

ლ ე ლ ა ბ ა ხ ტ ა ო ო

წინასწარი გაზარი

დამხმარე სახელმძღვანელო

თბილისი
2007

UDC 339.727-336.14
ბ-376

რედაქტორი: *ელგუჯა მექვაბიშვილი,*
ეკონომიკურ მეცნიერებათა დოქტორი,
სრული პროფესორი

რეცენზენტები: *გოჩა თუთბერიძე,*
ასოცირებული პროფესორი.

ნანული ძიმცვიშვილი
ასოცირებული პროფესორი

წიგნში განხილულია ფინანსური ბაზრის განვითარების ძირითადი კანონზომიერებები, მისი ფუნქციონირების პრინციპები და ამოცანები, აქტივების პორტფელის რისკის მართვასთან დაკავშირებული პრობლემები, საპროცენტო განაკვეთის შემოქმედება საქმიანი წრეების ეკონომიკურ გადაწყვეტილებებზე და ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე, სასესიო კაპიტალის ბაზრის მოდელი და ლიკვიდურობისათვის უპირატესობის მინიჭების თეორია, ფინანსური ბაზრის რეგულირების ძირითადი ინსტრუმენტები და მეთოდები, ფინანსური ბაზრის ფორმირება-განვითარების პრობლემები საქართველოში.

სახელმძღვანელო განკუთვნილია ეკონომიკური პროფილის უმაღლესი სასწავლებლების სტუდენტების, მაგისტრანტებისა და პრაქტიკოს-ეკონომისტებისთვის, აგრეთვე ფინანსური ბაზრის საკითხებით დაინტერესებულ მკითხველთა ფართო წრისთვის.

სახელმძღვანელო გამოდის ივანე ჯავახიშვილის სახელობის თბილისის სახელმწიფო უნივერსიტეტის ეკონომიკის ფაკულტეტის მეთოდური საბჭოს გადაწყვეტილებით (სხდომის ოქმი №1 2005 წლის 13 სექტემბერი).

შინაარსი

წინასიტყვაობა	5
თავი I. შინაგარეული ბაზრის ზოგადი დანახვებისათვის	7
თავი II. საშინაო შუამავლები	31
თავი III. უსიანი ქალაქების ბაზრის არსი და განვითარების თანამედროვე ტენდენციები	50
თავი IV. საპროცენტო განაკვეთი	84
თავი V. შინაგარეული პროდუქტის სტრუქტურა: აქტივებზე მოთხოვნის თეორია	113
თავი VI. საპროცენტო განაკვეთის მიზნობრივი კაპიტალის ბაზარზე	130
თავი VII. საპროცენტო განაკვეთის დროითი და სარისკო სტრუქტურა	161
თავი VIII. საერთაშორისო სავალუტო ბაზარი	190
თავი IX. შინაგარეული ინფლაციები	209
თავი X. შინაგარეული ბაზრის ჩამოყალიბებისა და განვითარების პრობლემები	
სამართლებრივი	244
რეზიუმი (რუსულ ენაზე)	271
რეზიუმი (ინგლისურ ენაზე)	273
გამოყენებული ლიტერატურა	275

წინასიტყვაობა

მოძღვრება ფინანსური ბაზრის შესახებ თანამედროვე ეკონომიკური მეცნიერების მნიშვნელოვანი ნაწილია. ეკონომიკური ცხოვრების გლობალიზაცია ფინანსურ ბაზარს სწრაფად (კვალებად და განვითარებად ობიექტად გადააქცევს. მან შექმნა ინტეგრირებული ეკონომიკური სისტემა, რის გამოც ერთი ქვეყნის ფინანსურ ბაზარზე განვითარებული მოვლენები სერიოზულ ზემოქმედებას ახდენს სხვა ქვეყნების ფინანსურ ბაზრებზე.

თანამედროვე პირობებში გადამწყვეტი როლი ენიჭება ფინანსური ბაზრის განვითარების ძირითად კანონზომიერებათა და აქტივების პორტფელის რისკის მართვასთან დაკავშირებული პროცესების კვლევას, ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების თეორიულ-მეთოდოლოგიური საკითხების დამუშავებას, რაც მნიშვნელოვნად შეუწყობს ხელს ქვეყნის ეკონომიკურ განვითარებასა და ფინანსურ სტაბილიზაციას. წინამდებარე სახელმძღვანელო ეძღვნება სწორედ ფინანსური ბაზრის განვითარების თანამედროვე ტენდენციების, წინააღმდეგობების შესწავლას და იმ პრობლემების გამოვლენას, რომლებიც თან ახლავს ფინანსური ბაზრის ფორმირებას საქართველოში.

წიგნი შედგება 10 თავისგან. თითოეული თავი მთავრდება ძირითადი ცნებებით, წამოჭრილი პრობლემული კითხვებითა და ამოცანებით.

ნაშრომში ფინანსური ბაზრის ეკონომიკურ საფუძვლად მიჩნეულია საოჯახო მეურნეობებისა და სამეურნეო სუბიექტების ხელთ არსებული თავისუფალი ფულადი სახსრების მობილიზაცია, რომლებიც საბაზრო ურთიერთობების პროცესში ფიდეგაყიდვის ობიექტი ხდება. ფინანსური ბაზარი წარმოდგენილია როგორც ფულადი სახსრების ორგანიზაციის განსაკუთრებული ფორმა, რომელიც გულისხმობს დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების აკუმულირებასა და ეფექტიან გამოყენებას. მისი ძირითადი დანიშნულება კი, ფულადი სახსრების შეუფერხებელი მოძრაობისთვის ხელშეწყობაა.

ნაშრომში საფუძვლიანად არის შესწავლილი ფასიანი ქაღალდების პირველად და მეორად ბაზარს შორის არსებული

წინააღმდეგობრივი დამოკიდებულება. საუბარია ფასიანი ქაღალდების დიდმნიშვნელოვან როლზე ახალი ათასწლეულის დასაწყისში.

ფასიანი ქაღალდები უნდა პასუხობდნენ შემდეგ მოთხოვნებს: ბრუნვაადობას, სამოქალაქო ბრუნვისათვის მისაწვდომობას, სტანდარტულობასა და ხერხეულობას, დოკუმენტურობას, რეგულირებადობასა და სახელმწიფოს მიერ აღიარებას, ლიკვიდურობას და რისკს.

სახელმძღვანელოში გაანალიზებულია ფასიანი ქაღალდების ემისიისა და რეალიზაციის პრობლემები, დახასიათებულია ფასიანი ქაღალდების განთავსების წესები, რომლებიც მეტნაკლებად გავრცელებულია მაღალგანვითარებულ ქვეყნებში. დასაბუთებულია საფონდო ბირჟის როლი მაკროეკონომიკური სტაბილიზაციის მიღწევის საქმეში.

შესწავლილია საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების, საბანკო აქტივებისა და პასივების მართვის, ასევე ფულის მიწოდების პროცესის რეგულირების საკითხები. განხილულია აქტივებზე მოთხოვნის განმსაზღვრელი ფაქტორები – სიმდიდრე, მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, რისკი, ლიკვიდურობა. აქტივებზე მოთხოვნის თეორიაზე მსჯელობისას ამოსავალს დივერსიფიკაციისაგან მიღებული სარგებელი წარმოადგენს.

დახასიათებულია ფინანსური რისკის სტრუქტურა. რისკისთვის პრემიის ახსნის მიზნით შესწავლილია კაპიტალის ბაზრის აქტივებზე ფასების ფორმირების მოდელი და ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო თეორია.

ნაშრომში სათანადო ადგილი აქვს დათმობილი საინვესტიციო გარემოს, ფინანსური ბაზრის მართვისა და ზედამხედველობის სისტემის სამართლებრივი საფუძვლების ფორმირების პრობლემებს და მათი გადაჭრის გზების კონცეფტუალურ ასპექტებს.

სტრუქტურა სტუდენტებს სთავაზობს ინსტრუმენტარებს ფინანსურ ბაზარზე სიტუაციაში გასარკვევად, ასევე საპროცენტო განაკვეთების და გაცვლითი კურსის ცვლილებების ტენდენციების დასადგენად. სახელმძღვანელო ემყარება ფინანსური ბაზრის საკითხებისადმი მიძღვნილ უცხოელი და ქართველი ავტორების მიერ შესრულებულ თანამედროვე გამოკვლევებს.

თავი I.

შინანსური ბაზრის ზოგადი დახასიათება

შინანსური ბაზრის არსი

ფინანსური ბაზარი წარმოადგენს საბაზრო ინსტიტუტების ერთობლიობას, რომელთა მეშვეობით წარმოებს ფულადი სახსრების ნაკადების გადადინება მესაკუთრეებიდან მსესხებლებსკენ. ამასთან ფინანსურ ბაზარს უწოდებენ ბაზარს, რომელსაც წარმოებს სახსრების გადაქანთა იმ პირებისაგან, რომელთაც მათი სიჭარბე შეენიშნებათ, იმ პირებისაკენ, რომლებიც სახსრების ნაკლებობას განიცდიან.

ფინანსური ბაზარი შეიძლება წარმოვიდგინოთ, ერთი მხრივ, ფასიანი ქაღალდების ბაზრად, ხოლო, მეორე მხრივ, საბანკო სესხების ბაზრად. ობლიგაციათა და აქციათა ბაზარი მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ფულადი სახსრების იმ ეკონომიკური ერთეულების ხელიდან, რომელთაც მათი მწარმოებლურად გამოყენების უნარი არ შესწევთ, მოახვედროს იმათ ხელში, ვინც მათ ეფექტიანად გამოიყენებს, რასაც საბოლოოდ ქვეყნის ეკონომიკური ეფექტიანობის ზრდასთან მივყავართ¹.

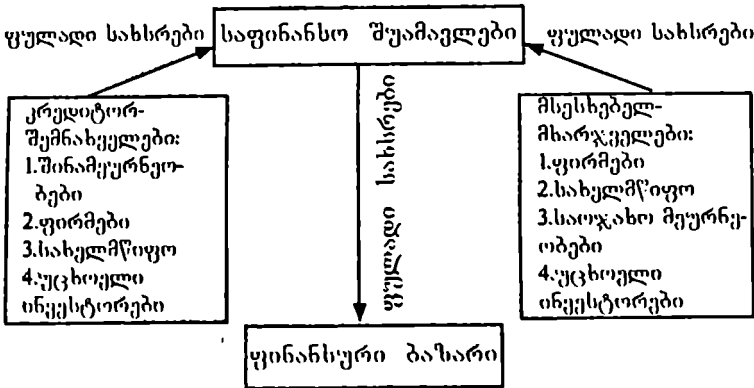
შინანსური ბაზრის ფუნქცია

ფინანსური ბაზარი ახორციელებს ბუნებრივ ეკონომიკურ ფუნქციას – მოახდინოს სახსრების გადაადგილება იმ ეკონომიკური ერთეულებიდან, რომელთაც დააგროვეს საჭიროზე მეტი თანხა იმის გამო, რომ ნაკლებს ხარჯავენ იმასთან შედარებით, რასაც გამოიმუშავენ, იმ ადამიანებისაკენ, რომლებიც სახსრების ნაკლებობას განიცდიან, რადგან მათ უფრო მეტის დახარჯვა უხდებათ, ვიდრე აქვთ. ეს გამოსახულია პირველ სქემაზე. ის, ვინც ფლობს დროებით თავისუფალ ფულად სახსრებს და მათ სესხად გასცემს – კრედიტორ-შემნახველები, გამოსახულნი არიან მარცხნივ, ისინი კი, ვინც სესხულობს სახსრებს საკუთარი დანახარჯების დასაფინანსებლად – მსესხებელ-მხარჯველები, მარჯვნივ არსებითად კრედი-

¹რ. კაკელია, ფინანსების ზოგადი თეორია, თბ., 2001 წ., გვ. 61; რ. კაკელია, გ. ხელაია, ფულის მიმოქცევისა და კრედიტის ზოგადი თეორია, თბ., 2000, გვ. 203.

იტორ-შემნახველებად გვეღვინებთან არა მხოლოდ მესაკუთრები, არამედ საწარმოები. კორპორაციები, მთაერობა (კერძოდ, ხელისუფლების ცენტრალური და ადგილობრივი ორგანოები), ისევე როგორც უცხოელები და მათი მთაერობები. ყველაზე მსხვილ მსესხებელ – მხარჯელებად გამოდიან ფირმები და სახელმწიფოები (განსაკუთრებით მთაერობა), თუმცა საოჯახო მეურნეობებიც და მოქალაქეებიც იღებენ კრედიტს, მაგალითად, მანქანის, ავეჯის ან სხვა ნივთის შესაძენად. სქემაზე ისრებით ნაწვენებია, რომ სახსრები კრედიტორ-შემნახველებიდან მსესხებელ-მხარჯელებთან ორი ძირითადი – პირდაპირი და არაპირდაპირი, დაფინანსების გზით გადაადგილდება.

ფულადი სახსრების გადაადგილება სქემა 1
ფინანსური ბაზრის მეშვეობით
არაპირდაპირი დაფინანსება



პირდაპირი დაფინანსება.

ფინანსურ ბაზარზე პირდაპირი ანუ უშუალო დაფინანსებისას მსესხებლები იღებენ სესხს უშუალოდ კრედიტორებისაგან, ყოფიან რა მათზე ყოფიან ქადაღდებს (ე.ი. ფინანსურ ინსტრუმენტებს), რომლებიც წარმოადგენენ სესხის ამღების მომავალი შემოსაყლების ნაწილის ან აქტივებზე მოთხოვნას.

ფასიანი ქაღალდის შემქმნისთვის ეს სახსრები აქტივებს, ხოლო გამყიდველისთვის (ემიტენტი) – პასივებს (ვალდებულებებს ან უბრალოდ ვალს) წარმოადგენს. მაგალითად, თუ კომპანია „ჯენერალ მოტორსის“-თვის აუცილებელია სახსრების სესხება კომპიუტერიზებული მანქანების მწარმოებელი ახალი საამქროს დასაფინანსებლად, მას შეუძლია სესხი აიღოს კრედიტორ-შემნახველისგან, მიყიდოს რა მას ობლიგაციას – სავალო ფასიან ქაღალდს, რომლის თანახმადაც კომპანია ვალდებულებას იღებს პერიოდულად აწარმოოს გადახდები დროის განსაზღვრული პერიოდის განმავლობაში.

კითხვას, თუ რატომ არის ფინანსური ბაზარი ასე მნიშვნელოვანი ეკონომიკისთვის, პასუხი მარტივია: ადამიანები, რომლებიც ახორციელებენ ფულადი სახსრების დაგროვებას, და ადამიანები, რომელთაც გააჩნიათ შესაძლებლობები ხელსაყრელი დაბანდებების განსახორციელებლად, ე.ი. მეწარმეები, ხშირად ერთსა და იმავე პირებში არ იმყოფებიან. შევხედოთ ამას ნეუვლებრივი ადამიანის თვალთ. მაგალითად, გასულ წელს თქვენ დააგროვეთ 1000 ლარი, მაგრამ ფინანსური ბაზრის არარსებობის შემთხვევაში თქვენ საშუალება არ გექნებოდათ გაასესხოთ ფული, სხვას კი – ისესხოს. თუ თქვენ არ შეგიძლიათ ფულის ინვესტირება საკუთარი დანაშოვნებიდან მოგების მისაღებად თქვენ იძულებული გახდებით, რომ ეს სახსრები უმოძრაოდ დატოვოთ – ყოველგვარი პროცენტების მიღების გარეშე. მაგრამ თუ თქვენ გარკვეული პროცენტის მიღების სანაცვლოდ ფულს გაასესხებდით ადამიანს, რომელიც მწარმოებლურად გამოიყენებდა თქვენს ფულს, ორივე მოგებული დარჩებოდით. პირადად თქვენ წლის ბოლოს ნულოვანი შემოსავლის ნაცვლად მიიღებდით გარკვეულ პროცენტს, ის კი დამატებით შემოსავალს.

ფინანსური ბაზრის გარეშე იმ ადამიანებისთვის, რომელთაც არ გააჩნიათ საინვესტიციო შესაძლებლობები, მაგრამ ფლობენ დროებით თავისუფალ ფულად სახსრებს, რთულია განახორციელონ ამ სახსრების გადაცემა იმ პირებისთვის, რომელთაც ამგვარი შესაძლებლობები გააჩნიათ. ამრიგად, ფინანსური ბაზარი საგრძნობლად უწყობს ხელს ეკონომიკური ეფექტიანობის ამაღლებას.

ფინანსური ბაზრის არსებობას თავისი უპირატესობანი გააჩნია იმ შემთხვევაშიც კი, როცა ფულს სესხად იღებენ არა იმისთვის, რომ გააფართოვონ წარმოება, არამედ სხვა მიზნით. მაგალითად, თქვენ გაქვთ სამსახური მაღალი ანაზღაურებით და გსურთ შეიძინოთ ახალი ბინა, მაგრამ დანაზოგი ჯერ არ გაგაჩნიათ. რაღაც დროის შემდეგ თქვენ უპრობლემოდ შეაგროვებთ ბინის შეძენისთვის საჭირო თანხას, მაგრამ ამ დროისთვის უკვე საკმაოდ ხანშიშესული იქნებით, იმისთვის, რომ ამან სათანადო სიამოვნება მოგანიჭოთ. ფინანსური ბაზრის არარსებობის პირობებში თქვენ არსევეანი არ გაქვთ და იძულებული ხდებით იცხოვროთ იმავე ბინაში.

თუ ფუნქციონირებს ფინანსური ბაზარი და არსებობენ ადამიანები, რომლებიც საკუთარ დანაზოგებს სესხად გასცემენ, თუნდაც გარკვეული პროცენტის სანაცვლოდ, თქვენ გქმნებოდათ შესაძლებლობა საკმაოდ ახალგაზრდას გეცხოვრათ ახალ ბინაში, მოგვიანებით კი გადაიხდიდით ვალს. შედეგით მოგებული დარჩებოდით თქვენც და გამსესხებელიც. იგი მიიღებდა გარკვეულ პროცენტს, რისი შესაძლებლობაც არ ექნებოდა ფინანსური ბაზრის არარსებობისას.

ამდენად, გასაგებია, თუ რატომ ასრულებს ფინანსური ბაზარი მნიშვნელოვან როლს ეკონომიკაში. იგი საშუალებას აძლევს ადამიანებს, რომელთა საინვესტიციო შესაძლებლობები შესღულულია, სახსრები გადასცენ მათ, ვისაც ამგვარი შესაძლებლობები აქვთ. ფინანსური ბაზარი ზრდის მომხმარებელთა კეთილდღეობას. მათი დახმარებით ადამიანებს საშუალება ეძლევათ მიიღონ სესხები მათთვის აუცილებელი ნივთების შესაძენად, ამასთან ამის უფლება საკუთარ თავს შეუძლიათ მისცენ მაშინაც კი, როცა მთლიანი თანხა საამისოდ არ გააჩნიათ. ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირება ხელს უწყობს საზოგადოებაში თითოეული ადამიანის კეთილდღეობის ამაღლებას.

ფინანსური ბაზრის სტრუქტურა

განვიხილოთ ფინანსური ბაზრის სტრუქტურა და მათი თავისებურებანი.

ობლიგაციათა ბაზარი. ფასიანი ქაღალდი (მას ასევე ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტს უწოდებენ) წარმოადგენს

დოკუმენტს, რომელიც საშუალებას იძლევა მიღებულ იქნეს ემიტენტის მომავალი შემოსავლის ან მისი აქტივების ნაწილი (ე.ი. ფინანსური ინსტრუმენტები, რომლებიც ემიტენტის მფლობელობაში ან მის საკუთრებაში იმყოფება). ობლიგაცია არის სავალო ფასიანი ქაღალდი, რომელიც დროის განსაზღვრული დროის განმავლობაში პერიოდული გადახდების გარანტიას იძლევა.

ფირმას ან კერძო პირს ფინანსურ ბაზარზე ფულის მიღება ორი მეთოდით შეუძლია. ყველაზე გაერცხლებულია სავალო ვალდებულებათა გამოშვება - ობლიგაციების ან გირაუნობის სიგელების სახით. სავალო ვალდებულება წარმოადგენს კონკრეტულ შეთანხმებას, რომლის მიხედვითაც მსესხებელი ვალდებულებას იღებს გადაუხადოს კრედიტორს ფიქსირებული თანხა (პროცენტული გადასახდელი) დროის გარკვეულ მონაკვეთებში დათქმული თარიღის დადგომამდე (დაფარვის თარიღი არის დრო, როცა ხორციელდება ვალის საბოლოო გადახდა). სავალო ვალდებულების „სიცოცხლის ვადა“ (ვადა დაფარვამდე) იწოდება დრო მისი გამოშვების მომენტიდან მისი მოქმედების შეწყვეტის მომენტამდე. სავალო ვალდებულება მოკლევადიანია, თუ ეს ვადა არ აღემატება ერთ წელს, ხოლო გრძელვადიანია, თუ ის 10 წელს და უფრო მეტ ხანს შეადგენს. სავალო ვალდებულება I-დან 10 წლამდე „სიცოცხლის ვადით“ ითვლება საშუალოვადიანად.

ობლიგაციათა ბაზარი მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ქვეყნის ეკონომიკაში, რამეთუ კორპორაციებსა და მთავრობებს საშუალებას აძლევს მიიზიდონ სახსრები თავიანთი საქმიანობის დასაფინანსებლად. ობლიგაციათა ბაზარზე ხდება საპროცენტო განაკვეთების განსაზღვრა.

საპროცენტო განაკვეთს ახასიათებს სინქრონული ცვალებადობა, რის გამოც ეკონომისტები უფრო ხშირად მასზე განსოგადებულად საუბრობენ როგორც საპროცენტო განაკვეთზე „საერთოდ“. საპროცენტო განაკვეთი განსხვავებულია სხვადასხვა ტიპის ობლიგაციების მიხედვით. სამთვიანი სახაზინო თამასუქების განაკვეთები უფრო ნაკლები ამპლიტუდით მერყეობს, სხვა ტიპის ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებთან შედარებით. სანდოობის საშუალო დონის კორპორაციულ ობლიგაციებში საპროცენტო განაკვეთი საშუალოდ სხვებზე მაღალია.

სევენ მე-4 თემში განვიხილავთ საპროცენტო განაკვეთების მერყეობას და იმას, თუ რატომ განსხვავდებიან ისინი სხვადასხვა სახის ობლიგაციების შემთხვევებში.

აშციათა ბაზარი. სახსრების მოზიდვის მეორე საშუალებაა აქციების გამოშვება, კერძოდ, სეველებრივი აქციებისა, რომლებიც უსრუნველყოფენ წმინდა შემოსავლიდან (შემოსავალი დანახარჯებისა და გადასახადების გამოკლებით) და კომპანიის აქტივებიდან წილის მიღებას. თუ თქვენ ფლობთ იმ კომპანიის ერთ სეველებრივ აქციას, რომელმაც მილიონი აქცია გამოუშვა, თქვენ გეკუთვნით ამ კომპანიის წმინდა შემოსავლისა და მისი აქტივების ერთი მემილიონედი ნაწილი. სეველებრივ აქციებზე წარმოებს პერიოდული გადახდები (დივიდენდების სახით). აქციები მიეკუთვნება გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებს, რადგანაც მათთვის არ არის განსაზღვრული დაფარვის ვადა. ამდენად, აქციათა ბაზარზე წარმოებს იმ დოკუმენტების ყიდვა-გაყიდვა, რომლებიც კორპორაციათა შემოსავლების წილის მიღების საშუალებას იძლევიან. იგი არის ბაზარი მონაწილეთა ყველაზე დიდი რიცხვით.

საველო ვალდებულებებთან შედარებით კორპორაციული აქციების ძირითადი ნაკლოვანება იმაში მდგომარეობს, რომ აქციის მფლობელი წარმოადგენს შემოსავლის „უკანასკნელ მიმღებს“ (residual claimant), უნაიდან კორპორაციამ აქციის მფლობელებთან ანგარიშის გასწორებამდე უნდა განახორციელოს გადახდები ყველა სახის საველო ვალდებულების მიხედვით. აქციათა უპირატესობა კი ისაა, რომ მათი მფლობელები კორპორაციის მოგების გადიდების და მისი აქტივების მოცულობის ზრდის შემთხვევაში დებულობენ მეტ სარგებელს და ამასთან, მათ გააჩნიათ კორპორაციის საკუთრების უფლება. საველო ვალდებულებების მფლობელები ამგვარ სარგებელს ვერ დებულობენ, რადგან გადასახადელი, რომელსაც მათ უხდებიან, ფიქსირებულ თანხას წარმოადგენს.

სტატისტიკური გაანგარიშებით ადამიანები უფრო მეტად ინფორმირებული არიან აქციათა ბაზრის შესახებ ნებისმიერი სხვა სახის ფინანსურ ბაზართან შედარებით. თუმცა თანამედროვე ეტაპზე საველო ვალდებულებათა ბაზრის მასშტაბები საგრძნობლად აღემატება აქციათა ბაზრის მასშტაბებს.

მაღალგანვითარებულ ქვეყნებში აქციებზე საბაზრო ფასების ნებისმიერი ძლიერი მერყეობა ერცლად შეუქდება საინფორმაციო საშუალებებით. საფონდო ბაზრისადმი სასოგადოების დიდი ინტერესი იმით აიხსნება, რომ ეს არის ადგილი, სადაც ადამიანს სწრაფად გამდიდრება შეუძლია.

გასული საუკუნის 50-იანი წლებიდან აქციათა ფასები პერმანენტულად იზრდებოდა და 1966 წელს თავის პიკს მიაღწია. 1973 წლამდე ფასები ხან იზრდებოდა, ხან, პირიქით, მცირდებოდა, შემდგომ პერიოდში კი მკვეთრად დაეცა. 80-იანი წლების დასაწყისში აქციების ფასები შედარებით სტაბილური გახდა, შემდგომში კი ამას მოჰყვა ყველაზე დიდი ბუმი აქციათა ბაზარზე, რომლის დროსაც დოუ-ჯონსის ინდექსმა² უმაღლეს ნიშნულს მიაღწია: 1987 წლის 25 აგვისტოს იგი 2722 დონემდე ამაღლდა. მაგრამ თვენახევრის შემდგომ მხოლოდ ერთი დღის განმავლობაში ფასიანი ქაღალდების ბაზარმა მთელი თავისი ისტორიის მანძილზე ყველაზე საშინელი კრაზი განიცადა. 1987 წლის 19 ოქტომბერს, ე.წ. „შავ ორშაბათს“, დოუ-ჯონსის ინდექსი 500 პუნქტით, ანუ 22%-ით, დაეცა. შემდეგ 1994 წლის დასაწყისისთვის აქციათა ბაზარი კვლავ გამოცოცხლდა და დოუ-ჯონსის ინდექსი თითქმის 400-მდე გაიზარდა. აქციების ბაზარზე საპროცენტო ვანაკეუთების ამჟვარი მერყეობა ზემოქმედებას ახდენს სასოგადოებრივ კეთილდღეობაზე, რამაც შესაძლოა გავლენა მოახდინოს მათ სერვილზე ფულის ხარჯვასთან დაკავშირებით.

აქციათა ბაზარი მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს ფირმათა მიერ საინვესტიციო გადაწყვეტილებათა მიღების პროცესზე, რადგანაც აქციათა ფასი ზემოქმედებას ახდენს იმ თანხის რაოდენობაზე, რომელიც შესაძლებელია მიღებული იქნეს ახალი აქციების გამოშვების გზით – საინვესტიციო დანახარჯების დაფინანსებისათვის. აქციების მაღალი ფასი ნიშნავს იმას, რომ ფირმას საშუალება აქვს საწარმოო სიმძლავრეთა გაფართ-

² დოუ-ჯონსის ინდექსი საფონდო ბირჟის ინდექსია, იგი გამოიყენება 1884 წლიდან. ამ ინდექსის გამოთვლის ფორმულა შემოქმადვეს ფინანსისტმა დოუქმ და კურნალისტმა ჯონსიმ. ამჟამად დოუ-ჯონსის ინდექსი შედგება 3 სხვადასხვა დარგის – 30 ყველაზე ძვირადღირებული ინდუსტრიული კორპორაციის აქციების, 25 სატრანსპორტო კომპანიის აქციების და 15 სასოგადოებრივი მომსახურების კომპანიის აქციების ინდექსებისაგან.

თოების მიზნით უფრო ფართო მასშტაბით გაზარდოს თავისი ფონდები.

ჩვენ განვიხილავთ, როგორ იცვლება აქციათა ფასები და როგორ რეაგირებს ისინი ბაზრის მდგომარეობის შესახებ ახალ ინფორმაციაზე, ასევე გავეცნობით, თუ რა ზეგავლენას ახდენს აქციათა ფასებზე ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა, რაც, თავის მხრივ, ზემოქმედებს ეკონომიკურ ციკლებზე.

სავალუტო ბაზარი. ერთი ქვეყნის ფულადი ერთეულის ფასს, გამოხატულს სხვა ქვეყნის ფულად ერთეულში, გაცვლითი (სავალუტო) კურსი ეწოდება. გაცვლითი კურსის ცვლილება უშუალოდ ზემოქმედებს მომხმარებლებზე, რადგანაც იწვევს ფასების ცვლილებას უცხოურ საქონელზე. ეროვნული ვალუტის კურსის დაცემა იწვევს უცხოური საქონლის გაძვირებას და სრდის დანახარჯებს უცხოური „დელიკატესების“ შექმნაზე. ეროვნული ვალუტის კურსის დაცემისას მომხმარებლები ამცირებენ უცხოური საქონლის შექმნას და სრდიან სამამულო საქონლის მოხმარებას.

ეროვნული ვალუტის კურსის განმტკიცება ნიშნავს, რომ საექსპორტო საქონელი საზღვარგარეთ უფრო ძვირება, ე.ი. უცხოელები ნაკლებად შეიძენენ მათ. მტკიცე ეროვნული ვალუტა სასურველია იმით, რომ ქვეყანაში იაფდება უცხოური საქონელი, თუმცა ამით ენებს ადგილობრივ ბიზნესს და სამამულო საქონლის, როგორც საზღვარგარეთ, ისე ქვეყნის შიგნით გაყიდვის შემცირების შედეგად ამცირებს სამუშაო ადგილების რაოდენობას. სავალუტო ბაზარზე სავალუტო კურსის მერყეობას სერიოზული შედეგები მოაქვს ქვეყნის ეკონომიკისთვის. ჩვენ შევისწავლით, თუ როგორ განისაზღვრება გაცვლითი კურსი სავალუტო ბაზარზე, სადაც ეროვნულ ფულად ერთეულს ყიდულობენ და ყიდიან უცხოურ ვალუტაზე, გავარკვევთ ასევე, როგორ ზემოქმედებს გაცვლითი კურსი ფულის მიწოდებაზე და როგორ ზემოქმედებს ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა სავალუტო კურსზე.

ამდენად, ფინანსური ბაზარი წარმოადგენს სფეროს, რომლის შესწავლა ძალზე საინტერესოა. გარდა ამისა, ფინანსური ბაზრის თეორია გვიყალიბებს განსხვავებულ შეხედულებებს ქვეყანაში გატარებულ ეკონომიკურ პოლიტიკასთან დაკავშირე-

ბით. თანამედროვე ეტაპზე უნიანსური ბაზრის შესწავლა განსაკუთრებულ აქტუალობას იძენს.

პირველადი და მეორადი ბაზარი. პირველადს უწოდებენ ბაზარს, რომელზეც კორპორაცია და სახელმწიფო ორგანო, რომელიც ახდენს ფასიანი ქაღალდების ემისიას (ემიტენტი), ყიდის თავის ახლად გამოშვებულ ფასიან ქაღალდს – ობლიგაციას ან აქციას, პირველ (საწყის) მიყიდველზე. მეორადი ბაზარი კი ისეთი ბაზარია, რომელზეც ადრე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდები (რომლებიც უკვე იყო ვინმეს მფლობელობაში) ხელახლა იყიდება.

ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზარი არც ისე კარგადაა ცნობილი სასოგადოებისთვის, რამეთუ ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა პირველ მიყიდველზე დახურულ კარებს მიღმა წარმოებს. პირველად ბაზარზე ფასიანი ქაღალდის საწყის განთავსებაში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს საინვესტიციო ბანკი. იგი ახორციელებს ხელმოწერას (ანდერრაიტინგს) ფასიან ქაღალდებზე, რითაც უსრუნველყოფს კორპორაციისთვის მისი ფასიანი ქაღალდების განსასაღწერელი გასაყიდი ღირებულების გარანტიას, შემდეგ კი ყიდის მათ უფრო მაღალ ფასზე.

ნიუ-იორკის და ამერიკის საფონდო ბირჟები, რომლებზეც ადრე გამოშვებული აქციებით ვაჭრობენ, წარმოადგენს მეორადი ბაზრის ყველაზე ცნობილ მაგალითებს, თუმცა სინამდვილეში ობლიგაციათა ბაზარზე, სადაც ყიდულობენ და ყიდიან აშშ-ის მთავრობისა და ცნობილი კორპორაციების ადრე გამოშვებულ ობლიგაციებს, ვაჭრობის მოცულობა საგრძნობლად მეტია. მეორადი ბაზრის მაგალითია აგრეთვე სავალუტო ბაზარი, ფიქსირსული ბაზარი და ოფციონების ბაზარი. მეორადი ბაზარის ფუნქციონირებაში გადამწყვეტ როლს ასრულებენ ბროკერები და დილერები. ბროკერები ინვესტორების დავალებით მოქმედებენ, მათი ამოცანაა ფასიანი ქაღალდების მიყიდველები და გამყიდველები შეახვედრონ ერთმანეთს. დილერები კი დამოუკიდებლად აკავშირებენ ერთმანეთთან მიყიდველებსა და გამყიდველებს და ახორციელებენ ფასიანი ქაღალდების დადგენილი ფასებით ყიდვა-გაყიდვას.

როგორც წესი, ფასიანი ქაღალდების პირველადი ემისია ხორციელდება შემდეგი ფორმით: 1) ფასიანი ქაღალდების დია

განთავსება, 2) ფასიანი ქაღალდების დახურული განთავსება არასაჯარო ინფორმაციით, რეკლამის გარეშე.

ახალი ფასიანი ქაღალდების გამოშვებამდე სააქციონერო სასოგადოებაში მიმდინარეობს წინასწარი ანალიზი, კერძოდ: 1) იმ ღარვის ანალიზი, რომელშიც მოქმედებს სააქციონერო სასოგადოება; 2) მისი ფინანსური მდგომარეობის ანალიზი; 3) გამოსაშვები ქაღალდის ვადისა და მასშტაბების დადგენა; 4) ფასიანი ქაღალდების განთავსების მეთოდის განსაზღვრა.

ამასთან, გასათვალისწინებელია ფასიანი ქაღალდების პორტფელის წონასწორობის პრინციპის შენარჩუნება, უსაფრთხოება, შემოსავლიანობა და ლიკვიდურობა.

საკითხთა საკითხია აქციათა ფასის დადგენა, რითაც უნდა გაირკვეს ფირმის კაპიტალის ეფექტიანობა.

მეორად ბაზარზე ფასიანი ქაღალდის გაყიდვისას პირი, რომელიც ყიდის ფასიან ქაღალდს, ღებულობს შემოსავალს, ფასიანი ქაღალდის გამომშვები კორპორაცია კი არაფერს არ იღებს. კორპორაცია მხოლოდ მაშინ ღებულობს ფულად სახსრებს, როცა ეს ფასიანი ქაღალდები პირველად ბაზარზე იყიდება. მიუხედავად ამისა, მეორადი ბაზარი ორმაგ ფუნქციას ასრულებს. პირველ რიგში ის აადვილებს ფინანსური ინსტრუმენტების გაყიდვას ფულის მიღების მიზნით, ე.ი. ფინანსურ ინსტრუმენტებს უფრო ლიკვიდურს ხდის. გარდა ამისა, ფინანსური ინსტრუმენტების მაღალი ლიკვიდურობა მათ უფრო მიმზიდველ აქტივებად აქცევს, ე.ი. გამომშვებ ფირმას უფრო ადვილად შეუძლია თავისი ფასიანი ქაღალდების პირველად ბაზარზე წარდგენა. პირები, რომლებიც ფასიან ქაღალდებს პირველად ყიდულობენ, მათ გამომშვებ კორპორაციას უხდიან თანხას, რომელიც არ აღემატება იმ ფასს, რომელიც, მათი აზრით, დაწესდება მეორად ბაზარზე. რაც უფრო მაღალია ფასიანი ქაღალდის ფასი მეორად ბაზარზე, მით უფრო მეტს იღებს მისი გამომშვები კორპორაცია პირველად ბაზარზე ახალი ფასიანი ქაღალდების გატანისას, ე.ი. უფრო მეტად სრდის თავის კაპიტალს.

ამდენად, კორპორაციისათვის, რომელიც უშვებს ფასიან ქაღალდებს, მეორად ბაზარზე შექმნილი მდგომარეობა უფრო არსებითია, ამიტომაც ეკონომიკურ ლიტერატურაში მეტი ყურადღება მეორადი ბაზრის განხილვას ეთმობა.

ბირჟა და არასაბირჟო ბაზარი (ბირჟის ბარჟში). მეორადი ბაზარი ორი მეთოდით შეიძლება იქნეს ორგანიზებული. პირველი მეთოდი მდგომარეობს საფონდო ბირჟის ორგანიზებაში, სადაც ფასიანი ქაღალდების მყიდველები, ბროკერები და გამყიდველები (ან აგენტები) ერთად იკრიბებიან ვაჭრობის სასაქარებლად. მაგალითად, ნიუ-იორკისა და ამერიკის საფონდო ბირჟები (აქციებით ვაჭრობა), ნიკაგოს სასაქონლო ბირჟა (ვაჭრობა ხორბლით, სიმინდით და ა.შ.).

მეორე მეთოდი დაყვანილია ბირჟის გარეშე ბაზრის ფუნქციონირებაზე, რომელსაც ფასიანი ქაღალდების მფლობელი დილერები სხედასხვა ადგილებიდან მზად არიან იყიდონ (ან გაყიდონ) ფასიანი ქაღალდები ნებისმიერი პირისგან, ვინც კი მოვა და შეთავაზებულ ფასზე დათანხმდება. რამდენადაც დილერები ბირჟის გარეშე ბაზარზე დაკავშირებული არიან კომპიუტერული ქსელით, მათ იციან ფასები, რომლებიც მათი კლდეების მიერაა დადგენილი. კონკურენცია აქ ძალზე მაღალია, თვით ბაზარი კი დიდად არ განსხვავდება ორგანიზებული ბირჟის წარსოებში მოქმედი ბაზრისგან.

