

ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის  
იურიდიული ფაკულტეტი

კერძო სამართლის სამაგისტრო პროგრამა



დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება, როგორც შიდაკორპორაციული  
მართვის მექანიზმი: გამოყენების პერსპექტივები საქართველოში

ნაშრომი შესრულებულია კერძო სამართლის მაგისტრის აკადემიური  
ხარისხის მოსაპოვებლად

ავტორი: გვანცა ელგენდაშვილი

ხელმძღვანელი: გიორგი მახარობლიშვილი

ასოცირებული პროფესორი

იურიდიული ფაკულტეტის ხარისხის უზრუნველყოფის

სამსახურის უფროსი

თბილისი

2019

## აბსტრაქტი

წინამდებარე ნაშრომი იკვლევს და განიხილავს დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების სახეებს, მათ მნიშვნელობას კორპორაციული სამართლისა და კორპორაციული მართვისათვის კლასიკური და თანამედროვე მოდელების შესაბამისად. ნაშრომის ფარგლებში შეფასებული იქნება მენეჯმენტის ანაზღაურების სხვადასხვა სახეების დადებითი და უარყოფითი მხარეები კორპორაციული მართვის ფარგლებში და წარმოჩინდება გრძელვადიანი ფულადი თუ არაფულადი ინიციატივების მინიჭების უპირატოსება სხვა სახეებთან მიმართებით. ასევე, ნაშრომი განიხილავს დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების სახეების მნიშვნელობას კორპორაციული მართვისათვის, ასევე, მიუთითებს, რომ იგი საკმაოდ ძლიერი კორპორაციული მართვის მექანიზმია იმ ვითარებაში თუ მისი დასახელებული უარყოფითი მხარეები (მაგ. მენეჯმენტის მხრიდან საფონდო ბირჟაზე მანიპულირება) იქნება სათანადო სამართლებრივ რეგულირებას დაქვემდებარებული და შესაბამისად, აღმოფხვრილი.

ნაშრომის ფარგლებში ასევე არის მსჯელობა დირექტორის არაფულადი სახით ანაზღაურების, როგორც კორპორაციული მართვის მექანიზმის გამოყენებაზე საქართველოში; განიხილება და შეფასდება არსებული პრაქტიკა და ამ მიმართულების განვითარების სამართლებრივი და ფინანსური ასპექტები. ნაშრომი იძლევა სათანადო რეკომენდაციებს აღნიშნული მიმართულების განვითარების თვალსაზრისით საქარველოს იურისდიქციაში.

*საკვანძო სიტყვები:* არაფულადი ანაზღაურება, ოფციონები, ეკონომიკური ინიციატივები, კორპორაციული მართვა,

### **ნაშრომის ავტორისაგან**

მსურს, გულითადი მადლობა გადავუხადო წინამდებარე სამაგისტრო ნაშრომის ხელმძღვანელსა და ჩემს ლექტორს, თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ასოცირებულ პროფესორს - ბატონ გიორგი მახარობლიშვილს კვლევისა პროცესში დახმარებისათვის, საინტერესო რეკომენდაციებისა და გამხმევეებისთვის.

## სარჩევი

აბსტრაქტი .....	2
ნაშრომის ავტორისაგან .....	3
სარჩევი.....	4
გამოყენებული აბრევიატურების ნუსხა.....	6
შესავალი .....	7
<b>თავი 1. დირექტორის ანაზღაურების ზოგადი კონცეფცია და მისი მნიშვნელობა კორპორაციული მართვისათვის .....</b>	<b>9</b>
1.1 ქოუზის თეორია და დირექტორის ანაზღაურების საკითხები .....	11
1.2 ფირმის საკუთრების თეორია და დირექტორის ანაზღაურება .....	12
1.3 პრინციპალ-აგენტის თეორია დირექტორის ანაზღაურების საკითხებზე .....	13
1.4 დირექტორის ეკონომიკური ინიციატივების არსი.....	14
1.5 დირექტორის ანაზღაურების კორპორაციული მნიშვნელობა პოსტ-ეკონომიკური კრიზისის პირობებში.....	15
<b>თავი 2. დირექტორის ანაზღაურების სახეები ამერიკის შეერთებული შტატების სამართლის მაგალითზე.....</b>	<b>16</b>
2.1 დირექტორის ფულადი სახით ანაზღაურება .....	17
2.2 დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების არსი .....	18
2.2.1 ოფციონებით მენეჯმენტის ანაზღაურება.....	18
2.2.1.1 ყიდვის და გაყიდვის ოფციონებით დირექტორის ანაზღაურება .....	20
2.2.1.2 ანაზღაურების პაკეტით დირექტორის ანაზღაურება .....	22
2.2.2 აქციების მინიჭებით მენეჯმენტის ანაზღაურება.....	23
2.2.3 ინდემნიფიკაცია და დაზღვევა .....	24
2.2.4 მენეჯმენტის ანაზღაურების შემადგენელი სხვა ელემენტები .....	26
2.3 მენეჯმენტის ანაზღაურების შერეული მოდელი.....	27
<b>თავი 3. დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება, როგორც შიდაკორპორაციული მართვის მექანიზმი.....</b>	<b>27</b>
3.1 დირექტორის ეკონომიკური ინიციატივების მნიშვნელობა შიდაკორპორაციული მართვისთვის.....	29
3.2 დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება, როგორც დაუფლების საწინააღმდეგო მექანიზმი.....	30
3.3 დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების, როგორც შიდაკორპორაციული მართვის მექანიზმის სისუსტეები .....	30
<b>თავი 4. დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების გამოყენების პერსპექტივები საქართველოში .....</b>	<b>34</b>
4.1 მენეჯმენტის ანაზღაურების ზოგადი კონცეფცია საქართველოში.....	35
4.2 მენეჯმენტის ანაზღაურების სახეები და მისი საკანონმდებლო ჩარჩო.....	36
4.3 დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება და მისი გამოყენების პერსპექტივები საქართველოში .....	37

4.4 აშშ-ს პრაქტიკის გაზიარების შესაძლებლობა ასოცირების შეთანხმების იმპლემენტაციის პროცესში.....	38
დასკვნა.....	40
ბიბლიოგრაფია.....	42

## გამოყენებული აბრევიატურების ნუსხა

ა.შ.	ასე შემდეგ
იხ.	იხილეთ
ე.წ.	ეგრეთ წოდებული
მაგ.	მაგალითად
სსკ	საქართველოს სამოქალაქო კოდექსი
ე.ი.	ესე იგი
გვ.	გვერდი
ციტ.	ციტირებული
აშშ	ამერიკის შეერთებული შტატები
ევროკავშირი	ევროპული კავშირი
Vol.	Volume
No.	Number
Ed.	Edition

## შესავალი

დირექტორის ანაზღაურება წარმოადგენს საკორპორაციო სამართლისა და კორპორაციული მართვის შემადგენელ მნიშვნელოვან ელემენტს. კორპორაციების მართვისა და მენეჯმენტის კონცეპტუალურმა გაყოფამ დროთა განმავლობაში გამოკვეთა დირექტორების ანაზღაურების მნიშვნელობა კორპორაციებისათვის და მათი კონცეფციის გააზრებისათვის.<sup>1</sup> წინა დეკადის განმავლობაში მოხდა დრამატული ცვლილება დირექტორის ფულადი ანაზღაურებიდან არაფულადი ანაზღაურების მიმართულებით.<sup>2</sup> დირექტორის არაფულადი, შედეგზე-ორიენტირებული ანაზღაურება პირდაპირ არის დაკავშირებული დირექტორის მოტივაციასთან გაზარდოს კომპანიის მოგება და შესაბამისად, თავადაც მიიღოს მეტი ეკონომიკური სარგებელი.<sup>3</sup> თანამედროვე რეალობაში დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება სხვადასხვა ქვეყანაში, მათ შორის ამერიკის შეერთებულ შტატებში მიიჩნევა დირექტორების მთავარ მოტივატორად გააკეთონ თავიანთი მაქსიმუმი კომპანიისათვის და შესაბამისად, წილებისა თუ აქციების მესაკუთრეებისათვის. მართალია, აღნიშნული მიდგომა კრიტიკის ობიექტიც გახდა, რაზედაც ნაშრომის ფარგლებში ასევე იქნება ყურადღება გამახვილებული, დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება ინარჩუნებს აქტუალობას თანამედროვე საკორპორაციო სამართალში. მოცემული ნაშრომის ფარგლებში განხილულ იქნება დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების საკითხები კომპანიის შიდაკორპორაციული მართვის კონტექსტში, გაანალიზდება რამდენად ძლიერი შიდაკორპორაციული მართვის მექანიზმია იგი და როგორ იქნება აშშ-ს გამოცდილება აღნიშნული კუთხით გამოყენებული ქართულ სამართლებრივ და ბიზნეს სივრცეში. ვინაიდან, კორპორაციული მართვის მიმართულება საქართველოში შედარებით ახალი სეგმენტია, მაგრამ იგი ძალიან მნიშვნელოვანია საკორპორაციო სამართლისა და ბიზნეს სექტორის ინტერესების გათვალისწინებით, განსაკუთრებით იმ პირობებში, რომ საქართველო ბიზნესის კეთების სიადვილის მიმართულებით მსოფლიო რეიტინგის მეექვსე ადგილს იკავებს.<sup>4</sup> აღნიშნული მიმართულების განვითარება

---

<sup>1</sup> იხ. Udo C. Braendle & John E. Katsos, *How to Control the Controller – CEO Compensation and Motivation*, Corporate Ownership & Control, Vol. 11, Issue 1 (2013), 24-25;

<sup>2</sup> Jennifer Hill & Charles M. Yablon, *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, UNSW Law Journal, Vol. 25 (2) (2002), 295.

<sup>3</sup> იხ. Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 28.

<sup>4</sup> The World Bank, Press Release: *Doing Business: Georgia has moved up to 6<sup>th</sup> Place in the Global Rankings* (2018) იხ: <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/10/31/doing-business-georgia-has-moved-up-to-6th-place-in-the-global-rankings> (ბოლო წვედომა 24.06.2019).

საგულისხმოა ასევე ევროკავშირი-საქართველოს ასოცირების შეთანხმების 316-ე მუხლის ფარგლებში, რაც თავის მხრივ მიუთითებს, რომ კორპორაციული მართვის სამართლებრივი ჩარჩოს განსაზღვრა საჭიროა საბაზრო ეკონომიკისა და ვაჭრობის განვითარებისთვის. ამ მიმართულებით საქართველომ უნდა გაიზიაროს საერთაშორისო სტანდარტები და დაუახლოვოს კორპორაციული მართვის მარეგულირებელი სამართლებრივი ჩარჩო ევროკავშირის რეკომენდაციებს აღნიშნულ დარგში.

წინამდებარე ნაშრომის მიზანია გამოარკვიოს თანამედროვე ტენდენციები დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების ნაწილში და განიხილოს მისი როგორც მექანიზმის სიძლიერის საკითხები შიდაკორპორაციული მართვის კონტექსტში, განსაზღვროს მისი სამართლებრივი ჩარჩო ამერიკის შეერთებული შტატების მაგალითზე და შეიმუშავოს კონკრეტული რეკომენდაციები დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების საქართველოში გამოყენებისათვის, მკაფიო და თანამედროვე კორპორაციული მართვის სტანდარტების შესაბამისი სამართლებრივი ჩარჩოს ჩამოყალიბებისათვის. ამასთან, ნაშრომის მიზანია შეავსოს მწირი ქართული სამართლებრივი ლიტერატურა კორპორაციული მართვის დარგში დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების გამოყენებასთან მიმართებით და შექმნას საფუძველი სხვა სამართლებრივი კვლევებისათვის მოცემული საკითხების გარშემო.

ნაშრომში გამოკვეთილი ცალკეული საკითხების გაანალიზების მიზნით, გამოყენებული იქნება ლოგიკური, ანალიტიკური, ისტორიული, სისტემური, დედუქციური და შედარებით-სამართლებრივი კვლევის მეთოდები. ამასთან, ნაშრომი გაანალიზებს იურიდიულ დოქტრინას, აშშ-ის სასამართლოების რელევანტურ სასამართლო გადაწყვეტილებებს და მათი გამოყენების ნორმატიულ შინაარსს. ქართული სასამართლო გადაწყვეტილების არარსებობის ვითარებაში, გამოვიყენებთ მხოლოდ უცხოურ სასამართლო გადაწყვეტილებებს. ასევე, ნაშრომის ფარგლებში ინდუქციური მსჯელობის საფუძველზე გაანალიზდება საერთაშორისო სტანდარტების საქართველოს სამართლებრივ სისტემაში იმპლემენტაციის საკითხები. ამასთან, ნაშრომის ფარგლებში დასმული ძირითადი საკითხები საგულისხმოა განვიხილოთ საქართველოს მიერ ევროკავშირთან ასოცირების შეთანხმების ფარგლებში ნაკისრი ვალდებულებების შესრულების ჭრილში და წარმოვადგინოთ შესაბამისი რეკომენდაციები.

ნაშრომი შედგება შესავლისაგან, დასკვნისაგან და ოთხი თავისგან. შესავალ ნაწილში განვიხილეთ წარმოდგენილი საკვლევი თემის აქტუალურობის, ნაშრომის მიზნებისა და ამოცანების საკითხები. პირველი თავში განვიხილულია დირექტორის ანაზღაურების ზოგადი კონცეფცია და მისი მნიშვნელობის საკითხი შიდაკორპორაციული მართვისათვის. ამავე თავის



ქვეთავები შეეხება დირექტორის ანაზღაურებასთან დაკავშირებულ სამართლის თეორიაში ჩამოყალიბებულ კონცეფციებსა და მათ გააზრებას კორპორაციული მართვის კონტექსტში. მეორე თავი ახდენს დირექტორის ანაზღაურების სახეების წარმოჩენას ამერიკის შეერთებული შტატების იურისდიქციის მაგალითზე. შესაბამისად, დიდ ყურადღებას დავუთმობთ არაფულადი ანაზღაურების ფორმებს - ოფციონებით, აქციების მინიჭებით, შერეული ანაზღაურებით მენეჯმენტის ანაზღაურების ფორმებს და მათი გამოყენების ნორმატიული შინაარსის ჩამოყალიბებას. მესამე თავში არის მჯელობა დირექტორის არაფულად ანაზღაურებაზე, როგორც შიდაკორპორაციული მართვის მექანიზმზე, მისი გამოყენების ეკონომიკურ სარჩულზე, კომპანიის დაუფლების წინააღმდეგ მიმართული ღონისძიებების ფარგლებში მათ ჩართვაზე და მექანიზმის ლიტერატურასა და პრაქტიკაში განხილულ სისუსტეებზე. მეოთხე თავის ფარგლებში განხილულია დირექტორის ანაზღაურების ზოგადი კონცეფცია საქართველოში, მისი სამომავლო პერსპექტივები, ამერიკის შეერთებული შტატების გამოცდილების გაზიარების შესაძლებლობა, ავტორის მიერ შემუშავებული რეკომენდაციები და წინადადებები კორპორაციული მართვის მარეგულირებელი ნორმების შემდგომი დახვეწის მიმართულებით ევროკავშირი-საქართველოს ასოცირების შეთანხმების ფარგლებში საქართველოს მიერ აღებული ვალდებულებების შესრულების ჭრილში. და ბოლოს, ნაშრომი სრულდება დასკვნით, რომელშიც შეჯამებულია კვლევის შედეგები შესავალ ნაწილში დასმულ მიზნებთან მიმართებით. ასევე, ნაშრომს თან ერთვის კვლევის დროს გამოყენებული ბიბლიოგრაფია სათანადო წყაროებისა და ლიტერატურის მითითებით.

### **თავი 1. დირექტორის ანაზღაურების ზოგადი კონცეფცია და მისი მნიშვნელობა კორპორაციული მართვისათვის**

დირექტორის ანაზღაურების ზოგადი კონცეფცია და მისი მნიშვნელობა კორპორაციული მართვისათვის დაკავშირებულია ფირმის, კომპანიის ზოგადი თეორიის გააზრებასთან. ამერიკის შეერთებულ შტატებში 1930-იან წლებამდე ფირმა წარმოდგენილი იყო ე.წ. “შავი ყუთის” სახით, რომელიც მხოლოდ თავისი მოგების მაქსიმიზაციას ახდენდა.<sup>5</sup> აღნიშნული მიდგომა მიუთითებდა, რომ ფირმის წარმატება დამოკიდებულია შიდა და გარე ფაქტორების კომბინაციაზე თითოეული პროდუქციის წარმოებისას და მისი განთავსების პროცესში ბაზარზე. ბუნებრივია აღნიშნული მიდგომა არ და

---

<sup>5</sup> იხ. Aka E. Andersson & Borje Johansson, *Inside and Outside the Black Box: Organization of Interdependencies*, Springer (2018); ასევე, Ragnar Frisch, *Theory of Production*, D. Reidel Publishing Company, Dordrecht-Hollarmd (1965).

