი მესაკუთრების ქონება და ვალდებულებებისგანაც. მათთან მიმართებაშიც

კი, იგი სუვერენული სუბიექტია (საწარმოა). ამ კონცეფციაში განსაკუთრებულად საკვანძო კატეგორია არის საკუთრება და მასთან დაკავშირებული უფლებები. ეს უფლება საწარმოს აძლევს ამ ქონებაზე სრული ბატონობის (უფლება, გამოყენება, განკარგვა) უფლებას, ამ კონცეფციის მიხედვით, საწარმოს საწესდებო კაპიტალში წილის სახით ჩადებული ნებისმიერი აქტივი, საწარმოს საკუთრება ხდება და მის ყოფილ მესაკუთრეს მისი უკან გამოთხოვის უფლება მაშინაც კი არ აქვს როცა იგი გადის საწარმოს დამფუძნებლებიდან.

ამრიგად, ზემოთ განხილულ ფუძემდებელი კონცეფციების გააზრება, ცოდნა ნებისმიერი პირისთვის, რომელიც ფინანსების სფეროში იმუშავებს, რამეთუ ფინანსური მენეჯერის პრაქტიკული საქმიანობა ამ კონცეფციების გამოყენებას უნდა დაეფუძნოს. მენეჯერმა უნდა იცოდეს ფულის ღირებულებაზე დროის ფაქტორის ზემოქმედება, საკუთარი და მოზიდული კაპიტალის ღირებულების გამოთვლა, რისკების იდენტიფიცირება და მათი მართვა (დაზღვევა, პეჯირება, დივერსიფიკაცია) და ა.შ. ეს ცოდნა ყველაზე მეტად სჭირდება ფინანსურ მენეჯერს, რაც კორპორაციის ფინანსური აქტივების წარმატებული ეფექტიანი მართვის წინაპირობად გვევლინება, რომელიც განაპირობებს კიდევ თანამედროვე კორპორაციული მენეჯმენტის პერსპექტიულობას.

გამოყენებული ლიტერატურა:

1. ბლანკი ი. ა. ფინანსური მენეჯმენტის საფუძვლები, ტ.1. ქართული თარგმანი ლ. ქოქიაურის მიერ, თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტი, თბ., 2008. გვ. 7-18.
2. გონგლიაშვილი ნ., სამეცნ. სტატია: „ფინანსური მენეჯმენტის ფუნდამენტალური კონცეფციები“, საერთაშორისო რეცენზ. ჟურნ. „ახალი ეკონომისტი“, თბ. 2011. №2, გვ. 56-59.
3. ინგოროყვა ა., ცაავა გ., „ფინანსური მენეჯმენტი“: თეორია, მეთოდები და პრაქტიკა. ტ.2; 30-61
4. კაკულია რ., ფინანსური ეკონომიკა, თბ., 2007, გვ. 5-6.
5. კაკულია რ., ბახტაძე ლ., თუთბერიძე გ., „კორპორაციის ფინანსები“, თბ. 2008,
6. Бригхэм Ю; Хьюстон Дж. “Финансовый менеджмент. Экспресс-курс. 4-е изд. /Пер. Санг. –СПБ.: „Питер“ 2011. С. 19-40.
7. Корпоративные финансы: Учебник для вузов/Под ред. М.В.Романовского, А.И. Вострокнутовой. СПб.:Питер, 2011. -592
8. O. Stephen A. Ross, Randolph W. Westerfield, Brdfold D Jordan, Fundamantals of corporate Finanse; 2000.

КОНЦЕПТУАЛЬНЫЕ АСПЕКТЫ ФОРМИРОВАНИЯ ПАРАДИГМА ФИНАНСОВОГО МЕНЕДЖМЕНТА СОВРЕМЕННОЙ КОРПОРАЦИИ

**ЗУРАБ ЛИПАРТИА – доктор экономических наук,
профессор сукхумского университета**

В статье содержится материал по теории корпоративных финансов и финансового управления на предприятиях, изложенный в соответствии с современным уровнем их развития и требованиями их экономической реальности. Помимо основных понятий, лежащих в основе корпоративных финансов и финансового управления предприятия, в статье рассматриваются фундаментальные концепции теории корпоративных финансов, проводится детальный разбор теорий и методов управления активами предприятий, источниками их финансирования, а также освещены современные проблемы корпоративного финансового управления: Антикризисное управление, управление стоимостью компании, налоговое планирование и финансовая инженерия.

CONCEPTUAL ASPECTS OF THE FORMATION OF THE PARADIGM OF FINANCIAL MANAGEMENT THE MODERN CORPORATION

**ZURAB LIPARTIA - Doctor of Economic Sciences,
Sukhumi University professor.**

This article contains material on the theory of corporate finance and financial management in enterprises, as set out in accordance with the current level of development and the requirements of their economic reality. In addition to the basic concepts underlying the corporate finance and financial management to the enterprise, the article examines the fundamental concepts of the theory of corporate finance, conducted a detailed analysis of the theories and methods of asset management companies, their funding, and highlights contemporary issues of corporate financial management: Crisis management, cost management company, tax planning and financial engineering.