ბირჟის გარეშე ბაზარზე ვაჭრობენ სხედასხვაგვარი აქციებით, მაგრამ მსხვილი კორპორაციების აქციები მაინც ორგანიზებულ საფონდო ბაზარზე (მაგალითად, ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟაზე) იყიდება. ამერიკის სახელმწიფო ობლიგაციების ბაზარი ორგანიზირებულია როგორც ბირჟის გარეშე ბაზარი. მასზე ვაჭრობის მოცულობა უფრო დიდია ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟასთან შედარებით. დაახლოებით 40 დილერი, რომლებიც ახდენენ აღნიშნული ფასიანი ქაღალდების ფასის ყორმირებას, მზადაა იყიდონ ან გაყიდონ სახელმწიფო ობლიგაციები. ბირჟის გარეშე ბაზრის მაგალითად ასევე შეიძლება დასახელებული იქნეს გადასაგზავნი დეპოზიტური სერტიფიკატების, ბანკთა შორისი კრედიტის, საბანკო აქცეპტისა და ეცხსოური ვალუტის ბაზრები.

ფულადი ბაზარი და კაპიტალის ბაზარი. კიდევ ერთი კლასიფიკაცია ფინანსური ბაზრისა გამოძინარეობს ფასიანი ქაღალდების დაფარვის ვადიდან – განაღდების პერიოდიდან. ფულადი ბაზარი (ფუკლის ბაზარი) ფინანსური ბაზრის ნაწილია, რომელსაც ვაჭრობენ მხოლოდ მოკლევადიანი (ერთ წლამდე

დაფარვის ვადით) სავალსე ვალდებულებებით. კაპიტალის ბაზარი სავალსე ვალდებულებათა ბაზარია დაფარვის შედარებით უფრო ხანგრძლივი ვადით.

ფულადი ბაზრის ფასიანი ქაღალდები უფრო ფართოდაა გავრცელებული გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებთან შედარებით, ამიტომ ისინი უფრო ლიკვიდურნი არიან. ფასების მერყეობა მოკლევადიან ფასიან ქაღალდებზე უფრო მცირეა, ვიდრე გრძელვადიანზე, ე.ი. მათში დაბანდებიანი უფრო უსაფრთხოა. შედეგად ამისა, კორპორაციები და ბანკები აქტიურად მოქმედებენ ფულად ბაზარზე დროებით თავისუფალი სახსრებიდან პროცენტის მიღების მიზნით.

კაპიტალის ბაზრის ფასიანი ქაღალდები - აქციები და გრძელვადიანი ობლიგაციები, ხშირად საფინანსო შუამავლებს ეკუთვნით, მაგალითად, სადასდვევო კომპანიებს და საპენსიო ფონდებს.

ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტები. ფინანსური ბაზრის მნიშვნელოვანი როლის შესახებ კრედიტორ შემნახველებიდან მსესხებელ-მხარჯველებთან თანხების განთავსებასთან დაკავშირებით უკვე ვისაუბრეთ. ახლა განვიხილოთ ფასიანი ქაღალდები, რომლებითაც ვაჭრობენ ფინანსურ ბაზარზე.

სავალსე ინსტრუმენტები თავიანთი მოკლევადიანობის წყალობით ფასების მცირედ მერყეობას განიცდიან, ე.ი. ისინი ნაკლებად სარისკო დაბანდებებს წარმოადგენენ. უკანასკნელი 30 წლის განმავლობაში აშშ-ში ფულად ბაზარზე მნიშვნელოვანი ცვლილებები შეიმჩნევა. კერძოდ, დაბანდებათა მოცულობა სოფიერთი სახის ფინანსურ ინსტრუმენტში უფრო სწრაფად იზრდება სხვა სახის დაბანდებებთან შედარებით. განვიხილოთ ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტები.

სახაზინო თამასუქი წარმოადგენს მთავრობის მოკლევადიან სავალსე ვალდებულებას, რომელიც გამოიცემა 3-, 6- და 12-თვიანი დაფარვის ვადით. მათი გამოშვების მიზანია ბიუჯეტის დეფიციტის დაფინანსება. მათზე დაფარვის მომენტში გადაიხდება წინასწარ განსაზღვრული თანხა.

ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებიდან ყველაზე ლიკვიდურია სახაზინო თამასუქები, რადგანაც მათი მონაწილეობით უფრო ხშირად ტარდება ვაჭრობა, ამასთან დეფოლტის საშიშროების

არარსებობს გამო ისინი ყველაზე საიმედოა. დეფოლტი გულისხმობს, რომ სასესხო ვალდებულების გამომცემ მხარეს არ შეუძლია განახორციელოს პროცენტული გადახდები ან გადაიხადოს წინასწარ განსაზღვრული საჭირო თანხა ვალის დაფარვის მომენტში. მთავრობას ყოველთვის შესწევს უნარი პასუხი აგოს თავის სასესხო ვალდებულებებზე, რადგანაც შეუძლია გაზარდოს გადასახადები ან გამოუშვას ნაღდი ფული (ქაღალდის ფული) და ამით დაფაროს საკუთარი სასესხო ვალდებულებები. სახაზინო თამასეკებს უფრო ხშირად ბანკები იძენენ, თუმცა მცირედი მოცულობით, ისინი შეიძლება ეკუთვნოდეს სხვა საფინანსო შუამავლებს და საოჯახო მეურნეობებსაც.

საბანკო გადასაყვანი დეპოზიტური სერტიფიკატი არის სასესხო ვალდებულება, რომელსაც ბანკი მენაბრეზე ყიდის და რომლის მიხედვით ყოველწლიურად გადაიხდება წინასწარ დათქმული პროცენტი, დაფარვის მომენტში კი შესყიდვის საწყისი ფასი. 1961 წლამდე დეპოზიტური სერტიფიკატები არ იყო გადასაყვანი, ე.ი. არ შეიძლებოდა მათი სხვა პირზე გაყიდვა და დაფარვის დროის დადგომამდე ისინი მხოლოდ ბანკის მიერ გამოისყიდებოდა საკმაოდ დიდი ჯარიმის გადახდევინებით. 1961 წელს დეპოზიტური სერტიფიკატი უფრო ლიკვიდური და ინვესტირებისთვის მიმზიდველი რომ გამხდარიყო „სითბიანკმა“ პირველად შემოიღო მსხვილი ღირებულების გადასაყვანი დეპოზიტური სერტიფიკატები, რომელთა ხელმოწერედ გაყიდვა უკვე შესაძლებელი იყო მეორად ბაზარზე. ამჟამად ამგვარი სერტიფიკატები გამოიცემა ყველა მსხვილი ბანკის მიერ. დღეისთვის გამოშვებული დეპოზიტური სერტიფიკატების თანხა 300 მლრდ დოლარს აღემატება. დეპოზიტური სერტიფიკატები კომერციული ბანკისთვის კორპორაციებისაგან, ყველაფი ბაზრების ურთიერთ (საპაიო) ფონდებისაგან, საქველმოქმედო ორგანიზაციებიდან და სამთავრობო ორგანიზაციებიდან სახრების მოზიდვის მნიშვნელოვანი წყაროა.

კომერციული ფასიანი მოკლევადიანი სასესხო ვალდებულებაა, რომელსაც კორპორაციები გამოსცემენ. გასული საუკუნის 60-იან წლებამდე კორპორაციები სესხებს ბანკებიდან იღებდნენ, შემდგომ კი მოკლევადიან სახსრებზე მოთხოვნილებების დასაკმაყოფილებლად ისინი უფრო ხშირად მიმა-

რთავდენ კომერციული ფასიანი ქაღალდების გაყიდვას სხვა საფინანსო შუამავლებსა და კორპორაციებზე, რითაც მათ პირდაპირ ითრევდენ დაფინანსებაში. უკანასკნელ პერიოდში კომერციული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი შესამჩნევად გაიზარდა.

საბანკო აქცეპტი ფულადი ბაზრის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ინსტრუმენტია, რომელიც საერთაშორისო ვაჭრობის განვითარების შედეგად წარმოიქმნა და ასობით წელია გამოიყენება. საბანკო აქცეპტი საბანკო გადასაყვანი თამასუქია (სუკის-მაგვარი გადახდის ვალდებულება). ის გამოცემულია ფირმის მიერ, რომელმაც მომავალში უნდა აწარმოოს გადახდა ბანკის გარანტიებით, რომელიც, თავის მხრივ, ღებულობს განსაზღვრულ გასამჯკლოს და თამასუქზე აკეთებს წარწერას - „აქცეპტირებულია“. ფირმას, რომელმაც გამოსცა ამგვარი თამასუქი, მისი განაღდებისთვის აუცილებლად ესაჭიროება თავის ანგარიშზე თანხის განთავსება. თუ ფირმა უარს ამბობს თანხის განაღდებაზე, ბანკის გარანტია ნიშნავს, რომ ის ვალდებულია დაფაროს თამასუქის თანხა. ფირმისათვის უპირატესობაა ის, რომ ღიღია აღბათობა გადასაყვანი თამასუქი მიღებულ იქნეს საზღვარგარეთ საქონლის ყიდვისას, რადგანაც უცხოელმა ექსპორტიორმა იცის, რომ, საქონლის მიყიდვლი კომპანია რომც გაკოტრდეს, საბანკო თამასუქი მაინც გადახდილი იქნება. „აქცეპტირებული“ თამასუქი ხშირად განმეორებით იყიდება მეორად ბაზარზე, თანაც ფასდაკლებით, ე.ი. თავისი ქცევით იგი ემსგავსება სახაზინო თამასუქს. როგორც წესი, მათ ის პირები ყლობენ, რომლებსაც სახაზინო თამასუქები აქვთ.

შეთანხმებები უკან გამოსყიდვის შესახებ (რეპო გარიგებები, ინგლისური სიტყვა repurchase-დან წარმოდგება, რაც გულისხმობს უკან გამოსყიდვას). ის მოკლევადიანი სესხია, რომლის დაფარვის ვადა ხშირად არ აღემატება ორ კვირას. ისინი უზრუნველყოფილია სახაზინო თამასუქებით, ე.ი. აქტივებით, რომელთაც კრედიტორი თავის მფლობელობაში ღებულობს, თუ სესხის ამღები არ დააბრუნებს ნასესხებ თანხას. მსხვილ კორპორაციას შეუძლია თავის ანგარიშზე პქონდეს თავისუფალი თანხა, მაგალითად, 1 მლნ ლარი, რომელიც სურს გასცეს ვალად ერთი დღით. ამ 1 მლნ-ით ბანკისგან ის შეიძენს სახაზინო თამასუქებს, რომელთა უკან გამოსყიდვასე ბანკი მეორე დღესვე

თანახმაა, ოღონდ იმ ფასით, რომელიც ოდნავ აღემატება შექმნის ფასს. ამგვარი შეთანხმების აზრი იმაში მდგომარეობს, რომ კორპორაცია აძლევს ბანკს სესხს, სამაგიეროდ მისგან ღებულობს ბანკის საკუთრებაში მყოფ იგივე თანხის სახასიანო თამასუქებს, რომელთაც კორპორაცია იტოვებს მანამ, ვიდრე ბანკი მათ უკანვე არ გამოიხეიდის. შეთანხმება უკან გამოიხეიდვის შესახებ – საკმაოდ ახალი ინიციატივაა ფინანსურ ბაზარზე. იგი 1963 წელს იქნა შემოღებული და წარმოადგენს საბანკო სახსრების მოხიდვის მნიშვნელოვან წყაროს. ამ ბაზარზე ძირითად კრედიტორებად მსხვილი კორპორაციები გამოდიან.

ბანკთაშორისი საკრედიტო ბაზრის სახსრები ბანკების სახსრების ნაწილია, რომლებსაც ბანკები ერთმანეთში ცვლიან. ეს სესხები გაიცემა ერთი ბანკის მიერ სხვა ბანკზე. ბანკები ბანკთაშორის საკრედიტო ბაზარზე სესხებს შემდეგი მიზეზით იღებენ: ბანკმა შესაძლოა აღმოაჩინოს, რომ ცენტრალურ ბანკში მის ანგარიშზე განთავსებული თანხა არ პასუხობს დადგენილ მოთხოვნებს. მოცემულ ბანკს შეუძლია საჭირო თანხა სხვა ბანკისგან ისესხოს, რომელიც გადაუგზავნის თანხას ცენტრალურ ბანკს ელექტრონული სისტემის მეშვეობით. აღნიშნული ბაზარი ძალზე მგრძობიარეა ბანკების ფინანსური სიძნელეების მიმართ. ამგვარი კრედიტების საპროცენტო განაკვეთი იწოდება ბანკთაშორისი კრედიტის განაკვეთად. იგი ბანკთაშორის საკრედიტო ბაზარზე სიტუაციის განსაზღვრის ძალზე მგრძობიარე ბარომეტრია და ამავდროულად ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ერთ-ერთი ძირითადი ინსტრუმენტი და ინდიკატორია: თუ იგი მაღალია, ეს მიგვანიშნებს, რომ ბანკის თანხები შესღუდულია. ბანკთაშორისი კრედიტის დაბალი განაკვეთი კი მიუთითებს, რომ ბანკი კრედიტს დიდად არ საჭიროებს.

ვეროდოლარი. ამერიკულ დოლარებს, რომლებიც აშშ-ის გარეთ უცხოურ ბანკებში ან ამერიკული ბანკების უცხოურ ფილიალებშია განთავსებული, ვეროდოლარები ეწოდება. როცა ამერიკულ ბანკებს თანხები ესაჭიროებათ, მათ შეუძლიათ ისესხონ თანხები უცხოური ბანკებისგან ან თავიანთი (სასღვარგარეთული) ფილიალებისგან. ვეროდოლარი საბანკო რესურსების მნიშვნელოვანი წყაროა.

საპროცენტო განაკვეთები ფულად ბაზარზე

ფულად ბაზარზე ყალიბდება ოთხი სახის განაკვეთი: საბაზისო, ბანკთაშორისი კრედიტის, სახაზინო თამასუქებისა და საბინაო მშენებლობის კრედიტის.

საბაზისო განაკვეთი (Prime rate) კომპანიებისათვის საბანკო სესხების საპროცენტო განაკვეთია, ხოლო ბანკისათვის სესხის ღირებულების ინდიკატორია და სამეწარმეო მიზნების განხორციელებისკენ არის მიმართული.

ბანკთაშორისი კრედიტის განაკვეთი (Federal Funds Rate) ბაზარზე ერთდღიან სესხებზე წამოყალიბებული საპროცენტო განაკვეთია, იგი ერთი ბანკის მიერ მეორისგან სესხის აღების ღირებულების მგრძობიარე ინდიკატორი და ამასთანავე, ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ორიენტორია.

სახაზინო თამასუქების განაკვეთი (Treasury Bill Rate) სახაზინო თამასუქების საპროცენტო განაკვეთია. იგი საპროცენტო განაკვეთების მერყეობათა ინდიკატორია.

საბინაო მშენებლობის საკრედიტო განაკვეთი (Federal Home loan Mortgage Corporation rate) კორპორაციის მიერ გირავნობის სიგელით გარანტირებული საბინაო იპოთეკური კრედიტის საპროცენტო განაკვეთია. იგი საცხოვრებელი ბინების შესყიდვის მიზნობრივი სესხების ღირებულების ინდიკატორია.

კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტები

კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტებს მიეკუთვნება სავალდებულებები და აქციები, რომელთა დაფარვის ვადა აღემატება ერთ წელს. მათზე ფასების მერყეობა უფრო მეტი ამპლიტუდით ხასიათდება ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებთან შედარებით. ამიტომაც ისინი (კაპიტალის ბაზრის ინსტრუმენტები) დაბანდებარა საკმაოდ ხარიკსო სახეობად ითვლებიან.

აქცია წარმოადგენს საკუთრების მოწმობას წმინდა შემოსავლის წილისა და კორპორაციის აქტივების ნაწილის შესახებ. ყოველწლიურად გამოშვებულ ახალ აქციათა მოცულობა, როგორც წესი, შედარებით მცირეა უკვე განთავსებული აქციების საერთო მოცულობასთან შედარებით. აშშ-ში აქციათა დაახლოებით ნახევარი იმყოფება ფისიკურ პირთა მფლობელობაში, დანარჩენი კი საპენსიო ფონდებს, ურთიერთფონდებსა და სადაზღვევო კომპანიებს ეკუთვნის.

გირავენობის სიგელი. იგი ფირმების ან მოქალაქეების მიერ აღებული სესხებია ბინების, მიწის ან სხვა უძრავი ობიექტების შესაძენად. ამასთან სესხს უსრუნველყოფს თვით ობიექტი: მიწა, ბინა და ა.შ. აშშ-ში გირავენობის სიგელების ბაზარი უმსხვილეს სავალო ვალდებულებათა ბაზარს წარმოადგენს. იპოთეკური სესხების მოცულობა საცხოვრებელი ბინების ყიდვაზე 4-ჯერ აღემატება კომერციული და ფერმერული გირავენობის სიგელების მოცულობას. უძრავი ქონების გირავენობის სიგელთა ბაზარზე სესხის ძირითად წყაროდ გამოდიან სასესხო-შემნახველი ასოციაციები და ურთიერთშემნახველი ბანკები, თუმცა კომერციული ბანკები საკმაოდ აგრესიულად იქცევიან. მიიღებიან რა ბაზრის დაპყრობისაკენ. კომერციული და ფერმერული გირავენობის სიგელთა უმრავლესობა ფორმდება კომერციული ბანკებისა და სიცოცხლის დამზღვევი კომპანიების მიერ. აშშ-ში ყველაფერი მთავრობა აქტიურ როლს თამაშობს გირავენობის სიგელთა ბაზარზე სამი სამთავრობო სააგენტოს მეშვეობით. ესენია: ყველაფერი ეროვნული იპოთეკური ასოციაცია (Federal National Mortgage Fssociation, - FNMA, "Fanie Mae") იპოთეკური კრედიტის წახელმწიფო ეროვნული ასოციაცია (Government National Mortgage Association, GNMA, "Ginnie Mae"), ბინების იპოთეკური კრედიტის ყველაფერი კორპორაცია (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FLMC; "Fveddic Mae"), რომლებიც ობლიგაციათა გაყიდვით და მდებელი ფულიდან გირავენობის სიგელების შექნით სახსრებს განათავსებენ გირავენობის სიგელთა ბაზარზე. უკანასკნელ წლებში გირავენობის სიგელით უსრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების გამოშვების ხარჯზე გირავენობის სიგელთა ბაზარმა ფართო განვითარება აპოვა.

კორპორაციული ობლიგაციები გრძელვადიანი ობლიგაციებია, რომლებიც მაღალი სანდოობის რეიტინგის მქონე კორპორაციების მიერაა გამოშვებული. როგორც წესი, კორპორაციული ობლიგაცია თავის მფლობელს წლის განმავლობაში ორჯერ უსრუნველყოფს პროცენტული გადახდით, ასევე ნომინალური ღირებულების გადახდით დაფარავის მომენტში. გარდა ამისა, სოფიერთი კონვერტირებად წოდებული კორპორაციული ობლიგაცია თავის მფლობელს უსრუნველყოფს იმ უფლებით, რომ დაფარვის ვადის დადგომამდე ნებისმიერ მო-

მენტში გადაცვალოს ისინი აქციათა განსასჯერებულ რაოდენობაზე. ამის გამო კონვერტირებადი ობლიგაციები უფრო მიმსიდეველია მყიდველისათვის, ვიდრე ჩვეულებრივი ობლიგაციები. გარდა ამისა, ის საშუალებას აძლევს კორპორაციას შეამციროს საპროცენტო გადახდები, რადგანაც, თუ ფირმის აქტივების ღირებულება საგრძნობლად გაიზრდება, შეიძლება გაიზარდოს ამ ობლიგაციების ფასი. ვინაიდან ყოველი ცალკე აღებული კორპორაციის როგორც კონვერტირებადი, ისე არაკონვერტირებადი ობლიგაციების მოცულობა მცირეა, ისინი სხვა ფასიან ქაღალდებთან (მაგალითად, სახელმწიფო ობლიგაციებთან), შედარებით არც ისე ლიკვიდურნი არიან.

მიუხედავად იმისა, რომ კორპორაციული ობლიგაციების ბაზრის მოცულობა საგრძნობლად მცირეა საფინანსო ბაზართან შედარებით (გამოშვებული კორპორაციული ობლიგაციების მოცულობა არ აღემატება აქციათა მოცულობის 1/5-ს), ყოველწლიურად გამოშვებული ახალი კორპორაციული ობლიგაციების მოცულობა საგრძნობლად აღემატება ახლად ემიტირებული აქციების ჯამს. ალბათ, ამიტომაც რომ კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი ბევრად უფრო შესამჩნევ ზემოქმედებას ახდენს ფირმის მიერ დაფინანსებასთან დაკავშირებით მიღებულ გადაწყვეტილებებზე, ვიდრე აქციათა ბაზარი. კორპორაციული ობლიგაციების ძირითად მყიდველებს სადასდევეო კომპანიები წარმოადგენენ; ამასთან, ობლიგაციათა დიდი რაოდენობა იმყოფება საპენსიო ფონდებისა და საოჯახო მეურნეობების საკუთრებაში.

სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები. ისინი წარმოადგენენ გრძელვადიან საყალო (სასესხო) ინსტრუმენტებს, რომლებიც გამოიცემა მთავრობის მიერ სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფინანსებლად. ამ ობლიგაციებით ვაჭრობენ ყველაზე ფართოდ აშშ-ში (გარიგებათა საერთო ჯამი დღეში საშუალოდ 100 მლრდ დოლარს შეადგენს), ამიტომაც ისინი წარმოადგენენ ყველაზე ლიკვიდურ ფასიან ქაღალდებს კაპიტალის ბაზარზე. მათ მფლობელებად გეკვლიანებიან ბანკები, საოჯახო მეურნეობები და უცხოელი ინვესტორები.

სახელმწიფო ორგანოთა მიერ გამოშვებულ ფასიან ქაღალდებს მიეკუთვნება გრძელვადიანი ობლიგაციები, რომ-

ლებიც გამოიცემა სხვადასხვა სახელმწიფო ორგანოს მიერ. ამ ფასიანი ქაღალდების დიდი ნაწილი ფედერალური მთავრობის მიერაა გარანტირებული. ისინი სამთავრობო ობლიგაციების მსგავსად ფუნქციონირებენ და ბაზრის იგივე მონაწილეებს ეკუთვნით.

ხელისუფლებისა და მმართველობის ადგილობრივი ორგანოების ობლიგაციები. ეს ობლიგაციები მუნიციპალურ ობლიგაციებად იწოდებიან და წარმოადგენენ გრძელვადიან ინსტრუმენტებს, რომელთაც გამოსცემს შტატების (მიწების, პროვინციების) მთავრობა და ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოები დანახარჯთა დაფინანსებისთვის. აქ შედის სკოლების და გზების მოვლა-პატრონობა, სხვა მსხვილმასშტაბიანი პროგრამების განხორციელება. ამ ობლიგაციათა მნიშვნელოვანი თავისებურება იმაში მდგომარეობს, რომ მათზე პროცენტული გადახდები არ იბეგრება ფედერალური საშემოსავლო გადასახადით და, როგორც წესი, იმ შტატის (მიწების, პროვინციების) ტერიტორიული ერთეულების) გადასახადებით, რომელშიც არის ისინი გამოშვებული. ამ ფასიანი ქაღალდების უმსხვილესი მყიდველები, რომელთაც გამოსვებულ მუნიციპალურ ობლიგაციათა ნახევარზე მეტი ეკუთვნით, კომერციული ბანკები არიან, რომელთა შემოსავლებიც საკმაოდ მაღალი გადასახადებით იბეგრება. ამ ობლიგაციების მყიდველთა შემდეგი ჯგუფი შეძლებული, მაღალ შემოსავლიანი მოქალაქეები არიან, შემდეგ კი მოდიან სადაზღვევო კომპანიები.

სამომხმარებლო და კომერციული სესხები ძირითადად ბანკების მიერ მომხმარებლებსა და ბიზნესმენებსე გაცემული სესხებია. სამომხმარებლო სესხებს გასცემენ აგრეთვე ფინანსური კომპანიები. ამგვარი სესხების მეორადი ბაზარი არ არსებობს, რაც მათ ნაკლებად ლიკვიდურს ხდის კაპიტალის ბაზრის ყველა სხვა ინსტრუმენტთან შედარებით.

გირავნობის სიგელით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები. უკანასკნელ წლებში უძრავი ქონების გირავნობის სიგელთა ბაზარზე ძირითად სიახლეს წარმოადგენს გირავნობის სიგელთა აქტიური მეორადი ბაზრის შექმნა. გირავნობის სიგელებს განსხვავებული ხანგრძლივობა და საპროცენტო განაკვეთები აქვთ, ამიტომაც ისინი სხვა ფასიანი ქაღალდები-

სგან განსხვავებით არასაკმარისად ლიკვიდურნი არიან მუორად ბაზარზე ვაჭრობისთვის. 1970 წელს აშშ-ში გირავენობის სიგელუბის მეშვეობით სესხების გაცემის სტიმულირებისთვის იპოთეკური კრედიტის სახელმწიფო ეროვნულმა ასოციაციამ შეიმუშავა გზავნილებითი ფასიანი ქაღალდის კონცეფცია, რომელიც უზრუნველყოფილი იყო გირავენობის სიგელუბით. ეს კონცეფცია მაშინ იქნა ფორმულირებული, როცა ასოციაციამ დაიწყო პროგრამის განხორციელება, რომელშიც გარანტირებული იყო პროცენტული გადახდები და ნომინალის გაცემა სტანდარტიზებული გირავენობის სიგელუბის პაკეტებით. ამ პროგრამის წარწოებში ისეთ ფინანსურ დაწესებულებებს, როგორცაა სასესხო-შემწახველი ასოციაცია და კომერციული ბანკი, შეეძლოთ ასოციაციის მიერ გარანტირებული გირავენობის სიგელუბის (მაგალითად, ერთი მილიონი დოლარის ღირებულების) პაკეტის შექმნა, შემდეგ კი მიეყიდათ ეს პაკეტი მესამე პირისათვის როგორც წესი, ინსტიტუციური ინვესტორისთვის, როგორც ფასიანი ქაღალდი (მაგალითად, საპენსიო ფონდისთვის). როცა მსესხებლები უხდიან ფინანსურ დაწესებულებას გირავენობის სიგელუბის შესაბამისად, რომლებიც ასოციაციის მიერ არიან გარანტირებული, მას გადააქვს ეს თანხა ფასიანი ქაღალდის მყლობელებთან და უგზავნის ჩეკს. GNMA გარანტირებულს ხდის ამ გზავნილებითი ფასიანი ქაღალდების გადახდისუნარიანობას, ამიტომაც ისინი რისკის დაბალი ხარისხითა და დიდი პოპულარობით ხასიათდება (გამომშებუელია 400 მლრდ დოლარზე მეტი ღირებულების ამგვარი ფასიანი ქაღალდი).

გირავენობის სიგელუბით უზრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები გამოიცემა არა მხოლოდ სამთავრობო ორგანოების, არამედ კერძო ფინანსური დაწესებულებების მიერაც. მართლაც ისინი იმდენად წარმატებულნი არიან, რომ მთლიანად გარდაქმნეს უძრავი ქონების გირავენობის სიგელუბა ბაზარში. გასული საუკუნის 70-იანი წლების მანძილზე მთელი უძრავი ქონების გირავენობის სიგელუბა 80%-ზე მეტი იმყოფებოდა სასესხო შემწახველ ასოციაციასთან, ასევე ურთიერთშემწახველი და კომერციული ბანკების უშუალო მყლობელობაში. ახლა მხოლოდ მათი მესამედი იმყოფება ამ დაწესებულებათა ხელში, დანარჩენი 2/3 გადაყორმებულია გირავენობის სიგელუბით უზრუნველყოფილ ფასიან ქაღალდუბად.

მოკლე შინაარსი

1. ფინანსური ბაზრის ძირითადი ფუნქციაა პირებისგან, რომელთაც დიდი ოდენობით გაანწიათ დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრები, უზრუნველყოს სახსრების გადაადგილება იმ პირებთან, რომლებიც მათ ნაკლებობას განიცდიან. ფულადი რესურსების ამგვარი მოძრაობა ხელს უწყობს საზოგადოების თითოეული წევრის კეთილდღეობის ამაღლებას, რამდენადაც მათი საშუალებით ფულადი სახსრები გადაადგილდება იმ ადამიანებთან, რომელთაც მათი ეფექტიანი გამოყენების შესაძლებლობა გაანწიათ, რაც, საბოლოო ჯამში, იწყვეს ეკონომიკის ეფექტიანობის ზრდას. გარდა ამისა, უშუალოდ მოგებულნი რჩებიან მომხმარებლებიც, მათ ეძლევათ შესაძლებლობა შესყიდვები განახორციელონ მათთვის საჭირო დროს.

2. ფინანსური ბაზარი შეიძლება დაიყოს საკალო ვალდებულებათა და აქციათა პირველად, მეორად და ბირჟის გარეშე ბაზრებად, ასევე ფულად და კაპიტალის ბაზრად.

3. ფულადი ბაზრის ძირითად ინსტრუმენტს (საველო ინსტრუმენტებს, რომელთა დაფარვის ვადა არ აღემატება 1 წელს) შეიძლება მივაკუთვნოთ სახაზინო თამასუქები, საბანკო გადასაყვანი დეპოზიტური სერტიფიკატები, საბანკო აქცეპტები, შეთანხმებები უკან გამოსყიდვის შესახებ, ბანკთაშორისი საკრედიტო ბაზრის სახსრები, ვეროდოლარები.

კაპიტალის ბაზრის ძირითად ინსტრუმენტებს (საველო ინსტრუმენტები, რომელთა დაფარვის ვადა აღემატება ერთ წელს) მიეკუთვნება აქციები, გირაუნობის სიგელები, კორპორაციული ობლიგაციები, სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები, ხელისუფლების ფედერალური ორგანოების ფასიანი ქაღალდები, შტატებისა და ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების ობლიგაციები, ასევე სამომხმარებლო და კომერციული სესხები.

4. საფინანსო შეამაველები ახდენენ მოსახლეობის დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების გადაქანვას იმ ეკონომიკური სუბექტების ხელში, რომელთაც ფულადი რესურსების მწარმოებლურად გამოყენების უნარი შესწევთ.

საფინანსო შეამაველებს შორის ყველაზე მნიშვნელოვანი ბანკებია. გარდა ამისა, ისინი გადამწყვეტ როლს ასრულებენ ფულის შექმნაში, მათივე დამსახურებაა ფინანსური სიახლეების მზარდი ტემპებით განვითარებაც.

5. ფინანსურ ბაზარზე მიმდინარე მოვლენები უშუალოდ ზემოქმედებს საზოგადოების კეთილდღეობაზე, საქმიანი წრეების ქცევებზე და ეკონომიკის ეფექტიანობაზე. განსაკუთრებით საყურადღებოა ფინანსური ბაზრის სამი ტიპი: ობლიგაციათა ბაზარი (აქ ხდება საპროცენტო განაკვეთების განსაზღვრა), აქციათა ბაზარი (ის ზემოქმედებას ახდენს საზოგადოების კეთილდღეობაზე და ფირმათა საინვესტიციო გადაწყვეტილებებზე), სავალუტო ბაზარი (გაცვლითი კურსის მერყეობას გლობალური შედეგები მოაქვს ქვეყნის ეკონომიკისთვის).

პირითადი ცნებები

ფინანსური ბაზარი.

ობლიგაციათა ბაზარი

აქციათა ბაზარი

სავალუტო ბაზარი

პირველადი ბაზარი

მეორადი ბაზარი

ანდერრაიტიზი

ბროკერი

დილერი

საფონდო ბირჟა

ბირჟის გარეშე ბაზარი

ფულადი ბაზარი

კაპიტალის ბაზარი

სახაზინო თამასუქი

სავალუტო ბაზარი

ფასიანი ქაღალდები

საბანკო გადასაყვანი დეპოზიტური სერტიფიკატი

კომერციული ფასიანი ქაღალდი

საბანკო აქცეპტი

შეთანხმებები უკან გამოსყიდვის შესახებ

(რეპო გარიგებები)

ბანკთა შორის კრედიტის ბაზარი

ვეროდოლარი

აქცია

კორპორაციული ობლიგაცია

გირავენობის სიგელით უზრუნველყოფილი ფასიანი
ქაღალდი
სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდი
მუნიციპალური ობლიგაცია
საპროცენტო განაკვეთი
გაცვლითი კურსი
ბანკი
საფინანსო შუამავლები
დეფოლტი

სამონეტროლო ძირითადი და ამოცანები:

1. რატომ ასრულებს ფინანსური ბაზარი მნიშვნელოვან როლს ეკონომიკის განვითარების საქმეში?

2. როგორ ხემოქმედებს აქციებზე ფასების დაცემა კორპორაციათა გადაწყვეტილებაზე?

3. როგორ ხემოქმედებს ფასების ზრდა მომხმარებლის გადაწყვეტილებაზე დახარჯოს ფული?

4. როგორ იმოქმედებს ლარის კურსის დაცემა ქართველ მომხმარებელზე?

5. როგორ იმოქმედებს ევროს გამტკიცება ამერიკულ ბიზნესზე?

6. სიტუაციაში, როცა დოლარი უფრო ძვირია სხვა ვალუტასთან შედარებით, თქვენ უპირატესობას ამერიკული თუ სხვა ქვეყნის წარმოების ჯინსების ყიდვას მიანიჭებთ? როგორ ფიქრობთ, ამერიკული კომპანიები, რომლებიც ჯინსებს ეწარმოებენ, უკეთეს მდგომარეობაში არიან, როცა დოლარს ძლიერი პოზიცია უკავია, თუ როცა ის სუსტდება? რისი თქმა შეიძლება ამერიკულ კომპანიაზე, რომელიც აშშ-ში უცხოური ჯინსებს ყიდის?

7. რატომ წარმოადგენს „კოკა-კოლას“ კომპანიის აქციები აქტივს მისი მფლობელისთვის და პასივს თვით კომპანიისთვის.

8. სოფიერთი ეკონომისტის მტკიცებით, განვითარებად ქვეყნებში ეკონომიკის ნელი ტემპით ზრდის ერთ-ერთ მიზეზს წარმოადგენს კარგად განვითარებული ფინანსური ბაზრის არარსებობა. ეთანხმებით თუ არა ხემოთ აღნიშნულ მოსაზრებას?

9. აშშ-მა მე-19 საუკუნეში დიდი ბრიტანეთისგან მიიღო პირობებით აიღო კრედიტი რკინიგზის მშენებლობისთვის. რომელი საკვლეო ინსტრუმენტი იქნა გამოყენებული მათ მიერ? სუ-მით აღნიშნულის მიუხედავად, რატომ დარჩა ორივე ქვეყანა მოგებული?

10. იმის მიუხედავად, რომ კორპორაციები ფაქტობრივად არ მოიპოვებენ სახსრებს მეორად ბაზარზე, ეს ბაზარი არანაკლებ მნიშვნელოვანია პირველად ბაზართან შედარებით. კომენტარი გაუკეთეთ ზემოთ აღნიშნულ დებულებას.

11. ვთქვათ, თქვენ ვარაუდობთ, რომ მოცემული კომპანია ერთი წლის შემდეგ გაკოტრდება. ასეთ პირობებში აღნიშნული კომპანიის აქციების ფლობას არწევდით თუ ობლიგაციებისას? რატომ?

12. ფულადი ბაზრის ქვემოთ დასახელებული ინსტრუმენტები განალაგეთ ლიკვიდურობისა და საიმედოობის ურდის შესაბამისად:

- ა) კომერციული ფასიანი ქაღალდი;
- ბ) საბანკო გადასაყვანი დეპოზიტური სერტიფიკატი;
- გ) შეთანხმებები უკან გამოსყიდვის შესახებ;
- დ) სახაზინო თამასუქი.

თაზო II.

საზინანსო შუამავლობა

საზინანსო შუამავლობის როლი

ფინანსური ბაზრის (აქციათა და ობლიგაციათა ბაზრებს), ასევე საფინანსო შეამავლების (ბანკები, სადასაღვეუო კომპანიები, საპენსიო ფონდები და სხვ.) დანიშნულებაა კრედიტორებისა და მსესხებლების ერთმანეთთან დაკავშირება. მათი მეშვეობით დროებით თავისუფალი ფულადი სასხრების ნაკადები იმათგან, ვისაც მათი სიტარბე შეეწინაშებათ, გადაედინება მათთან, რომლებიც ფულადი რესურსების ნაკლებობას განიცდიან. კარგად ფუნქციონირებადი ფინანსური ბაზარი და საფინანსო შეამავლები აუცილებელია სასოგადოების ეკონომიკური კეთილდღეობის ასამაღლებლად, ისინი გადამწყვეტ როლს ასრულებენ ქვეყნის ეკონომიკაში.

საფინანსო შეამავლების (ბანკების) საქმიანობაში კომერციული დაკრედიტება ყოველთვის იყო ბანკების ფუნქციონირების მიმზიდველი სფერო. პროფესიონალს, რომელიც ამ სფეროში მუშაობს, უნდა შეუძლოს კლიენტის პრობლემების გადაწყვეტა ისე, რომ არ დაირღვეს მსესხებლის სურვილებისა და ბანკის საკრედიტო პოლიტიკას შორის წონასწორობა, თანაც გასათვალისწინებელია ისიც, რომ კომერციული დაკრედიტების მზა პროდუქტი ბუნებაში არ არსებობს, რომ თარიღან ნამოვიტანოთ მარტივად. ამისთვის საჭიროა კლიენტთან ხანგრძლივი მთლაპარაკება. კომერციულ კრედიტორს შეცდომის უფლება არა აქვს. იმისათვის, რომ ბანკს უსრუენველყოფილი პქონდეს თუნდაც მინიმალური რენტაბელურობა, კრედიტორმა უნდა მიიღოს სწორი გადაწყვეტილება.

