

INSTITUTE FOR DEVELOPMENT OF  
FREEDOM OF INFORMATION



ინფორმაციის თავისუფლების განვითარების ინსტიტუტი

„2006-2013 წლის ჯანდაცვის რეფორმის ფინანსური გავლენის  
პროგნოზი კერძო სადაზღვევო კომპანიებზე - „აღდაგი-ბისია“-ს  
შემთხვევა“

2014 წლის თებერვალი

ავტორი: გიორგი ხიშტოვანი

„Predicted Financial Impact of the Health Care Reforms on Private  
Insurance Companies between 2006-2013 in Georgia - The Case of  
„Aldagi-BCI“

Working Paper

Khishtovani<sup>1</sup>, Giorgi

February, 2014

---

<sup>1</sup> ბრემენის უნივერსიტეტის დოქტორანტი ([khishtovani@uni-bremen.de](mailto:khishtovani@uni-bremen.de)); ინფორმაციის თავისუფლების განვითარების ინსტიტუტის (IDFI) ანალიტიკოსი.

Abstract .....	3
შესავალი.....	4
არსებული მდგომარეობისა და ლიტერატურის მიმოხილვა .....	6
ინსტიტუციური გარემო.....	11
მონაცემების ანალიზი.....	13
მონაცემთა აღწერითი სტატისტიკა .....	13
სახელმწიფო, სექტორი, კომპანია .....	13
ეკონომიკური ღირებულების დადგენა .....	16
სადაზღვევო კომპანიების შეფასების ძირითადი პრინციპები .....	16
შეფასების მეთოდი და სცენარები .....	18
კვლევის შედეგები.....	22
დასკვნა .....	24
გამოყენებული ლიტერატურა.....	25

## Abstract

Since 2006, reforms implemented in the health care system of Georgia were conducted with the active participation of the private insurance companies. So, for instance, the Georgian government has provided a *state insurance program (SIP)* that provides health insurance to Georgian citizens living at or below the poverty line, Georgian retirees, children under 6 years and students. The private insurance companies were fully in charge of insuring participants and administration of the program since 2008. As a result of their involvement in the program, the insurance market has grown significantly. Simultaneously, one of the main reforms implemented in the health care system in the last 7 years was the *hospital sector development project (HSDP)*. Similarly to *SIP*, the private insurance sector was actively involved in the process of its implementation. The consequence of this project was that the large number of hospitals were built or renovated between 2006 and 2013. After the many-faceted reform attempts of the previous government of Georgia, processes in the health care sector has been made especially interesting by the initiatives of the new government elected in October 2012. It is noteworthy that the initiatives outlined in the program of the new government instigate the idea of introducing the universal health care system administrated exclusively by the different state agencies. Considering the fact that these initiatives imply the gradual replacement of insurance companies in 2014 and their full exclusion from each of state insurance program from 2014, it is of critical importance to evaluate the tendencies and future perspectives of the financial development of the private insurance sector.

In the framework of the presented paper I have conducted a valuation of the largest Georgian insurance company (“Aldagi-BCI”). Using the example of the main beneficiary of the previous reforms between 2006 and 2012, paper seeks to predict the consequences of the newly modified *SIP* on the private insurance companies involved in the initial program. Within the framework of the paper I have applied a “*case study*” method and the valuation of “*Aldagi-BCI*” is undertaken by *Residual Income Model*. The outcomes of the study suggest that after the modification of the *SIP* the economic value of the “Aldagi-BCI” has fallen by 35 percent in 2013 and it is now less than an amount of equity in the balance sheet of a company. Conducted research signals that the existing private companies involved in the *SIP* will face the huge financial challenges after full modification of it in 2014 and probably will be forced into bankruptcy. It also cannot be ruled out that the suffering private insurance sector will be forced to leave the Georgian hospital sector and the state will be confronted with the task to (re-)nationalize a big part of earlier privatized or newly constructed hospitals in Georgia.

## შესავალი

2006 წლიდან საქართველოს მთავრობა ჯანდაცვის სექტორში ფართომასშტაბიან რეფორმას ახორციელებს. 2008-2013 წლების პერიოდში რეფორმის არსებით სიახლეს მასში სადაზღვევო სექტორის აქტიური მონაწილეობა წარმოადგენდა. სადაზღვევო კომპანიები ჩართული იყვნენ როგორც სამედიცინო დაზღვევის სახელმწიფო პროგრამაში, ასევე ჰოსპიტალური სექტორის განვითარების პროექტში. 2013 წლის თებერვლიდან საქართველოს მთავრობამ, „საყოველთაო ჯანმრთელობის დაცვის სახელმწიფო პროგრამის“ სახით, უნივერსალურ ჯანდაცვის სისტემაზე გადასვლის პროცესის ე.წ. პირველი ეტაპი დაიწყო. 2015 წლიდან ახალი პროგრამის მართვას სახელმწიფო, სადაზღვევო კომპანიების ჩარევის გარეშე, სოციალური მომსახურების სააგენტოს საშუალებით აპირებს (გოგოლაშვილი, 2014). წინამდებარე კვლევის მიზანს წარმოადგენს სახელმწიფოს მიერ 2013 წელს ინიცირებული ჯანდაცვის ახალი პოლიტიკის ფინანსური შედეგების პროგნოზირება და შედეგად, მისი სავარაუდო გავლენის დადგენა სადაზღვევო კომპანიების გრძელვადიან ეკონომიკურ მდგომარეობაზე.

წინამდებარე კვლევის ფარგლებში შეფასებულია ქართული სადაზღვევო კომპანიის („ალდაგი-ბისიაი“) ეკონომიკური ღირებულება სპეციფიკურ ინსტიტუციონალურ გარემოში. კვლევა ჩატარდა ე.წ. „Case Study“-ს მეთოდის გამოყენებით. კვლევის ფარგლებში, 2006-2012 წლების რეფორმის ბენეფიციარის, „ალდაგი-ბისიაი“-ს მაგალითზე განხორციელდა იმის პროგნოზი, თუ რა გავლენა შეიძლება მოახდინოს რეფორმაში აქტიურად მონაწილე სადაზღვევო სექტორზე ქართულ სპეციფიკურ ინსტიტუციურ გარემოში 2012 წელს მთავრობის ცვლილების შემდეგ დაგეგმილმა სახელმწიფო დაზღვევის ახალმა პროგრამამ. სახელმწიფო დაზღვევის მოდელის ცვლილების გავლენის დადგენა, „ალდაგი-ბისიაი“-ს ეკონომიკური ღირებულების განვითარების დინამიკის გაანგარიშების საშუალებით განხორციელდა. „ალდაგი-ბისიაი“-ს ეკონომიკური ღირებულების გაანგარიშებისათვის გამოყენებულია ე.წ. „Residual Income Model“-ი (RIM).

ამასთანავე, კვლევაში თავმოყრილია სადაზღვევო სექტორში სახელმწიფოს მონაწილეობისა და 2006-2012 წლებში ჯანდაცვის სფეროში განხორციელებული რეფორმების პროცესში აქტიურად მონაწილე სადაზღვევო კომპანიების ფინანსური სტატისტიკა და წარმოდგენილია არსებული მონაცემების ეკონომიკური ანალიზი.

სტატიის დარჩენილი ნაწილის სტრუქტურა შემდეგნაირად გამოიყურება: სტატიის მეორე თავში წარმოდგენილია საქართველოში ჯანდაცვის რეფორმაში არსებული მდგომარეობისა და ამ რეფორმის შესახებ ლიტერატურის მიმოხილვა. მესამე თავში აღწერილია ინსტიტუციური გარემო, რომლის ფარგლებშიც ხორციელდებოდა ჯანდაცვის რეფორმა საქართველოში. მეოთხე თავის პირველ ნაწილში მოყვანილია აღწერითი სტატისტიკა სადაზღვევო სექტორში სახელმწიფოს მონაწილეობის, სექტორისათვის სამედიცინო დაზღვევის მნიშვნელობისა და მთლიანად სექტორისა და მისი სახელმწიფო პროგრამებში ჩართული მოთამაშეების ფინანსური მაჩვენებლების შესახებ; მეორე ნაწილში წარმოდგენილია სადაზღვევო კომპანიების შეფასების ძირითადი პრინციპები, ჩემ მიერ გამოყენებული შეფასების მეთოდი და რეფორმის განვითარების სცენარებზე მორგებული შეფასების სავარაუდო პარამეტრები. მეხუთე თავში წარმოდგენილია კვლევის შედეგები, ხოლო სტატია დასრულდება მეექვსე თავით, რომელშიც წარმოდგენილია დასკვნა.

# არსებული მდგომარეობისა და ლიტერატურის მიმოხილვა

საქართველოს მთავრობამ 2006-2012 წლებში ჯანდაცვის სექტორის ფართომასშტაბიანი რეფორმა განახორციელა. რეფორმის მიზანს ჯანდაცვის სფეროს მაქსიმალური ლიბერალიზება, სახელმწიფო ქონების პრივატიზება და სოციალური დაცვის გაძლიერება წარმოადგენდა (World Bank, 2012; Hou/Chao, 2011; Gotsatze et al., 2009; Zoidze et al., 2012).