ვერ გაითვალისწინებდა დირექტორის ანაზღაურების კონცეპტუალურ მნიშვნელობას. შემდეგი 150 წლის განმავლობაში გარდატეხა მოხდა ფირმის თეორიებში, კერძოდ ადამ სმიტმა წარმოადგინა საკუთრებისა და კონტროლის გაყოფის პრობლემატიკა კომპანიებში, რაც თავის მხრივ დირექტორების ანაზღაურების საკითხების ახლებურ გააზრებას მოითხოვდა,<sup>6</sup> ამასთან, კომპანიების დირექტორები თანამედროვე რეალობაში დიდ ყურადღებას უთმობენ სოციალური პასუხისმგებლობის საკითხებს, რაც თავის მხრივ დირექტორთა ანგარიშვალდებულების გაზრდასა და მათი ანაზღაურების არსებული, ზოგადი კონცეფციის გაფართოებას ემსახურება.<sup>7</sup> განხილული ცვლილებების პერიოდში მრავალი სამართლისა და ეკონომიკის თეორია წარმოჩინდა, რომელიც მიზნად ისახავდა კორპორაციული მართვის საკითხისა და დირექტორის ანაზღაურების დაკავშირებას. შესაბამისად, გამოიკვეთა დირექტორის ანაზღაურების ზოგადი კონცეფცია და მისი მნიშვნელობა კორპორაციული მართვისათვის სხვადასხვა თეორიის ჭრილში ისტორიული განვითარების განმავლობაში ამერიკის შეერთებულ შტატებში. დირექტორის ანაზღაურებისა და ფირმის თეორიების ურთიერთმიმართებაზე მსჯელობის დასაწყისში, საგულისხმოა მიუვითითოთ, რომ კომპანიის - ფირმის დირექტორები არიან იმ პოზიციაში, როდესაც ხარჯავენ და განკარგავენ სხვა პირების ფულს და არა თავიანთ მატერიალურ სახსრებს, რაც თავის მხრივ ქმნის ეჭვის საფუძველს, რომ მათ შესაძლოა ვერ განკარგონ ისინი სათანადო და სრული მონდომებით.<sup>8</sup> აღნიშნული მიდგომა ადამ სმიტს ეკუთვნის, რომელიც ასევე ფუძემდებელია ფირმის თეორიაში საკუთრებისა და კონტროლის გამიჯვნის შემოტანით, რაც გულისხმობს, რომ კომპანია და შესაბამისი აქციები თუ წილები არის პარტნიორების საკუთრება, ხოლო მართვა და მენეჯმენტი უნდა აწარმოოს სათანადო ცოდნისა და გამოცდილების მქონე პირებმა - დირექტორებმა. შესაბამისად, იწყება მართვისა და მენეჯმენტის საკითხების კომპანიის პარტნიორებისგან ჩამოცილება, მაგრამ დირექტორის ანაზღაურება რჩება, როგორც ბერკეტი პარტნიორთა ხელში - განსაზღვრონ და აკონტროლონ დირექტორების მიერ საკუთარი ვალდებულების შესრულებასთან დაკავშირებული საკითხები.

---

<sup>6</sup> Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 3.

<sup>7</sup> იხ. John O. Okpara & Samuel O. Idowu, *Corporate Social Responsibility: Challenges, Opportunities and Strategies for 21<sup>st</sup> Century Leaders*, xv-xvi (Springer Ed. 2013); ასევე, Adam Winkler, *Corporate Law or the Law of Business: Stakeholders and Corporate Governance at the End of History*, 67 *Law and Contemporary Problems*, 109 (2004).

<sup>8</sup> იხ. Adam Smith, *The Wealth of the Nations*, London: Methuen & Co., Ltd. (1776).

როგორც ზემოთ აღინიშნა, ამერიკის შეერთებულ შტატებში, 1930-იანი წლების შემდეგ, მრავალი თეორია ჩამოყალიბდა, რომელიც გამოკვეთდა დირექტორის ანაზღაურების მნიშვნელობას კორპორაციებისათვის, საკორპორაციო სამართლისა და კორპორაციული მართვის თანამედროვე მოდელისათვის. მოცემული თავი ემსახურება აღნიშნული თეორიების უკეთ წარმოჩინებასა და გააზრებას, დირექტორის ანაზღაურებისა და კორპორაციული მართვის ურთიერთმიმართების განსაზღვრასა და მისი თანამედროვე კონტექსტის წარმოჩინებას. შესაბამისად, დავიწყოთ ქოუზის თეორიით, რომელმაც შეცვალა და შეავსო “შავი ყუთის” იმდროინდელი თეორია.

### 1.1 ქოუზის თეორია და დირექტორის ანაზღაურების საკითხები

რონალდ ქოუზის თეორია ერთ-ერთი გამორჩეულია ფირმის თეორიებს შორის სამართლისა და ეკონომიკის დარგში. განვიხილოთ მისი მნიშვნელობა დირექტორის ანაზღაურების ზოგად კონცეფციასთან.

უპირველესად საგულისხმოა აღინიშნოს, რომ ნობელის პრემიის მფლობელმა ეკონომიკის დარგში, სამართლისა და ეკონომიკის მიმართულების ერთ-ერთმა ფუძემდებელმა - რონალდ ქოუზმა პირველმა აღმოაჩინა “შავი ყუთის” თეორიის ხარვეზები და მიუთითა, რომ ფირმის არსებობა და წარმატება არა მხოლოდ შიდა და გარე ფაქტორებზეა დამოკიდებული პროდუქციის განთავსების პროცესში, არამედ არსებობს ე.წ. ტრანზაქციული დანახარჯები.<sup>9</sup> ქოუზის თეორიის მთავარი საფუძველი ტრანზაქციული დანახარჯების იდეა მდგომარეობს შემდეგში, რომ ნებისმიერი დანახარჯი, რომელიც მოგების მაქსიმიზაციას აფერხებს - განიხილება ტრანზაქციულ დანახარჯად.<sup>10</sup> შესაბამისად, ქოუზის პოპულარული თეორიის დირექტორის ანაზღაურების საკითხებთან მისადაგებისას ცხადად ჩანს, რომ კომპანიები ნებისმიერი ტრანზაქციული ხარჯების მხედველობაში მიღების ფარგლებში, როდესაც განსაზღვრავენ კომპანიის სამომავლო რისკებსა და დანაკარგებს, რა თქმა უნდა მსჯელობენ და ცდილობენ სათანადოდ განსაზღვრონ დირექტორის ანაზღაურების საკითხები.<sup>11</sup> აღნიშნული გამომდინარეობს მოცემულობიდან, რომ ნებისმიერი ფირმა და მისი პარტნიორები მოგების მაქსიმიზაციისათვის ცდილობენ შეამცირონ რისკები რაც დაკავშირებულია მენეჯერების მიერ საკუთარი მოვალეობების შესრულების პროცესთან და თავიდან აირიდონ

---

<sup>9</sup> იხ. Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, Journal of Law and Economics, Vol. 3, The University of Chicago Press (1960); David D. Friedman, *Law's Order: What Economics Has to Do with Law and Why It Matters*, Princeton University Press, New Jersey (2000), 39.

<sup>10</sup> იქვე.

<sup>11</sup> Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 6.

მათ მიერ საკუთარი პოზიციის არასათანადოდ გამოყენების ფაქტები, რომლებიც წარმოშობს ტრანზაქციულ დანახარჯებს კომპანიისათვის.<sup>12</sup> შესაბამისად, ამ მიმართულების ერთ-ერთი მთავარი ბერკეტი არის დირექტორის ანაზღაურების საკითხების, დირექტორთან გასაფორმებელი ხელშეკრულების მოლაპარაკების პროცესის სათანადო დაგეგმვა და შემდეგ აღსრულება, რათა მინიმუმამდე იქნას დაყვანილი ის ტრანზაქციული ხარჯები, რომელიც წარმოიშობა დირექტორის მიერ საკუთარი პოზიციის გამოყენების და კომპანიის ნაკლებად მომგებიანად მართვის შემთხვევებში. ქოუზის თეორიის მისადაგება თანამედროვე რეალობასთან დირექტორის ანაზღაურების საკითხებში სწორედ ამ პარაგრაფში მოცემული დასკვნის გაკეთების საფუძველს იძლევა. შემდგომ პარაგრაფებში განვიხილავთ სხვა თეორიების მნიშვნელობას დირექტორის ანაზღაურების საკითხებთან მიმართებით.

## 1.2 ფირმის საკუთრების თეორია და დირექტორის ანაზღაურება

აღსანიშნავია, რომ ზემოთ გაკეთებულ დასკვნას ეხმიანება ასევე ფირმის საკუთრების თეორია ამერიკის შეერთებული შტატების იურისდიქციაში. თეორიის მიმდევრები მიუთითებენ, რომ ვინაიდან კომპანიას ქმნიან პარტნიორები თუ აქციონერები, ისინი საკუთრების უფლებით ფლობენ კომპანიას და ისინი არიან პრივილეგირებულ პოზიციაში განსაზღვრონ ან/და დააწესონ კომპანიის მენეჯერების ანაზღაურების საკითხები.<sup>13</sup> მიუხედავად იმისა, რომ განხილული კლასიკური თეორია მწვავე კრიტიკის საგანია თანამედროვე იურიდიულ და ეკონომიკურ ლიტერატურაში,<sup>14</sup> ყველა მხარე თანხმდება, რომ პარტნიორები არიან კომპანიის ბენეფიციარი ან/და რეზიდუალური მესაკუთრეები და შესაბამისად, დირექტორის ანაზღაურების საკითხები არის პრინციპული მნიშვნელობის საკითხი, რომელსაც მათთან გაფორმებული კონტრაქტის საფუძველზე წყვეტენ ისინი. ვინაიდან, თანამედროვე კორპორაციული მართვის სისტემაში, თითქმის წარმოუდგენელი ძალაუფლებით სარგებლობენ დირექტორები კომპანიის საკითხების გადაწყვეტასთან მიმართებით,<sup>15</sup> ფირმის საკუთრების თეორიის მიმდევრებიც და მოწინააღმდეგეებიც ერთხმად ხაზს უსვამენ დირექტორის

---

<sup>12</sup> იქვე.

<sup>13</sup> Julian Velasco, *Shareholder Ownership and Primacy*, University of Illinois Law Review, No. 3 (2010), 903-904; ასევე იხ. Franklin A. Gevurtz, *Corporations Law*, Chapter 3.1, West (2010), 179-180.

<sup>14</sup> იხ. Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, New York University Law Review (2003), 564-565.

<sup>15</sup> იქვე.

ანაზღაურების კონცეფტუალურ და თეორიულ მნიშვნელობას კორპორაციული მართვის კლასიკური და თანამედროვე სისტემებისათვის.<sup>16</sup>

### 1.3 პრინციპალ-აგენტის თეორია დირექტორის ანაზღაურების საკითხებზე

დირექტორის ანაზღაურების, როგორც შიდაკორპორაციული მართვის ერთ-ერთი მექანიზმის საკითხი პირდაპირ უკავშირდება ასევე პრინციპალ-აგენტის თეორიას, რომელიც მიუთითებს, რომ მესამე პირებთან ურთიერთობაში დირექტორები წარმოადგენენ კომპანიის პარტნიორებს/აქციონერებს და არიან მათი აგენტები.<sup>17</sup> აღნიშნულ თეორიას საფუძვლად უდევს საკუთრებისა და მართვის გამიჯვნა - აქციონერებსა და მენეჯმენტს შორის, <sup>18</sup> ასევე მართვის პრობლემატიკა საკორპორაციო სამართლისა და კორპორაციული მართვის სისტემაში. ამერიკის შეერთებულ შტატებში მე-20 საუკუნიდან მწვავედ იდგა მენეჯერული შესაძლებლობების გამოყენების პრობლემატიკა. ვინაიდან მენეჯერი, როგორც აგენტი ახორციელებს წესდებითა და მასთან დადებული ხელშეკრულებით გათვალისწინებულ უფლებამოსილებებს აქციონერებისა და კომპანიის, როგორც პრინციპალის სასარგებლოდ, არის შესაძლებლობა იმისა, რომ მან თავისი პოზიცია გამოიყენოს არა პრინციპალის ინტერესების, არამედ თავისი მოგების მაქსიმიზაციისათვის.<sup>19</sup> შესაბამისად, წარმოიშობა პრობლემა აგენტ-პრინციპალის ურთიერთობაში, მაშინ როდესაც მათი ინტერესები შორდება ერთმანეთს და მენეჯერები იწყებენ მოქმედებას პირადი ინტერესების დასაკმაყოფილებლად. აღნიშნულ ვითარებაში კომპანიის პარტნიორებსა თუ აქციონერებს უჩნდებათ კოლექტიური მოქმედების პრობლემა და შესაბამისად, მნიშვნელოვანია, რომ დირექტორთა ანაზღაურების ფორმა, სახე და მეთოდი აახლოვებდეს პარტნიორებისა და მენეჯმენტის ინტერესებს, რომ დირექტორებიც დაინტერესებულნი იყვნენ კომპანიის მოგების მაქსიმიზაციით, რის საფუძველზეც გაიზრდება მათი ინდივიდუალური შემოსავალი.<sup>20</sup> ამ მიმართულებით, ლიტერატურაში ხშირად ხაზი ესმება დირექტორების ოფციონებით ანაზღაურების მნიშვნელობას, რაზედაც

<sup>16</sup> იხ. Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 7-8.

<sup>17</sup> გიორგი მახარობლიშვილი, *კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი*, იურისტების სამყარო, თბილისი (2015) გვ. 268; შეადარე, Francesco Dennozza & Alessandra Stabilini, *Principals vs. Principals: The Twilight of the Agency Theory*, Italian Law Journal, Vol.3, No.2 (2017).

<sup>18</sup> იქვე, გვ. 57-60.

<sup>19</sup> იხ. Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 11; იხ. ასევე, Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4 (1976).

<sup>20</sup> იქვე.

ნაშრომის შემდგომ თავებში გვექნება საუბარი. შემდგომ პარაგრაფში განვიხილავთ დირექტორის ეკონომიკური ინიციატივების არსს კორპორაციის მართვის პროცესში, რათა შემდომ განხილულ იქნეს მათი დაახლოვების საკითხები აქციონერთა და კომპანიის ინტერესებთან.

#### 1.4 დირექტორის ეკონომიკური ინიციატივების არსი

დირექტორის ან ბორდის მიერ კომპანიის მართვის განხორციელება დაკავშირებულია დირექტორის ეკონომიკურ ინიციატივებთან, როგორც ამას სამართლისა და ეკონომიკის მიმართულების წარმომადგენლები უწოდებენ.<sup>21</sup> შესაბამისად, ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში უნდა შეფასდეს რა მოუწოდებს დირექტორს განახორციელოს ამა თუ იმ კომპანიის მართვა და მენეჯმენტი. მოტივაციის მიცემი შესაძლოა მრავალი ფაქტორი იყოს, მაგალითისთვის კომპანიის სამომავლო ზრდის პერსპექტივები, პროფესიული ზრდის შესაძლებლობა და სხვა. რაც შეეხება დირექტორის ეკონომიკურ ინიციატივას - ის მხოლოდ და მხოლოდ დაკავშირებულია დირექტორის ანაზღაურებასთან, მის ფორმასა და სახესთან. რამდენადაც ძლიერი ეკონომიკური მოტივატორია ანაზღაურება მით უკეთესი უნდა იყოს დირექტორის მიერ განხორციელებული მართვისა და მენეჯმენტის ხარისხი. დასახელებულ თეზისს ყოველთვის არ მივყავართ სწორ მსჯელობამდე თუ გავითვალისწინებთ დირექტორის ფულადი სახით ანაზღაურების შემთხვევებს. წინა დეკადის პერიოდში აქტიურად დაიწყო საუბარი იმის შესახებ, რომ დიდი ფულადი ანაზღაურება რასაც ამერიკული კორპორაციები უხდიდნენ თავიანთ გენერალურ დირექტორებს არის არასაკმარისი ეკონომიკური ინიციატივა იმისათვის, რომ მათ მაქსიმალურად გამოიყენონ თავიანთი შესაძლებლობები და მაქსიმალურად გაზარდონ კომპანიის აქციების ფასი თუ მოგება.<sup>22</sup> ამის დასადასტურებლად ბებჩუკსა და ფრიდს მოყავთ ემპირიული ანალიზი, რომელიც მიუთითებს, რომ მაქსიმალურად დიდი ფულადი ანაზღაურება მაქსიმალური შედეგის მომტანი არ არის კომპანიისათვის, თუ სახეზე არ გვაქვს შედეგზე-ორიენტირებული ანაზღაურება (მაგ. აქციების ფასის ზრდაზე დამოკიდებული ან ოფციონებით ანაზღაურების შემთხვევა).<sup>23</sup>

---

<sup>21</sup> იხ. Martin J. Conyon, *Executive Compensation and Incentives*, Academy of Management Perspectives, Vol. 20, No.1 (2006).

<sup>22</sup> იქვე, გვ. 25.

<sup>23</sup> იხ. Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press (2006); იხ. ასევე, Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 3 (2003), 71-92.