საზინანსო შუამავლობის ფუნქცია

როგორც ცნობილია არსებობს კრედიტორებისაგან მსესხებლებთან ფულადი რესურსების გადადინების მეორე საშუალება (სქემა 1), რომელიც ხორციელდება საფინანსო შეამავლების მეშვეობით: მათ არაპირდაპირი დაფინანსების არსებებს უწოდებენ. საფინანსო შეამავალი გვეკლინება კრედიტორ-შემნახველებსა და მსესხებელ-მხარჯეულებს შორის შეამავლებად, ამასთან ისინი ხელს უწყობენ თანხის გადასვლას ერთი პირიდან მეო-

რესთან. ამ მიზნისათვის შუამავალი სახსრებს კრედიტორებთან სესხეულობს და თავად გასცემს სესხებს მსესხებლებზე. მაგალითად, ბანკს შეუძლია მიიღოს თავის განკარგულებაში სახსრები მოსახლეობისაგან შემნახველი დეპოზიტის ფორმით, შემდეგ შეუძლია ამ თანხების გამოყენება რაიმე აქტივის შესაძენად, მაგალითად, შეუძლია გასცეს სესხი კომპანიაზე, ან იყიდოს ფინანსურ ბაზარზე ამ კომპანიათა ობლიგაციები, ამის შედეგად აღგილი აქვს სახსრების გადანაწილებას მოსახლეობიდან (კრედიტორი) კომპანიისაკენ (სესხების ამღები) საფინანსო შუამავლის (ბანკის) მეშვეობით.

საფინანსო შუამავლის მეშვეობით არაპირდაპირი დაფინანსების პროცესს საფინანსო შუამავლობა ეწოდება. იგი კრედიტორებისაგან მსესხებლებთან სახსრების გადაადგილების ძირითადი საშუალებაა. მაღალგანვითარებულ ქვეყნებში საფინანსო შუამავლები კორპორაციათა დაფინანსების უმნიშვნელოფანეს წყაროს წარმოადგენენ. საფინანსო შუამავლების და არაპირდაპირი დაფინანსების მნიშვნელობის განსაზღვრის მიზნით საჭიროა გაეარკვიოთ ფინანსურ ბაზარზე ტრანსაქციური დანახარჯებისა და ასიმეტრიული ინფორმაციის როლი.

ტრანსაქციური დანახარჯები (ე.ი. დრო და ფული დახარჯული ფინანსური გარიგების განხორციელებაზე), ძირითადი პრობლემაა იმ ადამიანებისათვის, რომლებიც ფლობენ ფინანსურ რესურსებს და მათი სესხად გაცემის სურვილი აქვთ. დაეუშვათ, რომ ერთ-ერთ პიროვნებას ესაჭიროება ათასი ლარი ახალი ინვენტარის შესაძენად და თქვენ იცით, რომ ამგვარი შესანიშნავი საინვესტიციო შესაძლებლობა არსებობს. თქვენ გაქვთ ნაღდი ფული და გსურთ გაასესხოთ თანხა მასზე. საკუთარი დაბანდების უსრუნველყოფის მიზნით აუცილებელია მოიწვიოთ იურისტი, რომელიც შეადგენს კონტრაქტს, რომელშიც უხეტად იქნება განსაზღვრული სესხის გაცემის პირობები, საპროცენტო განაკვეთი, თანხის დაბრუნების ვადა. ვთქვათ, იურისტის მიერ კონტრაქტის გაფორმების ხარჯი შეადგენს 500 ლარს. როცა თქვენ წარმოგიდგენენ სესხის გაცემასთან დაკავშირებულ ტრანსაქციურ დანახარჯებს, მისკლებით, რომ ამ გარიგებით ვერაფერს ვერ მოიგებთ (უნდა დაიხარჯოს 500 ლარი, შესაძლო 100 ლარის მისაღებად). ამიტომაც საჭირო იქნება ხემოთ აღნიშნულ პიროვნებას შეატყობინოთ, რომ ფული

სადმე სხვაგან მოიძიოს. აქედან გამომდინარე ცხადია, რომ ადამიანები, რომლებიც არც ისე დიდი ოდენობის ფულადი სახსრების მფლობელნი არიან და მსგავსი პორტენციური მსესხებლები ფინანსური ბაზრის მიღმა რჩებიან, ე.ი. ვერღვლებენ სარგებელს ფულადი საშუალებების ფლობისას. ამ შემთხვევაში საუკეთესო გამოსავალია მათ მიმართონ საფინანსო შეამაველებს.

საფინანსო შეამაველებს შეუძლიათ მნიშვნელოვნად შეამცირონ ტრანსაქციური დანახარჯები, რადგანაც მათ გააჩნიათ აღნიშნული დანახარჯების შემცირების გამოცდილება. გარდა ამისა, საფინანსო შეამაველების მიერ განსორციელებული გარიგებების მოცულობა საშუალებას იძლევა გამოიყენებულ იქნეს მასშტაბის ეკონომიის უპირატესობანი გარიგების ყოველ ღარსზე. გარიგების ზომის (მასშტაბის) ზრდის შემთხვევაში მცირდება ტრანსაქციური დანახარჯი. მაგალითად, ბანკმა იცის, როგორ იპოვოს კარგი იურისტი, რომელიც მას უსადო ხელშეკრულებას შეუდგენს, რომელსაც გამოიყენებს ყოველი ახალი კრედიტის გაცემისას, რაც საშუალებას მისცემს ბანკს ყოველი ცალკეული გარიგების იურიდიულად გაფორმებისას შეამციროს დანახარჯების ოდენობა. საკრედიტო ხელშეკრულების 500 ღარად გაფორმების ნაცვლად (რომელიც თავისი შინაარსით შეიძლება არც იყოს საუკეთესო) ბანკს შეუძლია მოიწვიოს იურისტი, რომელიც 5000 ღარად შეუდგენს არანეველებრივ კონტრაქტს, რომელსაც თუნდაც 2000 გარიგების დასადებად გამოიყენებს. შესაბამისად, დანახარჯი თითოეულ სესხზე შეადგენს მხოლოდ 2.5 ღარს. ამგვარი დანახარჯით საფინანსო შეამაველს აწეობს მისცეს სვენს მიერ ზემოთ დასახელებულ პიროვნებას 1000 ღარის ოდენობის კრედიტი.

საფინანსო შეამაველების მეშვეობით საგრძობლად მცირდება ტრანსაქციური დანახარჯები. გარდა ამისა, ისინი საშუალებას იძლევიან თავისუფალი ფულადი სახრები გადავიდეს იმ ადამიანთა განკარგულებაში, რომელთაც სამეწარმეო უნარი და საინვესტიციო შესაძლებლობები გააჩნიათ. ამასთან ტრანსაქციური დანახარჯების დაბალი დონე საშუალებას იძლევის საფინანსო შეამაველებს შესთავაზონ კლიენტს მომსახურება ლიკვიდურობის უზრუნველყოფით, რაც გაუადვილებს მას გარი-

გების დადებას. მაგალითად, ბანკებში მეანაბრებებს აძლევენ სანეკო ანგარიშების გამოყენების შესაძლებლობას, რომელთა მეშვეობითაც ადვილად ხორციელდება ანგარიშსწორება. გარდა ამისა, მეანაბრებებს შეუძლიათ მიიღონ პროცენტები სანეკო და შემნახველი ანგარიშებიდან, საჭიროების შემთხვევაში კი მათი გამოყენებით შეიძინონ საქონელი და მომსახურება.

ტრანსაქცია განსხვავდება ტრანსფერტისაგან (დაუბრუნებელი სახსრები). ტრანსფერტის დროს „ა“ გადასცემს პროდუქტს (სანუქარს, სუბსიდიას და ა.შ.) „ბ“-ს, მაგრამ ამის ნაცვლად არაფერს არ იღებს.

ასიმეტრიული ინფორმაცია: მცდარი არჩევანი და

არაკეთილსინდისიერი ძეგვა¹

ფინანსური ბაზარზე ტრანსაქციური დანახარჯების არსებობა ნაწილობრივ ხსნის იმას, რატომ ენიჭებათ მნიშვნელოვანი როლი საფინანსო შეამავლებს და არაპირდაპირ დაფინანსებას. მეორე მიზეზი კი შემდეგი გარემოებით აიხსნება. ფინანსურ ბაზარზე ერთი მხარე უფრო ხშირად საკმარისად არ იცნობს მეორეს, რაც ართულებს სწორ გადაწყვეტილებათა მიღებას. მხარეთა ამ უთანასწორობას ინფორმაციის ასიმეტრიულობას უწოდებენ. მაგალითად, სესხის აძლები ხშირად კრედიტორზე უკეთესადაა ინფორმირებული საინვესტიციო პროექტებთან დაკავშირებულ სამომავლო შემოსავლებსა და რისკზე. ფინანსური სისტემა ინფორმაციის უკმარისობით წარმოქმნილ პრობლემებს აწყდება ორ ეტაპზე: გარიგების განხორციელებამდე და გარიგების დადების შემდეგ.

ბაზარზე მცდარი (არასწორი) არჩევანის პრობლემა წმინდა ინფორმაციის ასიმეტრიულობის შედეგად. ფინანსური გარიგების დადებამდე მცდარი არჩევანი წარმოიქმნება მაშინ, როცა პოტენციური მხესხებლები კრედიტის გაცემის თვალსაზრისით საკმაოდ არასანდონი არიან და ძირითადად განწირულნი არიან წარუმატებლობისათვის. საინტერესოა, რომ აქტი-

¹ ტერმინი „ასიმეტრიული ინფორმაცია“ თეორიაში ჯერ არ არის დამკვიდრებული. შესაძლოა შევხვდეთ განსხვავებულ ცნებებს. მაგალითად, „არაკეთილსინდისიერი ქცევა“, (adverse selection) „მცდარი არჩევანი“, „მორალური რისკი“, (moral hazard) „კონტრაქტის არაკეთილსინდისიერების რისკი“, „არაკეთილსინდისიერი ქცევის საშიშროება“ და ა.შ. ნუნს მიერ გამოყენებული ტერმინი, ვფიქრობთ, უფრო სუსტი და, მაგრამ სხვა კარიანტებიც უნდა გაითვალისწინოთ.

ურობის შედეგად მათ მეტი შანსი ეძლევათ კრედიტის მიღებისა. მკვლარი არსევეანის პარადოქსი იმაში მდგომარეობს, რომ, თუ კრედიტს უფრო არასაიმედო მსესხებელს აძლევენ, შემდეგ კრედიტორები იბუკლებულნი არიან საერთოდ აღარ გახცენ ხესხები იმის მიუხედავად, რომ ბაზარზე საკმაოდ ხანდო მსესხებლებიც არიან.

იმისათვის, რომ გავარკვიოთ, რატომ წარმოიშობა მკვლარი (არასწორი) არსევეანის პრობლემა, წარმოიდგინეთ, რომ გვაქვთ ორი მეგობარი – ლუკა და ნიკა, რომელთაც შეგვიძლიათ ასესხოთ ფული. ლუკა ბუნებით კონსერვატორია და ისესხებს მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ შემდეგ შესძლებს ფულის უკან დაბრუნებას, ნიკა კი, პირიქით – გამოუწვორებელი მთაბამეა. მან ახლასან აღმოაჩინა მილიონერად გადაქცევისათვის სწრაფი გამდიდრების ახალი საშუალება, საინვესტიციოდ კი 1000 ლარი უსაჭიროება. ამგვარ ინვესტიციებზე ფულის დაკარგვის აღბათობა ძალზედ მაღალია, ამიტომ მაღალია იმის შესაძლებლობაც, რომ ნიკა დაკარგავს ნასესხებ 1000 ლარს.

თქვენი აზრით, ორი მეგობრიდან რომელი მოგმართაუთ უფრო ადრე ფულის სათხოვნელად? რა თქმა უნდა, ნიკა, რადგანაც მას თანხის ინვესტირებით დიდი ფულის მიღების იმედი აქვს. ცხადია, თქვენთვის უმჯობესია მასზე არ გაასესხოთ ფული, რადგან მისი დაკარგვის აღბათობა ძალზედ მაღალია, რის გამოც ნიკამ შეიძლება ვერ დაგიბრუნოთ ვალი.

ორივე მეგობრის ზედმიწევნით კარგად შეცნობის შემთხვევაში ინფორმაცია მეგობრების შესახებ ასიმეტრიული არ იქნებოდა და პრობლემაც არ იარსებებდა. თქვენ გეცოდინებოდათ, რომ ნიკა არაა ხანდო და არ მისცემდით მას თანხას. დაეუშვათ, რომ თქვენ კარგად არ იცნობდით მეგობრების მისწრაფებებს, ამ შემთხვევაში უფრო რეალურია, რომ ფულს მისცემდით ნიკას და არა ლუკას, რადგანაც ის მისევენებას არ მოგეცემდათ თავისი იდეებით. მკვლარი არსევეანის თავიდან აცილების მიზნით თქვენ შეგვიძლიათ არც ერთ მათგანს არ მისცეთ ფული. თემცა ლუკა მართლაც ხანდო მსესხებელი შეიძლება აღმოჩნდეს და ფულიც მოგებიანად განათავსოს.

ასიმეტრიული ინფორმაციით წარმოიშობა არაკეთილხინდისიერი ქცევის საშიშროება გარიგების დადუ-

ბის შემდგომაც. ფინანსურ ბაზარზე არაკეთილსინდისიერი ქცევის საშიშროება არის იმის რისკი, რომ ხესხის ამღები გარიგების დადების შემდგომ შეიძლება დასაქმდეს ისეთ სფეროებში, რომლებიც კრედიტორს არასასურველად ან მიუღებლად მიანნია. ამის გამო კრედიტორმა ხესხის გაცემასზე შეიძლება საერთოდ უარი თქვას.

მცდარი არსევიანის და არაკეთილსინდისიერი ქცევის ცნებები ძალზე მნიშვნელოვანია ზემოაღნიშნული საკითხების დაწვრილებით შესწავლისთვის. იმისათვის, რომ ერთმანეთისაგან გაემიჯნოთ ასიმეტრიული ინფორმაციით გამოწვეული პრობლემები, საჭიროა გვახსოვდეს, რომ მცდარი არსევიანის გაკეთება შესაძლებელია მხოლოდ გარიგების დადებამდე, არაკეთილსინდისიერი ქცევა კი ელინდება გარიგების დადების შემდეგაც.

განვიხილოთ არაკეთილსინდისიერი ქცევის მაგალითი. უთქვამთ, თქვენ ასეხეეთ ფული კიდევ ერთ თქვენს მეგობარ დაეითს, რომელმაც განიზრახა მისთვის საჭირო მოწყობილობის შექმნა. თქვენ ასეხეით მას ათასი ლარი, მან კი ტოტალიზატორში თამაში მოისურვა. თუ ის თქვენს ფულს დადებს 20-ის 1-თან შეფარდებით და მოიგებს, დაგიბრუნებთ ვალს, 19 ათასით კი მშვიდად იცხოვრებს. წაგების შემთხვევაში თქვენ კურაყერს მიიღებთ, დაეითი კი პატიოსანი ადამიანის რეპუტაციას დაკარგავს. დაეითი იმიტომაც მიდის ტოტალიზატორში სათამაშოდ, რომ სწორი თამაშის შემთხვევაში უფრო მეტი (19000 ლარი) მოიგოს, ვიდრე წააგებს არასწორი თამაშით (რეპუტაცია). თქვენ დაეითის განზრახვა რომ გცოდნოდით, შეაცვლევინებდით მას აზრს და არაკეთილსინდისიერი ქცევის საშიშროებას თავიდან აიცილებდით. მაგრამ შეუძლებელია ყველაფრის წინასწარ ცოდნა. ასე ჩნდება ინფორმაციის ასიმეტრიულობა, რომლის ძალითაც იმის რისკი, რომ დაეითი ტოტალიზატორში წაეკა და თქვენ არაყერს დაგიბრუნებთ, ძალზე მაღალია. ამის თავიდან ახაცილებლად თქვენ შეგიძლიათ არ ასეხით მას ფული, თუნდაც დარწმუნებლი იყოთ იმაში, რომ უკან დაგიბრუნებთ თანხას და ფულის საქმეში ჩადებით პროცენტებსაც გადაგიხდით.

მცდარი არსევიანით და არაკეთილსინდისიერი ქცევით წარმოქმნილი პრობლემები ხელს უშლის ფინანსური ბაზრის

ნორმალურ ფუნქციონირებას. საფინანსო შეამაველებს კი შესწევთ უნარი შეამცირონ სემოთ აღნიშნული პრობლემები.

ქვეყანაში საფინანსო შეამაველების არსებობის შემთხვევაში მკირე დანახოგების მყლობელ ადამიანებს შეუძლიათ ფულადი სახსრები გაიტანონ ფინანსურ ბაზარზე და ანდონ საიმედო შეამაველს, მაგალითად, ბანკს, რომელსაც თავის მხრივ, შეუძლია გასცეს კრედიტი, ან იყიდოს ფასიანი ქაღალდები - აქციები და ობლიგაციები. წარმატებით ფუნქციონირებადი საფინანსო შეამაველების შემოსაველება უფრო მაღალია, ვიდრე კერძო ინვესტორებისა, რამეთუ ისინი უფრო კარგად არიან აღჭურვილნი და უკეთესად არჩევენ კეთილსინდისიერ და არაკეთილსინდისიერ პარტნიორს, ამით კი ამცირებენ დანაკარგებს. საფინანსო შეამაველებს შეუძლიათ წაატარონ მსესხებლის ექსპერტული შეფასება. ამით მათი შემოსაველი იზრდება, დანაკარგი კი მცირდება. შედეგად ამისა, საფინანსო შეამაველებს შეუძლიათ გადაუხადონ მეანაბრეებს (პირებს, რომლებიც გასცემენ თავიანთ სახსრებს სესხად) პროცენტი ან გაუწიონ მნიშვნელოვანი მომსახურება და კელაეინდებურად მიიღონ მოგება.

მაღალგანვითარებული ქვეყნების მოქალაქეთა უმრავლესობა თავის დანახოგებს საფინანსო შეამაველებს ანდობს და მათგანვე იღებს კრედიტებს, რაც საფინანსო შეამაველების წარმატებაზე მეტყველებს. ისინი ეკონომიკური ეფექტიანობის უსრუნველყოფაში მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ, რამეთუ აადვილებენ ფინანსურ ბაზარზე სახსრების გადაქანვას კრედიტორებიდან იმ მსესხებლებისაკენ, რომელთაც საწარმოო და საინვესტიციო შესაძლებლობები გააჩნიათ. კარგად ფუნქციონირებადი საფინანსო შეამაველების გარეშე ეკონომიკას ძნელად ძალუქს თავისი პოტენციალის სრული გამოველენა.

საფინანსო შუამავლების როლი ფინანსური ბაზრის ბანვითარებაში

საფინანსო შეამაველები უდიდეს როლს ასრულებენ ფინანსური ბაზრის განვითარების საქმეში. განსაკუთრებით კორპორაციულ ერთიერთობებში.

კორპორაციას, როგორც ბისნესის ორგანიზაციის ფორმას, ის უპირატესობა გააჩნია, რომ ყასიანი ქაღალდების გა-

მოშეება-გაყიდვით მას შეუძლია თავისი აქტიუების აეცილებული ოდენობის ფულადი სახსრებით შექცება.

კორპორაციათა დაფინანსების თავისებურებანი სხვადასხვა ქვეყნის მიხედვით განსხვავებულია, თუმცა მათ ერთი საერთო თავისებურება მაინც გააჩნიათ. ისეთ განვითარებულ ქვეყნებში, როგორციაა აშშ, დიდი ბრიტანეთი, იაპონია, იტალია, გერმანია, საფრანგეთი, კელევის ნატარებისას აღმოჩნდა, რომ ფირმები თავიანთი საქმიანობის დასაფინანსებლად სახსრების მოძიებისას უფრო ხშირად საფინანსო შეამაველებს მიმართავენ. გასაკვირი არაა, რომ აშშ-სა და კანადაში, სადაც ფასიანი ქაღალდების ბაზარი ძალზე განვითარებულია, კორპორაციათა საქმიანობის დასაფინანსებლად სულ უფრო ხშირად მიმართავენ საფინანსო შეამაველებს. აშშ-ში საფინანსო შეამაველებზე გაცემული სესხების ოდენობა 2-ჯერ ჰარბობს ფასიანი ქაღალდების ბაზრიდან მიღებულ სესხების მოცულობას. გერმანიასა და იაპონიაში ფასიანი ქაღალდების ბაზარს იშვიათად მიმართავენ. აქ საფინანსო შეამაველების მეშეუობით მიღებული დაფინანსების მოცულობა 10-ჯერ აღემატება ფასიანი ქაღალდების ბაზრიდან მიღებული სახსრების მოცულობას. აღსანიშნავია ისიც, რომ უკანასკნელ პერიოდში იაპონიაში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებამ გამოიწვია საფინანსო შეამაველების მიერ კორპორაციათა დაფინანსების წილის შემცირება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშეუობით დაფინანსებასთან შედარებით.

ქვეყანათა უმრავლესობაში საფინანსო შეამაველებს დომინირებული როლი აკისრიათ ფასიანი ქაღალდების ბაზართან შედარებით. ბევრ ქვეყანაში ობლიგაციათა და აქციათა ბაზრების მნიშვნელობა ძლიერ განსხვავდება ერთმანეთისაგან. აშშ-ში საგრძობლად დიდ როლს თამაშობს ობლიგაციათა ბაზარი, როგორც კორპორაციის დაფინანსების უმნიშვნელოფანესი წყარო. ობლიგაციათა გაყიდვით მიღებული სახსრების მოცულობა საშუალოდ 10-ჯერ აღემატება აქციების ხარჯზე მონიღული სახსრების მოცულობას, ხოლო ისეთ ქვეყნებში, როგორციაა საფრანგეთი და იტალია, კაპიტალის დაბანდების მიხნით აქციების ბაზარს უფრო ხშირად მიმართავენ ობლიგაციათა ბაზართან შედარებით.

საფინანსო შუამავლები პირითადი ტიპები

ჩვენ გავარკვევთ, თუ რატომ ასრულებენ საფინანსო შუამავლები მნიშვნელოვან როლს ეკონომიკაში. ახლა განვიხილოთ საფინანსო შუამავალთა ძირითადი ტიპები და ის, თუ როგორ ასრულებენ ისინი თავიანთ საშუამავლო ფუნქციებს. არსებობს სამი ტიპის შუამავალი: 1. სადემოზიტიო დაწესებულებები (ბანკები), 2. საკონტრაქტო – შემნახველი დაწესებულებები და 3. საინვესტიციო შუამავლები.

სადემოზიტიო დაწესებულებები. სადემოზიტიო დაწესებულებები (მათ ჩვეულებრივ ბანკებად მოიხსენიებენ) საფინანსო შუამავლებია, რომლებიც კერძო პირებისა და დაწესებულებებისაგან დებულობენ ანაბრებს (დემოზიტებს) და გასცემენ კრედიტებს. ფინანსურ ბაზარზე განსაკუთრებული ეურადღება ეთმობა ფინანსური ინსტიტუტების ამ ჯგუფს, რადგანაც მათი მეშვეობით წარმოებს ფულადი მასის ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ელემენტის – დემოზიტების შექმნა. სადემოზიტიო დაწესებულებათა რიცხვს მიეკუთვნება კომერციული ბანკები და ე.წ. შემნახველი დაწესებულებები: სასესხო-შემნახველი ასოციაციები, ერთიერთშემნახველი ბანკები და საკრედიტო კავშირები.

კომერციული ბანკები. კომერციული ბანკები დაფინანსების ტრადიციული უნივერსალური მექანიზმებია, რომლებიც ემსახურება მეანაბრებსა და მსესხებლებს. აღნიშნული საფინანსო შუამავლები თავიანთი რესურსების ფორმირებას ახდენენ ძირთადად საჩუკო-დემოზიტიური ანგარიშების (ანაბრები, რომელთა სანაცვლოდ შეიძლება გამოაწერიდ იქნეს ჩეკები), შემნახველ-დემოზიტიური ანგარიშების (ანაბრები, რომლებიდანაც შესაძლებელია ფულის ნებისმიერ დროს გამოტანა მეანაბრის სურვილის მიხედვით, მაგრამ რომლის მიხედვით მეანაბრეს არ შეუძლია სუკის გამოაწერა) და ვადიანი დემოზიტიური ანგარიშების (ანაბრები, რომელთაგანაც სახსრების გამოტანა შესაძლებელია მხოლოდ სუხტად დადგენილი ვადის ამოაწერვის შემდეგ) გახსნით. მოსიდეული სახსრები გამოიყენება კომერციული და სამომხმარებლო კრედიტების გასაცემად, უძრავი ქონების გირაოს ქვეშ სესხების გასაცემად, სახელმწიფო ფასიანი ქადაღლების და მუნიციპალური ობლიგაციების შესაძენად. აშშ-ში ფუნქციონირებს დაახლოებით 12000 კომერციული ბანკი,

რომლებიც მსხვილი საფინანსო შუამავლების როლში გვეკვლინებიან. კომერციული ბანკების აქტივების პორტფელი ყველაზე დივერსიფიცირებულია.

ისტორიულად ისე ჩამოყალიბდა, რომ კომერციული ბანკები უმნიშვნელოვანესი დაწესებულებები იყო, რომლებიც მეშაობდნენ კერძო და კორპორაციული მეანაბრეების მიმდინარე ანგარიშებით და აფართოებდნენ ქვეყანაში ფულის მასას. თანამედროვე ეპოქაში კომერციული ბანკები ასუელობით ახალ-ახალ პროდუქციას ქმნიან იმ ბროკერების მომსახურების ჩათვლით, რომლებიც დასაქმებულნი არიან აქციების ყიდვა-გაყიდვით და სადასღვევო საქმიანობით.

სერიოზული ეურადღებაა დასათმობი კომერციული კრედიტების საპორტფელო მართვის თეორიული ბაზისადმი. სწორედ კომერციული ბანკის თანამშრომლებისათვის მეტად სასარგებლო იქნება აქციებისა და ობლიგაციების ან სამომხმარებლო კრედიტის პორტფელების მართვის კონცეფციის გაანალიზება, თუმცა კომერციული დაკრედიტების ბაზრის მკვეთრი ციკლურობა მოითხოვს მეტი ყურადღება მიექცეს საპორტფელო მართვას; ყოველი მორიგი ეკონომიკური დაცემა საპორტფელო მართვაში ახალ-ახალი ქმედობების დაშვების უებარი საშუალებაა, კერძოდ: არასაკმარისი დივერსიფიკაცია, უსისტემო მარკეტინგი, რისკის დონის შეუსაბამობა საკრედიტო განაკვეთთან და ა.შ.

სწორედ საპორტფელო მართვის თანმიმდევრულმა მიდგომამ შეიძლება მნიშვნელოვნად აამაღლოს მისი რენტაბელურობა.

სასესხო-შემნახველი ასოციაცია ტრადიციულად ემსახურება კერძო პირებს-რეზიდენტებს, რომელთა სასარგებლოდ მიმართავენ წვრილ მეანაბრეთა დანაზოგებს და შემდეგ ამ ფულის სესხად აძლევენ უპირავი ქონების საწინდრით სხვა მსესხებლებს.

სასესხო-შემნახველ ასოციაციებს გაცემული სესხების ანალიზის დიდი გამოცდილება აქვთ. ამასთან მათი საინტერესო საქმიანობაა საკრედიტო ხაზების გახსნა უძრავი ქონების გირავნობით, რომელიც იძლევა მეარი შემოსავლის გარანტიას. სასესხო-შემნახველი ასოციაციები თავიანთი რესურსების ფორმირებას შემნახველი დეპოზიტების (ხშირად მათ პაის

უწოდებენ) და სანეკო ანგარიშების გახსნის გზით ახერხებენ. მათ მიერ მოხიდული სახსრები ტრადიციულად გამოიყენება უძრავი ქონების გირაუნობის ქვეშ კრედიტების გასაცემად. სასესხო-შემნახველი ასოციაციები სიდიდით საფინანსო შეამავალთა მეორე ჯგუფს მიეკუთვნებიან. აშშ-ში ფუნქციონირებს დაახლოებით 2000 სასესხო-შემნახველი ასოციაცია. გასული საუკუნის 50-60-იან წლებში სასესხო-შემნახველი ასოციაციების სექტორი უფრო ინტენსიურად ვითარდებოდა, ვიდრე კომერციული ბანკების სექტორი, მაგრამ 60-იანი წლების ბოლოდან 80-იანი წლების დასაწყისამდე საპროცენტო განაკვეთების მუდმივი და მკვეთრი ზრდის შედეგად სასესხო-შემნახველი ასოციაციები დიდი სიმძლევების წინაშე აღმონდნენ, რამაც შეაყვრბა მათი რიცხვის ზრდა. მათ მიერ სესხების უძრავლესობა გაიცემა ქონების გირაუნობის ქვეშ გრძელვადიანი პერიოდით (25 და მეტი წლით). ამიტომ გასაკვირი არაა, რომ ბევრი სესხი, რომელიც დღემდე არაა დაფარული, დიდი ხნის წინ არის გაცემული, თანაც მაშინ, როდესაც საპროცენტო განაკვეთები საგრძობლად დაბალი იყო. საპროცენტო განაკვეთების ზრდის გამო სასესხო-შემნახველი ასოციაციები ხშირად აწყდებოდნენ სიტუაციას, როდესაც იპოთეკური კრედიტებიდან მისაღები შემოსავალი საგრძობლად მცირე იყო რესურსების მოხიდვის დანახარჯებთან შედარებით, რის შედეგადაც ბევრმა მათგანმა მნიშვნელოვანი დანაკარგები განიცადა და შეწყვიტა საქმიანობა.

1980 წლამდე სასესხო-შემნახველ ასოციაციებს მხოლოდ უძრავი ქონების გირაუნობით სესხების გაცემისა და შემნახველი ანგარიშების გახსნის უფლება ექონდათ. ზემოთ აღნიშნული სიმძლევების შედეგად გასული საუკუნის 80-იან წლების დასაწყისში აშშ-ის კონგრესი იძულებული გახდა მიეღო კანონი, რომლებიც სასესხო-შემნახველ ასოციაციებს უფლებას აძლევდა გაეხსნათ სანეკო ანგარიშები, გაეცათ სამომხმარებლო კრედიტები და განეხორციელებინათ მრავალი მანამდე აკრძალული საქმიანობის სახე. გარდა ამისა, ეს ასოციაციები უკვე ემოსრილებიან იმავე მოთხოვნებს, რომელთაც ფულკრალური სარესურვო სისტემა ადგენს კომერციული ბანკებისათვის დეპოზიტებთან მიმართებაში, რამაც, ერთი მხრივ, აღმოუხვრა განსხვავება სასესხო-შემნახველ ასოციაციასა და კომერციულ

ბანკებს შორის, მეორე მხრივ კი, გამოიწვია კონკურენციის ზრდა ამ ორ შუამავალს შორის.

მე-20 საუკუნის ბოლო ათწლეულიდან სასესხო-შემნახველი ასოციაციების ინდუსტრია ბევრი პრობლემის გადალახვის წინაშე წარსდგა. კერძოდ: 1. მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები საშემნახველო ანგარიშებზე მნიშვნელოვნად იზრდება; 2. კომერციული უძრავი ქონების ფასები მნიშვნელოვნად ეცემა, რამაც გამოიწვია ასეთი ასოციაციების გაკოტრება. ეს კი მითითებს სასესხო-შემნახველი ასოციაციების შერწყმას, გაერთიანებას ან შთანთქმას.

ურთიერთშემნახველი ბანკები. ურთიერთშემნახველ ბანკებს სასესხო-შემნახველი ასოციაციებთან ბევრი მსგავსება გააჩნიათ. ისინი თავიანთი რესურსების ფორმირებას ახდენენ დანაშოგების მიღების გზით (მათ ხშირად პაის უწოდებენ), ხოლო მობილიზებულ ფულად სახსრებს გასცემენ უძრავი ქონების გირავნობის ქვეშ სესხების სახით. ამასთან ურთიერთშემნახველი ბანკების სტრუქტურა რამდენადმე განსხვავდება სასესხო-შემნახველი ასოციაციის სტრუქტურისაგან. ურთიერთშემნახველი ბანკები კოოპერატივების სახით ფუნქციონირებენ: მათი მფლობელები მეანბრეები არიან. აშშ-ში ფუნქციონირებს ამ ტიპის 500 საფინანსო შუამავალი, რომლებიც უპირატესად განლაგებულნი არიან ნიუ-იორკისა და ახალი ინგლისის შტატებში. ისევე როგორც სასესხო-შემნახველ ასოციაციებს ურთიერთშემნახველ ბანკებსაც (1980 წლამდე) შეეძლოთ სესხების გაცემა მხოლოდ უძრავი ქონების გირავნობის ქვეშ. ამასთან, გასული საუკუნის 60-იანი წლების დასასრულიდან 80-იანი წლების დასაწყისამდე საპროცენტო განაკვეთის ზრდის პერიოდში ისინი სასესხო-შემნახველი ასოციაციების მსგავსად განიცდიდნენ სიმწელებს. 80-იან წლებში საბანკო კანონმდებლობა ამ ორგანიზაციათა მიმართაც ანალოგიური სახით შეიცვალა. ამის შემდეგ ურთიერთშემნახველ ბანკებს შეეძლოთ სანუკო ანგარიშების გახსნა და სხვადასხვა სახის სესხების გაცემა, ისინი სასესხო შემნახველი ასოციაციების მსგავსად აღარ იზღუდებოდნენ მხოლოდ იპოთეკური სესხების გაცემით. ურთიერთშემნახველ ბანკში მოხიდული და დაბანდებული სახსრები წარმართება იპოთეკური ბანკების გირავნობის ფერცლებსა

და სახელმწიფო ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოების ობლიგაციებში განსათავსებლად.

საკრედიტო კავშირი. საკრედიტო კავშირი წარმოადგენს არც ისე დიდ კოოპერატიულ საკრედიტო დაწესებულებას; აშშ-ში მათი რიცხვი დაახლოებით 13000-ს შეადგენს. ისინი მოსახლეობის განსახლებული ჯგუფის მიერაა ორგანიზებული პროფესიული ან რელიგიური პრინციპების შესაბამისად. ეს ჯგუფები შეიძლება იყვნენ: პროფკავშირის წევრები, რომელიმე ფორმის მუშაკები, სახელმწიფო მოსამსახურეები და ა.შ., რომლებიც თავიანთი რესურსების ფორმირებას ახდენენ საპაიო შენატანების საფუძველზე და ძირითადად გასცემენ სამომხმარებლო კრედიტებს. 1980 წელს საბანკო კანონმდებლობის ხელშეწყობით საკრედიტო კავშირებს, სამომხმარებლო კრედიტების გარდა, უძრავი ქონების გარანტიით სესხების გაცემის უფლება მიეცათ. საკრედიტო კავშირები ძირითადად ეწევიან დაბალშემოსავლიანი მოსახლეობის მომსახურებას.

საკონტრაქტო შემნახველი დაწესებულება. საკონტრაქტო შემნახველი დაწესებულებები (სადასღვევეო კომპანიები და საპენსიო ფონდები) წარმოადგენენ საფინანსო შუამავლებს, რომლებიც პერიოდულად ახდენენ ფულადი რესურსების მობილიზებას კონტრაქტის საფუძველზე. ისინი საკმაოდ ზუსტად განსახლებულნი არიან წინასწარ, თუ რამდენი უნდა გადაიხადონ მომდევნო წელს, ამიტომ სადეპოზიტო დაწესებულებებთან შედარებით სახსრების დაკარგვის საშიშროება მათ ნაკლებად ადევლებთ. სადეპოზიტო დაწესებულებებისაგან განსხვავებით, აქტივების ლიკვიდურობა მათთვის არც ისე მნიშვნელოვანია. ამიტომ ისინი თავიანთი სახსრების ინვესტირებას ახდენენ გრძელვადიან ფასიან ქაღალდებში – კორპორაციითა ობლიგაციებში, აქციებსა და უძრავი ქონების გირაუნობის სიგელებში. დასღვევის ობიექტის მიხედვით ეს კომპანიები ორ ძირითად ჯგუფად იყოფა: სიცოცხლის დამზღვევ და ქონების დამზღვევ კომპანიებად.

სიცოცხლის დამზღვევი კომპანიები ადამიანებს აწვდიან ისეთი ფინანსური სიმსუბუქისაგან, რომლებიც დაკავშირებულია ეინმეს გარდაცვალებასთან, ასევე ეიდიან ანუიტეტებს (რომლებიც უსრუწველყოფენ გადახდებს საპენსიო ასაკის დადგომისას). ისინი თავიანთი რესურსების ფორმირებას ახდენენ იმ

უკლადი შენატანების საფუძველზე, რომელთაც ადამიანები იხდიან სადაზღვევო პოლისებში (ან მათი მოქმედების გაგრძელებაში) და ამ სახსრებს ძირითადად კორპორაციული ობლიგაციებისა და უძრავი ქონების გირაუნობის სიგელების შესაძენად იყენებენ. სადაზღვევო კომპანიები აქციებსაც იძენენ, მაგრამ აქციებში დაბანდება შესწევს. ამჟამად აშშ-ში სიცოცხლის დაზღვევის კომპანიათა მთლიანი აქტივები შეადგენს დაახლოებით 1.8 ტრლნ დოლარს, რაც მათ უმსხვილეს საკონტრაქტო-შემნახველ დაწესებულებად აქცევს. მათი დანაშოგების აკუმულირება წარმოებს სადაზღვევო პრემიის სახით.

ხანძრისა და სხვა უბედური შემთხვევისაგან დამზღვევი კომპანიები ახდენენ პოლისების მოვლობელების ქონებას დატაცების, ხანძრის, სტიქიური უბედურების და სხვა შემთხვევებისაგან. სიცოცხლის დამზღვევი კომპანიების მსგავსად ისინი თავიანთი რესურსების ფორმირებას ახდენენ სადაზღვევო პოლისების გაყიდვით, თუმცა გლობალური სტიქიური უბედურებისას დანაკარგების ალბათობა მათთან შედარებით მაღალი აქვთ. ამ მიზეზით სახსრების დაბანდება წარმოებს უფრო ლიკვიდურ აქტივებში. დაბანდებათა უმსხვილეს მიმართულებას წარმოადგენს მუნიციპალური ობლიგაციები. გარდა ამისა, ისინი იძენენ კორპორაციულ ობლიგაციებს, აქციებს, ასევე სახელმწიფო ფაზიან ქაღალდებს.