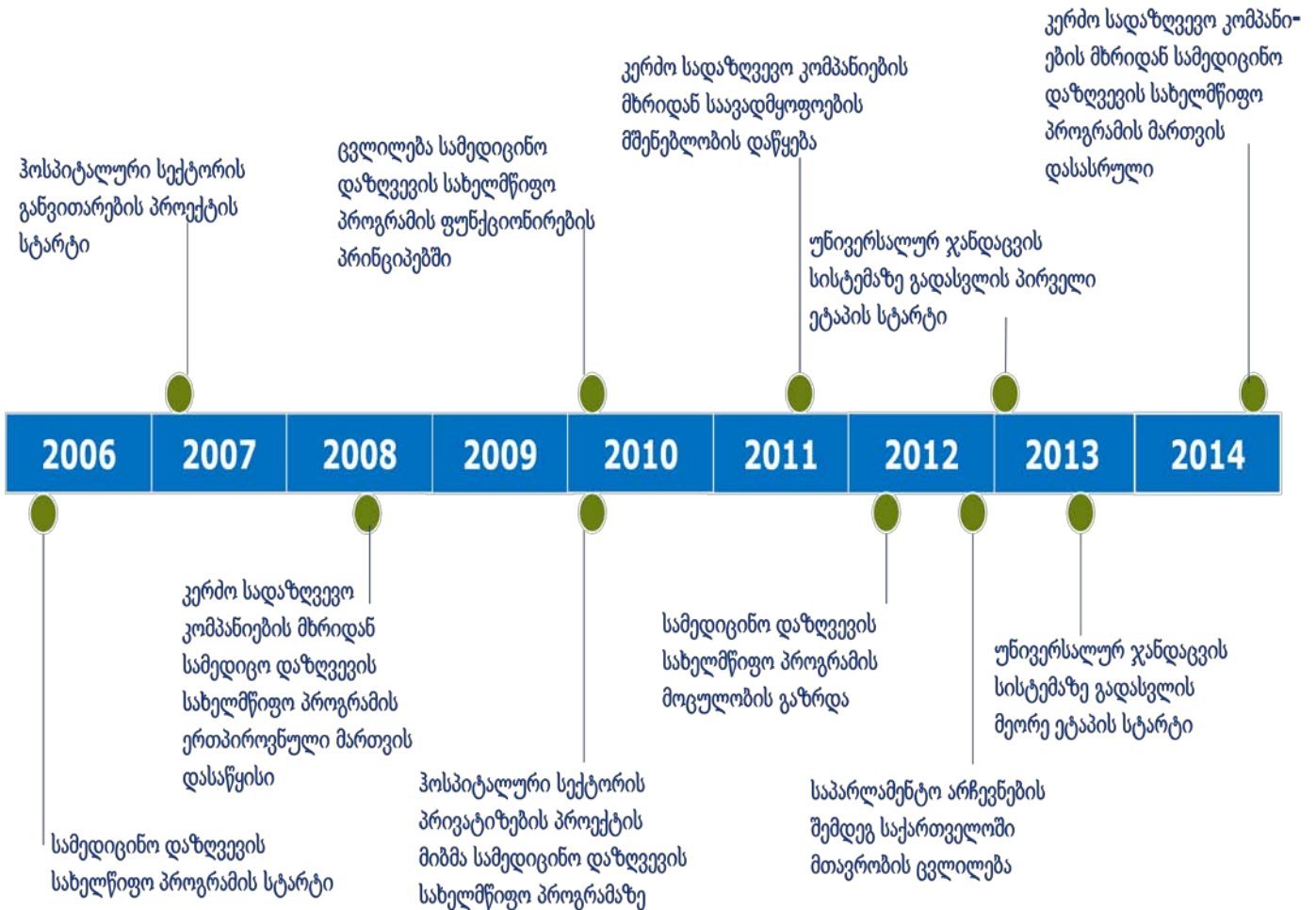
გატარებული რეფორმის არსებით სიახლეს მასში სადაზღვევო სექტორის აქტიური მონაწილეობა წარმოადგენდა (იხილეთ ილუსტრაცია, გვ. 6). სადაზღვევო კომპანიები ჩართული იყვნენ როგორც სამედიცინო დაზღვევის სახელმწიფო პროგრამაში, ასევე ჰოსპიტალური სექტორის განვითარების პროექტში (შემდგომში - „პროექტი“) (Zoidze et al., 2012). ასე მაგალითად, 2006 წლიდან საქართველოს მთავრობამ დაიწყო ე.წ. „სამედიცინო დაზღვევის სახელმწიფო პროგრამა“ (შემდგომში - „პროგრამა“), რომელიც პირველ რიგში ქვეყნის უმწეო მოსახლეობის სამედიცინო დაზღვევით უზრუნველყოფას ისახავდა მიზნად (Hou/Chao, 2011; Zoidze et al., 2012). 2012 წელს პროგრამა გაფართოვდა და სამედიცინო დაზღვევა უკვე საპენსიო ასაკში მყოფ ქვეყნის მოსახლეობაზე, სტუდენტებსა და 6 წლამდე ბავშვებზე გავრცელდა (საქართველოს მთავრობის დადგენილება #165, 2012). საერთო ჯამში, პროგრამის ფარგლებში ქვეყანაში თითქმის 1.7 მილიონი ადამიანის ანუ ქვეყნის მოსახლეობის თითქმის 30%-ის დაზღვევა მოხდა (დადგენილება #165, 2012; სადაზღვევო ასოციაცია, 2013). პროგრამის ერთპიროვნულ მართვას 2008 წლიდან სადაზღვევო კომპანიები ახორციელებდნენ. ამავდროულად, 2006 წლიდან, სახელმწიფოს მხრიდან დაიწყო ქვეყნის ჰოსპიტალური სექტორის განვითარების მცდელობა. პროექტის ძირითად მახასიათებელს მთლიანი სექტორის პრივატიზების გეგმა წარმოადგენდა. იგეგმებოდა სახელმწიფოს საკუთრებაში მყოფი თითქმის მთლიანი უძრავი და მოძრავი ქონების კერძო ინვესტორისათვის უსასყიდლოდ გადაცემა, რომელიც არსებული ჰოსპიტალების გარემონტებასა და ახალი ჰოსპიტალების აშენების ვალდებულებას აიღებდა საკუთარ თავზე (Transparency International Georgia (TIG), 2012a; TIG, 2012b). 2007-2012 წლებში ეს გეგმა ნაწილობრივ განხორციელდა, რის შედეგადაც კერძო მესაკუთრეების მიერ, 2012 წლის მდგომარეობით 87 საავადმყოფო იქნა რეაბილიტირებული ან ახლად აშენებული, ხოლო 2013 წლის ბოლომდე, საერთო ჯამში 150-მდე საავადმყოფოს რეაბილიტირება ან ახლად აშენება იქნა დაგეგმილი (TIG, 2012a; World Bank, 2012). ამ შემთხვევაშიც, ყურადღება გასამახვილებელია პროექტში სადაზღვევო კომპანიების განსაკუთრებით აქტიურ მონაწილეობაზე, რაც უპირველეს ყოვლისა, 2010 წელს,

ერთ ინვესტორზე მთლიანი ქონების გასხვისების გეგმის ჩავარდნითა და შედეგად, მთავრობის მხრიდან *პროგრამისა და პროექტის* ერთმანეთთან მიზმი აიხსნება (საქართველოს მთავრობის 2009 წლის დადგენილება #218 და 2010 წლის დადგენილება #85; Zoidze et al., 2012). მას შემდეგ, რაც სახელმწიფოს მხრიდან *პროგრამაში* მონაწილეობის პირობად ქვეყნის მასშტაბით საავადმყოფოების შექმნა-გარემონტება ან/და ახალი საავადმყოფოების აშენება განისაზღვრა, 2012 წლის მდგომარეობით სადაზღვევო კომპანიების მიერ აშენდა 49 ახალი საავადმყოფო (ეროვნული ბანკის წლიური ანგარიში, 2012) და საავადმყოფოების მთლიანი რაოდენობის თითქმის 42% მათ საკუთრებაში აღმოჩნდა (TIG, 2012a); ტენდენცია მზარდი გახლდათ, რადგან 2012 წელს სახელმწიფო დაზღვევის პროგრამის გაფართოების შემდეგ, სადაზღვევო კომპანიებმა დამატებით 13 ახალი საავადმყოფოს აშენების ვალდებულება აიღეს საკუთარ თავზე (დადგენილება #165, 2012).

სიტუაცია საქართველოს ჯანდაცვის სექტორში შეიცვალა 2012 წლის ოქტომბრის საპარლამენტო არჩევნების შემდეგ. ახალმა მმართველმა გუნდმა არსებული სახელმწიფო დაზღვევის მოდელი გრძელვადიან პერსპექტივაში არაეფექტიანად ჩათვალა და ახალი, ფართომასშტაბიანი რეფორმის მომზადებას შეუდგა. 2013 წლის თებერვლიდან საქართველომ „საყოველთაო ჯანმრთელობის დაცვის სახელმწიფო პროგრამის“ სახით უნივერსალურ ჯანდაცვის სისტემაზე გადასვლის პროცესის ე.წ. პირველი ეტაპი დაიწყო (დადგენილება #36, 2013), რომლის ფარგლებშიც, ამავე წლის ივლისიდან საქართველოს ყველა იმ მოქალაქის მინიმალური პაკეტით დაზღვევა მოხდა, რომელიც მანამდე არ იყო დაზღვეული. *ახალ პროგრამას* სახელმწიფო, სადაზღვევო კომპანიების ჩარევის გარეშე, სოციალური მომსახურების სააგენტოს საშუალებით ახორციელებს. შედეგად, დღეის მდგომარეობით, საქართველოს თითოეული მოქალაქე სხვადასხვა ტიპის სადაზღვევო პაკეტით არის აღჭურვილი; ხოლო არსებული მდგომარეობის განსაკუთრებულობა იმაში გამოიხატება, რომ სახელმწიფო პროგრამების მართვა ერთდროულად სხვადასხვა კერძო და სახელმწიფო ინსტიტუტის მხრიდან ხორციელდება.

2014 წლის განმავლობაში საქართველო მთლიანად საყოველთაო უნივერსალური ჯანდაცვის სისტემაზე გადასვლას გეგმავს, რაც „საყოველთაო ჯანმრთელობის დაცვის სახელმწიფო პროგრამის“ ფარგლებში განხორციელდება (დადგენილება #36, 2013). შედეგად, ამ პროგრამის დაფინანსებასა და მართვას მთლიანად სახელმწიფო აიღებს საკუთარ თავზე (გოგოლაშვილი, 2014). ამ პროცესის პარალელურად, 2014 წლის აპრილის შემდეგ კერძო სადაზღვევო სექტორის სახელმწიფო პროგრამებიდან საბოლოო ამოვარდნა იგეგმება (შესწორება მთავრობის #218-ე დადგენილების მე-13 მუხლში). სხვაგვარად რომ ვთქვათ,

არაუგვიანეს 2015 წლიდან, სახელმწიფო სრულიად უზრუნველყოფს მოსახლეობის საყოველთაო ჯანმრთელობის დაცვას, ხოლო სადაზღვევო კომპანიები საკუთარ საავადმყოფოებში სახელმწიფოს მიერ დაზღვეული მოქალაქეების მომსახურებით შემოიფარგლებიან.



ილუსტრაცია: ჯანდაცვის რეფორმის **timeline**-ი  
წყარო: საკუთარი ილუსტრაცია

დღემდე, ჯანდაცვის სფეროში განხორციელებული რეფორმის შეფასება, როგორც წესი, სხვადასხვა პროგრამის ძირითადი ბენეფიციარებისათვის ჯანდაცვის მომსახურებებზე ხელმისაწვდომობის, მათი მხრიდან ასეთი მომსახურების გამოყენების, პროვაიდერებისა და მედიკატორების მომსახურების ხარისხით კმაყოფილების, მოსახლეობის ე.წ. კატასტროფული დანახარჯების მოცულობისა (ე.წ. „catastrophic health expenditures“-ის) და სამედიცინო მომსახურებაზე ჯიბიდან გადახდილი თანხების (ე.წ. „out-of-pocket payments“) გაზომვის საშუალებით ხდებოდა (Bauhoff et al., 2011; Bauhoff et al. 2011; Hou/Chao, 2011; Gotsadze et al., 2009; Zoidze et al., 2012; TIG, 2012; OSF, 2012). ამავდროულად, პროცესებში კერძო სექტორის აქტიური მონაწილეობის მიუხედავად, განხორციელებული კვლევების ფარგლებში თითქმის არ მომხდარა რეფორმების შეფასება ჯანდაცვის სექტორში