შესაბამისად, კომპანიის პარტნიორები ცდილობენ, რომ დირექტორებისათვის შექმნან მაქსიმალურად მომგებიანი ანაზღაურების პაკეტი იმისათვის, რომ მათი ეკონომიკური ინიციატივები დაუკავშირონ კომპანიის მომგებიანობას და ამასთანავე, მოტივაცია შეუქმნან და შეინარჩუნონ კომპანიის დირექტორები. თანამედროვე რეალობაში მენეჯმენტის ოფციონებით ანაზღაურება, მათთვის კომპანიის აქციების გადაცემა თუ სხვა არაფულადი მოდელი არის საკმაოდ მყარი ეკონომიკური ინიციატივების წარმომშობი დირექტორებისთვის და ასევე, ჭრის მორალურ პრობლემას კომპანიის პარტნიორებსა და მენეჯმენტს შორის (რის მიხედვითაც ყოველთვის არის ეჭვი, რომ მენეჯმენტი მინიჭებულ შესაძლებლობებს ინდივიდუალური მიზნებისათვის გამოიყენებს).

ვინაიდან განვიხილეთ დირექტორის ეკონომიკური ინიციატივების არსი აქვე საგულისხმოა მსჯელობა წარიმართოს დირექტორის ანაზღაურების მნიშვნელობაზე თანამედროვე ეკონომიკური კრიზისების (მაგ. 2008 წლის მსოფლიო ეკონომიკური კრიზისი) შემდგომ პერიოდში.

### **1.5 დირექტორის ანაზღაურების კორპორაციული მნიშვნელობა პოსტ-ეკონომიკური კრიზისის პირობებში**

დირექტორის ანაზღაურებას დიდი ყურადღება ექცევა პოსტ-ეკონომიკური კრიზისის პირობებში. უპირველესად, საგულისხმოა აღნიშნოს, რომ 2007-2008 წლების ფინანსური კრიზისი მსოფლიო ბანკის მონაცემებით დიდწილად დამოკიდებული იყო კორპორაციული მართვის სისტემების კრაზზე, რის ერთ-ერთ საფუძვლადაც მიეთითება დირექტორის ანაზღაურების პაკეტების არასათანადო მენეჯმენტისა და პარტნიორების ინტერესების დაახლოების პროცესში.<sup>24</sup> შესაბამისად, ფინანსური კრიზისი, სხვა მიზეზებთან ერთად, გამოწვეული იყო დირექტორის ანაზღაურების მიმართ არსებული არასათანადო პრაქტიკით. ამასთან, მიუხედავად “მაკროეკონომიკური შოკისა”, რომელიც გამოიწვია 2008 წლის მსოფლიო ფინანსურმა კრიზისმა ამერიკელი გენერალური დირექტორები მაინც იღებდნენ ისეთივე დიდ ანაზღაურებას, როგორსაც ორდინალურ ეკონომიკურ პირობებში მიიღებდნენ.<sup>25</sup> შესაბამისად, ენრონის და სხვა კორპორაციების ფინანსურმა სკანდალმა განაპირობა, რომ დიდი ყურადღება ექცევა კორპორაციული მართვის სისტემას თანამედროვე რეალობაში, ასევე განსაკუთრებით ხაზგასასმელია დირექტორის ანაზღაურების საკითხების მნიშვნელობა ამ ჭრილში.

<sup>24</sup> იხ. Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, xvii.

<sup>25</sup> Grant Kirkpatrick, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD (2009), 12.

თანამედროვე მოდელის მიხედვით, პარტნიორებს აქვთ გაზრდილი შესაძლებლობა გამოთქვან თავიანთი აზრი და უარყონ დირექტორის ანაზღაურების პაკეტი (ე.წ. “Say-on-Pay Rule”), ასევე მენეჯმენტის ანაზღაურების პაკეტი კორპორაციებში გამჭირვალობის სათანადო სტანდარტს უნდა აკმაყოფილებდეს ამერიკის შეერთებულ შტატებში. შესაბამისად, ფინანსურმა კრიზისმა გამოიწვია, რომ ფინანსური კორპორაციების მენეჯმენტის ანაზღაურება მეტად შერეული და არაფულადი სახით არის წარმოდგენილი, ხოლო რაც შეეხება ორდინალური ფორმების დირექტორების ანაზღაურების საკითხს - მან მცირედი ცვლილებები განიცადა არაფულადი ანაზღაურების სახის გაზრდის მიმართულებით.<sup>26</sup> დასკვნის სახით, საგულისხმოა მივუთითოთ, რომ დირექტორის ანაზღაურების კონცეპტუალური მნიშვნელობა საკორპორაციო სამართლისა და კორპორაციული მართვისათვის როგორც კლასიკურ, ისე თანამედროვე სისტემაში არის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი საკითხი. კონცეპტუალური და თეორიული საკითხების განხილვის შემდგომ მომდევნო თავში მსჯელობა წარმართება დირექტორის ანაზღაურების სახეებზე ამერიკის შეერთებული შტატების მაგალითზე.

## **თავი 2. დირექტორის ანაზღაურების სახეები ამერიკის შეერთებული შტატების სამართლის მაგალითზე**

გასული საუკუნის განმავლობაში დირექტორის ანაზღაურება ძირითადად მოიცავდა ყოველწლიურ ფულად ანაზღაურებას და შესაძლო პრემიას.<sup>27</sup> აღნიშნული მიდგომა შეიცვალა მას შემდეგ, რაც თეორეტიკოსები და პრაქტიკოსები დაფიქრდნენ დირექტორის ეკონომიკურ ინიციატივებზე და დაკავშირებულ ტრანზაქციულ ხარჯებზე.<sup>28</sup> შესაბამისად, ამერიკულ საკორპორაციო სამართალში გამოჩნდა მენეჯმენტის ანაზღაურების შემდეგი სახეები: მენეჯმენტის ანაზღაურება აქციებით, ოფციონებით, ბონუსებით, საპენსიო ფონდით და შერეული მოდელის შესაბამისად.

მოცემულ თავში განვიხილავთ მენეჯმენტის ანაზღაურების თითოეული სახეს და მისთვის დამახასიათებელ ნიშან-თვისებებს. დავიწყოთ დირექტორის ანაზღაურების კლასიკური სახით - ფულადი ანაზღაურებით.

---

<sup>26</sup> იხ. Roberto Barontini, Stefano Bozzi, Guido Ferrarini, Maria Cristina Ungureanu, *Director’s Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe*, Cambridge University Press (2013).

<sup>27</sup> Allen Kraakman, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Wolters Kluwer, Fourth Ed. (2012), 332.

<sup>28</sup> იხ. Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, *Journal of Political Economy* (2012), 225.



## 2.1 დირექტორის ფულადი სახით ანაზღაურება

დირექტორის ფულადი სახით ანაზღაურება ერთ-ერთი ყველაზე გავრცელებული ფორმაა. ამგვარი ანაზღაურების ძირითადი მიმართულება განისაზღვრება ბაზარზე არსებული ფასების მიხედვით.<sup>29</sup> ამასთან, ფულადი სახით მენეჯმენტის ანაზღაურება ძირითად შემთხვევაში დამოკიდებულია კომპანიის სიდიდეზე, მისი ზრდისა და მოგებაუნარიანობის პოტენციალზე. არსებობს მკაფიო კავშირი კომპანიისა და მენეჯმენტის ანაზღაურების სიდიდეებს შორის. კომპანიის სიდიდე დამოკიდებულია სხვადასხვა ალგორითმზე, უმეტესწილად ალგორითმები მოიცავენ კომპანიის სრულ აქტივებს, მის კაპიტალიზაციას და თანამშრომელთა რაოდენობას.<sup>30</sup>

აქვე აღსანიშნავია, რომ ის დირექტორები, რომლებიც არ არის რისკისკენ მიდრეკილნი, მათ ურჩევნიათ წინასწარ განსაზღვრული, ფიქსირებული ფულადი ანაზღაურება, რომელიც არ არის დამოკიდებული სხვა გარემო-ფაქტორებზე და არ მერყეობს კომპანიის მდგომარეობის ცვლილებასთან ერთად (მაგალითად, როგორც ეს ოფციონებით ანაზღაურების შემთხვევაშია). ასევე აღსანიშნავია, რომ მენეჯმენტის დამატებითი მოტივაციისათვის კომპანიები იყენებენ საბონუსე სისტემას, რომელიც წარმოადგენს დანამატს დირექტორის ფულად ანაზღაურებაზე და მკაცრად არის დაკავშირებული მენეჯმენტის მიერ შედეგის მიღწევასთან.<sup>31</sup> წინა დეკადების განმავლობაში საბონუსე სისტემა წარმოადგენდა მენეჯმენტის მთავარ ეკონომიკურ მოტივაციას მაქსიმალურად კარგად განხორციელებინა კომპანიის მართვა და მენეჯმენტი.<sup>32</sup> საბონუსე სისტემა მეტწილად დამოკიდებულია ბუღალტრულ ელემენტებზე, როგორცაა შემოსავალი, წმინდა მოგება და სხვა; ბოლო პერიოდში ამ ჩამონათვალს დაემატა არაფინანსური საზომები, როგორცაა მომხმარებლის კმაყოფილების დონე და სხვა.<sup>33</sup> მიუხედავად საბონუსე სქემის დაკავშირებისა დირექტორის მოტივაციასთან, საგულისხმოა აღინიშნოს, რომ საბონუსე სქემის დისკრეციულობა, აძლევს მას სუბიექტურ ხასიათს და ხშირ შემთხვევაში მენეჯმენტი პირადი სიმპატიებით იმსახურებს მას.<sup>34</sup> ამ მიდომის აღმოსაფხვრელად შვეიცარიული ბანკი UBS უფრო შორს წავიდა და შეიმუშავა საბონუსე სქემა, რომელიც

<sup>29</sup> იხ. Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 26.

<sup>30</sup> იხ. Michael C. Cichello, *The Impact of Firm Size on Pay-Performance Sensitivities*, Journal of Corporate Finance, No.11 (2005).

<sup>31</sup> Bernard Mnzava, *Directors' Remuneration and Its Determinants: What Do We Know?*, Business and Management Review, Vol. 2(4) (2012), 43.

<sup>32</sup> იხ. Kevin J. Murphy, *Executive Compensation*, Handbook of Labor Economics, Vol. 3 (book 2), Ed. Orley Ashenfelter & David Card, New York, Elsevier (1990).

<sup>33</sup> Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 26.

<sup>34</sup> Kevin J. Murphy, სქ: 32.

რამდენიმე პერიოდზეა გაწეული და დირექტორი კარგავს ბონუსს თუ დროის სხვა პერიოდში მისი შესრულებული სამუშაო წინასწარ განსაზღვრულ ნიშნულს ვერ მიაღწევს.<sup>35</sup>

მიუხედავად მენეჯმენტის ანაზღაურების პოლიტიკის გარდატეხისა, დირექტორის ფულადი სახით ანაზღაურება და საბონუსე სისტემა რჩება კლასიკურ ფორმად, რომელთა მიმართებითაც უნდა განვიხილოთ მენეჯმენტის ანაზღაურების სხვა სახეები, რომლებიც დროთა განმავლობაში შეიქმნა და უფრო დაახლოვა მენეჯმენტისა და კომპანიის ეკონომიკური ინტერესები ერთმანეთს. დავიწყოთ დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების ზოგადი მიმოხილვით და გადავიდეთ მის კონკრეტულ სახეებზე.

## 2.2 დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების არსი

დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება წარმოადგენს ფულადი ანაზღაურების საპირისპიროს, შედეგზე-ორიენტირებულ ანაზღაურების სისტემას, რომელიც მართალია საბოლოო ჯამში ფულადი სახით გამოისახება, მაგრამ მას წინ არ უძღვის წინასწარ განსაზღვრული ფიქსირებული ხელფასი თუ საბონუსე სქემა. არაფულადი ანაზღაურება უმეტესწილად დამოკიდებულია ბაზარზე მიმდინარე პროცესებზე და იმ გარემოებებზე, რომელიც განსაზღვრავს მენეჯმენტის მიერ განხორციელებული მართვის მომგებიანობას კომპანიისათვის და ბენეფიციარებისთვის (იგულისხმება კომპანიის პარტნიორები).

დავიწყოთ მენეჯმენტის არაფულადი ანაზღაურების თითოეული სახის, მათი დადებითი და უარყოფითი მხარეების, პრაქტიკაში მათი გამოყენების გაანალიზებით.

### 2.2.1 ოფციონებით მენეჯმენტის ანაზღაურება

ოფციონებით მენეჯმენტის ანაზღაურება წარმოადგენს არაფულადი ანაზღაურების ერთ-ერთ კლასიკურ სახეს. ოფციონებით მენეჯმენტის ანაზღაურება აძლევს ხელმძღვანელ პირებს კომპანიის აქციების ყიდვის ან გაყიდვის უფლებას დროის განსაზღვრულ პერიოდში.<sup>36</sup> ხშირ შემთხვევაში ოფციონები ძალაშია დაახლოებით ხუთი წლის განმავლობაში, 20%-ის შეძენის ან გაყიდვის შესაძლებლობა თითოეულ საანგარიშო წელზე.<sup>37</sup> აღნიშნული მიზნად ისახავს აქციების ზრდის ფაქტორის ანაზღაურების სისტემასთან დაკავშირებას. ასევე რისკისკენ მიდრეკილ მენეჯმენტს ახალ

<sup>35</sup> Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 33.

<sup>36</sup> Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 27.

<sup>37</sup> იქვე.

გამოწვევას სთავაზობს გაზარდოს კომპანიის მოგება; ამის დასტურია Goldman Sachs-ისა და GE Investment-ის მონაცემები, რომლებიც მკაფიოდ მიუთითებენ აქციების ფასების ზრდაზე მენეჯმენტის ოფციონებით ანაზღაურების ვითარებაში.<sup>38</sup>

მენეჯმენტის ოფციონით ანაზღაურება წარმოადგენს არაფულად ხარჯს, რომელიც შემდგომში რეალიზდება და იმ დირექტორების მიმართ, რომლებიც ოფციონისგან თავის დაღწევის ხერხებს არ ეძებენ, არის ყველაზე მომგებიანი და “იაფი” გზა მენეჯმენტის ანაზღაურების საკითხებში. ოფციონებით მენეჯმენტის ანაზღაურება წარმოადგენს დამაკავშირებელს საფონდო ბირჟას, აქციების ფასსა და ანაზღაურების პოლიტიკას შორის, რაც თავის მხრივ მომგებიანია კომპანიისა და პარტნიორების ინტერესებისათვის, განსაკუთრებით იმ პარტნიორებთან თუ აქციონერებთან მიმართებით, რომელთაც თავიანთი პორტფოლიო საკმაოდ დივერსიფიცირებული აქვს საფონდო ბირჟებზე.<sup>39</sup>

მენეჯმენტის ოფციონებით ანაზღაურების საკითხი ასევე მნიშვნელოვანია ნიჭიერი და მოტივირებული კადრების მიღებისა და შენარჩუნების საქმეში. როგორც ზემოთ აღინიშნა მინიჭებულ ოფციონებს აქვთ თავიანთი გამოყენების დრო მენეჯმენტთან გაფორმებული შეთანხმებების შესაბამისად, რაც თავის მხრივ დროში გაწელილი პროცესია, ხოლო იმ შემთხვევებში თუ ოფციონების საფუძველზე კომპანიის აქციების შეძენის შესაძლებლობა დანაწილებულია თვეების ან წლების მიხედვით, მაშინ ეს ხელს უწყობს დირექტორებისთვის დამატებითი მოტივაციისა და ლოალობის შექმნას კომპანიის მიმართ. <sup>40</sup> შესაბამისად, ოფციონებით ანაზღაურება უზრუნველყოფს სათანადო მენეჯმენტის მოზიდვას კომპანიისათვის ფულის ჩქარი გადინების გარეშე, ასევე, აახლოებს დირექტორების სურვილს გაზარდონ კომპანიის აქციების ფასი საფონდო ბირჟაზე, რაც თავის მხრივ აახლოებს ან სრულად აერთიანებს მენეჯმენტისა და პარტნიორის ინტერესებს.<sup>41</sup>

აღსანიშნავია, რომ ოფციონებით მენეჯმენტის ანაზღაურება საგადასახადო მიზნებისთვისაც არის გამართლებული. საგადასახადო სამართლის ექსპერტები ამერიკის შეერთებული შტატების იურისდიქციის მაგალითზე მიუთითებენ, რომ ფიქსირებული ხელფასისა და ბონუსისგან განსხვავებით,

---

<sup>38</sup> Shilon Niztan, *Replacing Executive Equity Compensation: The Case for Cash for Long-Term Performance*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 43, No.1 (2018), 11.

<sup>39</sup> იქვე.

<sup>40</sup> იხ. Brian D. Cadman, Tjomme O. Rusticus, Jayanthi Sunder, *Stock Option Grant Vesting Terms: Economic and Financial Reporting Determinants*, Review of Accounting Studies No. 18 (2013), 1159.

<sup>41</sup> Shilon Niztan, სქ: 38, 12.