სახელმწიფო და კერძო საპენსიო ფონდები. როგორც კერძო, ისე სახელმწიფო საპენსიო ფონდები და მმართველობის ადგილობრივი ორგანოების საპენსიო ფონდები უზრუნველყოფენ დაწესებულებათა საპენსიო ასაკის თანამშრომელთათვის ყოველწლიურ შემოსავალს. საპენსიო ფონდების ფორმირება ხდება მეშვების, მოსამსახურეების და მეწარმეების ფულადი შენატანების საფუძველზე. საპენსიო შენატანებს მეშვები და მოსამსახურეები იხდიან ნაწილ-ნაწილ ხელფასიდან, ხოლო მეწარმეები – მოგებიდან ანარიცხების სახით. საპენსიო ფონდის აქტივთა უმსხვილეს მეხლს წარმოადგენს კორპორაციული ობლიგაციები და აქციები. აშშ-ში უკუკრძალური მთავრობა კანონმდებლობის მეშვეობით აქტიურად უჭერდა მხარს საპენსიო ფონდის დაარსებას. საგადასახადო შედაჯათების დაწესებით მთავრობა ახდენს საპენსიო შენატანების სტიმულირებას.

საინვესტიციო შუამავლები. საფინანსო შუამავლების ეს კატეგორია მთიკავს საფინანსო კომპანიებს, ურთიერთ (საპაიო) ფონდებს და ფულადი ბაზრის ურთიერთ (საპაიო) ფონდებს.

ფინანსური კომპანიები. ფინანსური კომპანიები თავიანთი რესურსების ფორმირებას ახდენენ კომერციული ფასიანი ქაღალდების გაყიდვის ხარჯზე. ეს სახსრები მიმართულია სამომხმარებლო სესხების გაცემისაკენ, რომელთა დანიშნულებაა აეუჯის, აეკრომობილის შექმნა, ბინის რემონტი, ასევე მცირე ბიზნესის განვითარება. ზოგიერთი საფინანსო კომპანია ორგანიზებულია მსხვილი კორპორაციის მიერ საკუთარი პროდუქტის რეალიზაციის უზრუნველსაყოფად. მაგალითად, კომპანია „ფორდ მორტორ კრედიტი“ („Ford Motor Credit“) თავის კლიენტებს აძლევს კრედიტს აეკრომობილ „ფორდის“ შესაძენად. ფინანსური კომპანიები სესხებს გასცემენ ერთიდან სამ წლამდე ვადით.

ურთიერთ (საპაიო) ფონდები თავიანთი რესურსების ფორმირებას ახდენენ მოსახლეობისათვის პაის მიყიდვის გზით, მოზიდულ სახსრებს კი მიმართავენ სხვადასხვა აქციისა და ობლიგაციის შესაძენად. ისინი თავიანთ მეპაიეებს საშუალებას აძლევენ გააერთიანონ სახსრები და ამით შეამცირონ ტრანსაქციური დანახარჯები აქციებისა და ობლიგაციების მსხვილი პაკეტების ყიდვის შემთხვევაში. უფრო მეტიც, ფასიანი ქაღალდების პორტფელი, რომელსაც ფლობენ ურთიერთფონდის მეპაიეები, უფრო დივერსიფიცირებულია, ვიდრე პორტფელი, რომლის შექმნაც შეუძლია თითოეულ მეპაიეს დამოუკიდებლად. მეპაიეს ნებისმიერ დროს შეუძლია თავისი პაის გაყიდვა, რომლის ღირებულება განისაზღვრება ყველა ფასიანი ქაღალდის ღირებულების გაერთიანებით, რომელსაც ფლობს ფონდი მოცემულ მომენტში. ფასიანი ქაღალდებისა და პაის ღირებულება მუდმივად იცვლება, ამიტომ ინვესტიციები ურთიერთფონდში შეიძლება სარისკო აღმოჩნდეს.

ფულადი ბაზრის ურთიერთ (საპაიო) ფონდები ერთ-ერთ შედარებით ახალ ფინანსურ დაწესებულებებს წარმოადგენენ, რომელთაც ახასიათებთ ურთიერთფონდების ყველა მახასიათებელი; გარდა ამისა, ისინი გარკვეულწილად წარმოადგენენ სადეპოზიტო დაწესებულებებს, რადგან თავიანთი კლიენ-

ტებს საშუალებას აძლევენ გახსნან დემოზიტების ტიპის ანგარიშები. ფულადი რესურსების ფორმირებისთვის, ურთიერთფონდების უმრავლესობის მსგავსად, ისინი ყიდიან პაის, მიღებული ფულადი სახსრები კი გამოიყენება უსაფრთხო და მაღალიკვიდური ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტების შესაძენად.

ეს ფონდები გამოირჩევიან იმით, რომ მეპაიეებს თავიანთი პაის სანაცვლოდ ჩეკების გამოწერის უფლება აქვთ. ამ უფლების გამოყენება შესაძლებელია მხოლოდ განსაზღვრული პირობების შესრულების შემდეგ. ხშირად ჩეკების გამოწერა დაშვებულია მხოლოდ იმ თანხაზე, რომელიც არ აღემატება 500 დოლარს, ანგარიშის გასახსნელად კი სოლიდური თანხაა საჭირო. ფულადი ბაზრის ურთიერთფონდში პაი სანეკო დეპოზიტის ანგარიშის როლს ასრულებს, რაზედაც გადაიხდება პროცენტი. ამასთან არსებობს გარკვეული შესაზღვრა ჩეკის გამოწერისას. საპაიო ფონდების შექმნიდან დღემდე ამ სექტორის მასშტაბები მკვეთრად გაიზარდა.

საფინანსო შუამავლობის პრობლემები პოსტსოციალისტურ ძველში

ცენტრალისებული გეგმიანი მეურნეობრიობის პირობებში აღმოსავლეთ ევროპის ქვეყნებსა და სსრკ-ში ერთადერთ ფინანსურ შუამავალს წარმოადგენდა სახელმწიფო ბანკი, რომელიც ახორციელებდა სახელმწიფო დაწესებულებათა პირდაპირ დაკრედიტებასაც. ადმინისტრაციულ-მბრძანებლური სისტემის პირობებში ბანკებს არ აძლევებდათ, მწარმოებელურად იყო თუ არა გამოყენებული კრედიტები, რადგანაც მსესხებელი საწარმო არარენტაბელურიც რომ ყოფილიყო, მას მაინც არ დახურავდნენ და მისცემდნენ სახელმწიფო სუბსიდიებს. ამიტომ სახელმწიფო ბანკები მკვდარი არნეუანისა და არაკეთილსინდისიერი ქვეყნის პრობლემათა დასაძლევად არ ახდენდენ ექსპერტისის ნატარებას. შემოადინიშნული მიხეშებიდან გამომდინარე, ფინანსურ ბაზარს არ შეეძლო ეფექტიანი ფუნქციონირება.

სოციალისტური სისტემის რღვევისა და საბაზრო ურთიერთობათა ფორმირების შემდეგ სახელმწიფო და ახლადშექმნილი კერძო ბანკები აღმონდნენ მწვავე პრობლემის წინაშე. მათ არ გააჩნდათ გამოცდილება ისეთი მსესხებლების შერჩე-

ვისა, რომელთა საინვესტიციო შესაძლებლობები მწარმოებლური იქნებოდა; აქედან გამომდინარე, მათ არ შეეძლოთ ეკონომიკის ეფექტიანი გაძლიერების უზრუნველყოფა. ამის შედეგად ფინანსური სახსრები კვლავინდებურად მიეწოდებოდა არარენტაბელურ ფორმებს, რაც ამ ქვეყნებში სულ უფრო და უფრო აძლიერებდა ფუჭლადი სახსრების არაეფექტიან გამოყენებას. ამიტომაც ეკონომიკური რეფორმების ძირითად მიზნად იქცა საფინანსო შეამაველების სისტემის შექმნა, რომლებიც შეასრულებდნენ ხანდა მსხვერპლების მძიების ბუნებრივ ფუნქციას, თავიდან აიცილებდნენ არასაიმედო ინვესტიორებს და დააწესებდნენ კონტროლს სახსრების მიზანმიმართულ და ეფექტიან გამოყენებაზე, რაც აამაღლებდა გაცემული კრედიტის დაბრუნების შესაძლებლობას. საბაზრო ეკონომიკაზე გარდამავალ პერიოდში პოსტსოციალისტური ქვეყნები, ბუნებრივია, საჭიროებენ დასაფლეთის ქვეყნების გამოცდილების განსოგადების საფუძველზე საფინანსო შეამაველების ეფექტიანი სისტემის ფორმირებას.

მოკლე შინაარსი

1. საფინანსო შეამაველებს უწოდებენ ფინანსურ დაწესებულებებს, რომლებიც თავიანთი ფუჭლადი რესურსების ფორმირებას ახდენენ სავალო ვაღლებულებათა გამოშეების ხარჯზე და ამ სახსრებს გამოიყენებენ ფასიანი ქაღალდების შესაძენად და სესხების გასაცემად. საფინანსო შეამაველების როლი საფინანსო სისტემაში მეტად მნიშვნელოვანია, რადგან მათი მეშვეობით მცირდება ტრანსაქციური დანახარჯები და გადაიტრება მკვდარი არსეფანისა და მორაღურ რისკთან დაკავშირებული პრობლემები. ამის შედეგად საფინანსო შეამაველები მცირედი დანახოგების მქონე პირებს, ასევე პირებს, რომელთაც სესხად მცირე მოცულობის სახსრები ესაჭიროებათ, შესაძლებლობას აძლევენ გამოიყენონ ფინანსური ბაზარი, რითაც ზრდიან ეკონომიკურ ეფექტიანობას.

2. საფინანსო შეამაველები ძირითადად სამ კატეგორიად იყოფა:

ა) ბანკები – კომერციული ბანკები, სასესხო-შემნახველი ასოციაციები, ერთიერთშემნახველი ბანკები და საკრედიტო კავშირები;

ბ) საკონტრაქტო შემნახველი დაწესებულებანი – სიცოცხლის დამზღვევი კომპანიები, ასევე ხანძრისა და უბედური შემთხვევისაგან დამზღვევი კომპანიები, საპენსიო ფონდები;

გ) საინვესტიციო შუამავლები – ფინანსური კომპანიები, საპაიო ფონდები, ფულადი ბაზრის ურთიერთფონდები.

პირითადი ცნებები

ტრანსაქციური დანახარჯები

ასიმეტრიულა ინფორმაცია: მცდარი არსეუანი და არაკეთილსინდისიური ქცევა

სადეპოზიტო დაწესებულებები (ბანკები)

კომერციული ბანკები

სასესხო-შემნახველი ასოციაციები, ურთიერთშემნახველი ბანკები

საკრედიტო კავშირები

საკონტრაქტო ურთიერთშემნახველი ბანკები (დაწესებულებები)

საინვესტიციო შუამავლები

ხადაზღვევო კომპანიები

საპენსიო ფონდები

ფინანსური კომპანიები

ფულადი ბაზრის ურთიერთ (საპაიო) ფონდები

ანუიტეტი

სამონეტროლო კითხვები და ამოცანები:

1. როგორ შეიძლება არაკეთილსინდისიური ქცევის პრობლემების წარმოებში აიხსნას, რომ თქვენ გირჩევენიათ ოჯახის წევრზე გაასესხოთ თანხა, ვიდრე უცნობზე ან შემთხვევით გამკლულზე?

2. მოიყვანეთ მაგალითი, როცა თქვენ უშეალოდ აღმონდით მცდარი არსეუანის პრობლემის წინაშე.

3. 'ზოგიერთი სესხა კრედიტორებისაგან განსხვავებით, რატომ აქცევენ მეუახშეები ნაკლებ ეურადლებას მსესხებლის არაკეთილსინდისიურ ქცევას?

4. წარმოიდგინეთ, რომ თქვენ ხართ სამუშაოს მიმცემი. რა საკითხი აგადელვებდათ ყველაზე მეტად თქვენი თანამშრომლების არაკეთილსინდისიურად მოქცევის შემთხვევაში?

5. იარსებებდა თუ არა არაკეთილსინდისიერი ქვეყის პრობლემა ინფორმაციის ხელმისაწვდომობის შემთხვევაში?

6. თუ სამყაროში არ იარსებებდა საინფორმაციო და ტრანსაქციური დანახარჯები, საფინანსო შეამავლები ვერ შეძლებდნენ ფუნქციონირებას. რამდენად მართებულა ეს მოსასრება? პასუხი დაასაბუთეთ.

7. რატომ ხდება ისე, რომ მსესხებელი მეგობრისათვის თანხის გასესხებით წლიური 10%-იანი განაკვეთის შემოსავლის მიღების ნაცვლად არსევს თანა ბანკის შემნახველ ანგარიშზე განათავსოს 5%-იანი წლიური შემოსავლის მიღების პირობით?

8. ეთქვათ, წელს თქვენ შეგიძლიათ იყიდოთ მანქანა 5000 ლარად, რომელიც საშუალებას მოგცემთ მომდევნო წელს დამატებით გამოიმუშაოთ 10000 ლარი. მიზანშეწონილია თუ არა ასეთ შემთხვევაში აიდლოთ სესხი მევახშისაგან 90%-ად, თუ სესხს სხვა არავინ მოგცემთ? აღნიშნული კრედიტის გამოყენებით მოგებულა დარჩებით, თუ წააგებთ?

თავი III.

ზასიანი ქალაქების ბაზრის არსი და ბანკოთარების თანამედროვე ტენდენციები

ზასიანი ქალაქების ბაზრის არსი, სტრუქტურა, ფუნქციები

ფასიანი ქალაქების ბაზრის წარმოშობა დაკავშირებულია სასესხო კაპიტალის ფორმირებასთან.

თავისუფალი კონკურენციის ეპოქის საბაზრო ეკონომიკის ტრანსფორმაციას თან ახლდა სააქციონერო სასოგადოებების წარმოშობა-განვითარება, რამაც ხელი შეუწყო ახალი ტიპის ფასიანი ქალაქების – აქციების წარმოშობას. საბაზრო ურთიერთობათა განვითარების კვალდაკვალ წარმოებდა სააქციონერო სასოგადოებების კონცერნებად, კონსორციუმებად და სხვა გაერთიანებებად გარდაქმნა. მწვავე კონკურენციულმა ბრძოლამ, მეცნიერულ-ტექნოლოგიურმა რევოლუციამ და სემოაღნიშნული გაერთიანებების ფორმირებამ გამოიწვია არა მარტო სააქციონერო კაპიტალის, არამედ ობლიგაციური კაპიტალის მოზიდვა. აღნიშნულმა ფაქტმა, თავის მხრივ, გამოიწვია კერძო კომპანიებსა და კორპორაციებში აქციების პარალელურად ობლიგაციების ე.ი. ობლგაციური ხესხების, გამოშვება და განთავსება.

ამჟამად განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის ქვეყნებში უენქციონირებს ფასიანი ქალაქების სამი ძირითადი ბაზარი: პირველადი (არასაბირჟო), მეორადი (საფონდო) და ბირჟის გარეშე (ქეისის). პირველადი და მეორადი ბაზარი თანამედროვე საბაზრო ეკონომიკის (განსაკუთრებით ფულად-საკრედიტო ურთიერთობათა სფეროს) უმნიშვნელოვანესი მახასიათებელია.

პირველად ბაზარზე წარმოებს ახლად გამოშვებული ფასიანი ქალაქების განთავსება, რომლის ემიტენტებს წარმოადგენენ კორპორაციები და ხელისუფლების ორგანოები. საფონდო ფასეულობათა შექმნას ახდენენ ინდივიდუალური ინვესტორები და საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები, რომელთაგან აღსანიშნავია კორპორაციათა და სახელმწიფო დაწესებულებათა საპენსიო ფონდები, სადაზღვევო კომპანიები, საინვესტიციო ფონდები, კომერციული ბანკები და ა.შ. როგორც ვიცით, ფასიანი ქალაქების განთავსება შეიძლება განხორციელდეს ემიტენ-

ტების ინვესტირებითან უშუალო ურთიერთობით ან შუამავლების მეშვეობით, რომლებიც ახდენენ ფასიანი ქაღალდების რეალიზაციას. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მნიშვნელოვანი ნაწილი შეიძლება წავივალთ ფულად ბაზრად, რომელსეც მიმოიქცევა მოკლევადიანი (ერთ წლამდე ვადით) სავალო ვალდებულებები, ძირითადად სახაზინო თამასუქების სახით. ფულადი ბაზარი უზრუნველყოფს სახელმწიფო ხაზინას ნაღდი ფულით, ხოლო კორპორაციებსა და ფიზიკურ პირებს საშუალებას აძლევს მიიღონ შემოსავალი დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მობილესაცით.

ნებისმიერი სხვა ბაზრის ანალოგიურად, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე წარმოებს ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა-მიწოდების ფორმირება; მოთხოვნას კი კომპანიები ქმნიან.

განვითარებულ ქვეყნებში ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე კორპორაციები გამოდიან წმინდა მსესხებლების როლში, ხოლო მოსახლეობა და საოჯახო მეურნეობები წმინდა კრედიტორების როლში, რომელთა შემოსავლები მნიშვნელოვნად სჭარბობს მათ მიმდინარე მოთხოვნებს და ინვესტიციებს მატერიალურ აქტივებში (ძირითადად ბანკები).

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ამოცანაა დანაზოგების რაც შეიძლება სრულად და სწრაფად განთავსება ინვესტიციებში ისეთ ფასებში, რომლებიც ორივე მხარისთვის იქნება მისაღები. ამ ამოცანის გადაწყვეტა შეუძლებელია ბაზრის შუამავლების – ბროკერებისა და საინვესტიციო დილერების გარეშე. მხოლოდ მათ გაეგებათ, თუ რა მდგომარეობაშია ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, რა სახის ფასიანი ქაღალდების გამოშვებაა მიზანშეწონილი და როდის. ბროკერი ფასიანი ქაღალდების გამყიდველს ახვედრებს მყიდველს და ამისათვის ღებულობს გასამრჯელოს – საკომისიოს სახით. ამასთან საინვესტიციო დილერი ყიდულობს ფასიან ქაღალდებს თავისი სახელით საკუთარი ანგარიშიდან, რომ შემდგომში გაყიდოს. ამ ოპერაციიდან ამონაგები ქმნის მის მოგებას. ბროკერებისა და დილერების ინსტიტუტი საბაზრო ეკონომიკის პირობებში ისეთივე აუცილებელი პროფესიაა, როგორცაა ბანკირები და ბუღალტრები. საბროკერო და

საიდილოო საქმიანობას ეწვეიან როგორც ცალკეული პიროვნებები, ისე ფირმებიც.

დღეს მსოფლიოში უდიდესი ფირმები ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე საშუაშაველო საქმიანობით არიან დაკავებულნი. სწორედ ისინი და არა ცალკეული ბროკერები განსახდურავენ თანამედროვე საინვესტიციო ბიზნესს. ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მთავარი ფიგურა უმსხვილესი ფირმაა, რომელიც თავის საქმიანობაში ბროკერული და დიდურული ოპერაციების ინტეგრირებას ახდენს.

მკიდველი (ინვესტორი) საჭიროებს რჩევა-დარიგებებს. იგი უძღურია თვითონ განსახდუროს, რომელი ფასიანი ქაღალდი იყიდოს და რომელი არა. ხანამ შუამავალი რჩევა-დარიგებებს მისცემს ინვესტორს, საჭიროა შესწავლილ იქნეს მისი ფსიქოლოგია და მიზანი, შემდეგ კოლოსალური რაოდენობის ფასიანი ქაღალდებიდან შეირჩეს ისეთი, რომელიც ინვესტორის მოთხოვნებს დააკმაყოფილებს. ინვესტიციებზე შემოსავალი, საბოლოო ანგარიშში, დამოკიდებული იქნება არა მარტო იმაზე, რომ შუამავალმა საქმის ცოდნით შეასრულა თავისი პროფესიული ვალდებულებები, ბაზარი მაინც ბაზარია და დიდია რისკი დაკარგო არა მარტო შემოსავალი, არამედ თვით ინვესტიციები. მთავარია, რომ ბუნებაში არ არსებობს ისეთი სისტემა, რომელიც გამორიცხავდა ყოველგვარ რისკს და უზრუნველყოფდა ცხოვრების უფრო მაღალ დონეს.

სქემა 2

I ბაზრის ელემენტები

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სტრუქტურა	ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა	ფასიანი ქაღალდების სახეები
ბიზნესის სახეები ბაზრის ფუნქციები ბაზრის მონაწილეები ბაზრის რეგულირების სისტემა	სამართლებრივი და საინფორმაციო უზრუნველყოფა, პროფესიული ეთიკა და ენა, განათლების სისტემა და მეცნიერული მომსახურება და ა.შ.	

II ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ტექნოლოგია

ფასიანი ქაღალდების გამოშვება, სასსრუბის ინვესტირება ფასიან ქაღალდებში
გარიგებათა სახეები და ვაჭრობის სტრატეგია ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე
ბირჟის გარეშე ვაჭრობის ტექნოლოგია
საბირჟო ვაჭრობის ტექნოლოგია
ფასიანი ქაღალდების ოპერაციებში კლირინგისა და ანგარიშ- სწორების ორგანიზაცია, მათი რეგისტრაციის, აღრიცხვის, შენახ- ვის და გადაადგილების ტექნიკა, ფასიანი ქაღალდების სასიც- ოცხლო ციკლის ოპერაციების ტექნოლოგია, რაც დაკავშირე- ბული არ არის პირველად ემისიასა და ფასიანი ქაღალდების მეორად მიმოქცევასთან (პროცენტების ამოღება, საყვადო ვაღდე- ბელებათა დაფარვის ვადის დადგომისას თანხების ინკასირე- ბა, გაცეფლა, ხმის გადაცემის უფლება და ა.შ.)

პორტფელური მართვა

III დეტალიზაცია

ვალკეული ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და მიმოქცევის თაყისებურებანი, ბიზნესის კონკრეტულ სახეობათა ტექნიკა ვალკეული საინვესტიციო ინსტიტუტების საქმიანობის ორგა- ნიზაცია, ფასიანი ქაღალდების შეფასება, ემიტენტის ანალიზი და ა.შ.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, სხვა ბაზრების მსგავსად, წარ-
მოადგენს რთულ ორგანიზაციულ-ეკონომიკურ სისტემას ტე-
ქნოლოგიური ციკლების ერთიანობისა და სისრულის მაღალი
დონით.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ორგანიზაცია შეიძლება წარ-
მოვიდგინოთ შემოთ მოტანილი სქემა 2-ის სახით.

განვითარებული ქვეყნების სახელმწიფოთა აბსოლუტურ უმ-
რავლესობაში ობლიგაციების გამოშვებით დასაქმებულია ფა-
სიანი ქაღალდების ძირითადი ნაწილის განთავსებას აწარმოე-
ბენ შეამავლების მეშვეობით, რომელთა ფუნქციას უპირატე-
სად საინვესტიციო ბანკები ასრულებენ. კონკრეტული გამოშ-
ვების ფასიანი ქაღალდების გასაყიდად ემიტენტები ქმნიან

დროებით უორმირებას საემისიო სინდიკატის სახით. ემიტენტი-სა და ბანკს (რომელიც განაგებს სინდიკატს) შორის მოლაპარაკებაზე განისაზღვრება პირობები (ემისიის ვადა, ფასიანი ქაღალდის ფასი, სინდიკატის წევრებისთვის საკომისიო გადასახდელი და სხვა), რომლითაც სინდიკატი ღებულობს გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების განთავსებაზე ვალდებულებას.

ინვესტორების მიერ ემისიისას შექმნილი ფასიანი ქაღალდები შეიძლება ხელახლა იქნეს გაყიდული. ადრე გამოშვებული ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის გარიგება ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების მყარად ბაზარზე, რომელიც ორი ნაწილისგან შედგება საფონდო ბირჟისა და არასაბირჟო ბაზრისაგან. საფონდო ბირჟებზე საშუაშაველო ფუნქციებს მხოლოდ ბირჟის წევრები ასრულებენ. ბირჟის წევრობაც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტია. „საბირჟო ადგილის“ ფასი დამოკიდებულია მოთხოვნა-მიწოდების თანაფარდობაზე.

ფასიანი ქაღალდების მყორადი ბაზარი პირველადი ბაზრის ფუნქციონირების აუცილებელი წინაპირობაა. მყორადი ბაზრის აწყობილ და შეუფერხებელ მუშაობაზე დამოკიდებული ფასიანი ქაღალდების ლიკვიდურობა, ე.ი. ნაღდ ფულზე უდანაკარგოდ გაყიდვის შესაძლებლობა.

ფასიანი ქაღალდების მყორად ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვით დასაქმებული არიან პროფესიონალური შუამავლები – საფინანსო ბროკერები, რომლებიც ქმნიან მკაცრად ორგანიზებული მყორადი ბაზრის რეგულარულ სექტორს-საფონდო ბირჟას.

სანამ ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის საკითხებზე გადავიდოდეთ, აუცილებელია ფასიანი ქაღალდების პირველადი და მყორადი ბაზრების განსხვავებულობაზეც ვისაუბროთ. ფასიანი ქაღალდების თავდაპირველ გაყიდვას კერძო ან სახელმწიფო ინვესტორზე, რომლებიც გამოშვებულია სამთავრობო ორგანიზების ან კორპორაციის მიერ, პირველადი განთავსება ეწოდება. ემიტენტი სახსრებს, რომლებიც მიღებულია ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით, იყენებს წარმოების გასაფართოებლად, გამოკვლევების ჩასატარებლად, რკინიგზების, გემების თუ ხიდების ასაშენებლად და ა.შ. იმის გამო, რომ ძნელია ინვესტორი დაარწმუნო იმაში, რომ ხანგრძლივი ვადით განთავსებული სახსრები მოუტანს მას მოგებას, ფასიანი ქაღალდების მფლო-

ბელებს შეუძლიათ ეს ქაღალდები გაყიდონ ნებისმიერ დაინტერესებულ მყიდველზე. თავდაპირველ მყიდველს შეუძლია მათი გასაყიდად გამოტანა ორივე მხარისთვის მისაღებ ფასებში.

ფასიანი ქაღალდების ბირჟის ფუნქციაა იმ ადგილის დაწესება, სადაც განსაზღვრული იქნება ფასიანი ქაღალდების ისეთი ფასები, რომლებიც ორივე მხარისთვის (მყიდველებისა და გამყიდველებისათვის) მისაღები იქნება.

ფასიანი ქაღალდების ნებისმიერ სავაჭრო გარიგებას, რომელიც განხორციელდება პირველადი მიწოდების შემდეგ, მეორადი განთავსების გარიგება ეწოდება. აქედან გამომდინარე, ყველა საბირჟო გარიგება თავისი ბუნებით მეორადია.

საფონდო ბირჟის თავისებურება იმაში მდგომარეობს, რომ ოპერაციათა დიდი ნაწილი სორციელდება ინდივიდუალური ინვესტორების მეშვეობით, თუმცა ერთდროულად მიმდინარეობს საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტების მიერ ამ ოპერაციათა მონაპოვლი საციის პროცესი. და პირიქით, პირველად ბაზრებზე კოლექტიური შეანაბრის სახით ფუნქციონირებს უმსხვილესი საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტები, უპირატესად კომერციული ბანკები, სადაზღვევო კომპანიები, საპენსიო და საინვესტიციო ფონდები. სწორედ ამიტომ მე-2 მსოფლიო ომის შემდგომი ნახევარსაუკუნოვანი პერიოდის მანძილზე ყოველთვის მწვავედ იდგა საკითხი პირველადი და მეორადი ბაზრების თანაფარდობის შესახებ. გასული საუკუნის 50-70-იან წლებში პირველადი ბაზრის ბრუნვათა მოცულობის ზრდის ტენდენციას გამოკვეთილი სახე აქონდა იმდენად, რამდენადაც ძირითადი კაპიტალის განახლების პროცესი პერმანენტულად მოითხოვდა ახალი ფასიანი ქაღალდების ემისიას. ამ პერიოდში ბირჟებმა ვერ შეძლეს თავიანთი მექანიზმის სრულად აღდგენა-ამოქმედება.

მაგრამ საწარმოთა შერწყმამ, კონკერტაციის და კაპიტალის ცენტრალიზაციის საერთო მასშტაბებმა, რაც განპირობებული იყო წარმოების მოთხოვნებით, მეცნიერულ-ტექნიკური რევოლუციითა და კონკურენციული ბრძოლით, განსაკუთრებით კი ე.წ. ადღგენით პერიოდში არსებითად გამოაკოცხლა საფონდო ბირჟების საქმიანობა, რომელთა ოპერაციებში აქტიურად მონაწილეობდნენ წვრილი და საშუალო ინდივიდუალური

მეანაბრეები. ამასთან საბირჟო ოპერაციებში მსხვილი საკრედიტო დაწესებულებების ფუნქციონირების მასშტაბების გამო შეიქმნა ისეთი შთაბეჭდილება, რომ ინდივიდუალური მეანაბრეების როლი დასუსტებულია.

პირველად ბაზარს საფონდო ბირჟის მსგავსად გააჩნია ფასიანი ქაღალდებით, განსაკუთრებით ობლიგაციებით ვაჭრობის საკუთარი მეთოდები, რომელთაგან დღეისთვის ფართოდ გავრცელებულია ფასიანი ქაღალდების ე.წ. ანდერრაიტინგის, პირდაპირი და საჯარო განთავსების, აგრეთვე კონკურენციული „ტორგების“ მეთოდები, რომლებიც საშუალებას იძლევა ფასიანი ქაღალდების ემიტენტებსა და მათ მიედევლებს შორის დაჰყარდეს პირდაპირი კავშირები. ამასთან ერთადერთ ორგანიზებულ შუამავლებად გამოდიან საინვესტიციო ბანკები. არასაბირჟო ბრუნვის ამ მეთოდებმა ფართო გავრცელება მოიპოვეს აშშ-ში, დიდ ბრიტანეთსა და კანადაში.

პირველადი ბაზარი, რომელსაც გააჩნია ფასიანი ქაღალდების განთავსების საკუთარი მეთოდები, წარმოადგენს დამოუკიდებელ და მეტად რთულ მექანიზმს. მაგრამ ამ მექანიზმს ბირჟის მსგავსად არ გააჩნია ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის განსაზღვრული ადგილმდებარეობა. პირველადი ბაზრის განმასხვავებელ თავისებურებას იხილ წარმოადგენს, რომ ის თავის სიერცეში ატარებს ახალი გამოშვების აქციებსა და ობლიგაციებს, რომლებიც შემდგომში ყიდვა-გაყიდვის მეშვეობით გადადიან საფონდო ბირჟაზე. აქვე საყურადღებოა ის გარემოებაც, რომ ახალი ობლიგაციების აბსოლუტური უმრავლესობა არ ბრუნდება ბირჟაზე და რჩება საკრედიტო ინსტიტუტების ხელში.

ფასიანი ქაღალდების პირველადი და მეორადი ბაზრები ძირითადადში წინააღმდეგობრივი მოვლენებია. ამასთან, ისინი ერთმანეთს ავსებენ. ურთიერთწინააღმდეგობრივი დამოკიდებულება განპირობებულია იმით, რომ ისინი ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის ფუნქციის შესრულებისას იყენებენ შერჩევისა და რეალიზაციის სპეციფიკურ მეთოდებს. პირველადი ბრუნვა მოიცავს მხოლოდ ახალი გამოშვების ფასიან ქაღალდებს, განსაკუთრებით კი კორპორაციათა ობლიგაციების განთავსებას (ეს კორპორაციები საინვესტიციო ბანკების მეშვეობით უშუა-

ლო კონტაქტში შედიან საკრედიტო-საფინანსო ინსტიტუტებთან, რომლებიც იძენენ ფასიან ქაღალდებს).

საფონდო ბირჟაზე მიმოიქცევა ძველი გამოშვების ფასიანი ქაღალდები, ძირითადად კორპორაციათა აქციები. თუ პირველადი ბაზრის მეშვეობით ხორციელდება წარმოებრივი პროცესების დაფინანსება, ბირჟაზე აქციების ყიდვის მეშვეობით წარმოებს სხვადასხვა ფინანსური ჯგუფების კონტროლის დაწესების პროცესი. ამასთან ბირჟაზე წვრილ და საშუალო მეანაბრეთა მეშვეობითაც წარმოებს დაფინანსების გარკვეული ნაწილის განხორციელება.

როგორც წესი, კორპორაციათა ფინანსური რესურსების მობილიზაციის საქმეში განვითარებულ საფონდო ბირჟებს სამი ძირითადი უპირატესობა გააჩნიათ:

1. ბირჟის მეშვეობით მეანაბრეები ადვილად თმობენ დანაშოვნებს გრძელვადიანი ინვესტიციების დასაფინანსებლად. თავის მხრივ, საინვესტიციო კორპორაციას არ აძინებს კრედიტორის თამბასუქი. პირიქით, ის ცდილობს ეფექტიანად გამოიყენოს მისი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით მიღებული ფინანსური რესურსები, რომ მიუღმივად შეინარჩუნოს ფასიანი ქაღალდების მაღალი კურსი;

2. საფონდო ბირჟა აადვილებს ფირმის კაპიტალის დანაწევრებას. თითოეული მეანაბრე შეიძლება კორპორაციის თანამფლობელი, მესაკუთრე გახდეს;

3. საფონდო ბირჟის მეშვეობით გაადვილებულია ინვესტიციების დასაფინანსებელი რესურსების, ერთი კომპანიიდან მეორეში ან სხვა დარგში გადატანა.

ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების თბიექტურ წანამდევარს წარმოადგენს ის, რომ სამეურნეო საქმიანობის პროცესში ამა თუ იმ სუბიექტის მოთხოვნილება ფინანსურ რესურსებზე დროში არ ემთხვევა მათ მიერ ამ მოთხოვნის დაკმაყოფილების წყაროს არსებობას. ფინანსურ რესურსებზე მესაკუთრეთა არსებობა არ განსაზღვრავს მათი მიზნობრივი საქმიანობის აუცილებლობას ინვესტიციებზე და ამიტომ ინვეტსირების საჭიროება შეიძლება გაუჩნდეს იმათ, ვისაც ფინანსური რესურსები იმ დროისთვის არ გააჩნიათ.

როგორც წესი, ფინანსური ბაზრის ეკონომიკური საფუძველია საოჯახო მეურნეობებისა და სამეურნეო სუბიექტების

ხელთ არსებულნი თავისუფალი ფუელადი სახსრები, რომლებიც საბაზრო ურთიერთობების პროცესში ყიდვა-გაყიდვის ობიექტი ხდება. ე.ი. ფინანსური ბაზარი გამოდის ეროვნულ შეკრნეობაში ფუელადი სახსრების ორგანიზაციის განსაკუთრებულ ფორმად, რომელიც გულისხმობს დროებით თავისუფალი ფუელადი სახსრების აკუმულირებასა და ეფექტიანად გამოყენებას. ფინანსური ბაზრის ფუნქციონირების ძირითადი დანიშნულებაა ხელი შეუწყოს ფუელადი სახსრების შეუფერხებელ მოძრაობას მათი მფლობელებიდან გამოყენებლებამდე.

დროებითი თავისუფალი ფუელადი სახსრების ხარჯებში ინვესტირება ხორციელდება ფინანსურ ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის საშუალებით. როგორც აღვნიშნეთ, ფასიანი ქაღალდად ითვლება დოკუმენტი, რომელიც აკმაყოფილებს მფლობელს ქონებრივი უფლებებით, რისთვისაც ფასიანი ქაღალდებს უნდა გააჩნდეს ოფიციალურად დაკანონებული რეკვიზიტები - ნომინალური ფასი, მიმოქცევის დრო, დაფარვის წესი, ფისკალური რეჟიმი და სხვა აუცილებელი ატრიბუტი. წინააღმდეგ შემთხვევაში ფინანსური ბაზარი მათ მიმოქცევიდან ამოაგდებს.

ფასიანი ქაღალდების ემისიასა და მათ ყიდვა-გაყიდვას მნიშვნელოვანი როლი აკისრია წარმოების ეფექტიანობის ამაღლების პროცესში, კერძოდ, ანტიინფლაციური, მასტიმულირებელი, საპრივატიზაციო, საინვესტიციო და სოციალური. ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის პროცესის დანიქარება შეუძლებელია საფონდო ბირჟის ფორმირება-ფუნქციონირებისა და კერძო მესაკუთრეთა უფლებების ხელშეუხებლობის შესახებ სამართლებრივი ბაზის შექმნისა და მისი ამოქმედების გარეშე.

ფასიანი ქაღალდების თავისებურებანი

თანამფლობელოვო ეპოქაში

როგორც ცნობილია, საინვესტიციო პრობლემის გადაწყვეტის ერთ-ერთი მთავარი გზა ფასიანი ქაღალდები და მათი ყიდვა-გაყიდვა წარმოადგენს. დასაუღეთის განვითარებული ქვეყნების პრაქტიკა ნათელ წარმოდგენას იძლევა ფასიანი ქაღალდების გლობალურ როლსა და მნიშვნელობაზე ახალი ათასწლეულის გარიჟრაჟზე.

ფასიანი ქაღალდები წარმოადგენს უფლებას რესურსებზე. ფასიანი ქაღალდების სახით უფლად რესურსებზე ისეთი უფლებაა მისაღები, როდესაც ფასიანი ქაღალდები პასუხობს შემდეგ ფუნდამენტურ მოთხოვნებს: ბრუნვალობას, სამოქალაქო ბრუნვისთვის მისაწვდამობას, სტანდარტულობასა და სერიულობას, დოკუმენტურობას, რეკულირებადობასა და სახელმწიფოს მიერ აღიარებას, ლიკვიდურობას, რისკს.

ბრუნვალობა ფასიანი ქაღალდის უნარია, რომ ბაზარზე იყოს ყიდვა-გაყიდვის ობიექტი, შეასრულოს დამოუკიდებელ საგადასახდელო ინსტრუმენტის როლი და გააადვილოს სხვა დანარჩენი საქონლის მიმოქცევა.

სამოქალაქო ბრუნვისთვის მისაწვდომობა ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის უნართან ერთად ნიშნავს იყოს სხვა ყველა სახის გარიგებათა სამოქალაქო ურთიერთობის ობიექტი (სესხები, შენახვა, დავალება და ა.შ. ჩათვლით).