წარმოდგენილი მნიშვნელოვანი კერძო მოთამაშეების (როგორებიცაა, მაგალითად, სადაზღვევო კომპანიები, კერძო საავადმყოფოები და მათში დასაქმებული ექიმები/ექთნები) ფინანსური შედეგების/მდგომარეობის განვითარების დინამიკის შეფასების მაგალითზე.<sup>2</sup> გამონაკლისს, ჩვენ მიერ 2012 წლის ზაფხულში განხორციელებული კვლევა წარმოადგენდა (Khishtovani/Pirveli, 2012).<sup>3</sup> კვლევის ფარგლებში მოხდა, 2011 წლის მდგომარეობით, რეფორმის განხორციელების პერიოდში სადაზღვევო კომპანიების ერთი ნაწილის ძირითადი ფინანსური მაჩვენებლების დინამიკის ანალიზი. კვლევამ აჩვენა, რომ 2010 წლიდან სახელმწიფო დაზღვევის და ჰოსპიტალური სექტორის განვითარების პროგრამების ერთმანეთთან დაკავშირების/მიზმის შემდეგ (დადგენილება #218 და #85), მთლიანი სექტორისა და კომპანიების ერთი ნაწილის ფინანსური მაჩვენებლების უმრავლესობა მნიშვნელოვნად გაუარესდა. ამასთანავე, რეფორმის პერიოდში მოხდა სერიოზული ცვლილებები სადაზღვევო ბაზარზე. მაგალითად, „ალდაგი-ბისიაი“, სახელმწიფო პროექტების ერთმანეთთან დაკავშირების შემდეგ,

<sup>2</sup> ყურადღებას იმსახურებს ეროვნული ბანკის 2012 წლის წლიურ ანგარიშში მოყვანილი მონაცემები პროგრამის ფარგლებში სადაზღვევო კომპანიების კრებისთი სადაზღვევო შემოსავლისა და დამდგარი სადაზღვევო ზარალის შესახებ. წლიური ანგარიშის თანახმად, წლების მიხედვით სადაზღვევო კომპანიებისათვის სახელმწიფო პროგრამების ე.წ. ზარალიანობის კოეფიციენტი (პერიოდის სადაზღვევო ზარალი შეფარდებული პერიოდის სადაზღვევო შემოსავალთან) შეადგენდა: 2009 წელი - 60%, 2010 წელი - 65%, 2011 წელი - 87% და 2012 წელი - 91%. მიუხედავად ინფორმაციის სარგებლიანობისა, შედეგში მოყვანილი ფაქტორების გათვალისწინებით, მხოლოდ ამ მონაცემების საფუძველზე სადაზღვევო კომპანიებისათვის სახელმწიფო პროგრამების ეფექტიანობის შეფასება შეუძლებელი ხდება: 1. მხოლოდ ზარალიანობის კოეფიციენტით პროგრამის ეფექტიანობის გაანგარიშების შემთხვევაში ყურადღების მიღმა რჩება სადაზღვევო კომპანიების მიერ საავადმყოფოების მშენებლობასთან დაკავშირებული ინვესტიციები და მათ შემდგომ ადმინისტრირებასთან დაკავშირებული ხარჯები; მაშინ, როდესაც საავადმყოფოების მშენებლობა და ადმინისტრირება პირდაპირ კავშირშია სახელმწიფო სამედიცინო პროგრამასთან, როგორც სადაზღვევო კომპანიებისათვის სახელმწიფო პროგრამაში მონაწილეობის აუცილებელი პირობა; 2. იმის გათვალისწინებით, რომ ზარალის ანაზღაურება, როგორც წესი თვითონ სადაზღვევო კომპანიების საკუთრებაში მყოფ საავადმყოფოებში ხდებოდა, მხოლოდ ე.წ. ზარალიანობის კოეფიციენტის გაანგარიშების საშუალებით ვერ შეიქმნება ცალსახა სურათი სადაზღვევო კომპანიების ფინანსურ მდგომარეობის პროგრამის გავლენის შესახებ. აქედან გამომდინარე, სადაზღვევო კომპანიებზე პროგრამის გავლენის დადგენის დამატებით ინსტრუმენტად, ამ კომპანიების კონსოლიდირებული ანგარიშების ფინანსური ანალიზის გამოყენება მიმაჩნია. ამასთანავე, 2013 წლის მაისში, ივნისში, ოქტომბერსა და დეკემბერში სადაზღვევო ასოციაციამ გამოაქვეყნა სტატისტიკური ინფორმაცია სახელმწიფო პროგრამებში კერძო სადაზღვევო კომპანიების მონაწილეობის შესახებ. დოკუმენტებში ხდება მთლიანი სექტორისა და ცალკეული კომპანიების სახელმწიფო პროგრამების ფარგლებში გამომუშავებული პრემიის შეფარდება ჯამურ დანახარჯებთან, რის საფუძველზეც ასოციაცია პროგრამის ე.წ. „ზარალიანობას“ ანგარიშობს. წარმოდგენილი დოკუმენტებიდან გამომდინარეობს, რომ, მაგალითად, სექტორისათვის 2012 წლის იანვარი-დეკემბრის პერიოდში 218-ე დადგენილებით ინიცირებული პროექტის ზარალიანობა 98%-ს (ანუ ჯამური ზარალი გამომუშავებული პრემიის 98%-ს შეადგენს), 2013 წლის იანვარი-სექტემბრის პერიოდში 218-ე დადგენილებით ინიცირებული პროექტის ზარალიანობა 100%-ს, ხოლო 2012 წლის სექტემბერი - 2013 წლის სექტემბრის პერიოდში 165-ე დადგენილებით ინიცირებული პროექტის ზარალიანობა 99%-ს შეადგენდა. მსგავსად ეროვნული ბანკის მიერ გამოქვეყნებული ინფორმაციისა, მიუხედავად ინფორმაციის სარგებლიანობისა, ზემოთ ხსენებული მიზეზების გამო, მხოლოდ მოცემული „ზარალიანობა“-ს კოეფიციენტი არ არის საკმარისი საბუთი იმისათვის, რომ მოხდეს სექტორისა და კომპანიების პროგრამებში მონაწილეობის ეკონომიკური შედეგების/ეფიციენტურობის დადგენა.

<sup>3</sup> 2012 წლის აპრილ-ივნისში „ალდაგი-ბისიაი“-მ ეტაპობრივად შეიძინა „იმედი-L“-ს აქციები კომპანიის ყოფილი მესაკუთრეებისგან. 2012 წლის 16 ნოემბერს კომპანიების საბოლოო შერწყმა მოხდა. საერთო ჯამში, „ალდაგი-ბისიაი“-ს მხრიდან „იმედი-L“-ს 100%-იანი წილის გამოსასყიდად გადახდილი იქნა 9.626 მილიონი ლარი („ალდაგი-ბისიაი“-ს 2012 წლის ანგარიში, გვ. 34).

2012 წლის მდგომარეობით, სადაზღვევო ბაზრის ყველაზე გავლენიანი მოთამაშე გახდა; ხოლო „იმედი-L“, რომელიც ბაზრის დომინანტი მოთამაშე იყო 2010 წლის მდგომარეობით, ფინანსური სირთულეების გამო, იძულებული გახდა, თითქმის სრულად შეეცვალა აქციონერები და იგი თავისი პირდაპირი კონკურენტის, „ალდაგი-ბისია“-ს მიერ იქნა ნაყიდი (Khishtovani/Pirveli, 2012).

სახელმწიფოს ახალი მმართველი გუნდის მიერ ინიცირებულმა ცვლილებებმა კვლავ აქტუალური გახადა 2006 წელს დაწყებული რეფორმის საზოგადოებრივი სარგებლიანობის და ეკონომიკური მართებულობის გამოკვლევის საკითხი. აშკარაა, რომ 2010 წელს ჯანდაცვის სექტორის განვითარების სხვადასხვა პროგრამის ერთმანეთზე მიბმამ სექტორზე ნეგატიურად იმოქმედა, რაზეც კომპანიების ლიკვიდაცია (მაგ. „იმედი-L“), სახელმწიფო პროგრამის ნებაყოფლობით დატოვება („ალფა“)<sup>4</sup> და გაკოტრების საქმის დაწყება („არქიმედეს გლობალ ჯორჯია“)<sup>5</sup> მეტყველებს.<sup>6</sup> ამ ეტაპზე გადამწყვეტი ხდება, თუ რამდენად გამართლებულია სახელმწიფო დაზღვევის პროგრამის ასეთი რადიკალური ცვლილება და როგორ იმოქმედებს აღნიშნული მოვლენა სადაზღვევო სექტორის გრძელვადიანი განვითარების პერსპექტივაზე. ამასთანავე, ისევე, როგორც 2007 წელს, როდესაც სადაზღვევო კომპანიების სახელმწიფო დაზღვევის პროგრამაში ჩართვის იდეის ეფექტიანობა, საუკეთესო შემთხვევაში, წინასწარ გაურკვეველი იყო (Gotsadze et al., 2009), დღესაც, სადაზღვევო კომპანიების სახელმწიფო პროგრამებიდან გამოთიშვის სავარაუდო შედეგების მეცნიერული ანალიზი არ არსებობს.

წინამდებარე კვლევის მიზანია სადაზღვევო ბაზარზე ყველაზე დიდი და წარმატებული მოთამაშის, „ალდაგი-ბისია“-ს, 2006-2013 წლის პერიოდში ეკონომიკური ღირებულების განვითარების დინამიკის და 2014-2015 წლების ეკონომიკური ღირებულების პროგნოზირების საშუალებით სახელმწიფოს მიერ 2013 წელს ინიცირებული პოლიტიკის ფინანსური შედეგების პროგნოზირება და მისი სავარაუდო გავლენის დადგენა სადაზღვევო კომპანიების გრძელვადიან ეკონომიკურ მდგომარეობაზე. ამასთანავე, კვლევის ფარგლებში კიდევ ერთხელ მოხდება, უკვე 2012 წლის მონაცემებზე დაყრდნობით, 2006-2012 წლებში ჯანდაცვის სფეროში განხორციელებული რეფორმების პროცესში აქტიურად მონაწილე სადაზღვევო კომპანიების ფინანსური შედეგების შეფასება.

<sup>4</sup> [http://www.moh.gov.ge/index.php?lang\\_id=GEO&sec\\_id=29&info\\_id=1427](http://www.moh.gov.ge/index.php?lang_id=GEO&sec_id=29&info_id=1427)

<sup>5</sup> Internet-Portal - [www.interpressnews.ge](http://www.interpressnews.ge): <http://www.interpressnews.ge/ge/interviu/266064-rusudan-gogolashvili-sakhelmtsifo-dazghvevis-mqone-pirebis-sayovelthao-jandacvis-programashi-gaerthianeba-2014-tslis-bolomde-daruldeba.html> ; <http://www.bpn.ge/biznesi/2687-arqimedes-global-jorjia-gakotrda.html?lang=ka-GE>.

<sup>6</sup> აუცილებელია ყურადღების გამახვილება იმ გარემოებაზე, რომ ჩვენი მოსაზრებით არა სამედიცინო დაზღვევის სახელმწიფო პროგრამა იყო კომპანიებისათვის წამგებიანი, არამედ - სახელმწიფო პროგრამების ერთმანეთზე მიბმა.

## ინსტიტუციური გარემო

90-იანი წლების განმავლობაში საქართველოს ეკონომიკურმა დადმასვლამ ჯანდაცვის სექტორში ინფრასტრუქტურის მდგომარეობის და მომსახურების ხარისხის მკვეთრი გაუარესება გამოიწვია (Hou/Chao, 2011). აგრეთვე, შემცირდა სახელმწიფოს მხრიდან ჯანდაცვის სექტორის დაფინანსება (OSF, 2012). შედეგად, მკვეთრად გაიზარდა ჯანდაცვის მთლიან დანახარჯებში ე.წ. ჯიბიდან გადახდილი თანხების წილი, რასაც თავის მხრივ, მოსახლეობის მხრიდან ჯანდაცვის მომსახურების მოხმარების შემცირება მოჰყვა (Gotsadze, 2006; Gotsadze et al., 2009). ამ პერიოდში სახელმწიფოს მიერ შემოთავაზებული ჯანდაცვის მომსახურების ხარისხი დაბალი, ჯანდაცვის ინფრასტრუქტურის მდგომარეობა არაადაპტაციურობილი, ხოლო ე.წ. კატასტროფული დანახარჯების წილი- მაღალი იყო (Gotsadze et al., 2009).