დირექტორისთვის ოფციონის მინიჭებისას არ ხდება მისი თანადროული დაბეგვრა მინიჭების მომენტში.<sup>42</sup> ცხადია, რომ ასეთ ვითარებაში კომპანიას არ უწევს არც თანხების აკუმულირება, რომელსაც გადაიხდიდა დირექტორის ფულად ანაზღაურებაში და შესაბამისად, მისი დაბეგვრაც დროში გაწეილი პროცესია. მიუხედავად აღნიშნული დადებითი თვისებებისა, გასათვალისწინებელია, რომ გადასახადების ჩათვლის განხორციელებაც გადავადებულია და გაწეილია დროში ოფციონებით ანაზღაურების ვითარებაში და ასევე, გადასახადის ოდენობები შესაძლოა შეიცვალოს ოფციონის გამოყენების ვადის პერიოდში.<sup>43</sup> აღნიშნული ეკონომიკური და საგადასახადო ფაქტორების გათვალისწინებით ოფციონებით ანაზღაურებას აქვს მცირედი, მაგრამ მაინც უპირატესი ხასიათი ფულად ანაზღაურებასთან მიმართებით.<sup>44</sup> მართალია არის საგადასახადო და მასთან დაკავშირებული ბუღალტრული უპირატესობები ოფციონებით ანაზღაურებისა და ფიქსირებული ხელფასით ანაზღაურების შედარებისას, თუმცა მთავარი ფაქტორი მაინც არის კორპორაციულსამართლებრივი, რომელიც ანაზღაურების, როგორც შიდაკორპორაციული მართვის მექანიზმის დახვეწას ემსახურება.

განვიხილოთ ყიდვისა და გაყიდვის ოფციონებით მენეჯმენტის ანაზღაურების მოდელები და მათთან დაკავშირებული კორპორაციული მართვის საკითხები.

### 2.2.1.1 ყიდვის და გაყიდვის ოფციონებით დირექტორის ანაზღაურება

მენეჯმენტის ოფციონებით ანაზღაურება შესაძლებელია გამოხატოს ყიდვის (“Put”) ან გაყიდვის (“Call”) ოფციონის გამოყენებით. ყიდვის ოფციონი ანიჭებს უფლებას, და არა ვალდებულებას დირექტორს, რომ შეისყიდოს წინასწარ განსაზღვრულ ფასად კომპანიის აქციები.<sup>45</sup> აღნიშნული ოფციონის გამოყენების უფლება, როგორც ნაშრომის წინა პარაგრაფში მივუთითეთ არის გარკვეულ პერიოდზე გათვლილი პროცესი. ცალკეულ შემთხვევებში ფასი განისაზღვრება საბაზრო ფასის მიხედვით, თუმცა ასევე დასაშვებია დისკონტირებული ან პრემიუმ ფასის მითითებით.<sup>46</sup> ყოველივე აღნიშნული კი ერთადერთ მიზანს ემსახურება, რომ მოხდეს იმ რისკების დაზღვევა (ე.წ.

---

<sup>42</sup> იხ. Brian J. Hall & Jeffrey B. Liebman, *The Taxation of Executive Compensation*, Tax Policy and the Economy, Vol. 14 (2002), 7.

<sup>43</sup> იქვე.

<sup>44</sup> იქვე.

<sup>45</sup> იქვე, 6.

<sup>46</sup> იქვე; იხ. ასევე, Kevin J. Murphy, *Executive Compensation*, Chapter 38, Handbook of Labor Economics, Vol. 3 (1999).

“ჰეჯირება”), რომელიც გამომდინარეობს განსაზღვრულ ფასზე ნაკლებად კომპანიის აქციებით ვაჭრობიდან.<sup>47</sup> მაგალითისათვის თუ დირექტორთან გაფორმებული შეთანხმების მიხედვით, დირექტორს მიეცემა უფლება გამოისყიდოს კომპანიის აქციები საბაზრო ფასად - 100 აშშ დოლარად, მაშინ კომპანია ახდენს იმ რისკის ჰეჯირებას, რომელიც უკავშირდება კომპანიის აქციების 100 დოლარზე ნაკლებად გაყიდვას. ხოლო დირექტორი ყოველმხრივ ცდილობს განახორციელოს კომპანიის იმგვარი მართვა, რომ აქციების ფასი იყოს მასთან დადებული შეთანხმებით განსაზღვრულ ფასზე მეტი. შესაბამისად, აქციების ფასის ზრდა შედის დირექტორის ინტერესებში, რაც თავის მხრივ ემთხვევა კომპანიის პარტნიორებისა თუ აქციონერების და კომპანიის ინტერესებს. რაც შეეხება გაყიდვის ოფციონის გამოყენებას, გაყიდვის ოფციონის, როგორც ანაზღაურების ერთ-ერთი სახის შეთავაზება ისეთი დირექტორისათვის, რომელიც ასევე ფლობს კომპანიის აქციებს არის დასაშვები და ასევე აძლევს მოტივაციას მენეჯმენტს დროის გარკვეული პერიოდის განმავლობაში უზრუნველყოს კომპანიის აქციების ზრდა, რათა თავადაც ისარგებლოს მისი კუთვნილი აქციების გაყიდვის შესაძლებლობით. მიუხედავად აღნიშნულისა, საგულისხმოა მიეთითოს, რომ ყიდვის ოფციონი არის უმეტესწილად გამოყენებული დირექტორების ანაზღაურების პაკეტში ამერიკის შეერთებული შტატების მაგალითის შესაბამისად. ცალკეულ შემთხვევებში დირექტორებთან ამგვარი შეთანხმებები შესაძლოა წარმოადგენდეს მტრული დაუფლებისაგან დაცვის სათანადო ღონისძიებასაც.<sup>48</sup> დირექტორის ანაზღაურების პაკეტში არსებული ყიდვის ან გაყიდვის ოფციონი შესაძლოა ცალკეულ შემთხვევებში განვიხილოთ, როგორც ერთ-ერთი დამაბრკოლებელი ფაქტორი კომპანიის მტრული დაუფლების შემთხვევაში.

დირექტორის ოფციონებით ანაზღაურება შესაძლებელია იყოს მრავალგვარი, მათ შორის გამოიყოფა: (1) შემთვევა, როდესაც დირექტორს უფლება აქვს გამოიყენოს აქციების გაყიდვის უფლება იმაზე მეტ ფასად ვიდრე მასთან ხელშეკრულების დადების მომენტში აქციებს ჰქოდა; (2) შემთხვევა, როდესაც დირექტორს უფლება აქვს გამოიყენოს გაყიდვის ოფციონი თუ იგი მიაღწევს კონკრეტულ ნიშნულს, რომელიც გამოთვლება ბუღალტრული აღრიცხვის წესებით; (3) კლასიკური ვითარება, როდესაც დირექტორის მიერ ოფციონების გამოყენება დამოკიდებულია კომპანიის აქციების ზრდაზე; (4)

---

<sup>47</sup> ყიდვის ოფციონის ბუნების გააზრებისთვის იხ. Robert M. McLaughlin, *Over-The-Counter Derivative Products: A Guide to Business and Legal Risk Management and Documentation*, McGraw-Hill (1998), 68-69.

<sup>48</sup> მტრული დაუფლებისაგან თავდაცვის შესაძლო მექანიზმები იხ. Moran v. Household International Inc. 500 A.2d 1346 (Del. 1985).

ვითარება, როდესაც გაყიდვის ოფციონის გამოყენება დამოკიდებულია კომპანიის სხვა სტრატეგიული მიზნების მიღწევაზე.<sup>49</sup>

შესაბამისად, ოფციონების მინიჭების განსაზღვრა დირექტორთან დასაძებ ხელშეკრულებაში დაკავშირებულია სამართლებრივ და ფინანსურ საკითხებთან. ამასთან, ოფციონების მრავალი სახე არსებობს, რომელთა შინაარსის ცოდნა აუცილებელია მათი სამართლებრივი რეგულირებისთვის.

### 2.2.1.2 ანაზღაურების პაკეტით დირექტორის ანაზღაურება

დირექტორის ანაზღაურება შესაძლებელია სპეციალურად შემუშავებული ანაზღაურების პაკეტის მეშვეობით. აღნიშნულ ანაზღაურების პაკეტში შესაძლებელია გათვალისწინებულ იქნეს დირექტორის ანაზღაურების შერეული მოდელი, რაც გულისხმობს მენეჯმენტისათვის როგორც ფულადი თანხების, ისე ოფციონების მინიჭებას, ასევე დასაშვებია კონკრეტული საპენსიო სქემის გათვალისწინებაც.<sup>50</sup> ცალსახაა, რომ ანაზღაურების პაკეტში შესაძლოა იყოს ოფციონების სხვადასხვა სახე ან შერეული იყოს ანაზღაურების ფულადი და არაფულადი ფორმები. თითოეული მათგანი ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში ემსახურება კონკრეტული მიზნის მიღწევას და უნდა შეესაბამებოდეს კომპანიის ინტერესებსა და პოლიტიკას. ანაზღაურების პაკეტში შემავალი კომპონენტები მაგ. საპენსიო სქემა ან/და გრძელვადიანი ანაზღაურების პაკეტი დამოკიდებულია ისეთ ბუღალტრულ ელემენტებზე როგორცაა მოგების გაზრდა თითოეულ პარტნიორზე გარკვეული დროის განმავლობაში და სხვა.<sup>51</sup> გამოთქმული მოსაზრების შესაბამისად, დროს განმავლობაში გაწეილი მენეჯმენტის ანაზღაურება, რომელიც მასთან დადებულ ხელშეკრულებაში მკაცრად გაწერილ ბუღალტრულ ინდიკატორზეა დამოკიდებული არის საუკეთესო საშუალება კომპანიის, მისი პარტნიორებისა და მენეჯმენტის ინტერესების დასაახლოვებლად და შესაძლოა, ასევე მათი თანხვედრისათვის.<sup>52</sup>

ოფციონების პაკეტით თუ შერეული მოდელით დირექტორის ანაზღაურების განსაზღვრას ცალკეულ შემთხვევებში ახორციელებს ანაზღაურების კომიტეტი, ასეთის არსებობის შემთხვევაში, ხოლო მისი არარსებობისას ორსაფეხურიან მართვის სისტემაში განსაზღვრავს სამეთვალყურეო საბჭო და

---

<sup>49</sup> იხ. Frederic W. Cook & Co., Inc., *Executive Compensation 2008 – The Year in Review & The Road Ahead*, New York, Chicago, Los Angeles, San Francisco, Atlanta (2009).

<sup>50</sup> Bernard Mnzava, სქ: 31, 44.

<sup>51</sup> იხ. Ozkan Neslihan, *Do Corporate Governance Mechanisms influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies*, Journal of Multinational Financial Management No. 17 (2007), 349-364.

<sup>52</sup> იქვე.

წარუდგენს პარტნიორთა საერთო კრებას ან ერთსაფეხურიან სისტემაში საბოლოოდ განისაზღვრება პარტნიორების მიერ.<sup>53</sup> შესაბამისად, ოფციონები, მისი რამდენიმე სახე და ფულად ანაზღაურებასთან შერეული მოდელი შესაძლებელია გახდეს დირექტორის ანაზღაურების პაკეტის შემადგენელი ელემენტი.

განვიხილოთ დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების სხვა სახეებიც.

### 2.2.2 აქციების მინიჭებით მენეჯმენტის ანაზღაურება

მენეჯმენტის ანაზღაურება შესაძლოა გამოიხატოს ასევე აქციები მინიჭების შესაძლებლობაში დირექტორებისათვის. ამ ვითარებაში ძირითადად გამოიყოფა მენეჯმენტისათვის ე.წ. “Restricted Stock”-ის მინიჭება, რაც გულისხმობს, რომ თავისუფალი აქციები გადაეცემა კომპანიის მენეჯმენტს წინასწარ განსაზღვრული დროის გასვლის შემდგომ.<sup>54</sup> გასათვალისწინებელია ის გარემოებაც, რომ აღნიშნული აქციების განკარგვა შეზღუდულია დირექტორის მიერ გარკვეული პერიოდით, ე.ი. დაუშვებელია მისი სხვა პირებისთვის გადაცემა დირექტორთან დადებული ხელშეკრულების წინასწარ განსაზღვრული პირობების შესრულებამდე.<sup>55</sup> აღნიშნული წარმოადგენს აქციებით დირექტორის ანაზღაურების ვითარებაში მენეჯმენტის ძირითად მოტივატორს გაზარდონ კომპანიის მოგება და შეასრულონ მათზე დაკისრებული მართვის მოვალეობები მაქსიმალურად კარგად.

გასათვალისწინებელია, რომ დირექტორისათვის კომპანიის აქციების რომელიმე სახის მინიჭება ფულადი ანაზღაურების სანაცვლოდ ასევე არის ერთ-ერთი ელემენტი მენეჯმენტის ანაზღაურების პოლიტიკაში, რომელიც მიზნად ისახავს მათ ჩართვას კომპანიის მესაკუთრეთა რიცხვში, რამაც თავის მხრივ უნდა განაპირობოს ერთი მხრივ, პარტნიორებისა და კომპანიის, ხოლო მეორე მხრივ, მენეჯმენტის ინტერესების დაახლოება. დირექტორისათვის ანაზღაურების სახით აქციების მინიჭება შესაძლოა არ აღმოჩნდეს მთავარი განმაპირობებელი ფაქტორი კომპანიის აქციების ფასის ზრდისა, ვინაიდან მენეჯმენტმა შესაძლოა განახორციელოს მართვა და შემდგომ გაყიდოს კომპანიის აქციები გაყიდვის დროს არსებული ფასით ან სულაც არ

---

<sup>53</sup> ანაზღაურების კომიტეტთან მიმართებით იხ. Martin J. Conyon & Simon I. Peck, *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, The Academy of Management Journal No.41 (1998), 146-157. იხ. ასევე, Cadbury Report, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London (1992), Article 4.42.

<sup>54</sup> Frederic W. Cook & Co., სქ: 49; ასევე იხ. Alex Edmans, Xavier Gabaix, Dirk Jenter, *Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*, Discussion Paper No. 767 (2017), 21-22.

<sup>55</sup> იქვე.

ამყარებდეს თავის ფინანსურ ინტერესებს რელევანტური კომპანიის აქციებზე. <sup>56</sup> შესაბამისად, აქციებით ანაზღაურება არის ერთ-ერთი მოტივატორი მენეჯმენტის ანაზღაურების პაკეტში, თუმცა მას ახასიათებს უარყოფითი ნიშან-თვისებებიც.

### 2.2.3 ინდემნიფიკაცია და დაზღვევა

თანამედროვე საკორპორაციო-სამართლებრივ სივრცეში მენეჯმენტის ანაზღაურების ჭრილში აქტიურად დგას ხელმძღვანელ პირთა ინდემნიფიკაციისა და დაზღვევის საკითხები. <sup>57</sup> ვინაიდან დირექტორების პასუხისმგებლობის საკითხის დაყენება დერივაციული სასარჩელო წარმოების გზით მათ მიერ ფიდუციური ვალდებულებების დარღვევის გამო მეტწილად გამარტივებულია, <sup>58</sup> კომპანიის ხელმძღვანელი პირები დგანან საშიშროების წინაშე, რომ იმ გადაწყვეტილებებისათვის, რომლებიც ვერ მოექცევა “ბიზნეს გადაწყვეტილებების მართებულობის” (ე.წ. “Business Judgment Rules”-ის) <sup>59</sup> ფარგლებში, მათ პასუხი უნდა აგონ პერსონალურად თავიანთი ფულადი სახსრებით. იმისათვის, რომ ხელმძღვანელი პირი დაცული იყოს “ბიზნეს გადაწყვეტილებების მართებულობის” წესით, ამერიკის შეერთებული შტატების იურისდიქციაში, მან უნდა დააკმაყოფილოს საკმაოდ მკაცრი ტესტი ინფორმირებულობისა, ფინანსური დაუინტერესებლობისა და სათანადო დროის პერიოდში მოქმედებისა კომპანიის საუკეთესო ინტერესების შესაბამისად. <sup>60</sup> ერთი შეხედვით კეთილსინდისიერი, ფინანსურად დაუინტერესებელი დირექტორებიც კი შესაძლოა აღმოჩნდნენ ისეთ ვითარებაში, რომ დადგეს მათი პასუხისმგებლობის საკითხი კომპანიის პარტნიორების სასარგებლოდ, როგორც ეს მოხდა დელავერის უზენაესი სასამართლოს ერთ-ერთი გახმაურებული და დღემდე აქტუალური საქმის - Smith v. Van Gorkom-ის შემთხვევაში. <sup>61</sup> აღნიშნულ ვითარებაში, დირექტორებმა ვერ დააკმაყოფილეს ინფორმირებულობის დადგენილი სტანდარდი და დაეკისრათ პერსონალური პასუხისმგებლობა, მიუხედავად იმ გარემოებისა, რომ საქმის

---

<sup>56</sup> დირექტორის აქციებით ანაზღაურების საკითხებზე იხ. Michael Doran, *Uncapping Executive Pay*, Southern California Law Review, Vol 90, No. 4 (2017).

<sup>57</sup> გიორგი მახარობლიშვილი, სქ: 17, 275.

<sup>58</sup> იქვე.

<sup>59</sup> ამ საკითხზე იხ. ლადო ჭანტურია, *კორპორაციული მართვა*, თბილისი (2006), 470-471; ასევე იხ. Lori McMillan, *The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine*, William & Mary Business Law Review Vol. 4, No. 2 (2013); იხ. ასევე, საქართველოს უზენაესი სასამართლოს გადაწყვეტილება საქმე №ას-1158-1104-2014 (2014).

<sup>60</sup> იხ. Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984).