სტანდარტულობაში იგულისხმება ის ფაქტი, რომ ფასიანი ქაღალდებს უნდა აქონდეს სტანდარტული შინაარსი (უფლუბათა სტანდარტულობა, მონაწილეების, ვადების, ვაჭრობის ადგილის, აღრიცხვის წესების, თვით ფასიანი ქაღალდის სტანდარტული ფორმა და სხვა).

სერიულობა დაკავშირებულია სტანდარტულობასთან. როდესაც შეიძლება ფასიანი ქაღალდების გამოშვება ერთგვაროვანი სერიებით და კლასებით.

დოკუმენტურობა. ფასიანი ქაღალდი დოკუმენტია. ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა ექვემდებარება სახელმწიფო ხელისუფლების მხრივ კონტროლსა და რეკულირებას. ამასთან ფასიანი ქაღალდები უნდა იყოს ლიკვიდური და მათ ახასიათებდეს რისკის დაბალი ხარისხი.

ნებისმიერმა სპეციალისტმა, რომელიც ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე იწვებს ოპერაციებს, განსაკუთრებული ყურადღება უნდა მიაქციოს იმას, თუ რამდენად ხარისკია ესა თუ ის ოპერაცია, რამდენად აგრესიულია ეს ბაზარი. ამასთან დაკავშირებით მნიშვნელოვანია გაეურკვეთ ფინანსური რისკების იმპენტურ ბუნებაში, ერთმანეთისაგან გაეარჩიოს მათი სახეობები და შევაფასოთ მათი კონკრეტული სიდიდე.

ფინანსური რისკი არის შემოსავლიანობის შემცირების ან პირდაპირი ფინანსური დანაკარგის რისკი, რომელიც წარ-

მოიქმნება ფინანსური ოპერაციების პროცესში მათი შედეგების გაურკვევლობის მაღალი ხარისხისა და შემთხვევითი, გაუთვალისწინებელი ფაქტორების გადაჭარბებით შეფასების გაკლენით. ფასიანი ქაღალდები უპირატესად სამი სახისაა: აქციები, ობლიგაციები და მათგან წარმოებული ფასიანი ქაღალდები.

კორპორაციათა ერთ-ერთი მნიშვნელოვანი ფუნქციაა აქციების გამოშვება, რომელიც კორპორაციების შექმნის საშუალებაა. აქცია მის მფლობელს ხდის კორპორაციის ქონების ნაწილის მფლობელიად, კორპორაციის თანამფლობელად. აქციის გამოშვებით კორპორაცია იქმნის ფინანსური ძლიერების საფუძველს, ასორციელებს რა უმსხვილეს საინვესტიციო პროექტებს. აქციის მფლობელი დებულობს კორპორაციული მოგების ნაწილს, რომელსაც დივიდენდი ეწოდება. დივიდენდის მოცულობა დამოკიდებულია მოგების მოცულობაზე, მოხმარებისა და დანახოების თანაფარდობაზე.

კორპორაციები თავიანთი ფინანსური მდგომარეობის განსამტკიცებლად აწარმოებენ ფასიანი ქაღალდების ფართო ასორტიმენტის გამოშვებას.

აქცია წარმოადგენს ფირმის საკუთრების ნაწილის ფლობის უფლებას. აქციის კურსი განსაზღვრავს ფულის თანხას, რომელსაც იხდის ინვესტორი საკუთრებაში მონაწილეობისთვის.

აქციები ორი სახისაა: პრეფერენციული (პრივილეგირებული) და ჩვეულებრივი. პრივილეგირებული აქცია უფლებას აძლევს მის მფლობელს ყოველწლიურად მიღიოს გარკვეული თანხა-პროცენტის ან ფიქსირებული გადასახდელის სახით. პრეფერენციული აქციების მფლობელებს შეაღწეული მდგომარეობა უჭირავთ კორპორაციის კრედიტორებსა და სხვა სახის აქციების მფლობელებს შორის. ისინი დებულობენ ფიქსირებულ დივიდენდებს კორპორაციის წმინდა შემოსავლებიდან. მაშინ, როდესაც კორპორაციის სამუერნეო საქმიანობის ფინანსური შედეგები უარესდება და პროცენტებისა და დივიდენდების გაცემა ძნელდება, პრეფერენციული აქციების მფლობელები აღმონდებიან „შუა ხონაში“ და უფრო დაცულნი არიან, ვიდრე ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები. აუცილებელია ვიცოდეთ, რომ ობლიგაციების მფლობელები კრედიტორები არიან, ხოლო აქციების მფლობელები კორპორაციის თანამესაკუთრებები.

პრივილეგირებულმა აქციამ პრეფერენციული აქციის სახელწოდება იმიტომ მიიღო, რომ იგი მფლობელს აძლევს პრეფერენციას, რომელიც არ გააჩნია კორპორაციის სხვა დანარჩენ თანამესაკუთრებს. პირველი პრეფერენცია ეხება აქტივებს. ბიზნესის გაუქმების ან კორპორაციის დაშლის შემთხვევაში პირველად აკმაყოფილებენ კრედიტორების პრეტენზიებს, შემდეგ - პრეფერენციული აქციების მფლობელთა პრეტენზიებს, დაბოლოს, სვეულბრივი აქციების მფლობელთა პრეტენზიებს.

მეორე პრეფერენცია ეხება დივიდენდებს. პრეფაქციის მფლობელები სვეულბრივიად ღებულობენ ფიქსირებულ დივიდენდებს, რაც გამოხატულია ან ეროვნულ ვალუტაში, ან პირად ღირებულებებში.

დივიდენდები გაიცემა მიმდინარე ან წარსული მოგებიდან, პროცენტებისგან განსხვავებით დივიდენდები ყოველთვის არ გაიცემა და, თუ გაიცემა, მხოლოდ დირექტორთა საბჭოს გადაწყვეტილების შემდეგ. ისმის კითხვა: კორპორაცია რატომ უწყებს პრეფაქციებს? მათი გამოშვება ხომ ობლიგაციებთან შედარებით უფრო ძვირი ჯდება იმიტომ, რომ იგი არ ითვლება ბიზნესის მართვის დანახარჯად და მისი ანაზღაურება წარმოებს მოგებიდან გადასახადების გასტუმრების შემდეგ. თუ გაუითვალისწინებთ ყველა გარემოებას, მაშინ პრეფაქციის გამოშვება საყსებით გამართლებული იქნება. კომპანიის პოზიციიდან პრეფაქციას არ გააჩნია ისეთი პრეტენზიები, როგორსაც ობლიგაციები აქმნიან. მას არა აქვს დაფარვის ვადები. დირექტორთა საბჭოს შეუძლია პრეფაქციაზე დივიდენდები არ გამოაცხადოს. როდესაც საშემოსავლო გადასახადი დაბალია, პრეფაქციებს უპირატესად ინვესტორები ეიდულობენ შემოსავლის გადაიდების მიზნით.

პრეფაქციები ორგვარია: დაბრუნებადი და დაუბრუნებელი. კომპანია, როდესაც პრეფაქციის გამოშვებას განიზრახავს, ხშირად იტოვებს „გამოთხოვის“ უფლებას მისი გამოხიდივის გზით. კომპანიისთვის პრეფაქციის დაბრუნება ხელსაყრელია, მაგრამ ინვესტორებისთვის არა. დაუბრუნებელი პრეფაქცია შეიძლება მანამდე არ დაიფაროს, ხანამ იარსებებს მისი გამოშვები კორპორაცია. კორპორაციის პოზიციებიდან ეს ნაკლოვანებად ითვლება იმის გამო, რომ კაპიტალის ნაწილი „გაყ-

ინულია“ კორპორაციის არსებობის მანძილზე, სწორედ ამიტომ თანამედროვე ეპოქაში პრეუვაქციის დაუბრუნებლობა იშვიათობას წარმოადგენს.

ჩვეულებრივი აქციების მფლობელები წარმოადგენენ კორპორაციის მესაკუთრეებს და თავდაპირველი კაპიტალის მიმწოდებლებს. როცა კორპორაცია სტაბილურად ვითარდება, იგი იკებს როგორც ინვესტიციების ზრდით, ისე დივიდენდების მოდინებით. მაგრამ, როდესაც კორპორაციაში მდგომარეობა უარესდება, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებმა შეიძლება დაკარგონ მთელი თავიანთი ინვესტიციები. ეს ურთიერთსაწინააღმდეგო პერსპექტივა იმის გარკვევის საშუალებას იძლევა, თუ რატომ უწოდებენ ჩვეულებრივ აქციებში დაბანდებულ კაპიტალს ვენჩურულს, ანუ სარისკო კაპიტალს. მიუხედავად იმისა, რომ ასეთი აქციების მფლობელები კორპორაციის თანამესაკუთრენი არიან, ისინი ბოლო ადგილზე აღმოჩნდებიან (ბანკების, ობლიგაციებისა და პრეუვაქციების მფლობელების შემდეგ) მაშინ, როდესაც საკითხი დაისმება კორპორაციის აქტივებსა და მოგებაზე პრეტენზიების შესახებ.

ყოველივე ამის მიუხედავად, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს გააჩნიათ შემდეგი უფლებები და უპირატესობები:

1. კომპანიის მიერ დაწესებული ჩვეულებრივი აქციების სთვის გასაცემი ნებისმიერი დივიდენდის მიღების უფლება;
2. კაპიტალის გაზრდის შესაძლებლობა;
3. შედარებით სასურველი საგადასახადო დაბეგვრა;
4. ჩვეულებრივი აქციების პორტფელის ადვილად გადიდების, შემცირების ან გაყიდვის შესაძლებლობები;
5. ხმის უფლება.

ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს შეუძლიათ აირნიონ დირექტორები და დაამტკიცონ ფინანსური შედეგები, აუდიტორული დასკვნები, ანგარიშგება და სხვა დოკუმენტები. მათ უფლება აქვთ აქციონერთა კრებაზე კითხვები დაუსვან მენეჯერებს ყოველგვარ საჭირობორტო საკითხებზე. ამასთან, ჩვეულებრივი აქციების მფლობელებს კორპორაციის საქმიანობასთან დაკავშირებით შესაძლებელი პასუხისმგებლობა აქვთ დაკისრებული.

მეორე საუკუნის მანძილზე აქციების ფლობის მიზნები არ შეცვლილა; ესენია: კაპიტალის გრძელვადიანი მატება, დივიდენდი და ინფლაციისგან საიმედო დაცვა.

აქციების ფლობის მიმზიდველობის ერთ-ერთი ძირითადი მიზეზი, რომელიც დაკავშირებულია ინფლაციისაგან დაცვასთან, ხშირად შეიძლება გამოვლინდეს მოკლევადიან პერიოდში. მაგალითად, გასული საუკუნის 70-80-იან წლებში აშშ-ის ეკონომიკა მთიცივა მდგომარეობაში ინფლაციამ, რაც აქციების კურსის დაცემაში გამოიხატა, მაგრამ წინასწარობა აღდგენილ იქნა ხანგრძლივი პერიოდის შემდეგ. აქციების ის მფლობელები, რომლებმაც დინჯად, თავშეკავებით გადაიტანეს ეს მეტად მძიმე პერიოდი, არ შემცდარან მოსალოდნელ სიკეთეში. ფინანსურ ბაზარზე იმ პერიოდში მიყენებული სარალი სულ მალე დაიფარა აქციათა კურსის ამადლების შედეგად. აშშ-ში, განსაკუთრებით ნიუ-იორკის უნივერსიტეტში ჩატარებულმა გამოკვლევებმა აჩვენა, რომ სვეულებრივი აქციების ფლობა წარმოადგენს ინფლაციისგან დაცვის მნიშვნელოვან ეფექტიან გრძელვადიან საშუალებას.

როგორც აღვნიშნეთ, **ობლიგაციების** გამოშვებას ახდენს როგორც მთავრობა, ისე კორპორაციები. ის, ვინც ეწევა ობლიგაციების გამოშვებას, ვალდებულია კისრულობს განსაზღვრულ ვადაში აანაზღაუროს როგორც ხესხი, ისე სასესხო პროცენტიც. დივიდენდისაგან განსხვავებით, პროცენტი უცვლელია. ობლიგაციებს ხშირად უწოდებენ ფასიან ქაღალდებს ფიქსირებული შემოსავლით.

კორპორაციული **ობლიგაციები** წარმოადგენს ფირმის სავალ ვალდებულებებს. ობლიგაციის ემიტენტის განკარგულებაშია ფულის გარკვეული რაოდენობა განსაზღვრული პერიოდის მანძილზე იმ ვალდებულებით, რომ ნასესხებ თანხაზე რეგულარულად იხადოს პროცენტი, ხოლო დაწესებული ვადის ბოლოს მთლიანად დაფაროს ხესხი. შესაბამისად, ობლიგაციის მფლობელი წარმოადგენს ფირმის კრედიტორს და ამ უკანასკნელის გაკოტრების შემთხვევაში კრედიტორს აქციონერებთან შედარებით გააჩნია უპირატესობა მის აქტივებზე.

არსებობს კონვერსიული ობლიგაციები, რომლებიც მათ მფლობელებს უფლებას აძლევს განსაზღვრული პირობების

დადგომისას ეს ობლიგაციები გაცვალოს კორპორაციათა აქციებზე.

ობლიგაციების გამოშვების დროს მთავარ როლს ასრულებს იმ ორგანიზაციის ან კორპორაციის ფინანსური რეპუტაცია, რომელიც მას უშვებს.

კორპორაციებს უფლება აქვთ გამოუშვან შემდეგი სახის ობლიგაციები:

1. ობლიგაციები პირველი საწინდრით (გამოშვება წარმოებს მაშინ, როდესაც კორპორაციას გააჩნია გირაო);

2. ობლიგაციები მეორე საწინდრით ან საერთო საწინდრით (ასეთი ობლიგაციების განთავსება ხდება მაშინ, როდესაც ობლიგაციები პირველი საწინდრით უკვე მიმოიქცევა);

3. ობლიგაციები საწინდრის გარეშე (იყიდება მაშინ, როდესაც კორპორაციის ფინანსური რეიტინგი მაღალია);

4. კორპორაციის ობლიგაციები სხვა ფასიანი ქაღალდების საწინდრით;

5. კონვერტირებადი ობლიგაციები ორდერით;

6. კორპორაციული თამასუქები.

თუ ობლიგაციების კლასიფიკაციას მოვახდენთ უზრუნველყოფის მეთოდით, ისინი იყოფა საგირავნო და გირავნობის გარეშე ობლიგაციებად.

საგირავნო ობლიგაციები უზრუნველყოფილია ფიზიკური აქტივებით ან კომპანიის ფასიანი ქაღალდებით. საგირავნო ობლიგაცია არის იურიდიული დოკუმენტი, რომელიც ადასტურებს ფირმის თანხმობას ვალში დააგირაოს მიწა, შენობა და სხვა ქონება და კრედიტორს უფლებას აძლევს ვალის გადაუხდელობის შემთხვევაში მის საკუთრებაში გადავიდეს დაგირაუებული აქტივები. საგირავნო ფურცელი კრედიტორთან ინახება მანამ, სანამ მოვალის მიერ ანგარიშსწორება არ დამთავრდება.

საყურადღებოა, რომ ოცდამეერთე საუკუნის გარიჟრაჟზე დასავლეთის განვითარებულ ქვეყნებში გაძნელებულია ობლიგაციების მფლობელთა რიცხოვნობის დადგენა იმის გამო, რომ ობლიგაციების უმსხვილესი ემიტენტები, განსაკუთრებით სახელმწიფო სტრუქტურები, ფასიან ქაღალდებს უპირატესად უშვებენ სერტიფიკატების სახით „წარმომდგენსე“, სადაც არ აღინიშნება მფლობელთა ეინაობა.

როგორც წესი, აქციებსა და ობლიგაციებს გააჩნიათ არაერთგვაროვანი საინვესტიციო თვისებები, ე.ი. ინვესტორებისთვის არაერთგვაროვანია მათი მიმსიდეველობის ხარისხი. ობლიგაციები აქციებთან შედარებით უსრუენველყოფს დანაშოგების უფრო ხანგრძლივ დაკულობას და ამის გამო ისინი უფრო მიმსიდეველია ყრთხილი და კონსერვატიულად განწყობილი პიროვნებებისთვის. როგორც აღინიშნა, განსაკუთრებით მიმსიდეველია მთავრობის მიერ გამოშვებული ობლიგაციები, რამდენადაც სახელმწიფო უფრო მაღალი გადახდისუნარიანობით ხასიათდება. საეურადღებოა ის გარემოებაც, რომ ობლიგაციები ნაკლებად შემოსავლიანია, ვიდრე აქციები, თუმცა ეს უკანასკნელიც რისკისგან დაზღვეული არ არის.

არსებობს სხვა სახის ფასიანი ქაღალდებიც, კერძოდ, ორდერები, სასესხო ყონდების ფასიანი ქაღალდები, უძრავი ქონების ფასიანი ქაღალდები, ოფციონი, ფიუნერსული კონტრაქტები და სხვა.

ფასიანი ქაღალდების ცხოვრების ციკლი დროის მიხედვით შედგება სამი არათანაბარი ფაზისაგან: 1. კვირის ორი მესამედი გადის ახალი გამოშვების ფასიანი ქაღალდების კონსტრუირებაზე; 2. დაახლოებით ამდენივე დრო გადის მისი პირველადი განთავსებისათვის; 3. შემდეგ იწყება ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევა, მათი ხანგრძლივი „ცხოვრება“ მეორად ბაზარზე.

ნებისმიერ ქვეყანაში ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა განისაზღვრება მოსახლეობის კეთილდღეობის დონით. რაც უფრო მაღალია ცხოვრების დონე, მოქალაქეს მით უფრო მეტი დანაშოგები გააჩნია შემოსავლიდან და მით უფრო მეტ ფასიან ქაღალდს შეიძენს ის. ფასიანი ქაღალდების მიწოდება მოთხოვნით განისაზღვრება. ეს ყველაზე მეტად გამართლებულია საბაზრო ეკონომიკის პირობებში. ფასიან ქაღალდებზე მოთხოვნა იმ ქვეყნებშია დაბალი, სადაც ხელისუფლება მეტად ერევა სამეურნეო ცხოვრებაში – წარმოების, განაწილებისა და გაცვლის პროცესში. ცენტრალიზებულ-გეგმიანი მეურნეობრიობის პირობებში, როდესაც საწარმოთა აბსოლუტური უმრავლესობა სახელმწიფო საკუთრებაში იმყოფებოდა, აუცილებელ ფულად რესურსებს სახელმწიფო ჯიბიდან ღებულობდა და

არავითარ საჭიროებას არ წარმოადგენდა ფასიანი ქაღალდების გამოშვება.

წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტები

ცნობილია, რომ ნებისმიერი ფინანსური ბაზრის თანმდევი მოვლენაა რისკი, უფრო მეტიც, ხშირად ამბობენ, რომ მთელი მოძღვრება ფინანსების შესახებ 3 საყრდენს⁵ ეყუქმება: ესენია: ფულის ღირებულება დროის გათვალისწინებით, რისკის მართვა და აქტივების შეფასება. ფინანსური სისტემისთვის დამახასიათებელი ერთ-ერთი განსაკუთრებული თავისებურება ის არის, რომ არსებობს არა მხოლოდ საქონლის, მომსახურებისა თუ ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზრები არამედ ასევე ბაზრები, სადაც ყიდვა-გაყიდვის ობიექტს თავად რისკი წარმოადგენს.

წარმოებული ფინანსური ინსტრუმენტების, ანუ დერივატივების ბაზრები გვაძლევენ შესაძლებლობას ეფექტურად ვმართოთ რისკი. შესაძლებელია წარმოებული ინსტრუმენტების არასაბირჟო რეიმში ყიდვა-გაყიდვა, ე.ი. არსებობს ბირჟის გარეშე ბაზარიც.

თავად სიტყვა „წარმოებული ინსტრუმენტი“ გარკვეულწილად ხნის დერივატივის შინაგან ბუნებას. იგი მიგვანიშნებს, რომ დერივატივის ფასი და ბაზარზე მისი მიმოქცევა მყორადია და წარმოებულია პირველადი ინსტრუმენტების მოძრაობისგან. ყოველი წარმოებული პროდუქტი შექმნილია რეალური პროდუქტის საფუძველზე.

წარმოებული ფასიანი ქაღალდების კლიენტები ორ ჯგუფად იყოფა: **მეჯერებად** და **ტრეიდერებად**, ანუ ებრალოდ სპეკულანტებად. მეჯერებისათვის დერივატივები ჩინებული საშუალებაა განახორციელონ თავიანთი ბიზნესისთვის სახიფათო რისკების მინიმიზაცია და ეფექტური მართვა. მეორე მხრივ, ტრეიდერები საკუთარ თავზე იღებენ დიდ რისკს მაღალი მოგების მიღების მთლიანად.

ხშირად წარმოებულ პროდუქტებს განიხილავენ, როგორც სანაძლეოს. მათამაშე დებს ფსონს თავისი პროგნოზის შესაბამისად. თუკი მისი პროგნოზი მართლდება, მაშინ ის მოგებას ღებულობს, წინააღმდეგ შემთხვევაში კი განიცდის ზარალს. ეს

⁵Зви Боди, Роберт К. Мертон, «Финансы» Пер. с англ. М. из-ский дом «Вильямс», 2000. ст. 327.

პრინციპი არ ასახავს წარმოებული ინსტრუმენტების ბაზრის არსს, მაგრამ გამოდგება მისი ფუნდამენტური წესების გასაგებად.

თუკი სპეკულანტიზმის წარმოებული ქაღალდი გარკვეული ფსონია, მაშინ პეჯერისთვის იგი პირველ რიგში სადაზღვევო პოლისის ანალოგია. დერივატივში გადახდილი თანხა კი სადაზღვევო შენატანი, ანუ სადაზღვევო პრემიაა.

დერივატივები მზარდ პოპულარობას იხვეჭენ. იქმნება უამრავი ახალი ტიპის წარმოებული ინსტრუმენტი, რომელთაც რისკის მართვის სულ უფრო რთული სტრატეგიები ახლავთ თან. თითქმის ვერ შევხვდებით საინვესტიციო პორტფელს, რომელშიც დერივატივები არ შედიოდეს, როგორც მოგების მიღების წყარო, ან დასაღვევის საშუალება. მიუხედავად თანამდევო საკმაოდ მაღალი რისკებისა მათ შექმნაზე უარს არ ამბობენ.

ვაჭრობის მოცულობამ ჩიკაგოს სასაქონლო ბირჟაზე 2005 წლის თებერვალში სარეკორდო ნიშნულს მიაღწია: სულ დაიდო 50 663 610 კონტრაქტი (საუბარი ეხება ფინანსურ ფიუნერსებსა და ოფციონებს). აქედან 42 491 190 ფინანსური ფიუნერსი იყო. მხოლოდ ერთ დღეს, 28 თებერვალს, დაიდო 4 551 555 ფიუნერსული კონტრაქტი. გარდა ამისა, სასოფლო-სამეურნეო სექტორში დაიდო 7 593 290 ფიუნერსული კონტრაქტი.

არა ერთმა მასშტაბურმა გაკოტრებამ დაადასტურა, რომ დერივატივების სფეროში დიდი სიფრთხილეა საჭირო ინვესტორის მხრიდან. სწორედ ამიტომ მეოცე საუკუნის 70-იანი წლებიდან დღემდე არ წყდება სხვადასხვა მათემატიკური მოდელების შემუშავება, რომელთა მიზანიცაა ეფექტიანი სტრატეგიების შემუშავება ამ მაღალრისკიან და რთულ სფეროში.

განვითარებული საბაზრო ეკონომიკის მქონე ქვეყნებში წარმოებული ინსტრუმენტების განვითარებული ბაზრების არსებობა ჩვეულებრივი მოვლენაა. მეტიც ის საბაზრო ეკონომიკის დამახასიათებელი თავისებურება გახდა. ამ ბაზრებზე დამსაღვევები რისკს ამცირებენ, სპეკულანტები კი ამ რისკს მოგების მოლოდინში საკუთარ თავზე იღებენ, საზოგადოების კეთილდღეობის დონე კი იზრდება. შეიძლება ითქვას, რომ დერივატივების ბაზრების განვითარების დონე გამოდგება ქვეყნის გან-

ვითარების და ინოვაციური ტექნოლოგიების დონის გამომსახვეულ ინდიკატორად.

საქართველოში წარმოებული ინსტრუმენტებით ვაჭრობას მეტად მცირე ისტორია აქვს. კერძოდ, 1998 წელს დაიწყო საქართველოს ბანკთაშორის სავალუტო ბირჟაზე ფიუნერსებით ვაჭრობა. ეს იყო 1-, 2- და 3-თვიანი ფიუნერსები. ვაჭრობის მოცულობა დღეში საშუალოდ 20000 აშშ დოლარს შეადგენდა. ფიუნერსებით ვაჭრობა ბირჟაზე შექმნილმა არასტაბილურმა ვითარებამ შეიწირა. როდესაც სავალუტო ბირჟაზე სტაბილურობა აღდგა, ფიუნერსებით ვაჭრობა აღარ გაგრძელდებულა.

სოგადად შეიძლება ითქვას: ამა თუ იმ ქვეყანაში ფინანსური სისტემის განვითარების დონეზე მსჯელობის საშუალებას განვითარებული ან განუვითარებელი რისკების ბაზარი იძლევა. წარმოებული ინსტრუმენტებით რისკების დასდევვა მსოფლიოში გაფრცვლდებული, თანამედროვე და მეტად ეფექტური მეთოდია. ის წარმოადგენს საბაზრო ეკონომიკის განვითარების ერთერთ მანევრებელს. უფრო მეტი, ოცდამეერთე საუკუნეში წარმოუდგენელია ეკონომიკისა თუ ფინანსური სისტემის განვითარებაზე საუბარი, თუ წარმოებული ინსტრუმენტებით რისკების მართვისა და გადანაწილების მექანიზმი განვითარებას არ განიცდის.

განვითარებული წარმოებული ინსტრუმენტების ბაზარი მოთხოვნა-მიწოდების საბაზრო მექანიზმებს ავრცელებს რისკის გადანაწილების პროცესზე. შედეგად ყოველი სუბიექტი საკუთარ თავზე იღებს იმ რისკს, რომელთა გამკლავების საშუალებაც მას აქვს. გარდა ამისა იმ სუბიექტებს, რომელთაც რისკის მინიმიზაცია სურთ ამის საშუალება ეძლევათ. წარმოებული ინსტრუმენტების მეშვეობით დადებული გარიგებების საფუძველზე მინიმუმამდე დადის პუჯერებისთვის განუხასხვრელობის პირობები. ისრდება მათი კეთილდღეობის დონე, რადგანაც ისრდება ბისენსის მართვის ეფექტიანობა.

წარმოებული ინსტრუმენტების სავაჭრო ბრუნვა დამოკიდებულია მისი საბაზისო საქონლის სავაჭრო ბრუნვაზე. თუ საუბარია ფინანსურ ფიუნერსებზე, მაშინ განვითარებული უნდა იყოს ფინანსური ინსტრუმენტების პირველადი და მეორადი ბაზრები, ასევე სასაქონლო ბაზრები. ე.ი. წარმოებული ინსტრუმენტებით ვაჭრობის განვითარების პირობებია, უფრო დიდი,

ფინანსური ბაზრის განვითარების პრობლემის შემადგენელი ნაწილია. საქართველოში მეტად განუვითარებელი საფონდო ბირჟა ფუნქციონირებს, რომლის კაპიტალიზაციაც ძალზე მცირეა.

ფინანსური ბაზრისა და, მათ შორის წარმოებულ ინსტრუმენტების ბაზრის განვითარებისთვის საჭიროა ადგილობრივ ინვესტორთა ცნობიერებაში დამკვიდრდეს ინვესტიციების განვითარების მსოფლიო ტენდენციები. დღეს მათ არ გააჩნიათ სათანადო ცოდნა, რომ ხელი შეუწყონ საქართველოში განვითარებული ფინანსური ბაზრის ჩამოყალიბებას ან განახორციელონ ინვესტიციები მსოფლიო ფინანსური ბაზრების მეშვეობით. საუბარიც უდამეტია იმაზე, რომ დერივატივების ბაზრებზე სპეკულაციის წარმოებას განსაკუთრებული გამოცდილება, ადღა და, რაც მთავარია, ბიზნესის წარმოების თანამედროვე მეთოდების, სტრატეგიებისა და მოდელების ცოდნა სჭირდება. შეიძლება ითქვას, რომ მსოფლიოს განვითარების ერთიანი პროცესისგან 70-წლიანმა მოწყვეტამ უზარმაზარი მანძილით უკან დასწია ქართული წარმოება მსოფლიო ტენდენციებისგან. ამიტომ დღეისათვის აუცილებელია ძალზე სწრაფად იქნეს ათვისებული მსოფლიო ფინანსური, ეკონომიკური და ბიზნეს სიახლეები.

დერივატივი, ანუ გარიგება, რომელშიც დროითი ფაქტორი ფიგურირებს, მოითხოვს მხარეთა შორის გარკვეული ნდობის დამყარებას, რაც დღეს საქართველოში ფაქტიურად არ არსებობს. გარდა ამისა საჭიროა ისეთი ინფორმაციული სისტემის არსებობა, რომელიც ეკონომიკის სუბიექტთა შესახებ მონაცემების მოპოვებისა და გადაცემის მეთოდებს შეიცავს. ინფორმაცია პროგნოზების გაკეთების საფუძველია, ბაზრის კონიუნქტურის განვითარების პროგნოზირება კი ფინანსურ ინსტრუმენტებთან მუშაობისთვის აუცილებელია. საჭიროა გამჭვირვალობის საკმაოდ მაღალი ხარისხი, ამასთან მნიშვნელოვანია თვით საზოგადოების წევრთა დაინტერესებაც ფინანსური ბაზრით და დანაზოგების მიმართვა ინვესტიციებში.

დერივატივების განვითარება საჭიროებს ასევე საკანონმდებლო ბაზის სრულყოფას, რომელმაც კონტრაქტების დაცვა უნდა უზრუნველყოს. აუცილებელია მოქმედებდეს გარიგებების დაცვის სამართლებრივი მექანიზმები.

დერივატივების განვითარება ეკონომიკის განვითარების პარალელურად უნდა მოხდეს. ეს პროცესი სახელმწიფოს მეოვალეურეობასა და კონტროლს მოითხოვს, რათა შეიქმნას ამ ინსტრუმენტებისადმი საზოგადოების და ბიზნესმენების ნდობა.

უპირველეს ყოვლისა, საქართველოსთვის აუცილებელია სტაბილურობა, წარმოებული ინსტრუმენტები როგორც რისკების დაზღვევის თანამედროვე საშუალება ამ მხრივ შეუცვლელია.

- დერივატივების მეშვეობით ქართველი მეწარმეები განსაკუთრებით კი ექსპორტიორები შეძლებენ რისკების დაზღვევას (მაგალითად, უცხოურ ვალუტასთან დაკავშირებული რისკების).

- რისკების დაზღვევის თანამედროვე სისტემის შემოღება უზრუნველყოფს მთელი ქვეყნის სტაბილურ განვითარებას, არ გახდის მას დამოკიდებულს ამა თუ იმ ბაზრის კონიუნქტურის ცვალებადობაზე.

- რისკების მართვის დანერგვა გაზრდის ინვესტორების ინტერესს საქართველოსადმი.

- განვითარებული წარმოებული ინსტრუმენტები იმისა მიხედვით იქნება, რომ საქართველო მსოფლიო ეკონომიკური სივრცის წევრი ხდება.

თუ გავითვალისწინებთ, რომ საქართველოში ფინანსური ბაზრებიდან ყველაზე მეტად განვითარებულია სავალუტო ბაზარი (ბანკთაშორისი სავალუტო ბირჟის სახით), მაშინ დაზღვევის თანამედროვე მეთოდების დანერგვა სწორედ სავალუტო რისკების სფეროში უნდა მოხდეს. ეს არცთუ დიდა პრობლემაა. ამასთან, ქართველ ბიზნესმენებს ხშირად უხდებათ სავალუტო რისკებთან შეხება (თუნდაც საქონლის ექსპორტიორებს, იმპორტიორებს). სავალუტო რისკებისგან არც უცხოელი ინვესტორები არიან დაზღვეულები. თანამედროვე მსოფლიოში გაცვლითი კურსების მუდმივად ცვალებადი და მკლადპროგნოზირებადი დინამიკა შექმნის დერივატივებზე მოთხოვნას.

სამწუხაროდ, ჩვენს ქვეყანაში წარმოებული ინსტრუმენტების შექმნა და დამკვიდრება ჯერ-ჯერობით პერსპექტივაშიც კი არ ჩანს.

ზსსიანი ძალაღების ბანთაშსების წესი

როგორც ცნობილია, განვითარებადი ქვეყნების ფინანსური სტაბილიზაცია შეუძლებელია ფასიანი ქაღალდების გამოშვების გარეშე. ფასიანი ქაღალდების განთავსების, ანუ განაწილების, წესი სხვადასხვა ქვეყანაში სხვადასხვაა, მაგრამ სოციერთი საყოველთაო ხასიათის საშუალება თითქმის ყველგან გამოიყენება. ასეთებია:

1. ტრადიციული კონსორციული წესი;
 2. ტენდერი, ანუ აუქციონი;
 3. ბაზრის მომსახურება ან ოპერაციები ღია ბაზარზე;
 4. კერძო განთავსება;
 5. რეგულარული ემისიები;
 6. რაქდენიმე საშუალების კომბინაციური გამოყენება.
- განვიხილოთ თითოეული მათგანი.

ტრადიციული კონსორციული წესი. გასული საუკუნის 90-იანი წლების დასაწყისისთვის ბევრმა ქვეყანამ სახელმწიფო სესხის ობლიგაციების გამოშვება დაიწყო ტრადიციული კონსორციული წესით სახელმწიფოებრივი ღონისძიებების დაფინანსების მიზნით (ბიუჯეტის დეფიციტი, სამხედრო ინდუსტრიის თუ ენერგეტიკული რესურსების მობილიზაციის ხარჯები და ა.შ.). საბანკო ან სხვა სახის კონსორციუმში კონსორციუმში მონაწილეთა შენატანებისაგან ქმნის ერთიან ფინანსურ ფონდს.

ქვეყნის რომელიმე ბანკი სახელმწიფო სესხის გამოშვების ხელმოწერის ჩასატარებლად იწვევს კონსორციუმის წევრებს. მაგალითად, გერმანიის ფედერალური სესხების კონსორციუმში შედგება 115 ბანკისგან. თითოეულ მათგანს გაანია განსაზღვრული კონსორციული კვოტა, რომელიც განთავსების მოცულობის შესაბამისია. თანაც ეს კვოტები არ ექვემდებარება გამოქვეყნებას, რათა გამოირიცხოს ბანკთა შორის აზრთა სხვადასხვაობა. სწორედ ამიტომ კვოტები უპირატესად კონფიდენციალური ხასიათის მატარებელია.

ტენდერი, ანუ აუქციონი. კონსორციუმის კომიტეტი ან ხელმძღვანელობა კონსორციუმის წევრების მიერ ხელმოწერების დამთავრების შემდეგ აცხადებს სახელმწიფო სესხის დარწმუნული ობლიგაციების კონსორციუმის წევრებს შორის შესა-

ძლებლობას ტენდერის, ანუ საჯარო ვაჭრობის (აუქციონის) მეშვეობით⁶.

ბაზრის მომსახურების კვოტა. კონსორციუმის მოთავე ბანკის მიერ წამოყენებული წინადადების, კონსორციუმში მონაწილეობის წილის სიდიდის გადაწყვეტილების მიღების შემდეგ ტენდერის შედეგებს ემატება ე.წ. ბაზრის მომსახურების კვოტა და წესდება სესხის საერთო მოცულობა. ბაზრის მომსახურების კვოტა არის განსაზღვრული თანხა, რომელიც დასაწყისში რნუბა ემიტენტის საკუთარ ფონდში.

კერძო განთავსება. კაპიტალის ბაზარზე სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდები შეიძლება განთავსებულ იქნეს ე.წ. განთავსების კერძო წესით, ე.ი. ემიტენტის ინვესტორთან პირდაპირი მოლაპარაკების მეშვეობით, რომლის რიგში ხშირად ბანკი გამოდის. ამ წესს ბევრი ქვეყნის მთავრობა არ მიმართავს იმ უბრალო ტემპარიტების გამო, რომ უპირატესობა ყოველთვის საბაზრო ძალების მაქსიმალურ გამოყენებას ეძლევა.

რეგულარული ემისიები. ბევრი სახელმწიფოს მთავრობა ცდილობს სესხის ობლიგაციები მათათვის არა მარტო ბანკებსა და სხვა სახის ინსტიტუციურ მეანაბრებთან, არამედ განსაკუთრებულ მნიშვნელობას ანიჭებენ კერძო მეანაბრეთა ფართო მონაწილეობას.

სახელმწიფო დებიტორებს შორის მთავრობები ფლობენ დავალიანებათა სხვადასხვა ინსტრუმენტებს. ამ შემთხვევაში საქმე გვაქვს არა მარტო ტრადიციულ სახელმწიფო სესხებთან, არამედ აღმასრულებელი ფერცლების სხვადასხვა ფორმებთანაც, რომლებიც ითვალისწინებენ მეანაბრეთა ინდივიდუალურ სურვილებს.

მთავრობები უპირატესობას ანიჭებენ ქვემოთ ჩამოთვლილი აღმასრულებელი ფერცლების გამოშვებას:

1. სახელმწიფო ხელისუფლების სესხები;
2. მოკლევადიანი და საშუალოვადიანი სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებები;
3. სახელმწიფო ობლიგაციები;

⁶ საჯარო ვაჭრობა, იგივე ტენდერი - ვაჭრობის ერთ-ერთი გაურცლებელი ფორმაა, რომლის დროსაც ვაჭრობის მონაწილეობის დაწესებულია განსაკუთრებული პირობები, რისთვისაც მუშავდება ობლიგაციების გათავსების სპეციალური წესები და განსაკუთრებული აღმასრულებელი ფერცული.

4. სახელმწიფო დაფინანსების სახაზინო ვალდებულებები.