საქართველოს ჯანდაცვის სექტორში უკანასკნელი ფართომასშტაბიანი რეფორმა 2006 წელს დაიწყო, როდესაც სახელმწიფოს მხრიდან *პროგრამის* ინიცირება მოხდა. პროგრამის ფარგლებში, საქართველოს მთავრობამ, ვაუჩერული სისტემის გამოყენებით სიღარიბის ზღვარს მიღმა მყოფი მოსახლეობა სამედიცინო დაზღვევით უზრუნველყო. მოქალაქეს გაუჩნდა უფლება, მიეღო სამედიცინო დაზღვევის ვაუჩერი, საკუთარი ნებით აერჩია თავისთვის სასურველი სადაზღვევო კომპანია და დაზღვეულიყო მასში. პროგრამა ამ ფორმატით 2010 წლამდე ფუნქციონირებდა (Bauhoff et al., 2011; Zoidze et al., 2012; TIG, 2012a; TIG, 2012b). 2010 წლის გაზაფხულზე, მთავრობამ სადაზღვევო კომპანიებს *პროექტში* მონაწილეობის მიღება შესთავაზა. სიახლე კი ის იყო, რომ ამ პროცესის პარალელურად, მთავრობამ შეცვალა *პროგრამის* ვაუჩერული სისტემა და გამოაცხადა, რომ სადაზღვევო კომპანიების უფლება, დაეზღვიათ *პროგრამის* მონაწილეები, მიბმული იქნებოდა მათ ნებაზე, მონაწილეობა მიეღოთ *პროექტში* (TIG, 2012a, Zoidze et al., 2012).<sup>7</sup>

ურთიერთობის ფორმას, რომელსაც ჩვენ 2010 წელს წავაწყდით საქართველოში, ზოგიერთი მკვლევარი ახასიათებს, როგორც ე.წ. Public-Private-Partnership-ს (Zoidze et al., 2012). ჩვენ არ ვეთანხმებით ამ მოსაზრებას, რადგან განსხვავებით პარტნიორული ურთიერთობისგან, რომლის ფარგლებშიც მხარეებს შორის ურთიერთობას ნებაყოფლობითი ხასიათი გააჩნია და პარტნიორების მხრიდან ძალაუფლების გადამეტებული გამოყენების რისკი ინსტიტუციურად მინიმუმამდე არის დაყვანილი, საქართველოში განხორციელებული რეფორმის

<sup>7</sup> 2010 წელს წლიური სადაზღვევო პრემიის მოცულობაც შეიცვალა; ერთ დაზღვეულზე სადაზღვევო კომპანია ნაცვლად 180 ლარისა მხოლოდ 144 ლარს იღებდა (Zoidze et al, 2012, გვ. 56).

შემთხვევაში, სახელმწიფო ყოველთვის დომინანტურ მდგომარეობაში იმყოფებოდა, რის საფუძველზეც მას თავისუფლად შეეძლო ეკარნახა კერძო სადაზღვევო მოთამაშეებისათვის თამაშის ძირითადი პირობები და ასე მოეხდინა გავლენა მათ ქცევაზე (უპირველეს ყოვლისა, მხედველობაში მისაღებია იმდროინდელი ინსტიტუციური გარემო საქართველოში; ასე მაგალითად, 2010 წელს გამოცემული გლობალური კონკურენტუნარიანობის ინდექსის მიხედვით, საქართველო საკუთრების უფლებების დაცვის კუთხით 139 ქვეყნიდან 120-ე ადგილზე, ხოლო სასამართლო დამოუკიდებლობის მდგომარეობით 139 ქვეყნიდან 104-ე ადგილზე გვხვდება (იხ. World Economic Forum-ის 2010/2011 წლის დასკვნა)). აქედან გამომდინარე, ჩვენ ამ სპეციფიკურ (ქართულ) ფენომენს ვუწოდებთ ე.წ. “Corporate Political Responsibility“ (შემდგომში - CPR) (Khishtovani/Pirveli, 2012; Timm, 2013). ამ აბრევიატურის ქვეშ ჩვენ ვგულისხმობთ სპეციფიკურ სიტუაციას, როდესაც მთავრობა მოელის კერძო კომპანიებისაგან პოლიტიკური პასუხისმგებლობის გამოვლენას და შედეგად „ბაზრის რიგითი კერძო მოთამაშე CPR-ის ფარგლებში, დგება აუცილებლობის წინაშე, შეასრულოს სახელმწიფოს მიერ დადგენილი და, როგორც წესი, მისთვის ფინანსურად საზიანო პოლიტიკურ-ეკონომიკური აქტიურობა/საქმიანობა“ (Khishtovani/Pirveli, 2012). ამავდროულად, „CPR-ის ფარგლებში კომპანია სახელმწიფოსგან იღებს სხვადასხვა ტიპის შეღავათებს/წახალისებებს, რითაც მას უნდა გაუადვილდეს თავისი CPR-ის შესრულება. ამ ტიპის შეღავათები/წახალისებები შეიძლება იყოს: დამატებითი სახელმწიფო შეკვეთები, სახელმწიფოს მხრიდან პრივატიზების პროცესში კომპანიის პრივილეგირება (ან/და) ადგილობრივ ბაზარზე კომპანიის მონოპოლიური პოზიციების ტოლერირება“ (Khishtovani/Pirveli, 2012). ჩვენს შემთხვევაში ეს აღმოჩნდა ქვეყნის კონკრეტული რეგიონის მოსახლეობის მნიშვნელოვანი ნაწილისათვის სამედიცინო დაზღვევის შეთავაზების ექსკლუზიური უფლება.

ყოველივე ზემოთ ხსენებულიდან გამომდინარე, სახელმწიფოს სადაზღვევო ბაზარზე არსებული პოზიციების გათვალისწინებით, ჯანდაცვის რეფორმის ფარგლებში 2010 წელს განხორციელებული ცვლილებების ლოგიკური შედეგი თითქმის ყველა მსხვილი სადაზღვევო კომპანიის *პროექტში* ჩართვა გახდა. საბოლოო ჯამში, პროგრამაში შემდეგი კომპანიები ჩაერთვნენ: „ალდაგი-ბისიაი“, „იმედი-L“, „ჯიპიაი-ჰოლდინგი“, „ირაო“, „არქიმედეს გლობალ ჯორჯია“, „ალფა“, „IC-ჯგუფი“ და ნაწილობრივ „ქართუ“ და „ვესტი“.

# მონაცემების ანალიზი

## მონაცემთა აღწერითი სტატისტიკა

### სახელმწიფო, სექტორი, კომპანია

კვლევის ძირითად ნაწილზე გადასვლამდე, აუცილებლად მიმაჩნია 2012 წლის მდგომარეობით, სადაზღვევო სექტორში სახელმწიფოს მონაწილეობის, სექტორისათვის სამედიცინო დაზღვევის მნიშვნელობის და მთლიანად სექტორისა და მისი სახელმწიფო პროგრამებში ჩართული მოთამაშეების ფინანსური მაჩვენებლების განვითარების დინამიკის წარმოდგენა.

სახელმწიფოს წილი სადაზღვევო ინდუსტრიაში <sup>89</sup>			
2009	2010	2011	2012
50,28%	57,24%	51,53%	46,23%
სამედიცინო დაზღვევის წილი სადაზღვევო ინდუსტრიაში <sup>10</sup>			
2009	2010	2011	2012
77,76%	79,32%	77,51%	79,77%
სახელმწიფოს წილი სამედიცინო დაზღვევის სექტორში <sup>11</sup>			
2009	2010	2011	2012
64,66%	72,17%	66,48%	57,96%

წყარო: საქართველოს ეროვნული ბანკი (სებ), საქართველოს ბიუჯეტი, სადაზღვევო კომპანიების ფინანსური ანგარიშები  
ცხრილი 1: სახელმწიფო სადაზღვევო ბაზარზე

ცვლადები										
IND	წმინდა მოგება					Return on Assets (ROA) <sup>12</sup>				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
IND	-8408	17863	33951	-22361	-7293	N/A	6.14%	8.71%	-4.70%	-2,89%
IND	გამომუშავებული პრემია <sup>13</sup>					Return on Equity (ROE) <sup>14</sup>				

<sup>8</sup> უფრო შესაფერისი მონაცემების წარმოდგენის მიზნით, წინა კვლევისაგან (Khishtovani/Pirveli, 2012) განსხვავებით, წინამდებარე კვლევაში კოეფიციენტების ახლებურად გაანგარიშება მოხდა.

<sup>9</sup> სახელმწიფოს დანახარჯები პროგრამის ფარგლებში შეფარდებული სექტორის ნეტო გამომუშავებულ პრემიასთან.

<sup>10</sup> სამედიცინო დაზღვევიდან გამომუშავებული ნეტო პრემია შეფარდებული სექტორის ნეტო გამომუშავებულ პრემიასთან.

<sup>11</sup> სახელმწიფოს დანახარჯები პროგრამის ფარგლებში შეფარდებული სამედიცინო დაზღვევიდან გამომუშავებულ ნეტო პრემიასთან.

<sup>12</sup> როგორც ROA-ს, ასევე ROE-ს მონაცემი სტატისტიკის ავტორის მიერ არის გამოთვლილი.

<sup>13</sup> სექტორის ნეტო გამომუშავებული პრემია.

	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
	N/A	264074	293697	264678	331729	-24%	41%	46%	-24%	-7%

წყარო: სეზ

ცხრილი 2: ინდუსტრიის ძირითადი ფინანსური მაჩვენებლები (მილიონ ლარში)

ცვლადები										
	წმინდა მოგება <sup>15</sup>					ROA <sup>16</sup>				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
BCI	-6271	4155	4967	6114	13090	-8,67%	5,47%	6,46%	5,41%	6,77%
	გამომუშავებული პრემია <sup>17</sup>					ROE				
	2008	2009	2010	2011	2012 <sup>18</sup>	2008	2009	2010	2011	2012
BCI	N/A	50040	49389	51123	108462	-42%	28%	27%	26%	26%

წყარო: Aldagi-BCI-ს ფინანსური ანგარიშები

ცხრილი 3: Aldagi-BCI-ს ძირითადი ფინანსური მაჩვენებლები (მილიონ ლარში)

ცვლადები										
Firms	წმინდა მოგება					ROA				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
GPI	2540	6374	11290	1720	5491 <sup>19</sup>	7,96%	13,29%	15,65%	1,16%	6,21%
Imedi - L	160	3406	1624	-3534	-	0,53%	6,43%	2,20%	-3,74%	-
IRAO	N/A	1964	-2837	-1370	1797	9,55%	5,37%	-6,26%	-2,88%	3,44%
ALP-	N/A	210	2184	-19056	N/A	N/A	11,73%	16,78%	-60,9%	N/A

<sup>14</sup> განსხვავებით წინა კვლევისაგან, ცვლადის გაანგარიშების დროს პერიოდის წმინდა მოგებას ვუფარდებთ წინა და ახლანდელი პერიოდის გასაშუალოებულ საკუთარ კაპიტალს გამოკლებული წლის სხვა სრული შემოსავალი (OCI) (იხ.: Coenenberg et al., გვ. 1146-1148).