<sup>61</sup> იხ. Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).



ფაქტები არ მიუთითებდა მათ არაკეთილსინდისიერ ქცევაზე.<sup>62</sup> შესაბამისად, ხელმძღვანელ პირთა წახალისებისათვის, შემოღებულია ინდემნიფიკაციის ინსტიტუტი, რომელიც მოიცავს იმ სასამართლო ხარჯების დირექტორებისათვის ანაზღაურებას, რაც მათ შესაძლოა დაეკისროთ შესრულებულ საქმიანობასთან დაკავშირებით.<sup>63</sup> დირექტორთან გაფორმებული ხელშეკრულების შესაბამისად, ინდემნიფიკაციაზე შეთანხმება შესაძლოა გავრცელდეს დირექტორის თანამდებობიდან წასვლის შემდეგაც, რაც შესაძლოა მოიცავდეს სასამართლო, ადმინისტრაციულ ხარჯებს, დაკისრებულ ჯარიმებს, მორიგების თანხებსა და სხვა გადასახადებს.<sup>64</sup> მიუხედავად იმისა, რომ ინდემნიფიკაცია არის დადებითი ნიშან-თვისებების მატარებელი მოვლენა დირექტორის ანაზღაურების პოლიტიკის განსაზღვრის საკითხებში, მაგრამ მისმა გაუმართლებელმა გამოყენებამ შესაძლოა ხელმძღვანელ პირთა არაკეთილსინდისიერ ქმედებებამდე მიგვიყვანოს.<sup>65</sup>

ხელმძღვანელ პირთა დაზღვევის ინსტიტუტი ხელმძღვანელ პირთა პასუხისმგებლობის შედარებით ფართო სპექტრს მოიცავს ვიდრე ინდემნიფიკაცია, დაზღვევის საკითხი აუცილებელი არ არის ამერიკის შეერთებული შტატების მოდელური კანონის მაგალითზე, ხოლო ინდემნიფიკაცია იმპერატიულია.<sup>66</sup> ხელმძღვანელ პირთა დაზღვევა ფარავს კეთილსინდისიერი დირექტორის (თუ ის არ ჩადის დანაშაულს, ადმინისტრაციულ სამართალდარღვევას, ეკონომიკურად დაუინტერესებელია და სხვ.) კომპანიის მართვის საქმიანობიდან გამომდინარე შესაძლო დანახარჯებს. დაზღვევის საკითხები შესაძლოა წესდებით, კორპორაციული გადაწყვეტილებით ან/და დირექტორთან დადებული ხელშეკრულების საფუძველზე იყოს სამართლებრივად დარეგულირებული. აღსანიშნავია, რომ დაზღვევა დამატებით მოტივაციას და გარანტიებს უქმნის ხელმძღვანელ პირებს ჯეროვნად განახორციელონ კომპანიის მართვა.

---

<sup>62</sup> Bernard S. Sharfman, *The Enduring Legacy of Smith v. Van Gorkom*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol 33 (2008), 2-3.

<sup>63</sup> გიორგი მახარობლიშვილი, სქ: 17, 277 (ციტ. Arthur R. Pinto & Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law*, LexisNexis, 3<sup>rd</sup> Ed. (2009), 523.

<sup>64</sup> იქვე.

<sup>65</sup> იქვე, 279.

<sup>66</sup> იქვე, 280 (ციტ. R.M.B.C.A &8.57; შეადარე, R.M.B.C.A, Paragraphs 8.51 -8.54.

#### 2.2.4 მენეჯმენტის ანაზღაურების შემადგენელი სხვა ელემენტები

ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურების პაკეტი შესაძლებელია შედგებოდეს სხვა ელემენტებისგანაც. ასეთ ვითარებაში საგულისხმოა ვიმსჯელოთ “ოქროს” და “ვერცხლის” “პარაშუტებზე”, რომელთა მარეგულირებელი ნორმების ასახვა ხშირად ხდება დირექტორთან გასაფორმებელი ხელშეკრულების ფარგლებში.<sup>67</sup> ოქროს პარაშუტი შესაძლებლობას აძლევს დირექტორს, რომ კომპანიის რესტრუქტურის პროცესში თავი დაიცვას მისი არასათანადო შედეგებისგან, რაც შესაძლოა გამოიხატოს ხელმძღვანელი პირებისათვის ერთჯერადად გარკვეული რაოდენობის თანხის, კომპანიის წინასწარ განსაზღვრული რაოდენობისა და სახის აქციების თუ ოფციონების მინიჭებით.<sup>68</sup> ასევე დასაშვებია, რომ მოხდეს ჩამოთვლილთა კომბინაცია და დირექტორისათვის როგორც კომპანიის აქციების, ისე ფულადი თანხის მინიჭება. რაც შეეხება “ვერცხლის პარაშუტს”, იგი შედარებით ნაკლებ უპირატესობებს ანიჭებს შედარებით დაბალი დონის ხელმძღვანელ პირებს კომპანიაში.<sup>69</sup> მენეჯმენტის ანაზღაურების დასახელებული ელემენტები ასევე წარმოადგენს შესაძლებლობას კომპანიისათვის მოიზიდოს, დააინტერესოს და შეინარჩუნოს უმაღლესი კლასის მენეჯმენტი, დაუახლოვოს მათი ინტერესები კომპანიის ინტერესებს და მისცეს გარანტიები, რომ კომპანიის რესტრუქტურის (მაგ. მტრული დაუფლების) შემთხვევაში, ისინი სათანადო კომპენსაციას მიიღებენ. შესაბამისად, აღნიშნული პარაშუტების სისტემა არის ცალკეულ შემთხვევაში კარგი დაცვა კომპანიის მტრული დაუფლებისგან თავის არიდების პროცესში.<sup>70</sup> მიუხედავად აღნიშნული დადებითი მხარეებისა, ლიტერატურაში გამოთქმულია მოსაზრება, რომ ხელმძღვანელ პირთათვის მინიჭებული “ოქროს” თუ “ვერცხლის” პარაშუტები არის მათი მოტივაციის კლების ხელშემწყობი და ცალკეულ შემთხვევებში შესაძლოა მათ უნდოდეთ კიდევ, რომ განხორციელდეს კომპანიის მტრული დაუფლება.<sup>71</sup> შესაბამისად, მენეჯმენტის ანაზღაურების

<sup>67</sup> იხ. Eliezer M. Fich, Anh L. Tran, and Ralph A. Walkling, *On the Importance of Golden Parachutes*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 6 (2013) 1717–1753.

<sup>68</sup> იხ. Andrew C.W. Lund & Robert Schonlau, *Golden Parachutes, Severance, and Firm Value*, *Florida Law Review*, Vol. 68, Issue 3. (2017).

<sup>69</sup> იქვე.

<sup>70</sup> იხ. Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen, and Charles C.Y. Wang, *Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders*, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 25 (2014) 140–154.

<sup>71</sup> იხ. Krishna Reddy, *Do Golden Parachutes Increase CEO's Desire to be Taken Over? Empirical Evidence from Australia and the United States*, *Asian Journal of Finance & Accounting*, Vol. 4, No. 2 (2012); იხ. ასევე, Jocelyn D. Evans & Frank Hefner, *Business Ethics and the Decision to Adopt Golden Parachute Contracts: Empirical Evidence of Concern for all Stakeholders*, *Journal of Business Ethics* (2009).

შემაღგენელი სხვა ელემენტებიც მნიშვნელოვან როლს თამაშობს მენეჯმენტის ანაზღაურების პაკეტის სამართლებრივი და ფინანსური ჩარჩოს ჩამოყალიბების პროცესში.

### **2.3 მენეჯმენტის ანაზღაურების შერეული მოდელი**

მენეჯმენტის ანაზღაურების ფულად და არაფულად სახეებთან ერთად ასევე აღსანიშნავია, რომ არსებობს შერეული მოდელი. ყოველ კონკრეტულ შემთხვევაში კომპანიის ანაზღაურების კომიტეტი (ასეთის არსებობის შემთხვევაში), სპეციალური დანაყოფი თუ ანაზღაურების პოლიტიკის მრჩეველი ახდენს კომპანიის მოთხოვნების მისადაგებას მენეჯმენტის ანაზღაურების პაკეტთან. შესაბამისად, დასახელებული პაკეტი შესაძლოა მოიცავდეს როგორც დირექტორის ფულად ანაზღაურებას, ისე დამატებით ოფციონის ან/და კომპანიის აქციების მინიჭებასაც მასთან დადებული ხელშეკრულების რელევანტური პირობების შესრულების შემთხვევაში.

ასევე აღსანიშნავია, რომ მენეჯმენტის ანაზღაურებაში ასევე შესაძლოა გავითვალისწინოთ მათი სიცოცხლისა და ჯანმრთელობის დაზღვევის საკითხები, საპენსიო სქემები და ნებისმიერი გრძელვადიანი გეგმა, რომელიც ფულში შესაძლოა გამოიხატებოდეს კომპანიისთვის.<sup>72</sup> ამასთან, შესაძლოა ნებისმიერი სხვა შერეული ანაზღაურების ფორმის სამართლებრივი რეგულირება სახელშეკრულებო თავისუფლების ფარგლებში, რომელიც თავის მხრივ გამოხატვას ჰპოვებს საკორპორაციო-სამართლებრივ სივრცეში.

დასკვნის სახით საგულისხმოა აღინიშნოს, რომ თანამედროვე საკორპორაციო სამართალში და კორპორაციული მართვის დარგში დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების პოპულარობა განაპირობა იმ მნიშვნელოვანმა დადებითი ხასიათის ფინანსურმა, ეკონომიკურმა და სამართლებრივმა ნიშან-თვისებებმა, რომელიც არაფულადი ანაზღაურების თითოეულ სახეს ახასიათებს. ხელმძღვანელ პირთა არაფულადი ანაზღაურების სახეების განხილვის შემდგომ ვიმსჯელოთ არაფულადი ანაზღაურების, როგორც კორპორაციული მართვის მექანიზმზე, მის სიძლიერესა და სისუსტეებზე, ასევე ნაკლოვანებების აღმოფხვრის თანამედროვე მეთოდებზე, შემოთავაზებულ რეკომენდაციებზე.

### **თავი 3. დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება, როგორც შიდაკორპორაციული მართვის მექანიზმი**

თანამედროვე ეკონომიკურ და იურიდიულ ლიტერატურაში, დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება აღიქმება კორპორაციული მართვის პოპულარულ

<sup>72</sup> იხ. Frederic W. Cook & Co., Inc., სქ: 49.

და განხილვად მექანიზმად. ვინაიდან კორპორაციული მართვა “მოიცავს საწარმოს ხელმძღვანელობისა და კონტროლის სისტემას მისი ყველა დონის ჩათვლით”,<sup>73</sup> რაც ძირითადად მიმართულია კომპანიის მოგების მაქსიმიზაციისკენ, დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების საკითხები არის ცენტრალური საკითხი სამართლისა და ეკონომიკის მიმართულების დარგში.<sup>74</sup> იმის გათვალისწინებით, რომ კორპორაციულ მართვაში კონცეპტუალური თვალსაზრისით არსებობს შიდა ანუ ინსაიდერული კონტროლი, და აუტსაიდერული კონტროლი,<sup>75</sup> ბუნებრივია, დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება და მისი სამართლებრივი და ფინანსური რეგულირება ინსაიდერულ კონტროლს განეკუთვნება. რადგანაც ხელმძღვანელი პირები არიან კომპანიის მართვაზე პასუხისმგებელნი კომპანიის წესდების, მათთან გაფორმებული ხელშეკრულებისა და მოქმედი კანონმდებლობის საფუძველზე, კომპანიის კორპორაციული მართვის მთავარი ამოცანაა, რომ მოხდეს დირექტორებად ნიჭიერი ფიზიკური პირების მოზიდვა, მათი შენარჩუნება, შესაბამისი და სათანადო ანაზღაურების პაკეტის განსაზღვრა.

მენეჯმენტის ანაზღაურების პაკეტი, როგორც ზემოთ აღინიშნა არის მთავარი იმის განსასაზღვრად თუ რამდენად ეკონომიკური დაინტერესების მიმცემია იგი დირექტორებისათვის. რამდენადაც დიდია დირექტორის ეკონომიკური დაინტერესება კომპანიის მოგების მაქსიმიზაციის კუთხით, მით უფრო კარგია კორპორაციული მართვა - სისტემა, რომლითაც ფუნქციონირებს კომპანია.<sup>76</sup> მიუხედავად აღნიშნული თეზისისა და იმ ფაქტისა, რომ დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება ერთი შეხედვით ახდენს მენეჯმენტისა და პარტნიორების ინტერესების დაახლოებას, თუმცა მის მიმართ ლიტერატურაში გამოთქმულია კრიტიკა, რომელიც გარკვეულწილად ასუსტებს არაფულადი ანაზღაურების მიმართ არსებულ გადაჭარბებულ ნდობას, პოპულარობასა და უპირატესობას ფულად ანაზღაურებასთან მიმართებით. შესაბამისად, ჩნდება კითხვები არაფულადი ანაზღაურების, როგორც შიდაკორპორაციული მექანიზმის სიმლიერის ხარისხზე, მისთვის დამახასიათებელი სისუსტეების შესაძლო აღმოფხვრის გზების მიმართულებით.

---

<sup>73</sup> გიორგი მახარობლიშვილი, სქ: 17, 225.

<sup>74</sup> იხ. Thomas Clarke & Douglas Branson, *The SAGE Handbook on Corporate Governance*, London SAGE (2012).

<sup>75</sup> გიორგი მახარობლიშვილი, სქ: 17, 225 (ციტ. ლადო ჭანტურია, *კორპორაციული მართვა*, თბილისი (2006), 11-12.

<sup>76</sup> იხ. Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 17, No.3 (2002).

მოცემული თავის ფარგლებში მსჯელობა დავიწყოთ დირექტორის არაფულად ანაზღაურებასთან დაკავშირებული ეკონომიკური ინიციატივების მნიშვნელობაზე შიდაკორპორაციული მართვისათვის. ვინაიდან, ეკონომიკური ინიციატივების საკითხები დეტალურად იქნა განხილული პირველი თავის ფარგლებში, შევეხებით მხოლოდ კორპორაციული მართვისათვის მნიშვნელობის მქონე დეტალებს დირექტორების ეკონომიკური ინიციატივების ჭრილში.

### 3.1 დირექტორის ეკონომიკური ინიციატივების მნიშვნელობა შიდაკორპორაციული მართვისთვის

დირექტორის ეკონომიკური ინიციატივები არის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ფაქტორი კორპორაციული მართვისათვის. ჯერ კიდევ მე-19 საუკუნეში ჯონ სტუარტ მილმა შენიშნა, რომ მენეჯმენტის მხოლოდ ფულადი ანაზღაურება არ არის საკმარისი ეკონომიკური ინიციატივა მათთვის.<sup>77</sup> თანამედროვე კორპორაციული მართვა, როგორც სისტემა მიმართულია ხელმძღვანელი პირების შენარჩუნებისაკენ, მათი ეკონომიკური და კულტურული ინიციატივებისა და ინტერესების დაახლოებისკენ კომპანიის, მისი პარტნიორების ინტერესებთან, რომ საზოგადოების მართვა განხორციელდეს მაქსიმალურად მისი მომგებიანობის გაზრდის მიმართულებით.<sup>78</sup> აღსანიშნავია, რომ კორპორაციული მართვის სისტემაში ეფექტურია ხელმძღვანელი პირებისათვის ეკონომიკური ინიციატივების შექმნის სისტემა, ვინაიდან პასუხისმგებლობის დაკისრება (ე.წ. შემდგომი „დასჯა“) აღარ არის რელევანტური მოტივაციის მიმართულებით.<sup>79</sup> დასახელებული „დასჯის“ მეთოდზე აქცენტირება კორპორაციული მართვის სამართლებრივი რეგულირებისას არ არის გამართლებული, ვინაიდან მას ძირითადად იყენებენ იმ სამუშაოს შემსრულებელთა მიმართ, რომელთა საქმიანობაც სრულყოფილ კოგნიტურ უნარ-ჩვევებს არ მოიცავს.<sup>80</sup> შესაბამისად, ხელმძღვანელ პირთა საქმიანობა, რომელიც დაკავშირებულია ინოვაციასთან, კეთილსინდისიერად კომპანიის მართვასთან, სრულყოფილი კოგნიტური უნარების გამოვლენასთან უნდა განხორციელდეს იმ პირთა მიერ, რომელთაც აქვთ სათანადო ეკონომიკური ინიციატივები

---

<sup>77</sup> Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 36; ციტ. John S. Mill, *Principles of Political Economy: With Some of Their Applications to Social Philosophy*, London: Longmans, Green Read.er (1873).

<sup>78</sup> იქვე.

<sup>79</sup> ob. Dan Arley, Uri Gneezy, George Leowenstein, *Large Stakes and Big Mistales*, Review of Economic Studies, Vol. 26, Issue 2 (2009); ob. ასევე, Daniel H. Pink, *A Whole New Mind: Where Right-Brainers Will Rule the Future*, New York: Riverhead Books (2006).

<sup>80</sup> Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 36.