სახელმწიფო ხელისუფლების სესხები სახელმწიფო ხარჯების დაფინანსების ტრადიციული ინსტრუმენტია. ჩვეულებრივ მისი გამოშვება წარმოებს წელიწადში 8-10-ჯერ. ასეთი სესხების მოქმედების ვადა უპირატესად 10 წლით განისაზღვრება და თანაც გარანტირებულია მტკიცე პროცენტით და დაფარვა ხდება მოქმედების ბოლო ვადასუ.

მოკლევადიანი და საშუალოვადიანი სახაზინო ვალდებულებები. ფასიანი ქაღალდების მრავალსაუკუნოვანი ისტორიის მანძილზე გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკის მთავრობის ინიციატივით 1991 წლის მაისში პირველად კაპიტალის ბაზარზე შემოღებულ იქნა ახალი მოკლევადიანი და საშუალოვადიანი სახელმწიფო ვალდებულებები 4 წლის მოქმედების ვადით. ასეთი სახაზინო ვალდებულების განთავსება წარმოებს ე.წ. ამერიკული ტენდერის გზით. ე.ი. წინადადება მიიღება მიწოდების კურსის შესაბამისად, ჩვეულებრივ კი, ტენდერი ყოველ 3 თვეში წარმოებს.

სახელმწიფო ობლიგაციები. როგორც ვიცით, ფასიანი ქაღალდების ფართოდ გავრცელებული სახეა. ობლიგაციის მფლობელს უფლება აქვს მიიღოს წინასწარ დაწესებული შემოსავალი ფიქსირებული საპროცენტო განაკვეთის სახით.

სახელმწიფო ობლიგაციები რეგულარული ემისიის სახით შეიძლება 5-წლიანი მოქმედების ვადით იქნეს გამოშვებული კერძო მეწარმეებისა და სასოგადოებრივი ორგანიზაციებისათვის. მაგალითად, გერმანიის ფედერაციული რესპუბლიკაში 1979 წლის დეკემბერში გამოუშვეს ფედერალური ობლიგაციები და დღემდე გამოვიდა 107 სერია. ამ ფედერალურ ვალდებულებებს გააჩნია სტაბილური წლიური კუპონი და განსაზღვრული თანხები იფარება მოქმედების ხუთწლიანი ვადის ბოლოს.

სახელმწიფო დაფინანსების სახაზინო ვალდებულებები. სახელმწიფო დაფინანსების სახაზინო ვალდებულებები წარმოადგენს გასანადგებელ ქაღალდებს, რომლებიც სახელმწიფოს მიერ გამოშვებულია ერთი, ან 2-წლიანი მოქმედების ვადით. მათზე პროცენტები გაიცემა მოქმედების ვადის ბოლო პერიოდში. ყოველ თვე ხდება ახალაღალი სერიების გამოშვება.

სახელმწიფო სახაზინო ვალდებულებებზე ხელმოწერა ყველას შეუძლია, გარდა საკრედიტო დაწესებულებებისა. ხელმოწერილი ვალდებულებები მოქმედების ვადაშივე შენახვას ექვემდებარება იმდენად, რამდენადაც მათი ბაზარი მსოფლიოს არც ერთ ქვეყანაში არ ფუნქციონირებს.

საზონდო ბირჟის როლი მახროეკონომიკური

სტაბილიზაციის მიღწევაში

როგორც ცნობილია, თავისუფალი კონკურენციის ეპოქის ეკონომიკური სისტემის პირველი ინსტრუმენტი, რომელსაც ბარომეტრის ფუნქცია აქონდა დაკისრებული, ბირჟა იყო. ბირჟის მეშვეობით წარმოებდა და წარმოებს ეკონომიკის კონიუნქტურის მდგომარეობის ცვლილებების პირველი ნიშნების გამოვლენა და მათი გადაყვანა საბირჟო კურსის ენაზე. ბირჟა აღწარმოების პროცესის მიმდინარეობაზე რეაგირებას ახდენს არა მარტო კურსის ცვლილებით (თუმცა ეს მანევრებელი ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესთაგანია საბირჟო ცხოვრებაში), არამედ ისეთი მანევრებლებით, როგორებიცაა ბირჟის ოპერაციათა ერთობლივი მოცულობა, განსაზღვრული დარგის კომპანიის აქციების ოპერაციების მოცულობა, კონკრეტული კორპორაციის აქციათა ოპერაციების მოცულობა და ბირჟის წევრ ფირმათა საკუთარი გარიგებების ხასიათი.

თანამედროვე ეპოქაში წარმოების განსაზოგადების სისტემატური ზრდის შედეგად ბირჟა ასრულებს კონიუნქტურის ერთადერთი ბარომეტრის ფუნქციას. საყურადღებოა ისიც, რომ ბირჟა არა მარტო კონიუნქტურის ობიექტური ბარომეტრია, არამედ ინვესტორების სუბიექტური სურვილების ინდიკატორადაც გვევლინება.

ბირჟის პროგნოზული ფუნქციის საფუძველთა საფუძველთა საბირჟო ფირმების კორპორაციებთან კავშირების სისტემა. ჯერ კიდევ მანამ, სანამ წარმოებისა და კაპიტალის კონცენტრაციის პროცესში შეიქმნებოდა გიგანტური ბანკები, რომლებიც ფლობდნენ კონიუნქტურის შესახებ ინფორმაციებს, ბირჟები საკუთარი არხებით ღებულობდნენ ინფორმაციებს და აკეთებდნენ შესაბამის პროგნოსს.

ამიტომ საინჟესტიციო ბანკები ყდობენ მძლავრ კვლევიით ქვედანაყოფებს, რომლებიც წარმოადგენენ კორპორაციათა

განვითარების ტენდენციების კვალიფიციური და ავტორიტეტული ანალიზის წაროს. ეს ქვედანიყოები ერთ-ერთ მნიშვნელოვან როლს ასრულებენ საბაზრო კონიუნქტურის სწორი შეფასების საქმეში.

და ბოლოს, აუცილებელია გავარკვიოთ საფონდო ბირჟის როლი მაკროეკონომიკური დესტაბილიზაციის დაძლევის საქმეში.

როგორც წესი, ყოველდღიურად და ყოველსაათობით საფონდო ბირჟაზე ყიდიან და ყიდულობენ ასუქლობით კომპანიათა აქციებს. თანაც აქციათა ფასები განისაზღვრება მათზე მიწოდება-მოთხოვნის შესაბამისად. ცალკეული აქციის ფასი იზრდება ან მცირდება იმის მიხედვით, თუ რა მოგებას ელოდება. თითოეული ფირმა. საფონდო ბირჟაზე წამოყალიბებული საშუალო ფასები მკაცრი მეთვალყურეობის ობიექტია. ეს ფასები ხშირად იცვლება. ამიტომ საფონდო ბირჟის უმყარობა დღის წესრიგში აყენებს ერთ მნიშვნელოვან საკითხს. — საშუალო ფასის ცვალებადობა რა გავლენას ახდენს მაკროეკონომიკურ უმყარობაზე? ნებისმიერი ქვეყნის ეკონომიკურ ურთიერთობაში საფონდო ბირჟასა და ეროვნულ მეურნეობას შორის არსებული კავშირები ამ კითხვაზე დადებითი პასუხის გაცემის შესაძლებლობას იძლევა.

განვიხილოთ აქციის კურსის დაცემის შედეგები. როდესაც აქციის მფლობელი თავს დანაგრეულად გრძნობს, ის თავის ხარჯებს საქონლის შესაძენად ამცირებს: ფირმას მინიმუმამდე დაჰკავს ასევე საინვესტიციო საქონლის შეძენა იმის გამო, რომ ასეთ დროს ახალი აქციების გამოშვებით ფულის კეთება სასარგებლო არ არის, თუმცა ამ დასკვნას ნაკლებად იზიარებენ უცხოელ ეკონომისტთა გამოკვლევები; მათი აზრით, აქციათა კურსი გაველენას ახდენს მთლიან ხარჯებზე, მაგრამ შექმნილი მდგომარეობა არ შეიძლება ეკონომიკური დაცემისა და ინფლაციის ძირითად მიზეზად მივიჩნიოთ.

ამასთან ერთი რამ ცხადია: სინამდვილეში აქციათა კურსი ხშირად ეკონომიკური ზრდის შენელებისას ეცემა და მის ზრდას ადგილი აქვს ეკონომიკური აღმაკვლობის დაწყებამდე. ამიტომ არის, რომ აქციათა კურსი შეტანილია ეკონომიკაზე მოქმედ მთავარ მანიევრებელთა რეესხაში.

ამრიგად, საფონდო ბირჟაზე ფასებსა და მაკროეკონომიკას შორის არასტაბილური დამოკიდებულებაა. აქციათა კურსის შეცვლა არ წარმოადგენს მაკროეკონომიკური უმყარობის მთავარ წყაროს და არც საიმედო კრიტერიუმს იმისათვის, რომ წინასწარ იქნეს განჭვრეტილი ეკონომიკის დაცემა ან აღმავლობა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირება

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მკაცრი სახელმწიფო კონტროლისა და რეგულირების ობიექტია.

საქართველოში შექმნილია და ფუნქციონირებს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია⁷.

ნებისმიერ ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების შესახებ მიღებული საკანონმდებლო აქტების ძირითადი პრინციპია – უზრუნველყოფილ იქნეს ემიტენტების მიერ ფასიანი ქაღალდების თავისუფალ გაყიდვაში გამოშვებასთან დაკავშირებული ფაქტების სრული და ჭეშმარიტი გამოქვეყნება. სანამ სამთავრობო ინსტანცია არ დარწმუნდება იმაში, რომ ემიტენტისაგან შემოსული დოკუმენტაცია (განსაკუთრებით პროსპექტი) სრული, ჭეშმარიტი და გასაგებია, ფასიანი ქაღალდების გაყიდვა ნაითვლება უკანონოდ.

ფასიანი ქაღალდების შესახებ მიღებული კანონები, როგორც წესი, მარეგულირებელი ორგანიზაციებისთვის უნდა ითვალისწინებდეს სამ ძირითად ფუნქციას, რომელთა შესრულება ასე თუ ისე საიმედო გარანტია იქნება ინვესტორებისთვის, რათა თავი დაადლონ დაბალი კომპეტენტურობით ან ავი სრახეებით გამოწვეულ ფინანსურ დანაკარგებსა და სარაფს.

პირველი მთავარი ფუნქციაა იმათი რეგისტრაცია, რომლებიც ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობენ ან ეწევიან ინვესტორთა კონსულტაციებს. რეგისტრაციის პროცესში გამოვლინდება მისახურე ფირმების რწმუნებულთა პროფესიული ვარგისიანობა, მათი და ფირმის ფინანსური მდგომარეობა, ფასიანი ქაღალდების შესახებ საკანონმდებლო აქტების ცოდნა. რეგისტრაციაზე უარის თქმა მთავრობის კომპეტენციაა. აშშ-ში, იაპონიასა და ევროპის განვითარებულ ქვეყნებში მთავრობები აკონტროლენ

⁷ საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის საქმიანობას ვრცლად განვიხილავთ მეთხუთხეულ თავში.

ბენ ასევე საფონდო ბირჟებსაც. ბირჟამ ოფიციალური აღიარება თუ ვერ მიიღო, მას ფუნქციონირება აკრძალული აქვს. თუმცა ბირჟა თვითრეგულირებად დარგად ითვლება, მაგრამ მის მიერ მიღებული გადაწყვეტილებები და ნორმატიული დოკუმენტები მთავერობის კონტროლს არის დაქვემდებარებული. მაგალითად, იტალიაში, საფრანგეთსა და ბელგიაში მთავერობა არა მარტონი მნაეს ბროკერებს, არამედ უშუალო სეუდამხედუელობას ეწეეს ბირჟების საქმიანობას.

მარეგულირებელი ორგანოების მეორე ფუნქციაა – საჯაროობის უზრუნველყოფა. ისინი, ვინც ახალი გამოშვების ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით ან მათი გასაყიდად მიწოდებით არიან დაკავებული (ფირმა ან ცალკეული ფიზიკური პირი), მოვალენი არიან გამოაქვეყნონ პროსპექტი, რომელშიც ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და ემიტენტის შესახებ მოცემულია სრული, ჭეშმარიტი და მკაფიო ინფორმაცია.

მარეგულირებელი ორგანოების მესამე ფუნქციაა – დარგში წესრიგის დაცვის მხარდაჭერა. მთავერობის შესაბამის ორგანოებს უფლება აქვთ გამოიძიონ კანონდარღვეუათა ფაქტები და გაატარონ ადმინისტრაციული ზომები მათზე, რომლებიც ინვესტორთა ინტერესების წინააღმდეგ მოქმედებენ ან გადასცენ მასალები სასამართლოს.

თვითკონტროლი და თვითრეგულირება დაკისრებული აქვს საფონდო ბირჟას. იგი წარმოადგენს აუქციონს, სადაც ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა ხორციელდება გაცვლის გზით და ფასები დგინდება მოთხოვნა-მიწოდების კანონის შესაბამისად. ბირჟის ფუნქციონირების ფუნქციონირებელი პრინციპია – **ბაზრის ლიკვიდურობა.** ლიკვიდური ბაზრისათვის დამახასიათებელია ხშირი გარიგებები, როდესაც უმნიშვნელოა მიყიდულისა და გამყიდველის ფასებს შორის სხვაობა და გარიგებიდან გარიგებამდე მცირეა ფასების მერყეობა. ბირჟა ყველაფერს აკეთებს იმისათვის, რომ განამტკიცოს ლიკვიდურობა, რათა ვაჭრობა მიმდინარეობდეს პერმანენტულად და მაღალი ტემპებით. ნორმალურ პირობებში ბირჟა თავის საქმიანობას აგებს ბროკერებსა და კლიენტებს შორის პირად ნდობაზე, საჯაროობასა და მკაცრ რეგულირებაზე.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ძირითადი

ტენდენციები თანამედროვე ეტაპზე

მე-20 საუკუნის 80-იან წლებიდან მსოფლიო ეკონომიკა განვითარების ახალ ფაზაში შევიდა, გლობალიზაციის პროცესში. მსოფლიო საერთაშორისო კაპიტალი ამასთან მეცნიერულ-ტექნიკური, პროგრესის მიღწევების, სამეურნეო ცხოვრებაში დანერგვამ მთითხოვა კოლმოსალოდო. მსოფლიოს ინვესტიციების თავმოყრა-კონსოლიდაცია. გაიზარდა სინთეზური კომპანიებისადმი საყოველთაო ინტერესი და მათი შეთანხმებული ინტეგრირების კენჭობა. გაძლიერდა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინტერნაციონალიზაციის პროცესი, რამაც თავისი გამოხატულება პოვა საფონდო ბირჟების მართვაში თანამედროვე კომპიუტერულ სისტემის დანერგვით.

როგორც ცნობილია, ნებისმიერი სასოგადოების ფინანსური სისტემა შედგება იმ ეკონომიკური, ინსტიტუტებისგან, რომლებიც ერთმანეთთან აკავშირებს ისეთ დამაინებს, რომლებსაც ერთი მხრივ დაზოგვის, მეორე მხრივ კი, ინვესტირების სურვილი და შესაძლებლობები აქვთ. როგორც წესი, დანაზოგები და ინვესტიციები ეკონომიკური ზრდის მნიშვნელოვანი ფაქტორებია. მაშინ, როდესაც ქვეყანა შექმნილი მთლიანი შიდა პროდუქტის მნიშვნელოვან ნაწილს ზოგავს, უფრო მეტი ოდენობის რესურსების გაცემა შეიძლება კაპიტალის ინვესტირებისათვის, კაპიტალის ზრდა კი წარმოების ეფექტიანობისა და ცხოვრების დონის ამაღლებას იწვევს.

როგორც აღვნიშნეთ, ფინანსურ სისტემას თავისი ინსტიტუტების მეშვეობით ეკონომიკის შესუღვალელი რესურსები გადააქვს. დამზოგველებიდან მსესხებლებამდე და ხელს უწყობს მათ კოორდინირებას, თუ დანაზოგები საკუთარი განსაკარგავი შემოსავლის ის ნაწილია, რომელიც არ მოიხმარება, ინვესტიციები წარმოადგენს იმ დანახარჯთა ერთობლიობას, რომელთა რეალიზაცია წარმოებს ერთნაირი მეურნეობის დარგებში კაპიტალის გრძელვადიანი დაბანდებების ფორმით. „ინვესტიციები - ეს არის შსა პროდუქციის ნაკადი გარკვეული პერიოდისთვის, რომელიც გამოიყენება ეკონომიკაში ძირითადი ფონდების შენარჩუნების ან მატების მიზნით“⁸. ეს უკანასკნელი მკ-

⁸ Д.Д. Сало, Фелипе Б. Ларрен, Макроэкономика, глобальный подход, пер. с англ. М., «Дело», 1996, стр. 143.

როეკონომიკაში ორმაგ როლს თამაშობს. ჯერ ერთი, (რამდენადაც ინვესტიციებში ხარჯების ცვალებადი კომპონენტი; მისმა მკვეთრმა გადიდებამ ან შემოსავალმა შეიძლება მნიშვნელოვანი ზეგავლენა მოახდინოს ერთობლივ მოთხოვნაზე, ხოლო მეორე, ამ უკანასკნელის ცვლილებებში ზეგავლენას ახდენს გამოშვება და დასაქმებაზე. გარდა ამისა, ინვესტიციებში ოვერს კაპიტალის დაგროვებას; რაც ქვეყანაში მატერიალური დოვლათის წარმოების გაზრდების საფუძველია; რითაც უზრუნველყოფილი იქნება ეკონომიკური სრულ განვითარების პერიოდისათვის.

ამრიგად, ინვესტიციების სფეროში დინამიკური უნდა იყოს, ე.ი. აქმყო დაკავშირებულია მომავალთან რისკი, რამ დღეს ინვესტიციების სტიმულირება ნიშნავს საწარმოო შესაძლებლობების მაგებას ხვალის მიხედვით.

იმისათვის, რომ სრულყოფილად იქნეს განხილული ხაველევი პრობლემები, შევიკრივებელია თავდაპირველად შევეხეთ ფინანსური ბაზრების ხასიათს.

როგორც ვიცით, ფინანსური ბაზარი ორი ნაწილისაგან შედგება: ერთი ნაწილი ფასიანი ქაღალდების ბაზარია; მეორე - საბანკო სესხების ბაზარი. ბანკი, თუ ის ნამდვილი კომერციული ბანკია, იშვიათად გასცემს გრძელვადიან სესხებს; ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით შეიძლება მიღებული იქნეს „სუფლი“ რამდენიმე ათეული წლით (ობლიგაციები) ან უვალუო სარგებლობით (აქციები). ფინანსური ბაზრის ორ ნაწილად დაყოფა გულს ხმობს კაპიტალის დაყოფის ძირითად დასაბრუნებელ პირობებს.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი იყვება საბანკო კრედიტის ბაზარს და იმყოფება მასთან ერთიერთობაში.

როგორც წესი, ბიზნესმენს შემოსხველო პირველ რიგში მიიღება ბაზრის რეკეებითა და დაფერსიყიქავით. მისი ცლილი ეკონომიკის გლობალიზაციის და ინტეგრაციის განვითარება, კონიუნქტურის ცვლილებისა და სხვა ფაქტორების გამო შეიძლება და „მიდიარი“ ქვეყნების საფინანსო ბაზრების კორელაციის სრულ სტრუქტურული და სტრატეგიული ერთიერთობების პირობებში ხელს უწყობს ვალუტირება და ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობას. ამასთან, სხვადასხვა ინსტიტუციური ინვესტირები იცნობიერებას უკეთებენ საფინანსო ბაზრების დამოუკიდებლად მუშაობის

პრინციპებს და თავს უყრიან რამდენიმე განვითარებულ ეროვნულ ბაზარს განვითარებადი ბაზრების ინვესტირებთან შეთანხმებით.

ფასიანი ქაღალდების პირველად და მეორად ბაზრებზე სპეციალიზებულ საქმიანობაში წარმატებებს დიდ ნაწილში უსრუნველყოფს საერთაშორისო ქსელის არსებობა, ბაზართან სიახლოვე, გასაღების შესაძლებლობები, მოზიდული კაპიტალის მნიშვნელოვანი ზრდა. ყოველივე ამის ძირითადი მიზეზებია – გლობალიზაცია, გარიგებათა კომპლექსურობა და საინფორმაციო ტექნოლოგიების განვითარება.

თანამედროვე მსოფლიოში ფასიანი ქაღალდების, კრედიტების და დერივატივების⁹ თავისებურებათა სულ უფრო დაახლოება, აქტივების ლიკვიდურობის ზრდა, დაფინანსების ცალკეულ სახეობათა მოცულობების გადიდება მიმდინარეობს მსხვილი კაპიტალის მქონე უნივერსალური ბანკების სასარგებლოდ, რომლებიც ორიენტირებული არიან საერთაშორისო ბაზრებზე.

საინვესტიციო ბანკები არასრული კაპიტალიზაციით განწირული არიან გასაკოტრებლად. იმ საინვესტიციო ბანკებს და ბროკერებს, რომლებსაც გააჩნიათ მცირე კაპიტალი და საშუალოზე დაბალი რეიტინგი იმედი არ უნდა ჰქონდეთ მსხვილ გარიგებათა ტენდერში გამარჯვების. მათ დიდი ჯაფა დასჭირდებათ დანარჩენ ძლიერ ბანკებთან – კონკურენტებთან ბრძოლისათვის, გამარჯვებაზე კი ლაპარაკიც უდმეტია.

ბანკები, რომლებიც თავიანთ წარმატებებს არაუფექტიან ბაზრებზე აგებენ, ხშირ შემთხვევაში მარცხდებიან.

მსოფლიო ფინანსური ბაზრის ექსპერტები და უყრნალისტები აცხადებენ, რომ თანამედროვე ეპოქაში კლასიკური საბანკო კრედიტი კვდება და მას მომავალი არ გააჩნია. ბანკის შუამდგომლობის ფუნქცია კლიენტებს უფრო ძვირი უჯდებათ, ვიდრე კაპიტალის ბაზრიდან სესხების მოზიდვა. დღეისათვის პირველი კლასის კლიენტები, რომლებსაც ბანკი „თავს ევლე-

⁹ დერივატივი – ფასიანი ქაღალდების მიმოქცევის საფუძველზე წარმოებულ ფინანსური ინსტრუმენტი. ხელშეკრულება (ოფციონი, ფიუნქსი, სვოპი), რომელიც დაფუძნებულია ვალუტის, ან ფასიანი ქაღალდების კურსებზე და რომელიც მის მფლობელს საშუალებას აძლევს დააფიქსიროს ვიდუა-გაყიდვის მისთვის სასურველი ფასები.

ბა“, მსხვილი სესხებისთვის იშვიათად, სპორადულად მიმართავენ ბანკს.

როგორც ცნობილია, დღეს ბანკირის უპირველესი ამოცანაა პროფესიულად შეაფასოს საკრედიტო რისკი. ამის გარდა, სასესხო კაპიტალის ბაზარზე განსახორციელებელი ოპერაციებისათვის განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭება საიმედოობის შეფასებას. აშშ-ში არსებობს დაკრედიტების ექვსი „ც“ (**character, capacity, capital, collateral, condition, coverage**) სქემა: ხასიათი, შესაძლებლობა, კაპიტალი, დამატებითი წყაროები, დაფარვის პირობები. კლიენტებისა და ბანკის შეფასება წარმოებს აგრეთვე **CAMEL**-ის სქემითაც: (**character, assets, management, earning, liquidity**): ხასიათი, აქტივები, მენეჯმენტი, შემოსავლები, ლიკვიდურობა.

თანამედროვე ბანკებისათვის ფუნდამენტურ ცოდნასთან ისეთ ინსტრუმენტებში, როგორცაა ინდექსები, ნაღდი ფულის ნაკადების ანგარიშგება, კლიენტის რეაქციის ანალიზი, სტანდარტული კრედიტები და ინდივიდუალური შეკვეთის კრედიტები, სტატისტიკური მონაცემების ბაზა, რისკის კლასების სისტემა და საიმედოობის კოეფიციენტები და ა.შ. პროფესიული ანალიზისა და რისკის მართვის ინსტრუმენტები სულ უფრო დახვეწილ ფორმას ეღებულობს.

თანამედროვე ბანკების მომგებიანობისთვის ამ ინსტრუმენტების ანალიზი და საქმიანობაში გათვალისწინება უფრო სასარგებლოა, ვიდრე ათასნაირი გარანტიების გამოყენება.

ეკონომიკური სუბიექტების ფინანსური და სამეურნეო საქმიანობის შეფასების კომპლექსურობის ზრდა აუცილებელია შეივსოს და დაეყრდნოს დაკრედიტების თანამედროვე სისტემასა და სტრუქტურას, ასევე საკრედიტო ოპერაციების კონტროლს ოპტიმალური რაოდენობრივი შეფასების მიზნით. პირველ რიგში, აუცილებელია ჯანსაღი ასრი, ფსიქოლოგიის ცოდნა, ინტუიცია და კლიენტის ან მეწარმის კრედიტუნარიანობისა და ხასიათის შეფასების უნარი.

საბანკო ბიზნესი გადაწყვეტილების ოსტატურად მიღებაა მკაცრი და ლიბერალური შესლუდეების მრავალფეროვნების საფუძველზე.

ბუნებრივია, ეროვნულ საბანკო სისტემაში სექციურიტიზაცია¹⁰ და პირველი კლასის კრედიტების აქტივების სტანდარტული პაკეტების რეალიზაციამ განსაკუთრებული ადგილი უნდა დაიკავოს, მაგრამ ამისათვის აუცილებელია შეადგდეს დაფინანსება, გარანტიები და ლიკვიდურობის უზრუნველყოფა.

თანამედროვე ბანკები განსაკუთრებით ზრუნავენ თავიანთი აქტივების ლიკვიდურობისთვის. აქტივები სტატიკურ მდგომარეობაში კი არ უნდა იქნეს მოქცეული, არამედ ბანკები ვალდებული არიან ისინი გაიტანონ გასაყიდად ან გასაცვლელად.

პირითადი ცნებები

- საემისიო სინდიკატი
- ტრადიციული კონსორციული წესი
- ტენდერი, ანუ აუქციონი
- ბაზრის მომსახურების კვოტა
- კერძო განთავსება
- რეგულარული ემისიები
- სახელმწიფო ხელისუფლების სესხები
- ბრუნეადობა
- სამოქალაქო ბრუნვისთვის მისაწვდომობა
- სტანდარტულობა
- სერიულობა
- დოკუმენტურობა
- პრეფერენციული აქცია
- ჩვეულებრივი აქცია
- დივიდენდი
- აქციის კურსი
- უენჩურული კაპიტალი
- კონკურსიული ობლიგაცია
- საგირაუნო ობლიგაცია
- წარმოებულ ფასიანი ქაღალდი
- დერივატივი

¹⁰ სექციურიტიზაცია - ფასიანი ქაღალდების გამოუყენების გაფართოების პროცესი ინსტრუმენტის სახით, რომელიც გამოხატავს სასესხო კაპიტალის მოძრაობას. უფრო კონკრეტულად ეს არის ტრადიციული საბანკო კრედიტებისა და მაღალლიკვიდური ფასიანი ქაღალდების დემონსტრაციის შეცვლა სესხებით, დემონსტრირი სერტიფიკატებით და კონკურსიული ქაღალდებით.

საკონტროლო კითხვები და ამოცანები:

1. როგორ განესაზღვროთ ბაზრის ეფექტიანობა?
2. დაახასიათეთ ფასიანი ქაღალდების განთავსების წესები, რომლებიც მეტ-ნაკლებად არის გაერკვლებული მაღალგანვითარებულ ქვეყნებში.
3. რა ფუნდამენტურ მოთხოვნებს უნდა პასუხობდეს ფასიანი ქაღალდი?
4. რა როლი ენიჭება საფონდო ბირჟას მაკროეკონომიკური დესტაბილიზაციის დაძლევის საქმეში?
5. რა არის ფინანსური რისკი?
6. რაში მდგომარეობს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ძირითადი ამოცანა?

თავი IV.

საპროცენტო განაკვეთი

საპროცენტო განაკვეთის არსი

საპროცენტო განაკვეთი იმ ეკონომიკურ ცვლადებს განეკუთვნება, რომელიც განსაკუთრებული ყურადღებით შეისწავლება პორტფელური სტრატეგიის შემუშავების პროცესში.

საპროცენტო განაკვეთი უშუალო შემოქმედებას ახდენს სასოგადოების ყოველდღიურ ცხოვრებაზე და მნიშვნელოვნად ზემოქმედებს ქვეყნის ეკონომიკურ მდგომარეობაზე. მასზეა დამოკიდებული ადამიანთა გადაწყვეტილებანი და სოგონ თუ გამოიყენონ დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრები, იყიდონ ბინა, შეიძინონ ობლიგაცია თუ განათავსონ თანხები შემნახველ ანგარიშებზე. საპროცენტო განაკვეთი ზეგავლენას ახდენს ასევე საოჯახო მეურნეობების და საქმიანი წრეების ეკონომიკურ გადაწყვეტილებებზე – მოახდინონ სახსრების ინვესტირება წარმოებაში ახალი ინვენტარის ან მოწყობილობების შესაძენად თუ განათავსონ ფული საბანკო ანგარიშებზე.

საპროცენტო განაკვეთის გაანგარიშებისას ძირითადი ამოცანაა თითოეულ კრედიტზე მიღწეული იქნეს ისეთი შემოსავალი, რომელიც უსრულებელიყოფს პორტფელის მომგებიანობას. თუ კომერციულ დაკრედიტებას თან ახლავს არასაკრედიტო შემოსავლის მიღება, ასეთი საქმიანობიდან მიღებული შემოსავალიც გათვალისწინებული უნდა იქნეს გაანგარიშებაში. ამასთან შემუშავებულ სტრატეგიაში გათვლილი უნდა იქნეს რენტაბელობის დონის შემცირების საშიშროებაც და ფაქტორებიც.

ეკონომისტები ტერმინში – საპროცენტო განაკვეთი გულისხმობენ შემოსავლიანობას. აღსანიშნავია, რომ მხოლოდ ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთით არ შეიძლება ვიმსჯელოთ, წარმოადგენს თუ არა ობლიგაცია სარფიან დაბანდებას, რადგანაც მისი შემოსავლიანობა (შემოსავლიანობის ნორმა) შეიძლება განსხვავდებოდეს საპროცენტო განაკვეთისგან. ამასთან საჭიროა ერთმანეთისაგან განვასხვავოთ ობლიგაციის რეალური (კორექტირებული ფასების დონის ცვლილების გათვალისწინებით) და ნომინალური საპროცენტო განაკვეთები.

საპროცენტო ბანაკმეთის ცვლილება

საკრედიტო ბაზრის ინსტრუმენტები შეიძლება დავეყთ ოთხ ტიპად:

1. ჩვეულებრივი სესხი, რომლის მეშვეობითაც მსესხებელი თავის განკარგულებაში ღებულობს განსაზღვრულ თანხას (ნომინალს) და იღებს ვალდებულებას გადაუხადოს ის კრედიტორს სესხის დაფარვის დღეს, ამასთან, დამატებით გადაუხადოს პროცენტი – თანხა სესხის სარგებლობისთვის. მაგალითად, თუ ბანკში აიღეთ ჩვეულებრივი სესხი 100 ლარის ოდენობით 10%-იანი განაკვეთით ერთი წლის ვადით, ერთი წლის შემდეგ თქვენ მოგიწევთ ნომინალური თანხის გადახდა 100 ლარის ოდენობით, ასევე პროცენტის გადახდა 10 ლარის ოდენობით. ფირმებისა და ორგანიზაციების მიერ აღებული კომერციული სესხები ხშირად სწორედ ამ ტიპისაა;

2. სესხი ფიქსირებული გადასახდელით. ასე ეწოდება მსესხებელზე გაცემულ თანხას, რომელიც თანაბარი წილის სახით უნდა იქნეს გადახდილი ყოველ თვე დადგენილი დროის განმავლობაში. ამასთან გადასახდელის ყოველი წილი შედგება ნომინალისა და პროცენტის ნაწილისაგან. მაგალითად, თუ თქვენ აიღეთ სესხი ათასი ლარი 25 წლის ვადით ფიქსირებული გადასახდელის პირობით, მაშინ თქვენ გეკისრებათ ვალდებულება ყოველწლიურად გადაიხადოთ 126 ლარი 25 წლის განმავლობაში. სესხები განვადებით (მაგალითად, სესხი ავტომობილის შეძენაზე) და თამასუქები ხშირად ფორმდება ფიქსირებული გადასახდელის სესხის პირობებით;

3. კუპონური ობლიგაცია. კუპონური ობლიგაციით მის მფლობელს უხდებიან ფიქსირებულ პროცენტს (კუპონურ გადასახდელს) ყოველწლიურად დაფარვის ვადის დადგომამდე, ვიდრე გადაიხდება განსაზღვრული საბოლოო თანხა (ნომინალი ან პარიტეტი). ადრე ობლიგაციათა მფლობელები მათთვის განკუთვნილ თანხას ღებულობდნენ ობლიგაციიდან მოჭრილი კუპონის გაგზავნით ობლიგაციის ემიტენტისადმი, რომელიც შემდეგ გადასახდელს ობლიგაციის მფლობელს უგზავნიდა. ამ პროცესს კუპონის გადახდას ეწოდებდნენ. ამჟამად კუპონურ ობლიგაციათა უმრავლესობით შესაძლებელია გადასახდელების მიღება კუპონის გადაგზავნის გარეშე. მაგალითად, 1000- ლარიანი

ნომინალის კუპონური ობლიგაცით თქვენ შეგიძლიათ ყოველწლიურად მიიღოთ კუპონური გადასახდელი 100 ლარის ოდენობით. 10 წლის განმავლობაში დაყარვის ვადის დადგომამდე თქვენ გადაგიხდიან ნომინალურ ღირებულებას 1000 ლარს. (თუ ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება შეესაბამება 1000 ლარს).

კუპონური განაკვეთის სიდიდე განისაზღვრება ნომინალის გამრავლებით ნომინალურ კუპონურ გადასახდელსზე თუ ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება 1000 ლარია, ხოლო მისი კუპონით წარმოებს 100 ლარის ანაზღაურება საკუპონე განაკვეთი ტოლი იქნება:

$$\frac{100}{1000} = 0.1 = 10\%.$$

სოფჯერ კუპონი წლის განმავლობაში ცვლილებებს ექვემდებარება. ასეთი ობლიგაციებისათვის დამახასიათებელია მცურავი კუპონი, როცა კუპონური განაკვეთი დგინდება პირველი ექვსი თვისთვის და შემდგომ წარმოებს მისი კორექტირება.

ინფორმაცია ობლიგაციის შემოსავლიანობაზე განისაზღვრება: 1. მონაცემებით კორპორაციაზე ან სახელმწიფო ორგანოზე, რომელმაც გამოსცა ობლიგაცია; 2. მონაცემებით ობლიგაციის დაყარვის ვადაზე; 3. კუპონური განაკვეთით, ე.ი. ყოველწლიური კუპონური გადასახდელით, გამოხატულით პროცენტებში ობლიგაციის ნომინალიდან. ჩვენს მაგალითში ყოველწლიური კუპონური გადასახდელი ობლიგაციაზე შეადგენს 100 ლარს, ხოლო ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება – 1000 ლარს. ამრიგად, კუპონური განაკვეთი შეადგენს 10%-ს. კუპონურ ობლიგაციათა მაგალითს წარმოადგენს სახაზინო ობლიგაციები და თამასუქები, ასევე კორპორაციული ობლიგაციები.

4. დისკონტური ობლიგაცია (მას ასევე უწოდებენ ობლიგაციას ნულოვანი კუპონით). ასეთ ობლიგაციას ყიდულობენ მათ ნომინალურ ღირებულებაზე დაბალი ფასით (ე.ი. ფასდაკლებით, დისკონტით), ხოლო დაფარვის ვადის დადგომამდე გადაიხდება ნომინალური ღირებულება. კუპონური ობლიგაციისგან განსხვავებით დისკონტური ობლიგაციით არ წარმოებს არანაირი პროცენტული გადახდები; გადაიხდება მხოლოდ ნომინალი. მაგალითად, 1000-ლარიანი ნომინალის მქონე დისკონტური ობლიგაცია შეიძლება ნაყიდი იქნეს 900 ლარად, ერთი წლის შემდეგ

კი მის მფლობელს ნომინალური ღირებულების შესაბამისად 1000 ლარს გადაუხდინან. დისკონტური ობლიგაციის მაგალითს წარმოადგენს სახაზინო თამასუქები, შემნახველი ობლიგაციები, გრძელვადიანი ობლიგაციები ნულოვანი კუპონით.

ამ ოთხი ტიპის ინსტრუმენტებიდან თითოეულსე გადახდები წარმოებს სხვადასხვა დროს: ჩვეულებრივ სესხებზე და დისკონტურ ობლიგაციებზე – მხოლოდ დაფარვის დღეს; სესხებზე ფიქსირებული გადასახდელით და კუპონურ ობლიგაციებზე – პერიოდულად დაფარვამდე. ამდენად, ყოველი მათგანი სრულიად განსხვავებული სახით წარმოგვიდგება, რამეთუ მათზე გადახდები წარმოებს სხვადასხვა დროს. იმისთვის, რომ გავარკვიოთ, ამ ინსტრუმენტთაგან რომელი მოგვიტანს უფრო მეტ შემოსავალს, საჭიროა მიმდინარე (დაკვირვებით) ღირებულების ცნების გამოყენება, რაც საშუალებას იძლევა განისაზღვროს საპროცენტო განაკვეთები განსხვავებული ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით.

მიმდინარე ღირებულების კონცეფცია

ნორმალურად ფუნქციონირებად ბაზარზე აქტივების ღირებულება საბაზრო ფასს ემთხვევა.

სოციალურ შემთხვევაში აქტივების ღირებულების გამოანგარიშება მარტივია, განსაკუთრებით აქტივების ბაზრის მეშვეობით და სპეციალური შემფასებლების დახმარებით.