<sup>15</sup> კონცერნის წმინდა მოგებას გამოკლებული არასაკონტროლო პაკეტის მესაკუთრეთა წილი.

<sup>16</sup> ამ შემთხვევაში მოხდება მთლიანი კონცერნის წმინდა მოგების შეფარდება მისი წინა და ახლანდელი პერიოდის გასაშუალოებულ მთლიან აქტივებზე.

<sup>17</sup> განსხვავებით წინა კვლევისაგან, მოზიდულ პრემიას წარმოადგენს სექტორის ნეტო გამომუშავებული პრემია.

<sup>18</sup> „ალდაგი-ბისიაი“-ს და „იმედი-L“-ს ერთად გამომუშავებული ნეტო პრემია.

<sup>19</sup> მნიშვნელოვან სიახლეს „ჯიპიაი-ჰოლდინგი“-სა და „ირაო“-ს 2012 წლის ფინანსური ანგარიშების შემთხვევაში წარმოადგენს ის გარემოება, რომ კომპანიებმა ნაცვლად წინა წლებში წარმოდგენილი კონსოლიდირებული ფინანსური ანგარიშისა, 2012 წელს ინდივიდუალური ფინანსური ანგარიში მოამზადეს; ხოლო მთლიანი საინვესტიციო ქონება (ძირითადად, წარმოდგენილი სახელმწიფო პროგრამების ფარგლებში აშენებული საავადმყოფოების სახით) გასხვისებულ იქნა საკუთარ შვილობილ კომპანია, შპს „ჯეოჰოსპიტალსზე“ (ამ კომპანიაში „ჯიპიაი-ჰოლდინგი“ 65%-იანი და „ირაო“ 35%-იანი წილის მფლობელები არიან). შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ 2012 წლის ინდივიდუალური ანგარიშის მონაცემები არ ასახავს მთლიანი „კონცერნი“-ს („ჯიპიაი-ჰოლდინგი“ და ძირითადად მის საკუთრებაში მყოფი შვილობილი კომპანია „ჯეოჰოსპიტალსი“; „ირაო“ და ნაწილობრივ მის საკუთრებაში მყოფი შვილობილი კომპანია „ჯეოჰოსპიტალსი“) რეალურ ფინანსურ მდგომარეობას (ამავდროულად, ავტორი არ გულისხმობს, რომ აუდიტირებული ინდივიდუალური ანგარიში არ არსაზღვრად ცალკეული სადაზღვევო კომპანიის რეალურ ფინანსურ მდგომარეობას).

HA										
ARC	N/A	-18	1595	2917	N/A	-113%	-0,16%	11,20%	20,56%	N/A
Firms	გამომუშავებული პრემია					ROE				
	2008	2009	2010	2011	2012	2008	2009	2010	2011	2012
GPI	-	49229	52790	46631	58791	176,7%	89,98%	84,66%	10,69%	28,2%
Imedi - L	-	51877	59888	50096	-	3,38%	40,74%	14,27%	-37,6%	-
IRAO	-	34349	34833	22148	29924	103,3%	41,60%	-67,9%	-70,4%	40,3%
ALP- HA	-	617	18042	37427	35937	N/A	17,82%	68,99%	- 536,5%	N/A
ARC	-	8752	9506	8417	31937	- 315,9%	-0,73%	44,08%	76,65%	N/A

წყარო: სებ, სადაზღვევო კომპანიების ფინანსური ანგარიშები  
ცხრილი 4: ძირითადი ფინანსური მაჩვენებლები (მილიონ ლარში)

ჩვენს წინა კვლევაში (Khishtovani/Pirveli, 2012) უკვე მოხდა იმის ნაწილობრივ დასაბუთება, რომ რეფორმის ის მოდელი, რომელიც განხორციელდა საქართველოში, მომგებიანი მხოლოდ პოლიტიკურად დაკავშირებული კომპანიებისათვის აღმოჩნდა. 2012 წელს მთლიანი სექტორისა და ბაზრის ცალკეული მონაწილის ფინანსური მაჩვენებლების განვითარების დინამიკა ადასტურებს წინა კვლევის შედეგების მართებულობას. ასე მაგალითად, მთლიანმა სექტორმა 2012 წელიც უარყოფითი შედეგით დაასრულა. რაც შეეხება ცალკეულ კომპანიებს, შეგვიძლია ვივარაუდოთ, რომ „იმედი-L“-ის ლიკვიდაცია, „ალფა“-ს მხრიდან სახელმწიფო პროგრამის ნებაყოფლობით დატოვება და „არქიმედეს გლობალ ჯორჯია“-ში 2013 წლის აგვისტოს დროებითი მმართველის შესვლა, ხოლო 2013 დეკემბერს ამ კომპანიის გაკოტრების საქმის დაწყება<sup>20</sup> ჯანდაცვის რეფორმის ირიბ შედეგს წარმოადგენს. რაც შეეხება „ჯიპიაი-ჰოლდინგი“-სა და „ირაო“-ს, შეიძლება ვივარაუდოთ, რომ მას შემდეგ, რაც მათი მთლიანი საინვესტიციო ქონება (ძირითადად, წარმოდგენილი სახელმწიფო პროგრამების ფარგლებში აშენებული საავადმყოფოების სახით) გასხვისებულ იქნა საკუთარ შვილობილ კომპანია შპს „ჯეოჰოსპიტალსზე“, 2012 წლის ინდივიდუალური ანგარიშების მონაცემები არ ასახავს კომპანიების რეალურ ფინანსურ მდგომარეობას.<sup>21</sup> ამავდროულად, „ალდაგი-ბისიაი“-ს ძირითადი ფინანსური მაჩვენებლების განვითარების შემთხვევაში კვლავ დადებითი დინამიკა აღინიშნება.

<sup>20</sup> <http://www.bpn.ge/biznesi/2687-arquimedes-global-jorjia-gakotrda.html?lang=ka-GE>

<sup>21</sup> ამავდროულად, ავტორი არ გულისხმობს, რომ აუდიტირებული ინდივიდუალური ანგარიშები არ ასახავს ცალკეული სადაზღვევო კომპანიის რეალურ ფინანსურ მდგომარეობას.

## ეკონომიკური ღირებულების დადგენა

### სადაზღვევო კომპანიების შეფასების ძირითადი პრინციპები

ზოგადად, საქართველოს ეკონომიკური განვითარების ერთ-ერთ მნიშვნელოვან შემაფერხებელ ფაქტორად საქართველოში საწარმოების და მათი საკუთარი კაპიტალის შეფასებასთან დაკავშირებული სირთულეები შეიძლება დავასახელოთ. დღემდე, ქართულ სამეცნიერო წრეებში ძნელია მოიძებნოს პასუხი კითხვაზე, თუ როგორ უნდა დადგინდეს საწარმოს ეკონომიკური ღირებულება.

„ალდაგი-ბისიას“ შეფასების მაგალითზე, ჩემ მიერ მომზადებული კვლევა მიზნად ისახავს 2013 წელს მოდიფიცირებული ჯანდაცვის რეფორმის შედეგების პროგნოზირებას მასში ყველაზე აქტიურად მონაწილე კომპანიის ეკონომიკური ღირებულების განვითარების დინამიკის შეფასების გზით. კომპანიის შეფასების პროცესზე გადასვლამდე, აუცილებლად მიმაჩნია იმ ძირითადი პრინციპების ჩამოყალიბება, რომლებიც გასათვალისწინებელია სადაზღვევო კომპანიების შეფასების დროს. არსებობს მრავალი მიზეზი, თუ რატომ უნდა მივუდგეთ სადაზღვევო კომპანიების შეფასებას ინდივიდუალურად; მათ შორის:

- სადაზღვევო კომპანიების შემთხვევაში, ბალანსის სპეციფიკური ხასიათი. როგორც წესი, ბალანსში საინვესტიციო ქონებისა და (სადაზღვევო) რეზერვების პროცენტული მაჩვენებლები მაღალია (Kureljusic, 2009, გვ. 453; Graßl/Beck, 2010, გვ. 141; Damodaran, 2009, გვ. 2-9);
- მარეგულირებლის სპეციფიკური მოთხოვნები, რომლებიც გავლენას ახდენს შეფასების პროცესზე და, შედეგად, საწარმოს ღირებულებაზე (მაგალითად, საკუთარი კაპიტალის მინიმალურ ოდენობასთან და სადაზღვევო რეზერვების მაჩვენებლებთან დაკავშირებული შეზღუდვები);
- ზოგადად, სადაზღვევო კომპანიების ე.წ. „Entity-Approach“-ის (Mandl/Rabel, 2009) საშუალებით შეფასების დროს ვაწყდებით სირთულეს, რაც ასეთი კომპანიების სასესხო კაპიტალის კომპლექსური ხასიათიდან გამომდინარეობს და საბოლოოდ, მის შეფასებას თითქმის შეუძლებელს ხდის (Kureljusic, 2009, გვ. 454; Graßl/Beck, 2010, გვ. 143; Damodaran, 2009, გვ. 14). საუბარია სადაზღვევო რეზერვების სხვადასხვა ტიპზე, რომელთა შეფასების დროს სხვადასხვა მაჩვენებლის გამოყენების აუცილებლობის წინაშე ვდგებით;
- საწარმოს ეკონომიკური ღირებულების შეფასებისათვის აუცილებელი ზოგიერთი ფინანსური ცვლადის (მაგალითად, საწარმოს “Free-Cash-Flow”) გაანგარიშების და პროგნოზირების სირთულე. განსაკუთრებით, როდესაც საუბარი საწარმოს „capital expenditure“-სა და „working capital“-ის



განგარიშებაზეა (Zimmermann et al. 2008; Damodaran, 2009). შედეგად, შეუძლებელი ხდება „Free-Cash-Flow“-ზე დაფუძნებული მეთოდების, როგორცაა, მაგალითად, „Discounted-Cash-Flow“-ს (Mandl/Rabel, 2009, გვ. 64-77) მოდელი, გამოყენება.

ზემოთხსენებული ფაქტორების გათვალისწინებით, ავტორების ნაწილი, სადაზღვევო კომპანიების შემთხვევაში უპირატესობას ფინანსურ ანგარიშგებაზე დაფუძნებულ ე.წ. „RIM“-ს ანიჭებს (Zimmermann et al., 2008; Damodaran, 2009). ჩემი კვლევი შემთხვევაშიც, „ალდაგი-ბისიაი“-ს ეკონომიკური ღირებულების დადგენა ამ მოდელის საშუალებით მოხდა.

# შეფასების მეთოდი და სცენარები

შეფასების პირველ ეტაპზე დეტალურად იქნება წარმოდგენილი შეფასების მეთოდი. კვლევის ფარგლებში გამოყენებული იქნება RIM-ის<sup>22</sup> Claus/Thomas-ის (2001) მოდიფიცირებული ორფაზიანი ვარიანტი.