დასახელებული მიმართულებით. დირექტორების ანაზღაურების პაკეტი, რომელიც მოიცავს ოფციონების ნებისმიერი ტიპის მინიჭებას, ანაზღაურების შედეგზე ორიენტირებული სქემის შემუშავებას, არის სათანადო ფინანსური მოტივაცია, რომელიც პირდაპირ ახდენს გავლენას კორპორაციულ მართვაზე.

### **3.2 დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება, როგორც დაუფლების საწინააღმდეგო მექანიზმი**

კომპანიის მენეჯმენტის არაფულადი სახით ანაზღაურება გარკვეულწილად წარმოადგენს კომპანიის დაუფლების საწინააღმდეგო, წესდებით გათვალისწინებულ ან/და სახელშეკრულებო მექანიზმს.<sup>81</sup> ცალკეულ შემთხვევებში ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურების პაკეტი, თუ ის ასევე მოიცავს „ოქროს პარაშუტის“ სისტემის ნორმატიულ რეგულირებას არის სათანადო მექანიზმი კომპანიის მტრული დაუფლების ღონისძიებების თავიდან ასარიდებლად.<sup>82</sup> შესაბამისად, თუკი კომპანიის ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურება არის საკმაოდ კომპლექსური, გრძელვადიან პერიოდზე გათვლილი და ამასთან, იგი მოიცავს ანაზღაურების სხვა ელემენტებს (მაგ. საპენსიო ფონდს, „ოქროს პარაშუტის“ სისტემას და სხვა) არის გარკვეულწილად დამაბრკოლებელი ფაქტორი მტრული დაუფლებისკენ მიმართული კომპანიებისათვის. ასევე აღსანიშნავია, რომ დასახელებული დადებითი მახასიათებლების გარდა, შესაძლოა ღია ტიპის საზოგადოებებში ხელმძღვანელ პირებს ჰქონდეთ კიდევ მოტივაცია იმისა, რომ განხორციელდეს კომპანიის დაუფლება მათ მიერ „ოქროს პარაშუტის“ მარეგულირებელი ნორმების გამოყენების და მანამდე არსებული არაფულადი ანაზღაურების სისტემის ამოქმედების თვალსაზრისით. სწორედ დასახელებული მიზეზის გამო არის საჭირო დირექტორის ანაზღაურების პაკეტის წინასწარი, სრული და სათანადო სამართლებრივი რეგულირება. დასახელებული მიზნის მიღწევა კი კორპორაციული მართვის ფარგლებში დასაშვებია იმ ვითარებაში თუ განვიხილავთ არაფულადი ანაზღაურების, როგორც კორპორაციული მართვის მექანიზმის სისუსტეებს.

### **3.3 ხელმძღვანელ პირთა არაფულადი ანაზღაურების, როგორც შიდაკორპორაციული მართვის მექანიზმის სისუსტეები**

ხელმძღვანელ პირთა არაფულადი ანაზღაურება, რომელიც პოპულარული მიდგომის შესაბამისად ოფციონების მინიჭებაში და გრძელვადიანი შედეგზე ორიენტირებული სისტემით ხასიათდება არის ცალკეულ

<sup>81</sup> იხ. Joao Paulo Vieito, Antonio Cerqueira, Elfsio Brandao, Walayet Khan, *Executive Compensation: The Finance Perspective*, Journal of Management Studies Vol. 14, No.1 (2009).

<sup>82</sup> იხ. Andrew C.W. Lund & Robert Schonlau, სქ: 48.

შემთხვევებში არაეფექტური, რაზედაც ამ პარაგრაფის ფარგლებში გვექნება საუბარი. მართალია ისინი ქმნიან ეკონომიკურ ინიციატივებს, მაგრამ შესაძლოა თავის მხრივ წარმოშვან დაკავშირებული ტრანზაქციული ხარჯები.<sup>83</sup> ხელმძღვანელ პირების არაფულადი ანაზღაურების ერთ-ერთ მთავარ სისუსტედ ლიტერატურაში სახელდება ის გარემოება, რომ ოფციონების მინიჭების შემთხვევაში აქციის სამომავლო ფასი შეიძლება არ იყოს სათანადო ინდიკატორი მენეჯმენტის ანაზღაურების განსაზღვრისათვის, განსაკუთრებით თუ გავითვალისწინებთ აქციების ფასის ხშირ ცვალებადობას.<sup>84</sup> შესაბამისად, მენეჯერებს აქვთ შესაძლებლობა ისარგებლონ საფონდო ბირჟაზე არსებული აქციების ზრდით და გამოიყენონ მათი ოფციონი, თუნდაც აღნიშნული ზრდა გამოწვეული იყოს მცირეხნიანი საფონდო ბიძგით.<sup>85</sup> ღია ტიპის საზოგადოებების ხელმძღვანელ პირებს ამით უჩნდებათ ინიციატივა მცირეხნიანი აქციების ზრდა გამოიწვიონ საფონდო ბირჟაზე, გამოიყენონ მათი გაყიდვის ოფციონი, მიიღონ სათანადო ფულადი სახსრები და დაივიწყონ კომპანიის გრძელვადიანი ეკონომიკური ინტერესები.<sup>86</sup> ამასთან, აღსანიშნავია, რომ ის ხელმძღვანელი პირები, რომელთაც ოფციონები აქვთ მინიჭებული არაფულადი ანაზღაურების სახით უმრავლეს შემთხვევაში შედიან დერივატიულ ტრანზაქციებში, ანუ ახდენენ ოფციონებთან დაკავშირებული მათი რისკების დაზღვევას („გადაჰეჯირებას“), რაც თავის მხრივ გარკვეულ წილად აზრს უკარგავს იმ ეკონომიკურ ინიციატივებს, რომელიც ხელმძღვანელ პირებს უნდა ჰქონდეს კომპანიის მოგების მაქსიმიზაციის მიმართულებით.<sup>87</sup> მართალია, დოდ-ფრანკის აქტი ავალდებულებს კომპანიებს, რომ გაასაჯაროვონ კომპანიის ხელმძღვანელი პირების მიერ განხორციელებული დაზღვევის (ე.წ. „ჰეჯირების“) საკითხები, ეს არ გამორიცხავს ამგვარი პრაქტიკის განხორციელებას.<sup>88</sup> პრაქტიკა მიუთითებს, რომ ხელმძღვანელი პირები ხშირ შემთხვევაში ახდენენ ოფციონებით ან აქციების პაკეტით ანაზღაურების ვითარებაში, მათი რისკების „ჰეჯირებას“ დერივატივების სხვადასხვა ფორმით.<sup>89</sup>

---

<sup>83</sup> Shilon Niztan, სქ: 38, 13; იხ. დამატებით Michael Doran, სქ: 56.

<sup>84</sup> იქვე.

<sup>85</sup> Udo C. Braendle & John E. Katsos, სქ: 1, 27.

<sup>86</sup> იხ. Michael C. Jensen, *Corporate Budgeting is Broken - Let's Fix It*, Harvard Business Review (2001), 94-103.

<sup>87</sup> Shilon Niztan, სქ: 38, 14.

<sup>88</sup> Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, &955, 124 Stat. 1376, 1904 (2010) (Codified at 15 U.S.C. 78n (2010)).

<sup>89</sup> იხ. Carr J. Bettis, John M. Bizjak, Swaminathan L. Kalpathy, *Why Do Insiders Hedge Their Ownerships? An Empirical Examination*, Financial Management No. 44 (2015), 679.

მენეჯმენტის არაფულადი ანაზღაურების კიდევ ერთ სისუსტედ სახელდება ის გარემოება, რომ თითქმის ვერ ხერხდება მათი ხვედრითი წილის შეფასება კომპანიის აქციების ზრდის პროცესში. კომპანიის აქციების ზრდა დამოკიდებულია მრავალ ფაქტორზე, როგორცაა: კომპანიასთან დაკავშირებული და ბაზართან ასოცირებული ფაქტორები და სხვა.<sup>90</sup> შესაბამისად, ხელმძღვანელ პირებთან დადებულ ხელშეკრულებაში კონკრეტულად უნდა იქნეს განსაზღვრული თუ რა ფინანსური შედეგის მიღწევაზეა დამოკიდებული ხელმძღვანელი პირებისათვის კონკრეტული ანაზღაურების განსაზღვრა და მინიჭება.

ასევე, მენეჯმენტის არაფულადი ანაზღაურება დაკავშირებულია შემდეგი ხასიათის რისკებთან, რომ ხელმძღვანელი თანამდებობის პირები გაწევენ გადაჭარბებულ რისკებს მცირეხნიანი აქციების ზრიდასათვის, მანიპულირებას დაიწყებენ აქციების ფასებით, რათა შემდგომში განახორციელონ თავიანთი აქციების გაყიდვა ან თავიანთი ინტერესებისთვის გამოიყენებენ კომპანიის ინსაიდერულ ინფორმაციას. აქციების ფასის ზრდით მანიპულირება ხდება იმ შემთხვევებში თუ დირექტორმა იცის, რომ კომპანიის აქციების მცირეხნიანი ზრდა უარყოფითად აისახება კომპანიის გრძელვადიან ფინანსურ გეგმებზე და აქციათა ფასზე, მაგრამ მაინც იღებს სარისკო ფინანსურ გადაწყვეტილებას, იმისათვის, რომ ისარგებლოს მომენტით და გამოიყენოს ოფციონი აქციების გაყიდვისათვის. აღნიშნულ ვითარებას, ლიტერატურაში უკვე უწოდეს „კვარტალური მოგების ტირანია“.<sup>91</sup> რაც თავის მხრივ აღმოფხვრადია ანაზღაურების ზუსტი და სათანადო პოლიტიკის განსაზღვრით.

ამასთან, ცალკე აღნიშვნას საჭიროებს ხელმძღვანელი პირების მიერ გადაჭარბებული რისკების აღების საკითხი, რომლის საილუსტრაციოდაც მოვიყვანოთ პოპულარული მაგალითი: თუ კორპორაციის აქციის ფასი შეიძლება გაიზარდოს კონკრეტული ტრანზაქციით 40 აშშ დოლარიდან 60 აშშ დოლარამდე, ხოლო ტრანზაქციის წარუმატებლობის შემთხვევაში შემცირდება 20 აშშ დოლარამდე, არაფულადი ანაზღაურების პაკეტის მქონე დირექტორები შესაძლოა მოტივირებულნი იყვნენ, რომ განახორციელონ აღნიშნული სარისკო ტრანზაქცია.<sup>92</sup> არაფულადი ანაზღაურების კიდევ ერთ სისუსტედ მიიჩნევა გასული თარიღით ოფციონების გამოყენების

---

<sup>90</sup> Shilon Niztan, სქ: 38, 14.

<sup>91</sup> იხ. Michael Porter, *Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System*, Harvard Business Review No. 75 (1992).

<sup>92</sup> Shilon Niztan, სქ: 38, 17.



შემთხვევები.<sup>93</sup> აღნიშნული სისუსტე თანამედროვე კორპორაციული მართვის თანამედროვე სისტემაში არის გარკვეულწილად აღმოფხვრილი კორპორაციული მართვის გამჭირვალობის მნიშვნელოვანი პრინციპიდან გამომდინარე.<sup>94</sup>

დასკვნის სახით საჭიროა მიეთითოს, რომ მოცემულ პარაგრაფში განხილული სისუსტეების აღმოსაფხვრელად საჭიროა დირექტორთან გაფორმებულ ხელშეკრულებაში ან/და წესდებაში ზუსტად იყოს გაწერილი არაფულად ანაზღაურებასთან დაკავშირებული ნორმები. უპირველესად, ის დაკავშირებული უნდა იყოს განსაზღვრული ფინანსური შედეგის მიღწევაზე, რომელიც ბუღალტრული თვალსაზრისით არის გამოთვლადი და შეფასებადი (მაგალითად, კომპანიის აქციონერების მოგების ხვედრითი წილის გაზრდა გარკვეული პროცენტული მაჩვენებლით). შემდეგში, არაფულადი ანაზღაურება უნდა გადანაწილებული იყოს დროს გარკვეულ მონაკვეთზე, იმისათვის, რომ მისი გამოყენება ხელმძღვანელი პირების მიერ გარკვეული პერიოდობით, რაც გაზრდის კომპანიის მიმართ მის ლოიალობას და შეამცირებს ზემოთგანხილულ არაკეთილსინდისიერ ქმედებებს. ასევე, კორპორაციული მართვის სისტემა უნდა იყოს გამჭირვალე კანონმდებლობისა და კომპანიის წესდების მოთხოვნების შესაბამისად, რაც თავის მხრივ უზრუნველყოფს დირექტორის მხრიდან შესაძლო არაკეთილსინდისიერი ქმედებების აღმოფხვრასა და პრევენციას.<sup>95</sup> და ბოლოს, ყოველივე აღნიშნულის გათვალისწინება უზრუნველყოფს არაფულადი ანაზღაურების სისტემის, მასთან დაკავშირებული ეკონომიკური ინიციატივების სრულყოფილ მოქმედებას და ჩამოაყალიბებს მას ძლიერ შიდაკორპორაციულ მექანიზმად.

ხელმძღვანელ პირთა არაფულადი ანაზღაურების, როგორც შიდაკორპორაციული მართვის მექანიზმის, მასთან დაკავშირებული სისუსტეებისა და გამოსწორებასთან დაკავშირებული რეკომენდაციების განხილვის შემდგომ, გადავიდეთ მოცემული ნაშრომის ბოლო თავზე, რომელიც განიხილავს არაფულადი ანაზღაურების საუკეთესო პრაქტიკის,

---

<sup>93</sup> იხ. Natasha Bums & Simi Kedia, *The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting*, Journal of Financial Economics No. 79(1) (2006).

<sup>94</sup> ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურების საჯაროობის პრინციპთან და SEC (U.S. Securities and Exchange Commission) მოთხოვნებთან დაკავშირებით იხ. Thomas P. Desmond, Ernest W. Torain Jr., Jason K. Zachary, *Executive Compensation Disclosure: A Roadmap*, Wall Street Lawyer, Vol. 8, No. 12 (2005); იხ. ასევე, Elizabeth A. Ising, Ronald O. Mueller, Krista P. Hanvey, James Kroll, Heather Marshal, *Executive Compensation Disclosure Handbook: A Practical Guide to the SEC's Executive Compensation Disclosure Rules*, Donnelley Financial Solutions (2016).

<sup>95</sup> სხვაგვარი მოსაზრება იხ. Shilon Nitzan, სქ: 38, 43=47.

მისი სამომავლო ცვლილებების, საქართველოს იურისდიქციაში გამოყენების პერსპექტივებს.

#### **თავი 4. დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების გამოყენების პერსპექტივები საქართველოში**

დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების გამოყენების პერსპექტივები საქართველოში წარმოადგენს ერთ-ერთ აქტუალურ საკითხს კორპორაციული მართვის, როგორც დარგის განვითარების მიმართულებით საქართველოში. უპირველესად აღსანიშნავია, რომ საქართველოს ბაზარი მეტად მწირია და ისეთი კომპანიები, სადაც საკუთრება და მართვა არის გამიჯნული, ძალიან მცირე რაოდენობით არის წარმოდგენილი. აღნიშნული ძირითადად არ შეეხება საქართველოში სააქციო საზოგადოების სამეწარმეო ფორმით არსებულ კომერციულ ბანკებს, სადაზღვევო კომპანიებს და დიდი რაოდენობის აქციონერების მქონე სამეწარმეო სუბიექტებს.<sup>96</sup> ბუნებრივია, რომ დასახელებული სამეწარმეო სუბიექტების კორპორაციული მართვის სისტემა არის ყველაზე დახვეწილი საქართველოს ბაზარზე, თუ გავითვალისწინებთ იმ გარემოებასაც, რომ ცალკეული კომერციული ბანკები (მაგ. სს „თიბისი ბანკი“) ვაჭრობენ თავიანთი აქციებით ლონდონის საფონდო ბირჟაზე.<sup>97</sup> აღსანიშნავია, რომ ამგვარი ტიპის სამეწარმეო სუბიექტების მიმართ მოქმედებს ლონდონის საფონდო ბირჟის მიერ დადგენილი მარეგულირებელი წესები ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურების განსაზღვრისას, ისევე, როგორც კომერციული ბანკებისათვის შექმნილი კორპორაციული მართვის კოდექსი,<sup>98</sup> რომელიც დეტალურად იძლევა ანაზღაურების განსაზღვრისა და სამართლებრივი რეგულირების საკითხებს (აღნიშნულზე დეტალურად ვიმსჯელებთ ქვემოთ). ხელმძღვანელ პირთა არაფულადი სახით ანაზღაურების შემთხვევები ბუნებრივია საქართველოს ბაზარზეც გვხვდება, თუმცა არა ისეთი მასშტაბითა და რაოდენობით, როგორც ეს ამერიკის შეერთებული შტატების მაგალითზე იქნა ნაშრომის ფარგლებში განხილული. შესაბამისად, არის ადგილი სამომავლო განვითარებისა და არაფულადი ანაზღაურების პრაქტიკული გამოყენების

<sup>96</sup> ჩამოთვლილი სამეწარმეო სუბიექტების სავალდებულოა, რომ ფუნქციონირებდნენ სააქციო საზოგადოების ფორმით და ასევე, ჰქონდეთ მართვის ორსაფეხურიანი სისტემა - დირექტორ(ებ)ი და სამეთვალყურეო საბჭო. იხ. მუხლი 55(1), საქართველოს კანონი „მეწარმეთა შესახებ“, საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე (1994).