დაეუშვათ, რომ თქვენ მოგცეს წინადადება: გირჩენიათ მიიღოთ 1000 ლარი დღეს, თუ ერთი წლის შემდეგ? რა თქმა უნდა, თქვენ აირჩევთ პირველს, თუნდაც მასზე დღეისთვის საჭიროება არც კი გქონდეთ. თქვენ შეიძლება ფული დააბანდოთ და ერთი წლის შემდეგ ყოველგვარი რისკის გარეშე მიიღოთ 1000 ლარი პროცენტითა. შეგვიძლიათ იყიდოთ სახელმწიფო ობლიგაცია ერთი წლის შემდეგ დაფარვის პირობით. თუ მასზე წლიური შემოსავალი იქნება 10%, მაშინ დღევანდელი 1000 ლარი ერთი წლის შემდეგ იქნება 1100 ლარი. მარტივად რომ ვთქვათ, დღევანდელი ლარი მომავალ ლარზე ძვირია, რაც ორი მიზეზით აიხსნება: 1. ადამიანის ბუნება ისეთია, რომ მოთხოვნების დაუყოვნებლივი დაკმაყოფილება მისთვის უფრო უსასურველია, ვიდრე მისი დაკმაყოფილება მომავალში. 2. ლარის მყიდველობითუნარიანობას ინფლაცია ამცირებს მით უფრო

ძლიერად, რაც უფრო დიდხანს იმყოფება იგი ნაღდი ფულის სახით. ამიტომ ამბობენ, რომ ფულის ღირებულება კავშირშია დროსთან. ფულის ღირებულების კავშირი დროსთან პროცენტის არსებობაში გამოიხატება.

იქიდან გამომდინარე, რომ ყოველთვის არსებობს ფულის მომგებიანად დაბანდების შესაძლებლობა ინფლაციის არარსებობის პირობებშიც ფულს კავშირი აქვს დროსთან.

ამასთან, 1000 ლარის მიღება დღესვე, და არა ერთი წლის შემდეგ იმიტომ არის სარფიანი, რომ საპროცენტო განაკვეთი ყოველთვის ნულზე მეტია.

ამდენად, საყურადღებოა, რომ ერთი წლის შემდეგ გადახდილი დოლარი (ლარი, გირვანქა სტერლინგი, ევრო და ა.შ.) ნაკლებად ღირებულა, ვიდრე დღეს გადახდილი. მით უმეტეს, რომ ერთი დოლარის საბანკო ანგარიშზე განთავსებით 1 წლის შემდეგ მიიღება ერთ დოლარზე მეტი თანხა.

მიმდინარე ღირებულება საშუალებას იძლევა განისაზღვროს საპროცენტო განაკვეთები სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების მიხედვით.

ჩვეულებრივი სესხის შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთის თანხა, გაყოფილი სესხის მოცულობაზე, საშუალებას იძლევა გაანგარიშებული იქნეს სესხის მიღების დანახარჯები. ამ შემთხვევაში დანახარჯებს წარმოადგენს მარტივი საპროცენტო განაკვეთი. მაგალითად, თუ მსესხებელმა აიღო სესხი 1000 ლარის მოცულობით, მაშინ წლის ბოლოს 1000 ლართან ერთად ის გადაიხდის 100 ლარს საპროცენტო განაკვეთის სახით (10%), ე.ი. მარტივი საპროცენტო განაკვეთი i შეადგენს:

$$i = \frac{100\text{ლარი}}{1000\text{ლარზე}} = 0.1 = 10\%$$

1000 ლარის 10%-იანი განაკვეთით სესხად გაცემისას წლის ბოლოს მიიღება 1100 ლარი:

$$1000 \text{ ლარი} \times (1 + 0.1) = 1100 \text{ ლარი.}$$

ამ თანხის სესხად გაცემისას წლის ბოლოს მივიღებთ: 1100 ლარი $\times (1+0.1) = 1210$ ლარს, ან 1000 ლარი $\times (1+0.1) \times (1+0.1) = 1000$ ლარი $\times (1+0.1)^2 = 1210$ ლარს.

თუ სესხის პერმანენტულად გაცემა, ე.ი. მესამე წლის ბოლოს მიიღება:

1210 ლარი $X(1+0.1) = 1000$ ლარი $X(1+0.1)^3 = 1331$ ლარს. აქედან შეიძლება დაეასკენათ, რომ თუ მარტივი საპროცენტო განაკვეთი i გამოხატულია მკათელი წილით $- 0.1$ -ით 10% -იანი განაკვეთისათვის, მაშინ n წლის განმავლობაში სესხად გაცემისას საერთო ჯამში მიიღება:

1000 ლარი $X(1+i)^n$ მოცულობის თანხა.

ლარის მიმდინარე ღირებულებით მომავალი ღირებულების გამოანგარიშების პროცესს მომავალი ღირებულების შემოსაყლების დისკონტირება ეწოდება.

სოგადად ეს განტოლება შეიძლება გამოყენებულ იქნეს ლარის მიმდინარე ღირებულების გამოსათყუელად ან დღევანდელი ლარის მომავალში მისაღები (დისკონტირებელი) ღირებულების გამოსაანგარიშებლად, ანუ დღევანდელი 1 ლარით რა რაოდენობის თანხა მიიღება „ n “ წლის შემდეგ მარტივი საპროცენტო განაკვეთის i -ს პირობებში.

$$PV \text{ (მიმდინარე ღირებულება) } \text{ მომავალი ლარისა } = \frac{\text{ლარი}}{(1+i)^n}$$

მოცემული განტოლება გვიჩვენებს, რომ თუ 10 წლის შემდეგ თქვენ გაირდებიან 1 ლარის ოდენობით თანხის მიღებას, ამ დროის დადგომისას თქვენთვის გადასდილი ლარი არ იქნება ისეთივე ღირებული, როგორც დღესაა, რადგან დღევანდელი ლარის გამოყენებით შეიძლება პროცენტის მიღება.

მიმდინარე ღირებულების კონკეფცია საშუალებას იძლევა მოცემული მარტივი საპროცენტო განაკვეთის $-i$ -ის პირობებში გამოანგარიშებული იქნეს ფინანსური ბაზრის ინსტრუმენტების მიმდინარე ღირებულება მომავალში მისაღები ყველა გადახდის მიმდინარე ღირებულების შეჯამებით. ასეთი ინფორმაცია საშუალებას იძლევა ერთმანეთს შევადაროთ განსხვავებული დაფარვის ვადის მქონე ისეთი ინსტრუმენტების ღირებულება, როგორცაა დისკონტიური და კუპონური ობლიგაციები. ანალოგიურად შეიძლება მიღებული იქნეს აგრეთვე საპროცენტო განაკვეთის ერთგვაროვანი ცვლილებები ფინანსური ბაზრის წევრს მიერ განხილული ინსტრუმენტების ყველა ტიპისთვის.

სესხი ფიქსირებული გადასახდელებით. ამგვარი სესხის შემოსევებაში ყოველწლიურად ხორციელდება თანაბარი გადახდები

იმ ვადის განმავლობაში, რა ვადითაცაა იგი გაცემული. აღსანიშნავია, რომ სესხის დღეგანდელი ოდენობა ყოველთვის ურად აქაც გათანაბრებულია მის მიმდინარე ღირებულებასთან. მაგალითად, თუ გაიცემა 1000 ლარის ოდენობის სესხი, რომელსაც 25 წლის განმავლობაში ყოველწლიურად გადაიხდება 126 ლარი, მისი მიმდინარე ღირებულება შემდეგნაირად გამოითვლება: პირველი წლის ბოლოს მსესხებელი იხდის 126 ლარს (რომლისთვისაც $PV = 126 \text{ ლარი } (1+i)$), მეორე წლის ბოლოს ის იხდის შემდეგ 126 ლარს, რომლისთვისაც $PV = 126 \text{ ლარი } (1+i)^2$. და ა.შ. მანამ, ვიდრე 25 წლის ბოლოს ის არ გადაიხდის უკანასკნელ 126 ლარი $(1+i)^{25}$ -ს. გავუთანაბრებთ რა სესხის დღეგანდელ სიდიდეს 1000 ლარს ყველა ყოველწლიური გადასახდელების მიმდინარე ღირებულებათა ჯამს, მივიღებთ:

$$1000 = \frac{126\text{ლარი}}{1+i} + \frac{126\text{ლარი}}{(1+i)^2} + \frac{126\text{ლარი}}{(1+i)^3} + \dots + \frac{126\text{ლარი}}{(1+i)^{25}}$$

ზოგადად, ნებისმიერი სახის ფიქსირებული გადასახდელის მქონე სესხისთვის შეიძლება გამოყენებულ იქნეს შემდეგი ფორმულა:

$$LOAN = \frac{FP}{1+i} + \frac{FP}{(1+i)^2} + \frac{FP}{(1+i)^3} + \dots + \frac{FP}{(1+i)^n}$$

სადაც LOAN არის კრედიტად გაცემული თანხა (სესხის თანხა); FP - ყოველწლიური გადასახდელის სიდიდე; n - დაფარვამდე დარჩენილი წლების რაოდენობა.

თუ ფიქსირებული სესხის მოცულობა, ყოველწლიური გადასახდელების ფიქსირებული სიდიდე და დაფარვამდე დარჩენილი წლების ოდენობა ცნობილი სიდიდეებია და უცნობია მხოლოდ მათი შემოსავლიანობა დაფარვის მომენტისთვის i -ს საპოვნელად გამოიყენება სპეციალური ცხრილები. უძრავი ქონების ბაზარზე ბროკერებს ყოველთვის თან აქვთ მსგავსი ცხრილები (ან კალკულატორი, რომლითაც გამოითვლიან ამ უკანასკნელს), ამიტომ უპრობლემოდ შეუძლიათ აცნობონ, მაგალითად, ბინის მყიდველს თუ რამდენი უნდა გადაიხადოს მან

ყოველწლიურად (ან ყოველთვიურად) თუ ბინის ყიდვა დაფინანსდება უძრავი ქონების გირავნობის სიგელით.

კუპონური ობლიგაციის შემოსავლიანობის განსაზღვრისას ესარგებლობთ იმავე წესებით. რომლებითაც ეხელმძღვანელობდით ფიქსირებული გადასახდელების სესხების შემთხვევაში. აქაც ობლიგაციის დღეუვანდელ ღირებულებას ვუთანაბრებთ გადასახდათა მიმდინარე ღირებულებას. რადგანაც მსესხებლის მიერ კუპონურ ობლიგაციებზე ხორციელდება ერთზე მეტი გადასხდა, ობლიგაციების მიმდინარე ღირებულება წარმოადგენს მიმდინარე კუპონურ გადასახდელია ღირებულებას პლუს ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება და ბოლო გადასხდის მიმდინარე ღირებულება.

10—წლიანი დაფარვის ვადის 1000 ლარის ნომინალის და ყოველწლიური 100 ლარის ოდენობის კუპონური გადასახდელების (კუპონური განაკვეთი 10%) მქონე ობლიგაციის მიმდინარე ღირებულება შემდეგნაირად შეიძლება გამოითვალოს: პირველი წლის ბოლოს მიღებული იქნება პირველი საკუპონო თანხა 100 ლარი, რომლის მიმდინარე ღირებულება (PV) შეადგენს 100 ლარი $(1+i)$; მეორე წლის ბოლოს — $PV = 100 \text{ ლარი} / (1+i)^2$ და ა.შ. დაფარვამდე, როდესაც კრედიტორს უხდიათ კუპონურ გადასახდელს 100 ლარს $PV = 100 \text{ ლარი} / (1+i)^{10}$ და უბრუნებენ ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებას 1000 ლარს $PV = 1000 \text{ ლარი} / (1+i)$ -ის. ვუთანაბრებთ რა ობლიგაციის დღეუვანდელ ღირებულებას (ანუ მის დღეუვანდელ ფასს P_0) ამ ობლიგაციათა ყველა შემოსულობის მიმდინარე ღირებულებებს, ვდებულობთ:

$$P_0 = \frac{100\text{ლარი}}{1+i} + \frac{100\text{ლარი}}{(1+i)^2} + \frac{100\text{ლარი}}{(1+i)^3} + \dots + \frac{100\text{ლარი}}{(1+i)^{10}} + \frac{1000\text{ლარი}}{(1+i)^{10}}$$

სოგადად ნებისმიერი კუპონური ობლიგაციისთვის ყოველწლიური შემოსულობის ნაწილად შეგვიძლია წარმოვიდგინოთ შემდეგი სახით:

$$P_0 = \frac{K}{1+i} + \frac{K}{(1+i)^2} + \frac{K}{(1+i)^3} + \dots + \frac{K}{(1+i)^n} + \frac{F}{(1+i)^n}$$

სადაც K არის - ყოველწლიური კუპონური გადასახდელი; F - ობლიგაციის ნომინალის ღირებულება; n - წლების რაოდენობა დაფარვამდე; P_0 - კუპონური ობლიგაციის ფასი.

თუ მოცემულ განტოლებაში ცნობილია ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება, კუპონური გადასახდელი, გადასდამდე დარჩენილი წლების ოდენობა, უცნობია მხოლოდ დაფარვის შემოსავლიანობა, ობლიგაციის ფასიდან გამომდინარე, ფიქსირებული გადასახდელების სესხების მსგავსად აქაც შექმნილია სპეციალური ცხრილები, რომელთა მეშვეობითაც ადვილად შეიძლება განისაზღვროს ობლიგაციის დაფარვის შემოსავლიანობა. თუ ცნობილია ობლიგაციის კუპონური განაკვეთი, დაფარვის ვადა და ფასი.

აღსანიშნავია ის ფაქტი, რომ:

1. თუ კუპონური ობლიგაციის საბაზრო ფასი ემთხვევა მის ნომინალურ ღირებულებას, მაშინ დაფარვის შემოსავლიანობა ემთხვევა კუპონურ განაკვეთს;

2. კუპონური ობლიგაციის ფასსა და დაფარვის შემოსავლიანობას შორის არსებობს უკუპროპორციული დამოკიდებულება, ანუ, თუ იზრდება დაფარვის შემოსავლიანობა, ობლიგაციის საბაზრო ფასი ეცემა და, პირიქით, თუ დაფარვის შემოსავლიანობა ეცემა, ობლიგაციის საბაზრო ფასი იზრდება;

3. დაფარვის შემოსავლიანობა მაღალია კუპონურ განაკვეთზე მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ ობლიგაციის საბაზრო ფასი ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებასე დაბალია.

ეს ხაში ფაქტი მისაღებია ნებისმიერი კუპონური ობლიგაციისთვის. თუ ბანკში განეთავსებთ 1000 ლარს წლიური 10%-ით, ყოველწლიურად მივიღებთ 100 ლარს და 10 წლის შემდეგ ისევ გვექნება 1000 ლარი. იგივე ხდება 1000-ლარიანი ნომინალური ღირებულების და წლიური 10%-იანი კუპონური განაკვეთის მქონე ობლიგაციის ყიდვის შემთხვევაშიც. ამ შემთხვევაში ჩვენ მივიღებთ 100 ლარის კუპონურ გადასახდელს ყოველწლიურად და კიდევ 1000 ლარს ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებას 10 წლის შემდეგ. თუ ობლიგაცია ნაყიდა 1000 ლარად ნომინალური ღირებულებით, მისი შემოსავლიანობა დაფარვისთვის უნდა უდრიდეს 10 პროცენტს, რომელიც, თავის მხრივ, ემთხვევა 10%-იან კუპონურ განაკვეთს.

ადვილად შესაძინებია, რომ ობლიგაციის ფასი და დაფარვის შემოსავლიანობა ერთმანეთთან უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია. თუ იზრდება დაფარვის შემოსავლიანობა i , ეკვლია მანკელებელი, რომელიც ობლიგაციის ფასს განსაზღვრავს, აუცილებლად გაიზრდება. აქედან გამომდინარე, საპროცენტო განაკვეთის ზრდა, გააგებელი როგორც დაფარვის შემოსავლიანობა, ნიშნავს ობლიგაციის ფასის დაცემას. ობლიგაციის ფასის დაცემის მიზეზი შეიძლება იყოს სხვა გარემოებაც: მაღალი საპროცენტო განაკვეთი იწვევს იმას, რომ მომავალი კუპონური გადასახდელები და ფინანსური გადახდა კარგავენ მიმსიდველობას მათი მიმდინარე (დღევანდელი) ღირებულების თვალსაზრისიდან გამომდინარე, ამიტომ ობლიგაციის ფასი ეცემა.

არსებობს კუპონური ობლიგაციის განსაკუთრებული სახე კონსოლი, რომელიც წარმოადგენს მუდმივ უკადრო ობლიგაციას დაფარვის ვადისა და ნომინალის (ფინანსური) გადახდის გარეშე, რის შედეგადაც მასზე გადასახდელები ყოველთვის უდრის ერთსა და იმავე სიდიდეს – ვთქვათ, C ლარს. პირველად კონსოლი გამოსცა დიდი ბრიტანეთის ხაზინამ ნაპოლეონთან ომის დროს და ისინი დღემდე კოტირებადია; ამერიკულ ბაზარზე კი კონსოლი იშვიათობაა. კონსოლის საბაზრო ფასი – P_c , შეიძლება განისაზღვროს შემდეგნაირად:

$$P_c = \frac{C}{i}$$

კონსოლის თავისებურება ისაა, რომ i -ს ზრდისას ობლიგაციის ფასი ეცემა. მაგალითად, თუ კონსოლით ყოველწლიურად უსასრულო წლების განმავლობაში გადაიხდება 100 ლარი და საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს 10%-ს, კონსოლის ფასი იქნება 1000 ლარი = 100 ლარი / 0.1. თუ საპროცენტო განაკვეთი გაიზრდება 20%-მდე, მასზე ფასი დაეცემა 500 ლარამდე, ანუ 100/0.2. იგი შეგვიძლია გამოვსახოთ ფორმულით:

$$i = \frac{C}{P_c}$$

ე.წ. კონსოლის დაფარვის შემოსავლიანობაც შეიძლება იოლად იქნეს გამოთვლილი.

მაგალითად, კონსოლისაციის, რომელსეც ეოველწლიურად გადაიხდება 100 ლარი და რომლის ფასიც 2000 ლარია, შემოსავლიანობა დაფარვისათვის შეადგენს 5% (= 100 ლარი/2000 ლარი)-ს.

დისკონტური ობლიგაცია. სოგადად ნებისმიერი ერთწლიანი დისკონტური ობლიგაციის დაფარვის შემოსავლიანობა შემდეგი სახით შეიძლება წარმოვადგინოთ:

$$i = \frac{F - Pd}{Pd}$$

სადაც F არის – დისკონტური ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება, Pd - დისკონტური ობლიგაციის მიმდინარე საბაზრო ფასი. ამდენად, დისკონტური ობლიგაციის დაფარვის შემოსავლიანობა უდრის წლის განმავლობაში ფასის ზრდა (F - Pd) გაყოფილი საწყის საბაზრო ფასზე Pd.

ამ განტოლების მნიშვნელოვანი თავისებურება ისაა, რომ დისკონტური ობლიგაციის დაფარვის შემოსავლიანობა ობლიგაციის მიმდინარე საბაზრო ფასთან უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია. თუ დაფარვის შემოსავლიანობა ეცემა, დისკონტური ობლიგაციის ფასი იზრდება.

ამდენად, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ მიმდინარე ღირებულების კონცეფციის თანახმად, მომავალი ლარი ნაკლებად ღირებულია, ვიდრე დღევანდელი ლარი, რადგანაც ამ ლარიდან შეგვიძლია პროცენტების მიღება. ამასთან, n წლის შემდეგ მიღებული ლარი, დღეს მხოლოდ 1 ლარი / (1+i)ⁿ ღირს. სავეალო ინსტრუმენტების მომავალი შემოსავლების მიმდინარე ღირებულება უდრის ყველა მომავალი შემოსავლების მიმდინარე ღირებულებების ჯამს. დაფარვის შემოსავლიანობა წარმოადგენს საპროცენტო განაკვეთს, რომლის დროსაც მოცემული სავეალო ინსტრუმენტის მომავალი შემოსავლების ღირებულება უდრის მის დღევანდელ ღირებულებას.

დაფარვის შემოსავლიანობასთან დაკავშირებულ სემით მოყვანილ გათვლებს მიუკავართ შემდეგ დასკვნამდე: ობლიგაციის მიმდინარე საბაზრო ფასი და საპროცენტო განაკვეთი უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია ერთმანეთთან. საპრო-

კენტი განაკვეთის ზრდისას ობლიგაციის საბაზრო ფასი ეცემა და, პირიქით.

ობლიგაციებისა და აქციების მიმდინარე ღირებულება

კორპორაციული მოძრაობისათვის საინტერესო და მიმსიდეველია ფასიანი ქაღალდები, რომლებიც ხანგრძლივი ვადით ფულის მიღების საშუალებას იძლევა. ობლიგაციების მეშვეობით კორპორაციას მრავალი წლის განმავლობაში აქვს საშუალება ფული გამოიყენოს. უფრო მეტიც, თუ აქციასთან გვაქვს საქმე, მაშინ ფულის გამოყენება საერთოდ უვადოა.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე იყიდება აქციები და ობლიგაციები, რომლებიც კორპორაციული ფასიანი ქაღალდის სახელწოდებით არის ცნობილი. მათი გამოშვებია სააქციონერო სასოგადოებები (კორპორაციები).

საინტერესოა იმის ცოდნაც, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით ხორციელდება დანაზოგების ინვესტიციებად გადაქცევა. ინვესტიციებს აწარმოებს არა მარტო კორპორაცია, არამედ სახელმწიფო ხელისუფლებაც.

ფასიანი ქაღალდების (აქციებისა და ობლიგაციების) ინვესტირების პროცესში გასათვალისწინებელია რისკის ფაქტორი. კაპიტალის ბაზარზე ფასიანი ქაღალდებზე ფასების მერყეობის წინასწარ განჭკრეტა შეუძლებელია.

მიმდინარე ღირებულების კონცეფცია გამოიყენება სვეულებრივი აქციებისა და ობლიგაციების შეფასებისას. მნიშვნელოვანია იმის გარკვევა რატომ ფასობს ზოგიერთი ინვესტიცია უფრო მეტად, ზოგი კი უფრო ნაკლებად.

ხართ რა ობლიგაციების მფლობელი, თქვენ ღებულობთ ფიქსირებულ ფულად თანხას. ყოველწლიურად ობლიგაციის დაფარვის ვადის გასვლამდე თქვენ ღებულობთ მასზე პროცენტულ ანაზღაურებას. ამასთან, დაფარვის ვადის გასვლის შემდეგ თქვენ მიიღებთ ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებასაც.

რაც შეეხება აქციას, როგორც უკვე აღვნიშნეთ, იგი არის უფლება ფირმის საკუთრების ნაწილზე. აქციის კურსი გამოიანგარიშება ფულის იმ რაოდენობით, რომლის გადა-

სახდელად შხად არიან ინვესტორები, რათა მიიღონ მონაწილეობა ფირმის საკუთრებაში. აქციონერები ღებულობენ ფირმის შემოსავლების ნაწილს დივიდენდების სახით.

სანამ აქციებისა და ობლიგაციების ღირებულების დეტალურ განხილვასუ გადავალოთ, უნდა გავარკვეოთ, რას წარმოადგენს ღირებულება. ანალიზისას გამოიყენება აქტივების საბალანსო ღირებულება. ეს ის თანხაა, რომელიც ფირმამ გაიღო აქტივების შესაძენად. მაგრამ ასეთი განმარტება ინვესტორებს არ აკმაყოფილებთ. გადამწყვეტია აქტივების შესყიდვის შესახებ საკითხი. იგი არ ითვალისწინებს არც მიმდინარე ფასებს, რომლებითაც შეიძლება ნაყიდი იქნეს აქტივები დღეს, და არც აღდგენით ღირებულებას. უფრო მეტიც, გასარკვევია სალიკვიდაციო ღირებულება – ყულის ის თანხა, რომელიც შეიძლება ამოგებული იქნეს ყველა აქტივის გაყიდვის პროცესში.

მაგრამ სალიკვიდაციო ღირებულება არ ითვალისწინებს იმ საბოლოო ღირებულებას, რომელშიც შეკლის არამატერიალური აქტივების შეფასება, როგორცაა კლიენტებთან ურთიერთობა, რეპუტაცია და პრესტიჟი.

სწორედ ფირმის ღირებულებაშია გასათვალისწინებელი ეს მამენტები. ფირმის ღირებულების ფინანსური განსასჯვრა შედის ღირებულების ეკონომიკურ კონცეფციაში, როგორც შემოსავლისა, როგორც მომავალში საქმიანი აქტიუობის შედეგი.

ყოველივე ამის გამო, ფინანსური თვალსაზრისით, ფირმის ღირებულება არის მისი მომავალში მისაღები შემოსავლების მიმდინარე ღირებულება.

სანამ ობლიგაციის შესაფასებლად გაკითვალისწინებთ მიმდინარე ღირებულების კონცეფციას, უნდა შემოვიტანოთ 'სოგიერთი ტერმინი, რომლებიც მნიშვნელოვანია ობლიგაციის ღირებულების შესაფასებლად.

1. ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება. ეს ის თანხაა, რომელიც ემიტენტმა თავდაპირველად გამოყო იმისთვის, რაც მომავალში უნდა იქნეს გადახდილი. თანამედროვე მსოფლიოში კორპორაციათა დიდ ნაწილში ობლიგაციების ნომინალური ღირებულება შეადგენს 1000 დოლარს;

2. დაფარვის ვადა ეს ის თარიღია, როდესაც ობლიგაციის მფლობელს უნდა დაუბრუნდეს ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება;

3. კუპონური საპროცენტო განაკვეთი, ეს ნომინალური ღირებულების პროცენტი, რომელიც ყოველწლიურად ეძლევა ობლიგაციის მფლობელს.

დღეს შექმნილი ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება აღნიშნით F -ით, დაფარვის ვადა n -ით, ყოველი წლის ბოლოს ობლიგაციის დაფარვამდე ანაზღაურება (კუპონური შემოსავალი) i -თი მაშინ ობლიგაციის მფლობელი ღებულობს წლიური გადასახდელის ნაკადს თითოეულ 1 დოლარზე პლუს F დოლარები n წლის ბოლოს. გამოვიყენებთ რა პროცენტის განაკვეთ r -ს მომავალ შემოსულობათა დისკონტირებისათვის, მივიღებთ ობლიგაციის მიმდინარე ღირებულებას.

$$PV = \sum_{i=1}^n \frac{i}{(1+r)^i} + \frac{F}{(1+r)^n}$$

აქამდე ჩვენი გამოანგარიშება წარმოებდა იდეალურ სიტუაციაში, როდესაც ობლიგაციის შინაგანი შემოსავლიანობა უცვლელი იყო ბოლომდე – ობლიგაციის დაფარვამდე.

იქიდან გამომდინარე, რომ ცხოვრება სავსეა მოულოდნელობებით. ეკონომიკური ურთიერთობა ობლიგაციათა მიმოქცევისას ორი სახის რისკთან არის დაკავშირებული:

1. არგადახდის რისკი. არ არსებობს იმის გარანტია, რომ ობლიგაციებზე შემოსავლები ანაზღაურებული იქნება. არსებობს განსაზღვრული არგადახდის რისკი. რაც უფრო დიდია საშიშროება ობლიგაციით აღებული ვალდებულების არგადახდისა, მით უფრო მაღალია რისკისათვის პრემია;

2. საპროცენტო რისკი. ეკონომიკაში პროცენტის საერთო დონე არასტაბილურია, ის შეიძლება მერყეობდეს. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა ნაკლებად მიზიდავს ხდის კუპონურ შემოსავალს, რაც იწვევს ობლიგაციის ფასის შემცირებას.

პროცენტის ასეთი ცვალებადობა ობლიგაციის მფლობელთათვის ზრდის კაპიტალის გაუფასურების რისკს.

როგორ შევაფასოთ ჩვეულებრივი აქციების დღევანდელი ფასები?

ფუკლადი შემოსავლები, რომელიც მიიღება ნეკულებრივი აქციების ფლობით, ორი ფორმით არსებობს:

1. დივიდენდი ფუკლად ფორმაში;

2. შემოსავალი (ან სარაღი), მიღებული აქციების საკურსო ღირებულების მატებით (დაცემით).

ინვესტორებს, როგორც წესი, იმედი აქვთ, რომ შემოსავლებს მიიღებენ ორივე ფორმიდან. დაეუშვათ, აქციის მიმდინარე შემოსავალი ტოლია P_0 -ის, პირველი წლის ბოლოს მოსალოდნელი ფასი P_1 -ის ტოლია, ხოლო მოსალოდნელი დივიდენდი ერთ აქციაზე გადაანგარიშებით D_1 . შემოსავლიანობის ნორმა, რომელსაც ელოდება ინვესტორი ამ აქციისაგან მომავალ წელს, განისაზღვრება როგორც ჯამი აქციაზე მოსალოდნელი D_1 -ისა და აქციაზე ფასის მოსალოდნელი მატების $(P_1 - P_0)$, გაყოფილი პირველი წლის დასაწყისის ფასზე.

$$\text{შემოსავლიანობის მოსალოდნელი ნორმა} = r = \frac{D_1 + P_1 - P_0}{P_0}$$

შემოსავლიანობის ნორმას, რომელსაც ელოდება ინვესტორი, ნეკულებრივად უწოდებენ საბაზრო კაპიტალიზაციის განაკვეთს.

დაეუშვათ, რომელიმე კომპანიის აქცია იყიდება 100 ლარად იითვ ცალი. ინვესტორები აქედან ელოდებიან მომავალ წელს დივიდენს 5 ლარის ოდენობით (D_1), თანაც ისინი ფიქრობენ, რომ მომავალ წელს აქციას გაყიდიან 110 ლარად ($P_1 = 110$). ამ შემთხვევაში მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ნორმა აქციის მფლობელისთვის იქნება 15%.

$$r = \frac{5 + (110 - 100)}{100} = 0.15 \text{ ანუ } 15\%$$

შესაბამისად, თუ ინვესტორებს გაანჩიათ დივიდენდების სიდიდესა და ფასების შესახებ პროგნოზი, აგრეთვე ანალოგიური რისკის პირობებში სხვა აქციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, მივიღებთ დღევანდელი დღის ფასს:

$$P_0 = \frac{D_1 + P_1}{1 + r}$$

ამრიგად, ინდივიდუალური ინვესტორისთვის წევვლებრივი აქციის მიმდინარე ღირებულება შეადგენს მომავალში მიღებულ დივიდენდის ჯამს, რომელიც დისკონტირებულია მიმდინარე პერიოდისათვის.

საეურადღებოა, რომ, რაც უფრო მეტი დროა ობლიგაციების ღირებულების დაფარვისთვის დარჩენილი, მით უფრო მაღალია სარალის რისკი, ამიტომ ინვესტორი მითხთხოვს დამატებით შემოსავალს.

სეკულურივი აქციების შემთხვევაში მიმდინარე ღირებულება წარმოადგენს მომავალში დასაფარი ყველა დივიდენდის დისკონტირებულ თანხას. ამ შემთხვევაში აქციის ფასი დამოკიდებულია ინვესტორების მიერ რისკისა და მომავალში დივიდენდების ანაზღაურების შეფასებაზე.

შევხვით კიდევ ერთ საკითხს.

ადგილობრივი ინვესტორისთვის აქციებსა და ობლიგაციებს სხვადასხვა მიმსიდველობა გააჩნია. ობლიგაციების ემიტენტი ვაღდებულებას იღებს, რომ განსაზღვრული დროის შემდეგ გადაიხდის ვალსა და პროცენტს. ეს უკანასკნელი უცვლელი სიდიდეა, ე.ი. ობლიგაცია ფასიანი ქაღალდია ფიქსირებული შემოსავლით.

აქცია უფრო მიმსიდველია როგორც კორპორაციისთვის, ისე ინვესტორისთვის, თუმცა მასში რისკის ფაქტორი უფრო ძლიერია. ამასთან, კორპორაცია არ იღებს ვაღდებულებას, რომ დააბრუნებს აქციის ღირებულებას, მაგრამ მოგების ფაქტორი ინვესტორებს მაინც დიდ შემოსავალს უქადის.

საპროცენტო ბანაკვეთის ბანმსაზღვრელი სხვა მარვენებლები

დაფარვის შემოსავლიანობა საპროცენტო განაკვეთის ყველაზე ადეკვატური მარვენებელია, ამიტომ როდესაც ეკონომისტები საუბრობენ საპროცენტო განაკვეთებზე, მასში სწორედ დაფარვის შემოსავლიანობის გულისხმობენ, მათ სინონიმებად მიიხნევენ. რადგანაც დაფარვის შემოსავლიანობა სოგჯერ საკმაოდ რთული გამოსათვლელია. ამიტომ ობლიგაციათა ბაზრებზე ფართოდ იყენებენ სხვა ნაკლებად ზუსტ საპროცენტო

განაკვეთებსაც. კერძოდ, მიმდინარე შემოსავლიანობასა და შემოსავლიანობის დისკონტირებას.

მიმდინარე შემოსავლიანობა წარმოადგენს კუპონურ ობლიგაციათა დაფარვის შემოსავლიანობის მიახლოებით მნიშვნელობას. მას ხშირად იყენებენ, რადგანაც იგი ადვილად გამოითვლება. მიმდინარე შემოსავლიანობას განსაზღვრავენ როგორც წლიურ კუპონური გადასახდელისა და ფასიანი ქაღალდის ფასს შორის თანაფარდობას%

$$i_c = \frac{C}{P_0}$$

სადაც i_c - არის მიმდინარე შემოსავლიანობა; P_0 - კუპონური ობლიგაციის ფასი; C - ყოველწლიური კუპონური გადასახდელი.

თუ ობლიგაციის საბაზრო ფასი უდრის მის ნომინალურ ღირებულებას, მაშინ დაფარვის შემოსავლიანობა კუპონური განაკვეთის ტოლი იქნება. იქიდან გამომდინარე, რომ ობლიგაციის მიმდინარე შემოსავლიანობა მის ფასთან მიმართებაში ტოლია კუპონური გადასახდელის სიდიდისა, შეიძლება ვიმსჯელოთ იმაზე, რომ, როდესაც ობლიგაციის საბაზრო ფასი მის ნომინალურ ღირებულებას გაუტოლდება, ობლიგაციის მიმდინარე შემოსავლიანობა ასევე კუპონური განაკვეთის ტოლი იქნება. აქედან შეგვიძლია დასკვნათ, რომ თუ ობლიგაციის ფასი ნომინალური ღირებულების ტოლია, მაშინ მიმდინარე შემოსავლიანობა უდრის შემოსავლიანობას დაფარვისთვის. ე.ი. რაც უფრო ახლოსაა ობლიგაციის ფასი მის ნომინალურ ღირებულებასთან, მით უფრო მეტად შეესაბამება მიმდინარე შემოსავლიანობა შემოსავლიანობას დაფარვისთვის.

მიმდინარე შემოსავლიანობა ობლიგაციის ფასთან უკუპროპორციულ დამოკიდებულებას იძლევა. მიმდინარე შემოსავლიანობა და შემოსავლიანობა დაფარვისთვის ყოველთვის ერთი მიმართულებით იცვლება: მიმდინარე შემოსავლიანობის ზრდა ყოველთვის მეტყველებს იმაზე, რომ შემოსავლიანობა დაფარვისათვის ასევე გაიზრდება.

მიმდინარე შემოსავლიანობა ყველაზე მეტად შეესაბამება შემოსავლიანობას დაფარვისთვის, როდესაც ობლიგაციის

ფასი ახლოსაა მის ნომინალურ ღირებულებასთან და ობლიგაციის დაფარვის პერიოდი დიდია, ხოლო მეტ-ნაკლებად შესაბამება დაფარვის შემოსავლიანობას, როდესაც ობლიგაციის ფასი უფრო მეტად განსხვავდება მისი ნომინალური ღირებულებისგან და მისი დაფარვის პერიოდი მცირეა. იმის მიუხედავად, თუ რამდენად შეესაბამება მიმდინარე შემოსავლიანობა შემოსავლიანობას დაფარვისთვის, მიმდინარე შემოსავლიანობის ცვლილება ყოველთვის მიუთითებს დაფარვის შემოსავლიანობის ცვლილებაზე იმავე მიმართულებით.

შემოსავლიანობის ბანასწავრა დისკონტის საშუაშელზე. ჯერ კიდევ კალკულაციებისა და კომპიუტერების ურამდე აშშ-ში სახაზინო თამასუქების ბაზრის დილერებმა აღმოაჩინეს, რომ საპროცენტო განაკვეთების დაფარვის შემოსავლიანობის გამოთვლა სამკაოდ რთულია. ამის ნაცვლად თამასუქებზე საპროცენტო განაკვეთს ანუ შემოსავლიანობას, ისინი განსაზღვრავდნენ დისკონტის (ან დისკონტური შემოსავლიანობის) საფუძველზე, რაც დღემდე გრძელდება. შემოსავლიანობა დისკონტის საფუძველზე ფორმალურად შემდეგი ფორმულით განისაზღვრება:

$$i_{\text{შ}} = \frac{F-Pd}{F} \times \frac{360}{\text{დაფარვის დღეების რაოდენობა}}$$

სადაც $i_{\text{შ}}$ - არის შემოსავლიანობა დისკონტის საფუძველზე; F - ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება; Pd - დისკონტური ობლიგაციის შესასყიდი საბაზრო ფასი.

აქ აღსანიშნავია ჯერ ერთი, ის, რომ ეს მეთოდი ეფუძნება შემოსავლიანობის გაანგარიშებას $(F-Pd)/F$ სახით არა ობლიგაციის შესყიდვის $(F-Pd)/Pd$ ფასიდან, არამედ ობლიგაციის ნომინალური ღირებულებიდან გამომდინარე, როგორც ეს მიდებულია დაფარვის შემოსავლიანობის გამოთვლისას. გარდა ამისა, წლის განმავლობაში შემოსავლიანობის გამოთვლისას წლის ხანგრძლივობად აღებულია 360 და არა 365 დღე.

ამ თავისებურებებიდან გამომდინარე, დისკონტური შემოსავლიანობა ამცირებს ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთს დაფარვის შემოსავლიანობასთან შედარებით. ერთწლიანი ვადით გამოშვებული 1000-ლარიანი ობლიგაციის შემოსავლიანობა დისკონტის საფუძველზე, როცა ის 900 ლარად იყიდება, შეადგენს:

$$i_{\text{ფხ}} = \frac{1000 \text{ ლარი} - 900 \text{ ლარი}}{1000 \text{ ლარი}} \times \frac{360}{365} = 0.099 = 9.9\%$$

მაშინ, როდესაც წყენს მიერ ნატარებული გათვლისას ამგვარი ობლიგაციის შემოსავლიანობა დაფარვისთვის შეადგენდა 11.1%-ს. დისკონტური შემოსავლიანობა შემოსავლიანობას დაფარვისათვის 1%-ზე მეტად ამცირებს. ამრიგად, თუ ობლიგაცია იფარება 1 წლის შემდეგ, მაშინ განტოლების მარჯვენა ნაწილში მეორე მამრავლი, ნაცვლად 1-ისა, უდრის $360/365 = 0.986$ მათ შორის წარმოქმნილი შეუსაბამობა შეიძლება ნაწილობრივ იქნეს ახსნილი.