Claus/Thomas-ის RIM-ის ორფაზიანი ვარიანტი<sup>23</sup>

საბაზისო მოდელი:

$$IV_0 = BE_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{RI_t}{(1+r_{BE})^t} + \frac{RI_T \cdot (1+g)}{(1+r_{BE})^T (r_{BE}-g)}$$

აქედან ვიღებთ:

$$IV_0 = BE_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NI_t - (r_{BE} \cdot BE_{t-1})}{(1+r_{BE})^t} + \frac{(NI_T - (BE_{T-1} \cdot r_{BE})) \cdot (1+g)}{(1+r_{BE})^T (r_{BE}-g)}$$

აქედან ვიღებთ:

$$IV_0 = BE_0 + \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(r_{REN,t} - r_{BE})}{(1+r_{BE})^t} BE_{t-1} + \frac{(r_{REN,T} - r_{BE}) \cdot (1+g)}{(1+r_{BE})^T (r_{BE}-g)} BE_{T-1}$$

სადაც:

- „IV“ - საწარმოს ეკონომიკური ღირებულება;
- „BE“ - საკუთარი კაპიტალის ოდენობა;
- „RI“ - ნარჩენი ღირებულება (Residual Income);
- „r<sub>BE</sub>“ - საკუთარი კაპიტალის ღირებულება;
- „r<sub>REN</sub>“ - საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის წლიური განაკვეთი;
- „NI“ - წმინდა მოგება;
- „g“ - ზრდის გრძელვადიანი ტემპი.

მოდიფიცირებული მოდელის ფარგლებში, შეფასების პირველ ფაზაში მოხდება ე.წ. „საპროგნოზო პერიოდის“ (შეფასების პერიოდის მომდევნო სამი პერიოდის<sup>24</sup>) „Residual Income“-ის „present value“-ს გაანგარიშება; ხოლო, შეფასების მეორე ფაზაში საწარმოს შეფასებისას ე.წ. „უსასრულო პროგრესული ღირებულების“ (continuing value) გამოთვლას განვახორციელებ.

<sup>22</sup> Ohlson et al., 1995; Claus/Thomas, 2001; Mandl/Rabel, 2009; Zimmermann/Prokop, 2002. Zimmermann/Prokop, 2003.

<sup>23</sup> Claus/Thomas, 2001.

<sup>24</sup> Claus/Thomas-ის (2001) ორფაზიანი მოდელის შემთხვევაში ე.წ. „forecasting period“-ი ხუთი პერიოდისგან შედგება.

”უსასრულო პროგრესიული ღირებულების” (continuing value) გამოთვლა შემდეგნაირად ხორციელდება:

$$\frac{RI_{T*(1+g)}}{(1 + r_{BE})^T (r_{BE} - g)}$$

სადაც:

- $r_{BE}$  საწყისი პერიოდის (base year;  $t_0$ ) საკუთარი კაპიტალის ღირებულება;
- $RI_T$   $t_{t+3}$ -ი პერიოდის „Residual Income“-ი;
- $g$  გრძელვადიანი ზრდის ტემპი (პროგნოზი).

2006-2012 წლების საკუთარი კაპიტალის ღირებულების დადგენის დროს გამოყენებულ იქნება შესაბამის წელს კომპანიის მიერ გუდვილის გაუფასურების ტესტისათვის გამოყენებული კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) მონაცემი. ამ მონაცემისა და საწარმოს საკუთარი და სასესხო კაპიტალის საშუალებით გაანგარიშებული იქნა საწარმოს შესაბამისი წლის საკუთარი კაპიტალის ღირებულება, რომელიც შემდგომ გამოყენებული იქნება შეფასების მოდელში.

აგრეთვე, კვლევის ფარგლებში დაცული იქნება ე.წ. “Clean Surplus Relation”-ის პირობა, რომლის მიხედვითაც კომპანიის საკუთარი კაპიტალის მაჩვენებელი უნდა შეესაბამებოდეს კომპანიის წინა პერიოდის საკუთარი კაპიტალის მაჩვენებელს დამატებული ამ კომპანიის წინა პერიოდის წმინდა მოგება და გამოკლებული წინა პერიოდის განმავლობაში კომპანიის მხრიდან გაცემული დივიდენდები (Zimmermann/Prokop, 2003, გვ. 135-142). ასე მაგალითად, შეფასების ფარგლებში არ მოხდება ე.წ. დამატებით შეტანილი კაპიტალის (additional paid-in capital) გათვალისწინება; ამასთანავე, დაკორექტირებული იქნება კომპანიის საკუთარი კაპიტალი და მისი მომგებიანობის განაკვეთი. კერძოდ, მოხდება შეფასების მოდელიდან ე.წ. არასაკონტროლო წილის (non-controlling interests) ამოღება.

კვლევის მეორე ეტაპზე მოხდება სიტუაციის განვითარების ორი სხვადასხვა სცენარის განხილვა. პირველი სცენარის მიხედვით, 2015 წლიდან სადაზღვევო კომპანიები აღარ იქნებიან ჩართული სახელმწიფო სადაზღვევო პროგრამებში. ხოლო, მეორე სცენარის მიხედვით, შენარჩუნებული იქნება 2012 წლის თებერვლისთვის არსებული მდგომარეობა. საბოლოოდ, სცენარების მიხედვით მოხდება შეფასებისათვის აუცილებელი მონაცემების გამოთვლა და პროგნოზირება (იხილეთ: ცხრილი 5).

## სცენარი # 1:

- საკუთარი კაპიტალის ღირებულების პროგნოზად აღებულია კომპანიის საკუთარი კაპიტალის ღირებულების 2007-2012 წლების საშუალოწლიური მონაცემი. საკუთარი კაპიტალის ღირებულების დადგენის დროს გამოყენებული იქნება კომპანიის მიერ გუდვილის გაუფასურების ტესტისათვის გამოყენებული კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) მონაცემი. შემდგომ ეტაპზე, ამ მონაცემისა და საწარმოს საკუთარი და სასესხო კაპიტალის საშუალებით გაანგარიშებული იქნა საწარმოს ყოველწლიური საკუთარი კაპიტალის ღირებულება<sup>25</sup>;
- საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის განაკვეთის პროგნოზად, 2015 წლიდან აღებულია კომპანიის საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის 2009-2012 წლის საშუალოწლიური მონაცემის ნახევარი<sup>26</sup>. ჩემი პროგნოზებით, არაუგვიანეს 2015 წლიდან, მას შემდეგ, რაც სახელმწიფო მთლიანად აიღებს თავის თავზე „საყოველთაო ჯანმრთელობის დაცვის სახელმწიფო პროგრამის“ მართვას, სადაზღვევო კომპანიების მთლიანი შემოსავლების მოცულობა მინიმუმ 50%-ით შემცირდება, რაც თავის მხრივ, „ალდაგი-ბისიაი“-ს საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის განაკვეთის მინიმუმ განახევრებას გამოიწვევს;<sup>27</sup>
- ზრდის ტემპის პროგნოზად აღებულია სექტორის გრძელვადიანი ზრდის უარყოფითი მაჩვენებელი, გამომდინარე იქიდან, რომ 2015 წლიდან სახელმწიფო გეგმავს სადაზღვევო კომპანიების ჩამოშორებას სახელმწიფო პროგრამიდან;<sup>28</sup>
- აგრეთვე, გაკეთებულია დაშვება, რომ „ალდაგი-ბისიაი“, წინა წლების მსგავსად, მომავალშიც თავს შეიკავებს დივიდენდების გაცემის პოლიტიკისაგან;

<sup>25</sup> ის, თუ რამდენად მიზანშეწონილია ქართული კომპანიის მხრიდან კაპიტალის ღირებულების გაანგარიშება კაპიტალის საშუალო შეწონილი ღირებულების (WACC) მეთოდის საშუალებით, ამ ნაშრომის კვლევის საგანს არ წარმოადგენს.

<sup>26</sup> Claus/Thomas-ის (2001) ორფაზიანი მოდელის შემთხვევაში, საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის განაკვეთის პროგნოზად აღებულია ფინანსური ანალიტიკების გრძელვადიანი პროგნოზების მაჩვენებელი.

<sup>27</sup> 2012 წელს, ჯანმრთელობის დაზღვევიდან გამომუშავებული პრემია „ალდაგი-ბისიაი“-ს მთლიანი გამომუშავებული პრემიის 71,9%-ს შეადგენდა. ამასთანავე, სახელმწიფო პროგრამებიდან მიღებული შემოსავალი, „ალდაგი-ბისიაი“-ს მთლიანი გამომუშავებული პრემიის დაახლოებით 31,8%-ს, ხოლო ჯანმრთელობის დაზღვევიდან გამომუშავებული პრემიის დაახლოებით 44,2%-ს წარმოადგენს. ამასთანავე, მისაღება მხედველობაში, რომ მას შემდეგ, რაც სახელმწიფო 2013 წლის ივლისის შემდეგ მოსახლეობას უფასო ბაზისური პაკეტით დააზღვევს, ინდივიდუალური პოლისით დაზღვეული მოქალაქეების უმრავლესობა, არჩევანს სავარაუდოდ სახელმწიფო პროგრამაზე გააკეთებს და გაწყვეტს ურთიერთობას კერძო სადაზღვევო კომპანიასთან. რა თქმა უნდა, მხედველობაში მისაღება ის გარემოება, რომ მას შემდეგ, რაც ქვეყანა საყოველთაო ჯანმრთელობის დაცვის სისტემაზე გადავა და სადაზღვევო კომპანიები აღარ იქნებიან სახელმწიფო დაზღვევის პროგრამებში ჩართული, მათ საკუთრებაში არსებული საავადმყოფოების შემოსავლები შეიძლება გაიზარდოს. ყველა ზემოთხსენებული ფაქტორის გათვალისწინებით, ჩემი გამოთვლებით, „ალდაგი-ბისიაი“-ს შემოსავლები 2015 წლიდან, სულ მცირე, 50%-ით შემცირდება. რაც საბოლოო ჯამში, „ალდაგი-ბისიაი“-ს საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის განაკვეთის როგორც მინიმუმ განახევრებას გამოიწვევს.

<sup>28</sup> 2012 წლის მონაცემებით სახელმწიფოს წილი სადაზღვევო სექტორში თითქმის 47%-ს შეადგენს.

- გამომდინარე იქიდან, რომ საშუალოვადიან პერსპექტივაში კომპანიის საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის განაკვეთის შემცირებაა მოსალოდნელი, 2013 წლის შემდეგ კომპანიის საკუთარი კაპიტალი აღარ გაიზრდება ე.წ. additional paid-in capital-ის საშუალებით.