<sup>97</sup> იხ. TBC BANK GP Share Price, London Stock Exchange, ხელმისაწვდომია: <https://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/stocks/summary/company-summary/GB00BYT18307GBGBXSTMM.html> (ბოლო წვდომა: 13.07.2015).

<sup>98</sup> იხ. საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება N215/04 კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსის დამტკიცების თაობაზე (2018).

თვალსაზრისით, განსაკუთრებით იმ პირობებში, როდესაც საქართველო უახლოვდება ევროკავშირის ერთიან ბაზარს.

მოცემულ თავში, ხელმძღვანელ პირთა არაფულადი ანაზღაურების საკითხები საქართველოს მაგალითზე გაანალიზდება „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონისა და კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსის, როგორც საუკეთესო პრაქტიკის, შესაბამისი ნორმების საფუძველზე, ასევე გამოითქმება სამომავლო რეკომენდაციები.

მსჯელობა დავიწყოთ მენეჯმენტის ანაზღაურების ზოგად კონცეფციაზე საქართველოში.

#### 4.1 მენეჯმენტის ანაზღაურების ზოგადი კონცეფცია საქართველოში

მენეჯმენტის ანაზღაურების საკითხები საქართველოში უმეტესად რეგულირდება დირექტორთან დადებული სასამსახურო ხელშეკრულების ფარგლებში.<sup>99</sup> ვინაიდან სასამსახურო ხელშეკრულება თავისი არსით არის როგორც კორპორაციულ-სამართლებრივი, ისე ვალდებულებით-სამართლებრივი შინაარსის მქონე ხელშეკრულებას,<sup>100</sup> იგი შესაძლოა დეტალურად აწესრიგებდეს დირექტორის ანაზღაურების საკითხებს, საქართველოს სამოქალაქო კოდექსით გათვალისწინებული სახელშეკრულებო თავისუფლების პრინციპზე დაყრდნობით.<sup>101</sup>

ხელმძღვანელ პირთან ხელშეკრულების დადებაზე უფლებამოსილ ორგანოს წარმოადგენს სამეთვალყურეო საბჭო სააქციო საზოგადოებისთვის და იმ შეზღუდული პასუხისმგებლობის საზოგადოებებისთვის, რომლებსაც ორსაფეხურიანი მართვის სისტემა აქვს.<sup>102</sup> ყველა სხვა შემთხვევაში, დირექტორთან ხელშეკრულების დადება და შეწყვეტა, მისი შინაარსის, მათ შორის ანაზღაურების სახისა და ოდენობის განსაზღვრის უფლება განეკუთვნება პარტნიორთა საერთო კრების კომპეტენციას.<sup>103</sup> სასამსახურო ხელშეკრულებაზე ხელმოწერის უფლება შესაძლოა მინდობილი ჰქონდეს საზოგადოების ერთ ან ყველა პარტნიორს, ან საზოგადოების სხვა დირექტორს.<sup>104</sup> შესაბამისად, ხელმძღვანელ პირებთან გასაფორმებელი

<sup>99</sup> იხ. ლილი ლაზარაშვილი, *სასამსახურო ხელშეკრულება საწარმოს დირექტორთან. პარტნიორი და დირექტორი შიდასაზოგადოებრივ ურთიერთობებში*, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, მერიდიანი, თბილისი (2009).

<sup>100</sup> იქვე.

<sup>101</sup> იხ. ირმა გელაშვილი, *საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ონლაინ-კომენტარი*, gccc.ge, 17.10.2017, მუხ. 319, ველი 3.

<sup>102</sup> საქართველოს კანონი „მეწარმეთა შესახებ“, სქ: 96, მუხლი 55(7)(„ვ“).

<sup>103</sup> იქვე, მუხ. 9<sup>1</sup>(6)(„ე“).

<sup>104</sup> იხ. ლილი ლაზარაშვილი, სქ: 99.

ხელშეკრულების, მისი შინაარსის განსაზღვრის თავისუფლების ზოგადი კონცეფცია ნორმატიულ დონეზე უკვე არის შემუშავებული ქართულ კანონმდებლობაში და ასევე, გარკვეული ზოგადი ხასიათის ყურადღება უკვე დაეთმო აღნიშნულ საკითხებს იურიდიულ ლიტერატურაში.

ზოგადი კონცეპტუალურ საკითხებზე მსჯელობის შემდგომ განვიხილოთ მენეჯმენტის ანაზღაურების სახეები და მათი განსაზღვრის საკანონმდებლო ჩარჩო.

#### **4.2 მენეჯმენტის ანაზღაურების სახეები და მისი საკანონმდებლო ჩარჩო**

ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურების სახეებიდან ყველაზე გავრცელებული ფორმას საქართველოში მათი ფულადი სახით ანაზღაურება წარმოადგენს. თუმცა პრაქტიკაში ასევე გვხვდება საბონუსე სისტემა, აქციებით ანაზღაურების შემთხვევები სააქციო საზოგადოებებში და ანაზღაურების სხვა ისეთი ელემენტები, როგორცაა „ოქროს პარაშუტის“ სისტემა. ვინაიდან, აღნიშნული ხელშეკრულებების შინაარსი პრაქტიკოსი იურისტებისათვის კონფიდენციალობის დაცვით არის გაცნობილი, მათ შესახებ დეტალურ ინფორმაციას აქ ვერ მოვიყვანთ. საგულისხმოა მხოლოდ მივუთითოთ, რომ საქართველოს კანონი მეწარმეთა შესახებ მხოლოდ საუბრობს დირექტორთან ხელშეკრულების დადებაზე და შეწყვეტაზე, აგრეთვე მათ ანგარიშების დამტკიცების უფლებამოსილებაზე<sup>105</sup> და არ მიუთითებს ანაზღაურების რომელიმე სახეზე. შესაბამისად, შეგვიძლია დედუქციური მსჯელობით დავასკვნათ, რომ დასაშვებია ნებისმიერი ზემოთგანხილული ანაზღაურების სახის გამოყენება მენეჯმენტის ანაზღაურების პაკეტის განსაზღვრის ვითარებაში. ამასთან, აღსანიშნავია, რომ ამ მიმართულებით ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურების სრული დისკრეციულობა, სხვა კორპორაციულ-სამართლებრივი საკითხების გადაჭრის სიმარტივესთან ერთად მივყავართ იმ გარემოებამდე, რომ საქართველო მსოფლიოში მე-6 ადგილს იკავებს ბიზნესის კეთების სიმარტივით მსოფლიო ბანკის მონაცემების შესაბამისად.<sup>106</sup> ბუნებრივია აღნიშნული მიღწევა დადებით მოვლენაა მსოფლიო ეკონომიკურ სივრცეში საქართველოს წარმოჩენის კუთხით, მაგრამ საგულისხმოა მივუთითოთ, რომ დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების ფართო გავრცელება სამომავლოდ მოითხოვს მისი გარკვეული ასპექტების საკანონმდებლო რეგულირებასაც.

განვიხილოთ დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების გამოყენების პერსპექტივები საქართველოში.

<sup>105</sup> საქართველოს კანონი „მეწარმეთა შესახებ“, სქ: 96, მუხლი 55(7)(„ვ“).

<sup>106</sup> The World Bank, Press Release, სქ: 4.

#### 4.3 დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება და მისი გამოყენების პერსპექტივები საქართველოში

დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების გამოყენების ნორმატიულ დასაშვებობაზე ვიმსჯელებთ წინა პარაგრაფის ფარგლებში. საგულისხმოა, განვიხილოთ კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსის დებულებები ამ მიმართულებით (არსებული საუკეთესო პრაქტიკის ქრილში). კორპორაციული მართვის ძირითადი პრინციპების შესაბამისად, კომპანიას უნდა ჰქონდეს განსაზღვრული ანაზღაურების პოლიტიკა და პროცედურები.<sup>107</sup> ასევე, კორპორაციული მართვის სისტემაში, სამეთვალყურეო საბჭო, როგორც მმართველობითი ორგანო არის პასუხისმგებელი ანაზღაურების სისტემის მონიტორინგზე, „რაც გულისხმობს აღმასრულებელ პოზიციაზე მყოფი პირების ანაზღაურების საკითხების განხილვასა და მონიტორინგს“, რაც შესაბამისობაში უნდა მოდიოდეს კომპანიის „რისკის კულტურასა და რისკის აპეტიტთან“<sup>108</sup> შესაბამისად, კორპორაციული მართვის კოდექსი, რომელიც საქართველოში ჯერ-ჯერობით მოქმედებს მხოლოდ კომერციული ბანკების მიმართ და წარმოადგენს საუკეთესო პრაქტიკას ამ მიმართულებით, მიუთითებს, რომ კორპორაციული მართვის სისტემა არის მკაფიოდ განსაზღვრული ანაზღაურების პოლიტიკა, რომელიც შემუშავებული უნდა იქნეს სამეთვალყურეო საბჭოს ან მის დაქვემდებარებაში მყოფი ანაზღაურების კომიტეტის (ასეთის არსებობის შემთხვევაში) მიერ.<sup>109</sup> ანაზღაურების კომიტეტი ხელს უნდა უწყობდეს სამეთვალყურეო საბჭოს დირექტორის ანაზღაურების სისტემის შექმნაში, მის მონიტორინგში და ფუნქციონირებაში, რომელიც შესაბამისობაში იქნება კომპანიის მიზნებთან და სტრატეგიებთან, ისევე როგორც კანონმდებლობის მოთხოვნებთან.<sup>110</sup> დირექტორის ანაზღაურების საკითხები საქართველოში საბანკო რეგულაციების პირობებში ექვემდებარება პილარ 3-ის ფარგლებში ინფორმაციის გამჟღავნების წესს.<sup>111</sup> კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსის მე-19 მუხლის მეორე ნაწილი პირდაპირ მიუთითებს, რომ დირექტორის ანაზღაურების პაკეტი შესაძლებელია მოიცავდეს, როგორც ფიქსირებულ, ისე ცვალებად ანაზღაურების ფორმებს, ბონუსებსა და გადახდის გრაფიკებს. შესაბამისად, აღნიშნული ნორმატიული მოწესრიგება შესაბამისობაშია საერთაშორისო

<sup>107</sup> იხ. კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსი, სქ: 98, მუხლი 3(2).

<sup>108</sup> იქვე, მუხლი 4(1)(„თ“).

<sup>109</sup> იქვე, მუხლი 7(2).

<sup>110</sup> იქვე, მუხლი 10(1).

<sup>111</sup> იქვე, მუხლი 10(3)(„დ“).

კორპორაციული მართვის თანამედროვე მიდგომებთან. ხელმძღვანელ პირთა არაფულადი სახით ანაზღაურების შესაძლებლობა პირდაპირ გამომდინარეობს კოდექსის მე-19 მუხლის პირველი ნაწილის ნორმატიული შინაარსიდან, რომელიც ზუსტდება მეშვიდე ნაწილის საფუძველზე და ეთითება, რომ შედეგორიენტირებული ანაზღაურების სისტემის შემთხვევაში აუცილებელია „შემუშავდეს შეფასების რაოდენობრივი და ხარისხობრივი ინდიკატორები“, <sup>112</sup> რომლის მნიშვნელობაზე ამ ნაშრომის ფარგლებში არაერთხელ გავამახვილეთ ყურადღება. ამასთან, ცვალებადი ანაზღაურება არ უნდა უქმნიდეს საფრთხეს დირექტორების მიუკერძოებლობას, კაპიტალის დადგენილი კოეფიციენტის დაცვას. ასევე, კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსის დებულებებში დეტალურად არის აღწერილი არაფულადი ანაზღაურების გადავადების და შეკავების პრინციპთან დაკავშირებული საკითხები.<sup>113</sup> ყოველივე აღნიშნული კი ბუნებრივია ემსახურება თანამედროვე კორპორაციული მართვის პრინციპების დანერგვას ქართულ რეალობაში.

კორპორაციული მართვის ის საკითხები, რომლებიც არაფულად ანაზღაურებას ეხება მეტწილად გვხვდება ქართული კომერციული ბანკების სისტემაში, განსაკუთრებით იმ კომერციული ბანკების მიმართ, რომლებიც ლონდონის საფონდო ბირჟის პრემიუმ-კატეგორიაში ვაჭრობენ თავიანთი აქციებით. თუმცა, სხვა საკითხია ზოგადად ბაზარზე არსებული კომპანიების მიერ კორპორაციული მართვის აღნიშნული სტანდარტების პრაქტიკაში დანერგვა. აღნიშნული მიმართულებით კი ბაზარზე ცვლილებების განხორციელებისათვის საჭიროა ცნობიერების ამაღლება არაფულადი ანაზღაურების, შედეგზე-ორიენტირებული ანაზღაურების სისტემის მნიშვნელობის, მისი დადებითი მხარეების განსაზღვრის მიმართულებით. კომპანიებს დასაწყისისთვის შუძლიათ გამოიყენონ ის ძირითადი მიმართულებები, რომლებიც კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსის ფარგლებში არის ჩამოყალიბებული.

#### **4.4 აშშ-ს პრაქტიკის გაზიარების შესაძლებლობა ასოცირების შეთანხმების იმპლემენტაციის პროცესში**

ნაშრომის ფარგლებში განხილული ამერიკის შეერთებული შტატების გამოცდილების გაზიარება უმნიშვნელოვანესია საქართველოში საბაზრო ეკონომიკის განვითარების, საერთაშორისო ეკონომიკური სტანდარტების დანერგვის მიმართულებებით. იმის გათვალისწინებით, რომ

<sup>112</sup> იქვე, მუხლი 19(7).

<sup>113</sup> იხ. იქვე. მუხლი 19(10).

კორპორაციული მართვა განვითარებადი ეკონომიკის მქონე საქართველოში არასათანადოდ ძლიერია (ცალკეულ შემთხვევებში, სუსტიც) ევროპის რეკონსტრუქციისა და განვითარების ბანკის მონაცემებით,<sup>114</sup> უმთავრესია გათვალისწინებულ იქნეს საერთაშორისო, კერძოდ ამერიკის შეერთებული შტატების არსებული პრაქტიკა კორპორაციული მართვის მიმართულებით, მათ შორის დირექტორის ანაზღაურების პოლიტიკის განსაზღვრის, მისი გამჭირვალობისა და სათანადოობის მიმართულებით. ანაზღაურების პოლიტიკამ ამერიკის შეერთებული შტატებში, განვითარების დიდი გზა განვლო ფულადი ანაზღაურებიდან თანამედროვე ანაზღაურების პოლიტიკამდე. მნიშვნელოვანია, რომ ამჟამინდელი საუკეთესო პრაქტიკის დანერგვა მოხდეს საქართველოში, არა მხოლოდ კომერციული ბანკებისათვის, არამედ საქართველოში დარეგისტრირებულ ან/და ფუნქციონირებად სხვა კომპანიებთან მიმართებაში. კომერციული ბანკებისათვის შექმნილი კორპორაციული მართვის კოდექსი ერთადერთია კორპორაციული მართვის საკითხების კოდიფიკაციის მიმართულებით, რაც ასევე არასათანადოა „რბილი სამართლის“ ჩამოყალიბებისთვის აღნიშნული მიმართულებით.

ამერიკის შეერთებული შტატების ნაშრომის ფარგლებში განხილული პრაქტიკის გათვალისწინება და ქართულ რეალობაზე მორგება, ასევე მნიშვნელოვანია საქართველო-ევროკავშირის ასოცირების შეთანხმების შესრულების ნაწილში. ასოცირების შეთანხმების 316-ე მუხლი განსაზღვრავს, რომ საქართველო უნდა დაუახლოვდეს კორპორაციული მართვის საერთაშორისო სტანდარტებს,<sup>115</sup> რაც თავის მხრივ არსებით გავლენას იქონიებს ვაჭრობის განვითარებაზე და ევროკავშირის შიდა ბაზართან წვდომის შესაძლებლობაზე. შესაბამისად, საქართველოს კანონმდებლობა, საკორპორაციო სამართალი და კორპორაციული მართვა უნდა დაუახლოვდეს თანამედროვე საერთაშორისო სტანდარტებს, მათ შორის ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურების საკითხებში, რაც თავის მხრივ ასევე მოიცავს ანაზღაურების პაკეტის გამჭირვალობის, აღნიშნული სახელშეკრულებო ურთიერთობის რეგულირების, კომპანიის ინტერესების დაცვის საკითხებს. ყოველივე დასახელებული არ არის ჯერ-ჯერობით ასახული ქართულ საკორპორაციო სამართალსა და კორპორაციული მართვის სისტემაში. თავის მხრივ ამერიკული გამოცდილების გაზიარება დირექტორების ანაზღაურების

---

<sup>114</sup> ob. Gian Piero Cigna, Yaryna Kobel, Alina Sigheartau, *Corporate Governance in Transition Economies: Georgia Country Report*, European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) (2017).

<sup>115</sup> ob. EU-Georgia Association Agreement, Official Journal of the European Union, L 261 (2014), Article 316.

მიმართულებით წარმოადგენს საუკეთესო საერთაშორისო სტანდარტების გაზიარებას აღნიშნული მიმართულებით, რისი შესრულებაც მოთხოვნილია ასოცირების შეთანხმების ფარგლებში.

## დასკვნა

ნაშრომის ფარგლებში განვიხილეთ კომპანიის ხელმძღვანელი პირების ანაზღაურების კონცეპტუალური და ეკონომიკური საკითხები ამერიკის შეერთებული შტატების იურისდიქციის მაგალითზე. ისტორიული ანალიზის საფუძველზე გამოიკვეთა, რომ დირექტორის ანაზღაურების მნიშვნელობა ფირმის ყველა თეორიისთვის არის მნიშვნელოვანი, განსაკუთრებით საკუთრებისა და მართვის კონცეპტუალური გაყოფისა და პრინციპალ-აგენტის თანამედროვე თეორიის შესაბამისად. ასევე, აღინიშნა, რომ სამართლისა და ეკონომიკის საკითხებს უმთავრესი როლი აქვთ ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურების პროცესში, ვინაიდან ანაზღაურების პოლიტიკის არასწორი შერჩევა წარმოშობს ე.წ. „ტრანზაქციულ დანახარჯებს“ კომპანიისათვის, რაც ხელს უშლის მისი და მისი პარტნიორების მომგებიანობის ზრდას. დირექტორის ანაზღაურების პოლიტიკის შერჩევის, მისი სამართლებრივი რეგულირების თვალსაზრისით ნაშრომის ფარგლებში განხილულ იქნა ანაზღაურების სხვადასხვა სახე, როგორებიცაა: ფიქსირებული ხელფასი და საბონუსე სისტემა, ოფციონებით (ყიდვისა და გაყიდვის), ოფციონების პაკეტებით, აქციების მინიჭებით ხელმძღვანელ პირთა ანაზღაურება, ინდემნიფიკაცია და დაზღვევა, საპენსიო სქემა და ანაზღაურების შემადგენელი სხვა ელემენტები. გამოიკვეთა, რომ შედეგზე-ორიენტირებული დირექტორის ანაზღაურება აახლოებს კომპანიისა და მისი მენეჯმენტის ეკონომიკურ ინტერესებს - მაქსიმალურად გაიზარდოს კომპანიის მოგება და აღმოფხვრის კომპანიის მართვასთან დაკავშირებულ დამატებით ხარჯებს. ასევე, გამოიკვეთა, რომ დირექტორის არაფულადი სახით ანაზღაურება საგადასახადო უპირატესობებით სარგებლობს ფიქსირებულ ხელფასთან მიმართებით. ამასთან, ცალკეულ შემთხვევებში დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება არის გარანტი კომპანიაში სათანადო კადრის მოზიდვისა და შენარჩუნების, ისევე, როგორც მტრული დაუფლების ღონისძიებების თავიდან ასარიდებლად.

ნაშრომის ფარგლებში დირექტორის არაფულადი ანაზღაურება განხილულ იქნა შიდაკორპორაციული მართვის ჭრილში, რის საფუძველზეც გამოიკვეთა მისი სისუსტეები და გადაჭრის რეკომენდაციები. მთავარი რეკომენდაცია აღნიშნული მიმართულებით არის შემდეგი, რომ დირექტორის ანაზღაურება უნდა იყოს გამოთვლადი, მიზნული კონკრეტულ ფინანსურ თუ ბუღალტრულ მონაცემს და შეესაბამებოდეს კომპანიის რისკებსა და



ინტერესებს დროის გარკვეულ მონაკვეთში. არაფულადი ანაზღაურება უნდა იყოს შედეგზე-ორიენტირებული და მისი გამოყენება დროის დანაწილებულ მონაკვეთებზე გათვლილი. ყოველივე აღნიშნულის მიღწევა არის სამართლებრივი ტექნიკის საკითხი დირექტორთან გასაფორმებელი ხელშეკრულების შედგენის მომენტში.

ნაშრომის ბოლო თავი შეეხო დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების, როგორც კორპორაციული მართვის მექანიზმის საქართველოში გამოყენების პერსპექტივებს და მის შესაბამის სამართლებრივ ჩარჩოს. ამ მიმართულებით მნიშვნელოვანია, დასკვნის სახით აღინიშნოს შემდეგი, რომ დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების დასაშვებობა გამომდინარეობს „მეწარმეთა შესახებ“ საქართველოს კანონისა და სამოქალაქო სამართალში განმტკიცებული სახელშეკრულებო თავისუფლების პრინციპებიდან. თუმცა უნდა აღინიშნოს, რომ ამ კორპორაციული მართვის სრულყოფილი (თუნდაც „რბილი სამართლის“ სარეკომენდაციო დონეზე არსებული) ნორმატიული მოწესრიგება არ არის ქართულ სამართლებრივ სივრცეში, გარდა კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსისა ეს უკანასკნელი თავის მხრივ იზიარებს ნაშრომის ფარგლებში ჩამოყალიბებულ რეკომენდაციებს დირექტორის არაფულადი ანაზღაურების რეგულირებასთან მიმართებით, თუმცა საგულისხმოა, რომ კანონმდებლობის დონეზე მოხდეს არაფულად ანაზღაურებასთან დაკავშირებული საჯაროობისა და გამჭვირვალობის პრინციპების დანერგვა და მისი იმპლემენტაცია, პარტნიორების დაცვის მექანიზმების შემუშავება მენეჯმენტისთვის არაფულადი ანაზღაურების მინიჭების დროს, კომპანიის კაპიტალის დაცვა და შესაბამისი ბუღალტრული აღრიცხვის მოთხოვნების დაწესება.

ამერიკის შეერთებული შტატების გამოცდილების გაზიარება, რომელიც დაკავშირებულია დირექტორის არაფულად ანაზღაურებასთან, ასევე იქნება გარანტი საქართველოს მიერ ასოცირების შეთანხმებით ნაკისრი ვალდებულების შესრულებისა, რომლითაც საკორპორაციო სამართალი და კორპორაციული მართვა უნდა დაუახლოვდეს საერთაშორისო სტანდარტებს, იმისათვის, რომ განვითარდეს საბაზრო ეკონომიკა და უზრუნველყოფილ იქნეს საქართველოს სრულყოფილი მონაწილეობა საერთაშორისო სავაჭრო ურთიერთობებში.

## ბიბლიოგრაფია

### საერთაშორისო და ნაციონალური ნორმატიული აქტები:

1. საქართველოს კანონი „მეწარმეთა შესახებ“, საქართველოს საკანონმდებლო მაცნე (1994);
2. საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტის ბრძანება N215/04 კომერციული ბანკების კორპორაციული მართვის კოდექსის დამტკიცების თაობაზე (2018);
3. EU-Georgia Association Agreement, Official Journal of the European Union, L 261 (2014);
4. Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act, Pub. L. No. 111-203, &955, 124 Stat. 1376, 1904 (2010) (Codified at 15 U.S.C. 78n (2010)).

### ქართული და უცხოური ლიტერატურა:

1. ლილი ლაზარაშვილი, *სასამსახურო ხელშეკრულება საქარმოს დირექტორთან. პარტნიორი და დირექტორი შიდასაზოგადოებრივ ურთიერთობებში*, თანამედროვე საკორპორაციო სამართლის თეორიული და პრაქტიკული საკითხები, მერიდიანი, თბილისი (2009);
2. ლადო ჭანტურია, *კორპორაციული მართვა*, თბილისი (2006);
3. ირმა გელაშვილი, *საქართველოს სამოქალაქო კოდექსის ონლაინ-კომენტარი*, gcc.ge, 17.10.2017; მუხლი 319;
4. გიორგი მახარობლიშვილი, *კორპორაციული მართვის ზოგადი ანალიზი*, იურისტების სამყარო, თბილისი (2015);
5. Adam Smith, *The Wealth of the Nations*, London: Methuen & Co., Ltd. (1776).
6. Adam Winkler, *Corporate Law or the Law of Business: Stakeholders and Corporate Governance at the End of History*, 67 Law and Contemporary Problems, 109 (2004);
7. Aka E. Andersson & Borje Johansson, *Inside and Outside the Black Box: Organization of Interdependencies*, Springer (2018);
8. Alex Edmans, Xavier Gabaix, Dirk Jenter, *Executive Compensation: A Survey of Theory and Evidence*, Discussion Paper No. 767 (2017);
9. Allen Kraakman, *Commentaries and Cases on the Law of Business Organization*, Wolters Kluwer, Fourth Ed. (2012);
10. Andrew C.W. Lund & Robert Schonlau, *Golden Parachutes, Severance, and Firm Value*, *Florida Law Review*, Vol. 68, Issue 3. (2017);
11. Arthur R. Pinto & Douglas M. Branson, *Understanding Corporate Law*, LexisNexis, 3<sup>rd</sup> Ed. (2009);

12. Bebchuk, Lucian A., Alma Cohen, and Charles C.Y. Wang, Golden Parachutes and the Wealth of Shareholders, *Journal of Corporate Finance*, Vol. 25 (2014);
13. Bernard Mnzava, *Directors' Remuneration and Its Determinants: What Do We Know?*, *Business and Management Review*, Vol. 2(4) (2012);
14. Bernard S. Sharfman, *The Enduring Legacy of Smith v. Van Gorkom*, *Delaware Journal of Corporate Law*, Vol. 33 (2008)
15. Brian D. Cadman, Tjomme O. Rusticus, Jayanthi Sunder, *Stock Option Grant Vesting Terms: Economic and Financial Reporting Determinants*, *Review of Accounting Studies* No. 18 (2013);
16. Brian J. Hall & Jeffrey B. Liebman, *The Taxation of Executive Compensation*, *Tax Policy and the Economy*, Vol. 14 (2002);
17. Cadbury Report, *Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*, London (1992);
18. Carr J. Bettis, John M. Bizjak, Swaminathan L. Kalpathy, *Why Do Insiders Hedge Their Ownerships? An Empirical Examination*, *Financial Management* No. 44 (2015);
19. Dan Arley, Uri Gneezy, George Leowenstein, *Large Stakes and Big Mistakes*, *Review of Economic Studies*, Vol. 26, Issue 2 (2009);
20. Daniel H. Pink, *A Whole New Mind: Where Right-Brainers Will Rule the Future*, New York: Riverhead Books (2006);
21. David D. Friedman, *Law's Order: What Economics Has to Do with Law and Why It Matters*, Princeton University Press, New Jersey (2000);
22. Eliezer M. Fich, Anh L. Tran, and Ralph A. Walkling, *On the Importance of Golden Parachutes*, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 48, No. 6 (2013);
23. Elizabeth A. Ising, Ronald O. Mueller, Krista P. Hanvey, James Kroll, Heather Marshal, *Executive Compensation Disclosure Handbook: A Practical Guide to the SEC's Executive Compensation Disclosure Rules*, Donnelley Financial Solutions (2016);
24. Francesco Dennozza & Alessandra Stabilini, *Principals vs. Principals: The Twilight of the Agency Theory*, *Italian Law Journal*, Vol.3, No.2 (2017);
25. Franklin A. Gevurtz, *Corporations Law*, Chapter 3.1, West (2010);
26. Frederic W. Cook & Co., Inc., *Executive Compensation 2008 – The Year in Review & The Road Ahead*, New York, Chicago, Los Angeles, San Francisco, Atlanta (2009);

27. Gian Piero Cigna, Yaryna Kobel, Alina Sigheartau, *Corporate Governance in Transition Economies: Georgia Country Report*, European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) (2017);
28. Grant Kirkpatrick, *The Corporate Governance Lessons from the Financial Crisis*, OECD (2009);
29. Jennifer Hill & Charles M. Yablon, *Corporate Governance and Executive Remuneration: Rediscovering Managerial Positional Conflict*, UNSW Law Journal, Vol. 25 (2) (2002);
30. Joao Paulo Vieito, Antonio Cerqueira, Elfsio Brandao, Walayet Khan, *Executive Compensation: The Finance Perspective*, Journal of Management Studies Vol. 14, No.1 (2009);
31. Jocelyn D. Evans & Frank Hefner, *Business Ethics and the Decision to Adopt Golden Parachute Contracts: Empirical Evidence of Concern for all Stakeholders*, Journal of Business Ethics (2009).
32. John O. Okpara & Samuel O. Idowu, *Corporate Social Responsibility: Challenges, Opportunities and Strategies for 21<sup>st</sup> Century Leaders*, xv-xvi (Springer Ed. 2013);
33. John S. Mill, *Principles of Political Economy: With Some of Their Applications to Social Philosophy*, London: Longmans, Green Reader (1873);
34. Julian Velasco, *Shareholder Ownership and Primacy*, University of Illinois Law Review, No. 3 (2010);
35. Kevin J. Murphy, *Executive Compensation*, Chapter 38, Handbook of Labor Economics, Vol. 3 (1999);
36. Kevin J. Murphy, *Executive Compensation*, Handbook of Labor Economics, Vol. 3 (book 2), Ed. Orley Ashenfelter & David Card, New York, Elsevier (1990);
37. Krishna Reddy, *Do Golden Parachutes Increase CEO's Desire to be Taken Over? Empirical Evidence from Australia and the United States*, Asian Journal of Finance & Accounting, Vol. 4, No. 2 (2012);
38. Lori McMillan, *The Business Judgment Rule as an Immunity Doctrine*, William & Mary Business Law Review Vol. 4, No. 2 (2013);
39. Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No. 3 (2003);
40. Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Executive Compensation as an Agency Problem*, Journal of Economic Perspectives, Vol. 17, No.3 (2002);
41. Lucian A. Bebchuk & Jesse M. Fried, *Pay Without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Harvard University Press (2006);

42. Martin J. Conyon & Simon I. Peck, *Board Control, Remuneration Committees, and Top Management Compensation*, The Academy of Management Journal No.41 (1998);
43. Martin J. Conyon, *Executive Compensation and Incentives*, Academy of Management Perspectives, Vol. 20, No.1 (2006).
44. Michael C. Cichello, *The Impact of Firm Size on Pay-Performance Sensitivities*, Journal of Corporate Finance, No.11 (2005);
45. Michael C. Jensen & Kevin J. Murphy, *Performance Pay and Top-Management Incentives*, Journal of Political Economy (2012);
46. Michael C. Jensen & William H. Meckling, *Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, Journal of Financial Economics, Vol. 3, Issue 4 (1976);
47. Michael C. Jensen, *Corporate Budgeting is Broken - Let's Fix It*, Harvard Business Review (2001);
48. Michael Doran, *Uncapping Executive Pay*, Southern California Law Review, Vol 90, No. 4 (2017);
49. Michael Porter, *Capital Disadvantage: America's Failing Capital Investment System*, Harvard Business Review No. 75 (1992);
50. Natasha Bums & Simi Kedia, *The Impact of Performance-Based Compensation on Misreporting*, Journal of Financial Economics No. 79(1) (2006);
51. Ozkan Neslihan, *Do Corporate Governance Mechanisms influence CEO Compensation? An Empirical Investigation of UK Companies*, Journal of Multinational Financial Management No. 17 (2007);
52. Ragnar Frisch, *Theory of Production*, D. Reidel Publishing Company, Dordrecht-Hollarnd (1965);
53. Robert M. Mclaughlin, *Over-The-Counter Derivative Products: A Guide to Business and Legal Risk Management and Documentation*, McGraw-Hill (1998);
54. Roberto Barontini, Stefano Bozzi, Guido Ferrarini, Maria Cristina Ungureanu, *Director's Remuneration Before and After the Crisis: Measuring the Impact of Reforms in Europe*, Cambridge University Press (2013);
55. Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, Journal of Law and Economics, Vol. 3, The University of Chicago Press (1960);
56. Shilon Niztan, *Replacing Executive Equity Compensation: The Case for Cash for Long-Term Performance*, Delaware Journal of Corporate Law, Vol. 43, No.1 (2018);

57. Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, New York University Law Review (2003);
58. Thomas Clarke & Douglas Branson, *The SAGE Handbook on Corporate Governance*, London SAGE (2012);
59. Thomas P. Desmond, Ernest W. Torain Jr., Jason K. Zachary, *Executive Compensation Disclosure: A Roadmap*, Wall Street Lawyer, Vol. 8, No. 12 (2005);
60. Udo C. Braendle & John E. Katsos, *How to Control the Controller – CEO Compensation and Motivation*, Corporate Ownership & Control, Vol. 11, Issue 1 (2013).

სასამართლო გადაწყვეტილებები:

1. საქართველოს უზენაესი სასამართლოს გადაწყვეტილება საქმე №ას-1158-1104-2014 (2014);
2. Moran v. Household International Inc. 500 A.2d 1346 (Del. 1985);
3. Aronson v. Lewis, 473 A.2d 805 (Del. 1984);
4. Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).

სხვა წყაროები:

1. TBC BANK GP Share Price, London Stock Exchange, <https://www.londonstockexchange.com/exchange/prices-and-markets/stocks/summary/company-summary/GB00BYT18307GBGBXSTMM.html>;
2. The World Bank, Press Release: *Doing Business: Georgia has moved up to 6<sup>th</sup> Place in the Global Rankings* (2018) <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/10/31/doing-business-georgia-has-moved-up-to-6th-place-in-the-global-rankings>.