**სცენარი # 2:**

- საკუთარი კაპიტალის ღირებულების პროგნოზად აღებულია კომპანიის საკუთარი კაპიტალის ღირებულების 2007-2012 წლების საშუალოწლიური მონაცემი;
- საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის განაკვეთის პროგნოზად აღებულია კომპანიის საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის 2009-2012 წლის საშუალოწლიური მონაცემი;
- ზრდის ტემპის პროგნოზად აღებულია საქართველოს მთლიანი შიგა პროდუქტის 2003-2013 წლის (2013 წლის პროგნოზი) გასაშუალოებული ზრდის ტემპი;<sup>29</sup>
- დაშვება დივიდენდების გაუცემლობასთან დაკავშირებით არ შეიცვლება;
- გამომდინარე იქიდან, რომ საშუალო ვადიან პერსპექტივაში კომპანიის საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის განაკვეთის შემცირებაა მოსალოდნელი, 2013 წლის შემდეგ კომპანიის საკუთარი კაპიტალი აღარ გაიზრდება ე.წ. additional paid-in capital-ის საშუალებით.

	სცენარი # 1 (from 2013)	სცენარი # 2
საკუთარი კაპიტალის ღირებულების პროგნოზი	19,65%	19,65%
საკუთარი კაპიტალის მომგებიანობის განაკვეთის პროგნოზი	13,50% (from 2015)	27,00%
ზრდის ტემპი (პროგნოზი)	-50,00% (from 2015)	6,35%
გაცემული დივიდენდები	0	0

წყარო: საკუთარი გამოთვლები  
ცხრილი 5: მონაცემები სცენარების მიხედვით

<sup>29</sup> Claus/Thomas-ის (2001) ორფაზიანი მოდელის შემთხვევაში, ზრდის ტემპის პროგნოზად აღებულია ფინანსურ ბაზარზე მომგებიანობის ურისკო განაკვეთს გამოკლებული 3%.

## კვლევის შედეგები

სახელმწიფოს მხრიდან ჯანდაცვის პოლიტიკის მოდიფიცირების გადაწყვეტილებამ (სცენარი #1) სადაზღვევო სექტორის ყველაზე დიდი მოთამაშის, „ალდაგი-ბისიაი“-ს „RIM“-ით გაანგარიშებული ეკონომიკური ღირებულება 2013 წელს თითქმის 35%-ით შეამცირა და აღნიშნული მაჩვენებელი კომპანიის საკუთარი კაპიტალის მოცულობაზე დაბლა ჩამოიყვანა (84,3 მილიონი ლარი); მაშინ, როდესაც არსებული მდგომარეობის შენარჩუნების პირობებში (სცენარი #2), „ალდაგი-ბისიაი“-ს ეკონომიკური ღირებულება 2013 წელს თითქმის 35 მილიონი ლარით უნდა გაზრდილიყო და 157,5 მილიონი ლარი შეედგინა.

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
0,741	17,605	17,668	21,301	42,783	68,907	122,899	84,424	95,821	108,757

წყარო: საკუთარი გამოთვლები  
ცხრილი 6: „ალდაგი-ბისიაი“-ს ეკონომიკური ღირებულება – სცენარი # 1 (მილიონ ლარში)

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
0,741	17,605	17,668	21,301	42,783	68,907	122,899	157,523	204,311	259,475

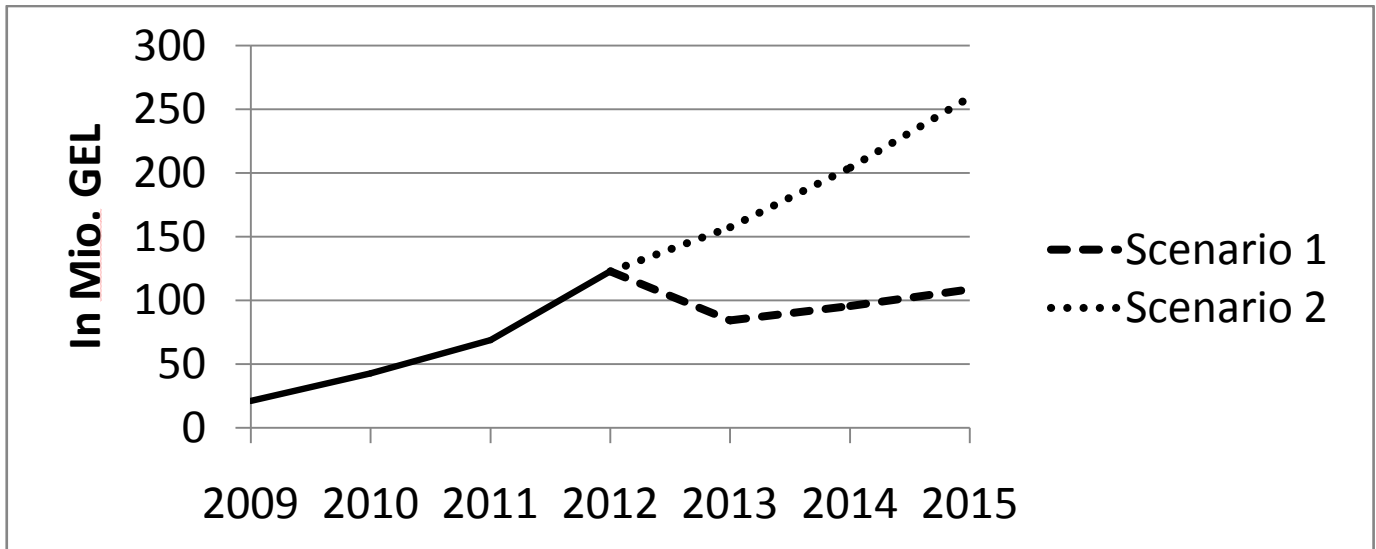
წყარო: საკუთარი გამოთვლები  
ცხრილი 7: „ალდაგი-ბისიაი“-ს ეკონომიკური ღირებულება – სცენარი # 2 (მილიონ ლარში)

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
-3,645	0,175	5,217	5,389	22,071	42,081	50,483	-7,545	-20,979	-23,811

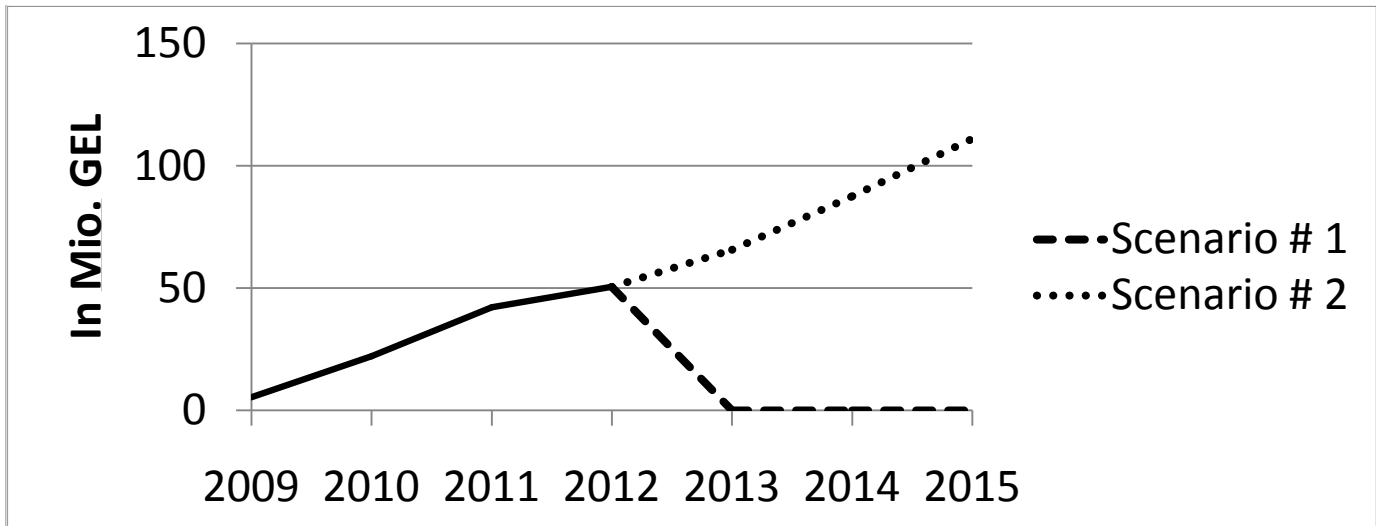
წყარო: საკუთარი გამოთვლები  
ცხრილი 8: „ალდაგი-ბისიაი“-ს ეკონომიკური ღირებულებას გამოკლებული მისი საკუთარი კაპიტალი – სცენარი # 1 (მილიონ ლარში)

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
-3,645	0,175	5,217	5,389	22,071	42,081	50,483	65,554	87,512	111,140

წყარო: საკუთარი გამოთვლები  
ცხრილი 9: „ალდაგი-ბისიაი“-ს ეკონომიკური ღირებულებას გამოკლებული მისი საკუთარი კაპიტალი – სცენარი # 2 (მილიონ ლარში)



წყარო: საკუთარი გამოთვლები  
 ცხრილი 10: „ალდაგი-ზისიაი“-ს ეკონომიკური ღირებულება -  
 სცენარი # 1 და # 2



წყარო: საკუთარი გამოთვლები  
 ცხრილი 11: „ალდაგი-ზისიაი“-ს ეკონომიკურ ღირებულებას  
 გამოკლებული საკუთარი კაპიტალი - სცენარი # 1 და # 2

# დასკვნა

1. სექტორის ფინანსურად ყველაზე ძლიერი მოთამაშის ეკონომიკური ღირებულების კლებამ (2013 წლის მდგომარეობით, „ალდაგი-ბისიაი“-ს საკუთარი კაპიტალის ღირებულება წინა წელთან შედარებით თითქმის 35%-ით შემცირდა) აშკარა გახადა, თუ რა ფინანსური სირთულების წინაშე შეიძლება აღმოჩნდნენ ბაზრის დანარჩენი მოთამაშეები;
2. იმის გათვალისწინებით, რომ *პროექტის* ფარგლებში, თითქმის ყველა სადაზღვევო კომპანიას მრავალი მცირე ზომის საავადმყოფო და ამავდროულად, საბანკო სექტორის წინაშე მაღალი სასესხო ვალდებულებები დაუგროვდა, მოსალოდნელია, რომ სახელმწიფო პროგრამებში მონაწილე რამდენიმე სადაზღვევო კომპანიას გაკოტრების საფრთხე დაემუქროს (მხედველობაშია მისაღები ის გარემოებაც, რომ ეროვნული ბანკის 2012 წლის მონაცემებით, მთლიან სექტორს, განსხვავებით „ალდაგი-ბისიაი“-საგან, ზედიზედ მეორე წელია უარყოფითი ფინანსური მაჩვენებლები (წმინდა მოგება, ROA, ROE) უფიქსირდება; შედეგად, სადაზღვევო კომპანიებს ჰოსპიტალური სექტორის დატოვება მოუწევთ, რაც სახელმწიფოს, დიდი ალბათობით, ჰოსპიტალური სექტორის რე-ნაციონალიზების აუცილებლობის წინაშე დააყენებს. მსგავსი ნიშნები უკვე სახეზეა. ასე მაგალითად, უკვე არსებობს ხელისუფლების მზაობა #165-ე დადგენილების პირობების გადახედვის შესახებ, რომელშიც სადაზღვევო კომპანიების მიერ ახალი საავადმყოფოების მშენებლობასთან დაკავშირებული საინვესტიციო ვალდებულებები არის მოქცეული;<sup>30</sup> კერძოდ, საუბარია ე.წ. ფინანსურ მორატორიუმზე, რომლის ფარგლებშიც სადაზღვევო კომპანიებს საინვესტიციო ვალდებულებების შესრულებისათვის დამატებითი დრო მიეცემათ და ამ პერიოდში მათ მიმართ არ ამოქმედდება ხელშეკრულებით განსაზღვრული საჯარიმო სანქციები. აგრეთვე, განიხილება მცირე ზომის საავადმყოფოების მუნიციპალიტეტების მიერ მართვის ვარიანტი;<sup>31</sup> ასეთ შემთხვევაში მოსალოდნელია, რომ სახელმწიფო დაიწყებს სადაზღვევო სექტორის მიერ ახლად აშენებული/გარემონტებული საავადმყოფოების "გამოსყიდვას"/უკან დაბრუნებას. სავარაუდოდ, მოხდება სხვა დაწესებულებებთან ან საკუთარ პერსონალთან დაგროვილი დავალიანების გადაბარების სანაცვლოდ საკუთრების ნებაყოფლობითი დათმობა. აქედან გამომდინარე, მოსალოდნელია, რომ სახელმწიფო უფასოდ მიიღებს ქონებას, მაგრამ მისი მართვა გრძელვადიან პერსპექტივაში მაღალ დანახარჯებთან იქნება დაკავშირებული.

<sup>30</sup> Internet-Portal „commersant.ge“: <http://commersant.ge/?page=news&id=1245>

<sup>31</sup> Internet-Portal „commersant.ge“: <http://commersant.ge/?page=news&id=2597>



# გამოყენებული ლიტერატურა

## a. წიგნები:

1. **Coenenberg, Adolf G.; Haller, Alex; Schultze, Wolfgang** (2012): *Jahresabschluss und Jahresabschlussanalyse*, 22. Auflage, Schäffer-Poeschel.
2. **Graßl, Alfred; Beck, Martin** (2010): „Bewertung von Versicherungsunternehmen“, Drukarczyk, Jochen; Ernst, Dietmar (Hrsg.): *Branchenorientierte Unternehmensbewertung*, 3. Auflage, Vahlen, München. pp. 139-163.
3. **Mandl, Gerwald; Rabel, Klaus** (2009): „Methoden der Unternehmensbewertung (Überblick)“, Peemöller, Volker (Hrsg.): *Praxishandbuch der Unternehmensbewertung*, 4. Auflage, NWB, Herne, pp. 49-90.
4. **Penman, Stephen** (2010): *Financial statement analysis and security valuation*, 4. ed., McGraw-Hill, Boston.

## b. სტატიები:

1. **Bauhoff S.; Hotchkiss D.; and Smith O.** (2011): “Responsiveness and satisfaction with providers and carriers in a safety net insurance program: Evidence from Georgia’s Medical Insurance for the Poor”, *Health Policy*, vol. 102, no. 2-3, pp. 286-294.
2. **Bauhoff S.; Hotchkiss D.; Smith O.** (2011): “The impact of medical insurance for the poor in Georgia: a regression discontinuity approach”, *Health Economics*, vol. 20, no. 11, pp. 1326-1378.
3. **Claus, James; Thomas, Jacob** (2001): “Equity Premia as Low as Three Percent? Evidence from Analysts` Earnings Forecasts for Domestic and International Stock Markets”, *Journal of Finance*, vol. LVI, no. 5, pp. 1629-1666.
4. **Gotsadze G.; Zoidze A.; Rukhadze N.** (2009): “Household catastrophic health expenditure: evidence from Georgia and its policy implication”, *BMC Health Services Research*, vol. 9, no. 69, pp. 1-9.
5. **Hou X.; Chao S.** (2011): “Targeted or untargeted? The initial assessment of a targeted health insurance program for the poor in Georgia”, *Health Policy*, vol. 102, no. 2, pp. 278-85.
6. **Khishtovani George; Pirveli, Erekle** (2012): “Corporate Political Responsibility (CPR) and its Impact on Firm’s Financial Performance – Case of Georgian Insurance Sector”, *Economics and Business (TSU)*, #5, Sep.-Oct. 2012, pp. 157-182.

7. **Ohlson, James** (1995): “Earnings, Book Values, and Dividends in Equity Valuation”, in: *Contemporary Accounting Research*, vol.11, no. 2, pp. 661-688.
8. **Zimmermann, Jochen; Prokop, Jörg; Lippert, Christoph** (2008): „Die Bewertung von Versicherungsunternehmen mit Residualgewinnmodellen: konzeptionelle Grundlagen und empirische Validierung“, *Finanz Betrieb*, vol. 10, no. 5, pp. 343-353.
9. **Zimmermann, Jochen; Prokop, Jörg** (2003): „Rechnungswesenorientierte Unternehmensbewertung und Clean Surplus Accounting: Konzeptionelle Bewertungseignung der Konzernabschlüsse deutscher Aktiengesellschaften“, *Zeitschrift für internationale und kapitalmarktorientierte Rechnungslegung*, vol. 3, no. 3, pp. 134-142.
10. **Zimmermann, Jochen; Prokop, Jörg** (2002): „Unternehmensbewertung aus Sicht des Rechnungswesens: das residual income model“, *Wirtschaftswissenschaftliches Studium*, vol. 31, no. 5, pp. 272-277.

**c. ინფორმაცია ინტერნეტოდას:**

1. **Damodaran, Aswath** (2009): Valuing Financial Service Firms, viewed 1 February 2014, <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/finfirm09.pdf>
2. **Financial statements of “Aldagi-BCI”** of 2008, 2009, 2010, 2011 and 2012, viewed 1 February 2014, <http://www.aldagibci.ge/index.php?m=201>
3. **Financial statements of “IRAO”** of 2009, 2010, 2011 and 2012, viewed 1 February 2014, [http://www.iraog.ge/files/Irao\\_Audited\\_FS\\_Geo\\_2012%20-%20final%20for%20issue.pdf](http://www.iraog.ge/files/Irao_Audited_FS_Geo_2012%20-%20final%20for%20issue.pdf), <http://iraog.ge/images/PDF/2011%20geo.pdf>  
<http://iraog.ge/images/PDF/2010%20eng.pdf>
4. **Financial statements of “GPI-Holding”** of 2009, 2010, 2011 and 2012, viewed 1 February 2014, [http://www.gpih.ge/GPIH\\_2012\\_GEO.pdf](http://www.gpih.ge/GPIH_2012_GEO.pdf)  
<http://gpi.ge/upload/GPIH%202011%20GEO%20Signed.pdf>  
[http://gpi.ge/upload/Documents/Audit2010\\_ge.pdf](http://gpi.ge/upload/Documents/Audit2010_ge.pdf)
5. **Financial statements of “Archimedes Global Georgia”** of 2010 and 2011, viewed 1 February 2014,  
<http://www.archimedes.ge/uploads/files/7483report%20geo%202011.pdf>  
<http://www.archimedes.ge/uploads/files/8046report%20geo%202010.pdf>
6. **Financial statements of “Alpha”** of 2009, 2010 and 2012, viewed 17 October 2013,  
<http://www.aversi.com/uploads/downloads/audit2012.pdf>  
<http://www.aversi.com/uploads/downloads/Audit%20Report%20ALFA%202010.pdf>

<http://www.aversi.com/uploads/downloads/Audit%20Report%20ALFA%202009.pdf>

7. **Georgian Insurance Association (2013-2014):** viewed 30 January 2014, <http://www.insurance.org.ge/index.php?a=main&pid=219&lang=geo>  
<http://www.insurance.org.ge/index.php?a=main&pid=220&lang=geo>  
<http://www.insurance.org.ge/index.php?a=main&pid=218&lang=geo>  
<http://www.insurance.org.ge/index.php?a=main&pid=216&lang=geo>
8. **Internet-Portal „commersant.ge“ (2013):** viewed 1 February 2014, <http://commersant.ge/?page=news&id=1245>  
<http://commersant.ge/?page=news&id=2706>  
<http://commersant.ge/?page=news&id=2597>  
<http://commersant.ge/?page=news&id=5851>  
<http://commersant.ge/?page=news&id=2616#.UhrxAokZlOU.facebook>
9. **Internet-Portal „interpressnews.ge“ (2014):** viewed 12 January 2014, <http://www.interpressnews.ge/ge/interviu/266064-rusudan-gogolashvili-sakhelmtsifo-dazghvevis-mqone-pirebis-sayovelthao-jandacvis-programashi-gaerthianeba-2014-tslis-bolomde-dasruldeba.html>;  
<http://www.interpressnews.ge/ge/politika/266585-mthavrobis-dghevandel-skhdomaze-qqarthusq-da-qarqimedesq-beneficiartha-sakithkhi-ganikhileba.html?ar=A>;  
<http://www.bpn.ge/biznesi/2687-arqimedes-global-jorjia-gakotrda.html?lang=ka-GE>;  
<http://www.bpn.ge/ekonomika/2740-sayovelthao-jandacvis-programashi-dazghveulebis-gaerthianebis-procesi-tslis-bolomde-dasruldeba.html?lang=ka-GE>.
10. **National Bank of Georgia: Annual Report, 2012,** viewed 1 February 2014, <http://www.nbg.gov.ge/uploads/publications/annualreport/2012/annualgeo2013.pdf>
11. **National Bank of Georgia: Financial Index of the Insurance Market,** <http://nbg.gov.ge/index.php?m=488> ; viewed 1 February 2014; **Statistical Data of the Insurance Market,** <http://nbg.gov.ge/index.php?m=489>
12. **Open Society Foundation - OSF (2012): Social and health protection systems in Georgia,** viewed 1 February 2014, [http://www.osgf.ge/files/publications/Analytical\\_Review\\_Final\\_Edited\\_March\\_2012.pdf](http://www.osgf.ge/files/publications/Analytical_Review_Final_Edited_March_2012.pdf)
13. **The World Bank (2012): Health Sector Development Project (2003-2012),** viewed 1 February 2014, <http://www.worldbank.org/projects/P040555/health-sector-development-project?lang=en>
14. **Timm, Christian (2013): *Economic regulation and state interventions georgias move from neoliberalism to state managed capitalism,*** Working Paper: Private University of Applied Sciences, available online on the following web resource: [http://www.pfh.de/images/stories/pfh/pdf/economic\\_regulation\\_and\\_state\\_interve](http://www.pfh.de/images/stories/pfh/pdf/economic_regulation_and_state_interve)

ntions\_\_georgia\_s\_move\_from\_neoliberalism\_to\_state\_managed\_capitalism\_timm  
\_fp\_2013\_03.pdf viewed 1 February 2014, 14:18.

15. **Transparency International - Georgia** (2012a), The Hospital Sector of Georgia, viewed 1 February 2014, <http://transparency.ge/en/post/press-release/hospital-sector-report>
16. **Transparency International - Georgia** (2012b), Health Insurance in Georgia, viewed 1 February 2014, <<http://transparency.ge/en/post/report/tig-releases-new-report-on-health-insurance-industry>>.
17. **Zoidze, Akaki; Rukhadze, Natia; Chkhatarashvili, Ketevan; Gotsadze, George** (2012), Health Insurance for Poor - Georgia's Path to Universal Coverage, Working Paper: Curatio International Foundation, viewed 1 February 2014, <http://www.curatiofoundation.org/?pg=28&cid=28&id=207>