შეუსაბამობის სერიოზულ მიზეზს წარმოადგენს ის, რომ ამ შემთხვევაში შემოსავლიანობის ნორმა განისაზღვრება ობლიგაციის ნომინალური ღირებულებიდან და არა საბაზრო ფასიდან გამომდინარე. რადგანაც დისკონტური ობლიგაციის შექმნის ფასი ყოველთვის ნაკლებია მის ნომინალურ ღირებულებაზე დისკონტის საფუძველზე გათვლილი შემოსავლიანობაც აუცილებლად ნაკლებია დაფარვის შემოსავლიანობასთან შედარებით. რაც უფრო მეტია განსხვავება დისკონტური ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებასა და მისი შექმნის ფასს შორის, მით მეტად იქნება ერთმანეთისგან დაშორებული მისი დისკონტური შემოსავლიანობა და დაფარვის შემოსავლიანობა. ამასთან აღსანიშნავია, რომ ობლიგაციის შექმნის ფასსა და მის ნომინალურ ღირებულებას შორის განსხვავება იზრდება ვადის გახანგრძლივების შემთხვევაში. აქედან გამომდინარე, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ დისკონტის საფუძველზე გათვლილი შემოსავლიანობა ყოველთვის ნაკლებია დაფარვის შემოსავლიანობასთან შედარებით და ეს განსხვავება სულ უფრო შესამჩნევი ხდება დისკონტური ობლიგაციის დაფარვის პერიოდის ზრდისას.

დისკონტური შემოსავლიანობის კიდევ ერთი დამახასიათებელი თვისებებურება ისაა, რომ დაფარვის შემოსავლიანობის მსგავსად, იგი უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია ობლიგაციის ფასთან. მაგალითად, როცა ობლიგაციის ფასი 900 ლარიდან 950 ლარამდე იზრდება, მისი შემოსავლიანობა დისკონტის საფუძველზე მცირდება 9.9%-დან 4.9%-მდე. ამასთან

დაფარვის შემოსავლიანობაც 11.1%-დან 5.3%-მდე მცირდება. აქედან გამომდინარე, შემოსავლიანობა დისკონტის საფუძველზე და შემოსავლიანობა დაფარვისთვის ყოველთვის ერთი მიმართულებით იცვლება. დისკონტური შემოსავლიანობის ზრდა აუცილებლად ნიშნავს დაფარვის შემოსავლიანობის ზრდას და, პირიქით, დისკონტური შემოსავლიანობის დაკემა აუცილებლად იწვევს, დაფარვის შემოსავლიანობის კლებას.

დისკონტის საფუძველზე შემოსავლიანობის განსაზღვრის დამახასიათებელი თავისებურებანი შეიძლება შემდეგი სახით სამოქალაქოდეს: დისკონტის საფუძველზე გათვლილი შემოსავლიანობა უფრო ნაკლებია დაფარვის შემოსავლიანობით გათვლილ საპროცენტო განაკვეთთან შედარებით. ამასთან, რაც უფრო დიდია დისკონტური ობლიგაციის დაფარვის ვადა, მით უფრო მნიშვნელოვნად მცირდება დისკონტური შემოსავალი დაფარვის შემოსავლიანობასთან შედარებით. მისი ცვლილება ყოველთვის მიუთითებს დაფარვის შემოსავლიანობის ცვლილებაზე იმავე მიმართულებით, რა მიმართულებითაც იცვლება დისკონტური შემოსავლიანობა.

საპროცენტო განაკვეთსა და შემოსავლიანობას შორის ბანსხმავება

ბევრი მიიხნევს, რომ ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთი მოიცავს მთელ საჭირო ინფორმაციას იმის შესახებ, თუ რა ოდენობით შემოსავალს მიიღებენ კრედიტორები ფულადი დაბანდებით. ინვესტორის მიერ განხორციელებული დაბანდების სისწორეზე მეტყველებს არა ამა თუ იმ ფასიანი ქაღალდის საპროცენტო განაკვეთი, არამედ ის, თუ როგორია მისი შემოსავლიანობა, ანუ იგი განისაზღვრება შემოსავლიანობის ნორმით. ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდისათვის შემოსავლიანობის ნორმა გამოითვლება შემდეგნაირად: მფლობელის სასარგებლოდ გადასახდელ თანხას კლიუს ამ ფასიანი ქაღალდის ღირებულების ცვლილებით გამოწვეული ფასთა სხვაობის შეფარდება ობლიგაციის საწყის ღირებულებასთან გამოხატული პროცენტებში. განვიხილოთ მაგალითი, თუ როგორი იქნება 1000-ლარიანი ნომინალური ღირებულებისა და 10%-იანი კუპონური განაკვეთის მქონე კუპონური ობლიგაციის შემოსავლიანობა, რომელიც 1000

ლარად არის ნაყიდი, ერთი წლის შემდეგ კი 1200 ლარადა გაყიდული. მფლობელისთვის გადასახდებლების თანხა შეადგენს ყოველწლიურ კუპონურ გადასახდელს, ანუ 100 ლარს, ობლიგაციის ღირებულების ცვლილება კი 1200 ლარი - 1000 ლარი = 200 ლარი: ამ სიდიდეთა შეჯამებით და ობლიგაციის ნომინალურ ღირებულებაზე გაყოფით ვღებულობთ ობლიგაციის მფლობელის შემოსავლიანობას ერთი პერიოდისათვის.

$$\frac{100\text{ლარი} + 200\text{ ლარი}}{1000\text{ლარი}} = \frac{300\text{ლარი}}{1000\text{ლარი}} = 0.3 = 30\%$$

ე.ი. მივიღეთ 30 პროცენტი, თუმცა პირობის მიხედვით ის მხოლოდ 10%-ს უდრის, რაც გვინფუნებს, რომ არ არის აუცილებელი ობლიგაციის შემოსავლიანობა ტოლი იყოს საპროცენტო განაკვეთის.

უფრო სოგადად ობლიგაციის შემოსავლიანობა, რომელიც ინვესტიორის მფლობელობაში იმყოფება t დროიდან $t+1$ პერიოდამდე, ასე ჩაიწერება:

$$RET = \frac{C + P_{t+1} - P_t}{P_t}$$

სადაც RET - არის ობლიგაციის შემოსავლიანობა t დროიდან $t+1$ პერიოდამდე, P_t - ობლიგაციის ფასი t დროში, P_{t+1} - ობლიგაციის ფასი $t+1$ პერიოდში, C - მფლობელის კუპონური შემოსავალი.

მოცემული განტოლება უფრო მარტივად ჩაიწერება, თუ მას ორ შემადგენელ ნაწილად გაყოფთ:

1. მიმდინარე შემოსავლიანობა i_c - სახით (კუპონური გადასახდების ოდენობა შესასყიდ ფასთან მიმართებაში):

$$\frac{C}{P_t} = i_c;$$

2. კაპიტალის ნამატი, ანუ ობლიგაციის ფასის ცვლილება საწყის შესასყიდ ფასთან მიმართებაში:

$$\frac{P_{t+1} - P_t}{P_t} = g$$

სადაც g - კაპიტალის ნამატია.

PET განტოლება შეიძლება ჩაიწეროს შემდეგი სახითაც:

$$PET = i_c + g$$

აქედან გამომდინარეობს, რომ ობლიგაციის შემოსავლიანობა არის მიმდინარე შემოსავლიანობას i_c -ს, პლუს კაპიტალის ნამატი g . ობლიგაციის ფასის მკვეთრად მერყეობისას მისი შემოსავლიანობა უფრო მეტად განსხვავდება საპროცენტო განაკვეთისაგან, რასაც მიყვავართ კაპიტალის მნიშვნელოვან ნამატთან ან დანაკარგთან.

შეგვიძლია გაეაყუთოთ რამდენიმე დასკვნა, რომლებიც სავსებით მართებულია ყველა სახის ობლიგაციისთვის. კერძოდ:

1. ერთადერთი ობლიგაცია, რომლის შემოსავლიანობაც უდრის დაფარვის საწყის შემოსავლიანობას, არის ის, რომლის დაფარვის ვადაც ემთხვევა მისი მფლობელობის პერიოდს;

2. საპროცენტო განაკვეთის ზრდა დაკავშირებულია ობლიგაციის ფასის დაცემასთან, რასაც მიყვავართ კაპიტალის დანაკარგთან იმ ობლიგაციათა ხარჯზე, რომელთა დაფარვამდე ვადა მათი მფლობელობის ვადასთან შედარებით უფრო მეტია;

3. რაც მეტი დროა დარჩენილი დაფარვამდე, მით მეტია საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებით გამოწვეული ფასის ცვლილება;

4. რაც მეტია დაფარვამდე დარჩენილი ვადა, მით უფრო დაბალია შემოსავლიანობის ნორმა პროცენტებში;

5. მაღალი საწყისი საპროცენტო განაკვეთის დროსაც კი, თუ საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, ობლიგაციის შემოსავლიანობა შეიძლება უარყოფითი იყოს.

მოსასრება იმის შესახებ, რომ ობლიგაცია დაბანდებისათვის ცუდ ობიექტს წარმოადგენს, თავდაპირველად გაკვირვებას იწვევს, მაგრამ, იქიდან გამომდინარე, რომ საპროცენტო განაკვეთის ზრდა განაპირობებს ობლიგაციაზე ფასის დაცემას, ის ადვილად გასაგები ხდება. საპროცენტო განაკვეთის ზრდას მიყვავართ კაპიტალის დანაკარგთან (და არა მატე-

ბასთიან). ამასთან, თუ ეს დანაკარგი დიდია, ობლიგაცია მართლაც შეიძლება იქცეს უსარგებლო დაბანდებად.

**დაზარების ვადა და ობლიგაციითა შემოსავლიანობის
არამდგრადობა: საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების
რისკი**

გრძელვადიანი ობლიგაციის ფასი და შემოსავლიანობა ნაკლებად მდგრადია მოკლევადიან ობლიგაციითა ფასებსა და შემოსავლიანობასთან შედარებით. წლის განმავლობაში ფასის და შემოსავლიანობის მერყეობა +20%-სა და -20%-ის ფარგლებში ბუნებრივია იმ ობლიგაციებისათვის, რომელთა დაფარვამდე დარჩენილია 20 წელზე მეტი.

აქედან ჩანს, რომ საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება გრძელვადიან ობლიგაციებში დაბანდებას სარისკოს ხდის. აქტივებიდან მისაღები შემოსავლების სარისკო ხასიათს აღწერს ტერმინი – „საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების რისკი“. აღსანიშნავია ის, რომ ყველაზე მეტად სწორედ საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების რისკი აღელვებთ ფინანსური დაწესებულებების მენეჯერებს.

მიუხედავად იმისა, რომ გრძელვადიანი სავალსე ინსტრუმენტების საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების რისკი საკმაოდ მაღალია მოკლევადიან სავალსე ინსტრუმენტებზე ამგვარი რისკი ნაკლებად ვრცელდება. ობლიგაციები, რომელთა დაფარვის პერიოდი მათი მფლობელობის პერიოდს ემთხვევა, საერთოდ არ ექვემდებარება საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების რისკს. ეს იმით აიხსნება, რომ მათი ფასი მფლობელობის პერიოდის ბოლოს წინასწარაა ფიქსირებული ნომინალური ღირებულების დონეზე. ე.ი. საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება არ იმოქმედებს ობლიგაციის ფასზე მფლობელობის პერიოდის ბოლოს, შემოსავლიანობა კი ტოლი იქნება დაფარვის შემოსავლიანობისა, რომელიც ცნობილია ობლიგაციის შეძენის მომენტში.

ობლიგაციის შემოსავლიანობა, რომელიც გვინტერესებს, რამდენად მისაღებია დაბანდების მოცემული სახე, მხოლოდ ერთ შემთხვევაში უდრის დაფარვის შემოსავლიანობას: როცა

მყვლობელობის პერიოდი ემთხვევა ობლიგაციის დაფარვის ვადას.

საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებას მიეყვართ კაპიტალის ნამატთან ან შემცირებასთან, რაც წარმოშობს მნიშვნელოვან განსხვავებას ობლიგაციის შემოსავლიანობასა და დაფარვის შემოსავლიანობას შორის, რომელიც ცნობილია ობლიგაციის შეძენისას. ობლიგაციები, რომელთა დაფარვის ვადა მეტია მათი მყვლობელობის ვადაზე, განიცდიან რისკს საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებასთან დაკავშირებით. საპროცენტო განაკვეთების რისკი განსაკუთრებით გრძელვადიანი ობლიგაციებისთვისაა დამახასიათებელი, რის გამოც კაპიტალის ნამატი ან დანაკარგი შეიძლება მეტად მნიშვნელოვანი აღმოჩნდეს. სწორედ ამიტომ მყვლობელობის მოკლე პერიოდის განმავლობაში გრძელვადიანი ობლიგაციები არ ითვლება მდგრადი შემოსავლიანობის მქონე საიმედო აქტივებად.

რეალურ და ნომინალურ საპროცენტო ბანაკვეთებს შორის განსხვავება

აქამდე სესხის დანახარჯებზე მსჯელობისას მასზე ინფლაციის სეგავლენის იგნორირებას ვახდენდით. საპროცენტო განაკვეთს, რომელიც არ ითვალისწინებს ინფლაციას, ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთს უწოდებენ. იგი განსხვავდება რეალური საპროცენტო განაკვეთისაგან. რეალური საპროცენტო განაკვეთი კორექტირებულია ფასების დონის მოსალოდნელი ცვლილების სიდიდით იმგვარად, რომ შედარებით ზუსტად ასახავს სესხის გაცემის რეალურ დანახარჯებს. იგი გაიანგარიშება როგორც სხვაობა საპროცენტო განაკვეთსა და ინფლაციის დონეს შორის. რეალური საპროცენტო განაკვეთი ორი სახისაა: 1. მოსალოდნელი რეალური საპროცენტო განაკვეთი, რომელსაც მოვლიან მსესხებლები და კრედიტორები სესხის გაცემის მომენტში, და 2. ფაქტობრივი საპროცენტო განაკვეთი (ex post), რომელიც რეალურად უკვე სახეზეა. რეალური საპროცენტო განაკვეთი უფრო ზუსტად განისაზღვრება ფიშერის¹¹ განტოლებით, რომლის მიხედვითაც ნომინალური

¹¹ ირვინ ფიშერი, XX საუკუნის ცნობილი ამერიკელი ეკონომისტი.

საპროცენტო განაკვეთი i უდრის რეალურ საპროცენტო განაკვეთს i_r -ს პლუს ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი π^e

$$i = i_r + \pi^e$$

ამ განტოლებაში ცვლადების გადაადგილებით მივიღებთ, რომ რეალური საპროცენტო განაკვეთი უდრის ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთს გამოკლებული ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი:

$$i = i - \pi^e$$

ამ ტოლობის არსის გასაგებად განვიხილოთ შემთხვევა, როდესაც გაიცემა ჩვეულებრივი სესხი ერთი წლის ვადით 5%-იანი საპროცენტო განაკვეთით ($i = 5\%$) და მოსალოდნელია წლის განმავლობაში ფასების დონის ზრდა 3%-ით ($\pi^e = 3\%$). წლის ბოლოს სესხის გამცემი რეალური გამოხატულებით მიიღებს 2%-ს, ე.ი. ფიშერის განტოლების მიხედვით $i_r = 5\% - 3\% = 2\%$.

მაგრამ რა მოხდება თუ წლის განმათვლობაში საპროცენტო განაკვეთი 8%-მდე, ინფლაციის ტემპი კი 10%-მდე გაიზრდება? მიუხედავად იმისა, რომ წლის ბოლოს მიიღება 8%-ით მეტი თანხა, საქონელის შეძენისას 10%-ით მეტი გადაიხდება. ამდენად, წლის ბოლოს 2%-ით ნაკლები საქონლის შეძენა შესაძლებელი; ე.ი. რეალურ გამოხატულებაში სესხის გამცემი 2%-ით დასარაღდება. სწორედ ამასვე მეტყველებს ზემოთ მოყვანილი ფიშერის განტოლება:

$$i_r = 8\% - 10\% = -2\%.$$

ასეთ პირობებში კრედიტორი ნაკლებად მოისურვებს გასცეს სესხი, რადგან საქონელსა და მომსახურებაზე გადაანგარიშებით ჯამში უარყოფითი პროცენტი (-2%) მიიღება: მსესხებელი კი კმაყოფილი დარჩება გარიგებით, რადგან გადასახდელი თანხა 2%-ით შემცირდება, ანუ რეალურ გამოხატულებაში ის 2%-ით მოიგებს. როდესაც რეალური საპროცენტო განაკვეთი მცირეა, ასეთ შემთხვევაში მეტი სარგებელი მოაქვს სესხის აღებას და ნაკლებად სარგებლიანია თანხის კრედიტად გაცემა.

ნომინალური შემოსავლიანობა არ ითვალისწინებს ინფლაციას, მას ჩვენ ადრე უბრალოდ „შემოსავლიანობას“ ვუწოდებდით. თუ ნომინალურ შემოსავლიანობას გამოვაკლებთ ინფლაციის ტემპს, მივიღებთ რეალურ შემოსავლიანობას.

რეალურ და ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთს შორის განსხვავების დადგენა მეტად მნიშვნელოვანია, რადგან რეალური საპროცენტო განაკვეთი, რომელშიც სესხის რეალური დანახარჯები აისახება, მსესხებლებისა და კრედიტორებისთვის ყოველმხრივ სარწმუნო ინდიკატორს წარმოადგენს.

მოკლე შინაარსი

1. დაფარვის შემოსავლიანობა (ყველაზე უფრო ზუსტად გამოხატავს საპროცენტო განაკვეთს) წარმოადგენს ისეთ რომლის დროსაც სავალო ინსტრუმენტის მომავალში მისაღები შემოსავლის მიმდინარე ღირებულება უდრის მის დღევანდელ ღირებულებას. ეს კი გეინვენებს, რომ ობლიგაციის ფასსა და საპროცენტო განაკვეთს შორის არსებობს უკუპროპორციული დამოკიდებულება: კერძოდ, როცა საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, ობლიგაციის ფასი ეცემა და პირიქით.

2. კუპონური და დისკონტური ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთის განსაზღვრისას გამოიყენება საპროცენტო განაკვეთის ორი მანკენებელი: მიმდინარე შემოსავლიანობა და შემოსავლიანობა დისკონტის საფუძველზე. მიმდინარე შემოსავლიანობა (რომელიც ტოლია კუპონური გადასახდელის), გაყოფილი კუპონური ობლიგაციის ფასზე, მით უფრო მეტად განსხვავდება დაფარვის შემოსავლიანობისაგან, რაც უფრო ნაკლები ვადაა დარჩენილი ობლიგაციის დაფარვამდე და რაც უფრო მეტია განსხვავება ობლიგაციის ფასსა და მის ნომინალურ ღირებულებას შორის. შემოსავლიანობა დისკონტის საფუძველზე (რომელსაც ასევე დისკონტურ შემოსავლიანობას უწოდებენ) ყოველთვის ნაკლებია დაფარვის შემოსავლიანობის მნიშვნელობასთან შედარებით და ეს განსხვავება უფრო ღრმავდება დისკონტური ფასიანი ქაღალდის დაფარვის ვადის ზრდასთან ერთად. შემოსავლიანობა დისკონტის საფუძველზე და დაფარვის შემოსავლიანობა ყოველთვის ერთი მიმართულებით იცვლება.

3. ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობის მიხედვით შეიძლება მსჯელობა იმაზე, თუ რამდენად სარგებელიანი ან უსარგებლოა ამ ფასიანი ქაღალდის შექმნა დროის მოცემულ პერიოდში. რადგან იგი მნიშვნელოვნად შეიძლება განსხ-

ვაულებოდეს საპროცენტო განაკვეთისგან, რომელიც ისომება დაფარვის შემოსავლიანობით.

გრძელვადიანი ობლიგაციის ფასები საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებისას მნიშვნელოვან მერყეობას განიცდიან, ამიტომ ისინი საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების რისკის მატარებელნი არიან. ამის შედეგად წარმოქმნილი კაპიტალის ნამატი ან დანაკარგი საკმაოდ მნიშვნელოვანი შეიძლება იყოს, ამიტომაც გრძელვადიანი ობლიგაციები არ ითვლება მკაფიოდ განსაზღვრული შემოსავლიანობის მქონე საიმედო აქტივებად.

4. რეალური საპროცენტო განაკვეთი უდრის ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთს მინუს ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი. კრედიტის გაცემისას და სესხის აღებისას რეალური საპროცენტო განაკვეთის განსაზღვრა უფრო მნიშვნელოვანია ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთთან შედარებით. გარდა ამისა, იგი საკრედიტო ბაზარზე შექმნილი მდგომარეობის ზუსტი ინდიკატორია.

პირითადი ცნებები

ჩვეულებრივი სესხი

სესხი ფიქსირებული გადასახდელით

კუპონური ობლიგაცია

დისკონტური ობლიგაცია (ობლიგაცია ნულოვანი კუპონით)

ნომინალური ღირებულება (ნომინალი)

დაფარვის შემოსავლიანობა

კუპონური განაკვეთი

მიმდინარე ღირებულება (მიმდინარე დისკონტური ღირებულება)

დაფარვის შემოსავლიანობა (შემოსავლიანობა დაფარვის სათვის)

კონსოლი

მიმდინარე შემოსავლიანობა

შემოსავლიანობა დისკონტის საფუძველზე (დისკონტური შემოსავლიანობა)

შემოსავლიანობა (შემოსავლიანობის ნორმა)

კაპიტალის ნამატი

საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების რისკი
ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი
რეალური საპროცენტო განაკვეთი

საკონტროლო კითხვები და ამოცანები:

1. რა შემთხვევაში იქნება ხეაღინდელი დოლარი დღევანდელზე უფრო ღირებული: როდესაც საპროცენტო განაკვეთი 20%-ია თუ 10%-ია?

2. თქვენ მოიგეთ 20 მლნ ლარი სახელმწიფო ლატარიით. ლატარიის პირობებით ყოველწლიურად მიიღებთ 1 მლნ ლარს 20 წლის განმავლობაში, რომელიც ყოველ მომდევნო წელს არ ექვემდებარება საშემოსავლო გადასახადით დაბეგვრას. როგორ ფიქრობთ, მოიგეთ კი თქვენ სინამდვილეში 20 მლნ ლარი?

3. დაეუშვათ, რომ საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს 10%-ს. როგორი იქნება ფასიანი ქაღალდის მიმდინარე ღირებულება, თუ თქვენ გადაგიხდიან: 1000 ლარს მომავალ წელს, 1210 ლარს ორი წლის შემდეგ და 1331 ლარს სამი წლის შემდეგ?

4. დაეუშვათ, რომ ფასიანი ქაღალდი, რომლის შესახებაც საუბარია მე-3 ამოცანაში, გაიყიდა 4000 ლარად, ამ შემთხვევაში დაფარვის შემოსავლიანობა 10%-ზე მეტი იქნება თუ ნაკლები? რატომ?

5. ჩაწერეთ ფორმულა, რომლითაც გამოითვლება 10%-იანი კუპონური გადასახდელის მქონე 20-წლიანი ვადით გამოცემული ობლიგაციის დაფარვის შემოსავლიანობა, რომელიც 1000 ლარის ნომინალის მქონეა და იყიდება 2000 ლარად.

6. როგორი იქნება 1000 ლარი ნომინალის მქონე დისკონტური ობლიგაციის დაფარვის შემოსავლიანობა, რომელიც ერთი წლის შემდეგ უნდა დაიფაროს, თუ დღეს იგი იყიდება 800 ლარად?

7. როგორი იქნება 1 მლნ ლარის ოდენობის ნეუ-ლებრივი სესხის დაფარვის შემოსავლიანობა, რომლის მიხედვითაც 5 წლის შემდეგ დაბრუნებული უნდა იქნეს 2 მლნ ლარი.

8. მაგისტრატურაში სწავლის საფასურის გადასახდელად თქვენ აიღეთ 1000 ლარის ოდენობის სახელმწიფო სესხი,

რომელსაც ყოველთვიურად 126 ლარი უნდა გადაიხადოს 25 წლის განმავლობაში, თუმცა გადაიხდა უნდა დაიწყოს მხოლოდ სწავლის დამთავრების შემდეგ (2 წლის შემდეგ). რატომ იქნება დაფარვის შემოსავლიანობა ამ შემთხვევაში აუცილებლად 12%-ზე დაბალი, ანუ 1000 ლარის ოდენობით აღებულნი ნეუქლებრივი სესხის დაფარვის შემოსავლიანობაზე დაბალი, როცა 25 წლის განმავლობაში ფიქსირებული გადახდებით 126 ლარი გადაიხდება?

9. 1000 ლარის ღირებულების მქონე რომელი ობლიგაციონისთვისაა დაფარვის შემოსავლიანობა უფრო მაღალი: 20-წლიანი ობლიგაციის, რომელიც 800 ლარად იყიდება და მიმდინარე შემოსავლიანობა 15%-ია, თუ ერთწლიანი ობლიგაციის, რომელიც 800 ლარად იყიდება და მიმდინარე შემოსავლიანობა 5%-ია.

10. ვთქვათ, თქვენ გთავაზობენ ორი სახის ობლიგაციას: სახაზინო ობლიგაციას 9%-იანი წლიური დაფარვის შემოსავლიანობით და სახაზინო თამასუქს, რომლის დისკონტური შემოსავლიანობაც წლიურად 8.3%-ია. რომელს აირჩევთ?

11. საპროცენტო განაკვეთების შემცირებისას, თქვენ უპირატესობას რომელ ობლიგაციას მიანიჭებთ—გრძელვადიანს თუ მოკლევადიანს? რატომ? ობლიგაციათა რომელი სახე ხასიათდება საპროცენტო განაკვეთების უფრო მაღალი რისკით?

12. თუ თქვენ საფინანსო კონსულტანტმა მოგცათ რჩევა, რომ „ძალზე კარგია ფულის დაბანდება გრძელვადიან ობლიგაციებში, რადგანაც მათი საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს 20%-ს“, რამდენად სწორი იქნება კონსულტანტის რჩევა?

13. დაუშვათ, რომ გირაუნობის სიგელების განაკვეთები 5%-დან 10%-მდე იზრდება. საცხოვრებელ ბინებზეც მოსალოდნელია ფასების ზრდა 2%-დან 3%-მდე. იყიდიან თუ არა ამ შემთხვევაში ადამიანები ბინებს?

14. გასული საუკუნის 80-იანი წლების შუა ხანებში საპროცენტო განაკვეთები უფრო დაბალი იყო, ვიდრე 70-იანი წლების ბოლოს. ამასთან, ეკონომისტთა უმრავლესობა ამტკიცებდა, რომ სინამდვილეში საპროცენტო განაკვეთი ბევრად უფრო მაღალი იყო 80-იანი წლების შუა ხანებში 70-იანი წლების ბოლოსთან შედარებით. აქვს ეს ამას რაიმე მნიშვნელობა? თქვენი აზრით, მართებული იყო ამ ეკონომისტთა მოსაზრება?

თხზი V.

ფინანსური პორტფელის სტრუქტურა: აბტივებზე მოთხოვნის თეორია

აბტივებზე მოთხოვნის თეორიის არსი

ნებისმიერი ადამიანის საინვესტიციო საქმიანობა დაკავშირებულია სიმდიდრის ზრდასთან. სწორედ გამდიდრების შექმნაში ეძლევათ ადამიანებს შესაძლებლობა თანხის ეფექტიანი დაბანდებისთვის. საინტერესოა, აქტივების როგორი პორტფელის შედგენაა საჭირო სიმდიდრის შესანარჩუნებლად? რა კრიტერიუმებით უნდა ისარგებლონ ადამიანებმა სწორი გადაწყვეტილების მისაღებად? უკეთესია თუ არა ერთი ან რამდენიმე სახის აქტივის შექმნა? წინამდებარე თავში განხილული საკითხები დაგვეხმარება ზემოთ აღნიშნულ კითხვებზე პასუხის გაცემაში. მასში ახსნილია საფინანსო აქტივებზე მოთხოვნის თეორია, ანუ ფინანსური პორტფელის არსეის თეორია, რომელიც გარკვეული კრიტერიუმების საფუძველზე გვეხმარება არსეიანის გაკეთებაში. ეს თეორია ასაბუთებს, თუ რატომ არის უკეთესი თანხის დაბანდება განსხვავებულ აქტივებში, ხოლო „კვერცხის ერთ კალათაში მოთავსება“ არახელსაყრელი.

აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის გამოყენება უმნიშვნელოვანეს როლს ასრულებს ფინანსურ ბაზარზე გადაწყვეტილების მიღებაში. იგი გამოიყენება საპროცენტო განაკვეთების ქცევის შესწავლის, საბანკო აქტივებისა და პასივების მართვის, ასევე ფულის მიწოდების პროცესის რეგულირებისას.

აბტივებზე მოთხოვნის განმსაზღვრელი

ფაქტორები

აქტივი წარმოადგენს საკუთრების ნაწილს, რომელიც ღირებულების შენარჩუნების საშუალებას იძლევა. აქტივი შეიძლება წარმოადგენილ იქნეს ფულის, აქციების, ობლიგაციების, ხელოვნების ნიმუშების, მიწის, სახლის, ფერმერული და სამრეწველო დანიშნულების მანქანა-მოწყობილობების სახით. როცა დღის წესრიგში დგას რაიმე სახის აქტივის ყიდვის, შენახვის, ერთ და ან რამდენიმე განსხვავებულ აქტივს შორის არსეიანის გაკეთების პრობლემა, უნდა დავეყრდნოთ შემდეგ ფაქტორებს:

1. **სიმდიდრეს**, ანუ მატერიალურ კეთილდღეობას, ე.ი. ადამიანების ხელთ არსებულ რესურსებს ყველა აქტივის ჩათვლით;

2. **მოსალოდნელ შემოსავლიანობას** (შემოსავლიანობა, რომელიც მოსალოდნელია მომდევნო პერიოდში), ე.ი. მოცემული აქტივის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის შედარებას აქტივების ალტერნატიულ სახეებთან;

3. **რისკს** (აქტივისათვის დამახასიათებელ განუხასხდერეულობის ხარისხს). ე.ი. მოცემული აქტივის რისკის შედარებას აქტივების ალტერნატიულ სახეებთან;

4. **ლიკვიდურობას** (აქტივის ნაღდ ფულად გადაქცევის სიმარტივე და სისწრაფე). მოცემული აქტივის ლიკვიდურობა უნდა შეუადაროთ აქტივების ალტერნატიულ სახეებს.

განსაკუთრებით უნდა აღინიშნოს, რომ, როდესაც განვიხილავთ აქტივებზე მოთხოვნის განმსაზღვრელ რომელიმე ერთ ფაქტორს, ვგულისხმობთ, რომ ყველა დანარჩენი ფაქტორი უცვლელი რჩება.

სიმდიდრე. მატერიალური კეთილდღეობის სრდის პირობებში ადამიანები ფლობენ დიდი ოდენობის რესურსებს, რომელთა მეშვეობითაც შესაძლებელია აქტივების შექმნა, სხვა სიტუაციებით რომ ვთქვათ, აქტივების მოცულობა, რომლებზეც ადამიანებს გააჩნიათ მოთხოვნა, სასოგადოებრივი კეთილდღეობის ამადლებისას იზრდება (თუმცა შესაძლებელია, რომ სოციალურ აქტივზე მოთხოვნის მოცულობა არ გაიზარდოს მატერიალური კეთილდღეობის სრდისას, ამგვარი მაგალითები საკმაოდ იშვიათია – ამგვარ აქტივებს ეწოდება **ინფერირული**, ანუ დაბალი ხარისხის აქტივები). ამიტომ ყოველთვის იგულისხმება, რომ აქტივებზე მოთხოვნა სიმდიდრის სრდასთან ერთად იზრდება. სხვადასხვა აქტივზე მოთხოვნა სხვადასხვაგვარად რეაგირებს მატერიალური კეთილდღეობის ცვლილებაზე: სიმდიდრის სრდისას ერთ აქტივზე მოთხოვნა უფრო სწრაფად იზრდება, მეორეზე კი – უფრო ნაკლებად. ამ რეაქციის ხარისხი იზომება სიმდიდრის მიხედვით **მოთხოვნის ელასტიკურობით** (ეს ცნება შემოსავლის მიხედვით მოთხოვნის ელასტიკურობის ანალოგიურია). მოთხოვნის ელასტიკურობა სიმდიდრის მიხედვით გვინვენებს, რამდენი პროცენტით შეიცვლება, სხვა თანა-

ბარ პირობებში, მოცემულ აქტივზე მოთხოვნის სიდიდე სიმდიდრის ერთპროცენტიანი ცვლილების საპასუხოდ:

$$\frac{\text{მოთხოვნის ზრდა \% -ში}}{\text{სიმდიდრის ცვლილება \% -ში}} = \text{მოთხოვნის ელასტიკურობა} \\ = \text{სიმდიდრის მიხედვით}$$

მაგალითად, თუ მოთხოვნის მოცულობა ნაღდ ფულში სიმდიდრის 100%-ით ზრდის შემთხვევაში 50%-ით იზრდება, შეგვიძლია ვთქვათ, რომ ნაღდი ფული ხასიათდება სიმდიდრის მიხედვით მოთხოვნის ელასტიკურობით, რაც 1/2-ის ტოლია. თუ სვეულგებრივ აქციაზე მოთხოვნის მოცულობა სიმდიდრის 100%-ით ზრდის შემთხვევაში იზრდება 200%-ით, მაშინ სიმდიდრის მიხედვით მოთხოვნის ელასტიკურობა 2-ის ტოლი იქნება.

სიმდიდრის მიხედვით მოთხოვნის ელასტიკურობის, კოეფიციენტის მნიშვნელობიდან გამომდინარე აქტივები შეიძლება დაეყოს ორ კატეგორიად. აუცილებელ და ფუფუნების აქტივებად. აუცილებელ აქტივად ითვლება აქტივი, თუ ადამიანებს მისი იმ ოდენობით ფლობა სურთ, რომ სიმდიდრის ზრდისას მოცემულ აქტივზე მოთხოვნის მოცულობის პროცენტული ზრდა სიმდიდრის პროცენტულ ზრდაზე ნაკლებია, სხვაგვარად რომ ვთქვათ, მოთხოვნის ელასტიკურობა სიმდიდრის მიხედვით ამ აქტივზე 1-ზე ნაკლებია, რადგანაც პირველადი აუცილებლობის აქტივზე მოთხოვნის მოცულობა არ იზრდება სიმდიდრის პროპორციულად. ამ აქტივის სასურველი მოცულობა სიმდიდრის მოცულობასთან შედარებით ამ უკანასკნელის ზრდისას მცირდება. აქტივი ითვლება ფუფუნებად, თუ მასზე სიმდიდრის მიხედვით მოთხოვნის ელასტიკურობა 1-ზე მაღალია და სიმდიდრის ზრდისას ამ აქტივზე მოთხოვნის მოცულობა სიმდიდრის ზრდასთან შედარებით მეტად იზრდება. ფუფუნების აქტივების მაგალითებს წარმოადგენენ სვეულგებრივი აქციები და მუნიციპალური ობლიგაციები, ხოლო პირველადი აუცილებლობის აქტივებს წარმოადგენენ – ნაღდი ფული, სადეპოზიტო და სანეკო ანგარიშები.

სიმდიდრის ცვლილების შემთხვევაში აქტივზე მოთხოვნის ცვლილების ეფექტი შემდეგი სახით განისაზღვრება: სხვა თანაბარ პირობებში სიმდიდრის ზრდა ზრდის აქტივზე მოთხო-

ონის მოცულობას. ამასთან, აქტიურ მთხოვნის მოცულობა უფრო მეტად იზრდება, თუ აქტივი ფუფუნების აქტივებს მიეკუთვნება, და მცირდება, თუ აქტივი პირველადი აუცილებლობის აქტივებს მიეკუთვნება.

მოსალოდნელი შემოსავლიანობა. აქტივის (მაგალითად, ობლიგაციის) შემოსავლიანობა გულისხმობს, რა ოდენობით იღებენ შემოსავალს ამ აქტივის მფლობელები. აქტივის ყიდვის თაობაზე გადაწვეტილების მიღებისას დიდი მნიშვნელობა ენიჭება აქტივის მომავალ შემოსავლიანობას. თუ კორპორაცია „ჯენერალ მოტორსის“ ობლიგაცია ნახევარ შემთხვევაში ხასიათდება 15%-იანი შემოსავლიანობით, მეორე ნახევარში კი 5%-იანი შემოსავლიანობით, მაშინ მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა (რომელიც შეიძლება აღვიქვათ, როგორც საშუალო შემოსავლიანობა) შედგენს 10%-ს. როგორც წესი $RET^e = \sum P_i X RET_i$, სადაც RET^e მოსალოდნელი შემოსავლიანობაა; P_i იმის შესაძლებლობა, რომ შემოსავლიანობა RET_i -ის ტოლი იქნება; RET_i - შესაძლო შემოსავლიანობის მნიშვნელობა. „ჯენერალ მოტორსის“ ობლიგაციისთვის

$$RET^e = (1/2 X 15\%)+(1/2X5\%)=10\%$$

სხვა თანაბარ პირობებში, თუ „ჯენერალ მოტორსის“ ობლიგაციითა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა იზრდება სხვა აქტივების მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან შედარებით, მაშინ ეს აქტივები უფრო მიმზიდველად გამოიყურება და ადვილად შესაძლებელია, რომ მათზე მთხოვნის მოცულობა გაიზარდოს. ეს შეიძლება მოხდეს ორიდან ერთ-ერთ შემთხვევაში:

1. „ჯენერალ მოტორსის“ ობლიგაციითა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა გაიზრდება იმ დროს, როცა ალტერნატიული აქტივის შემოსავლიანობა, ვთქვათ, ამერიკის რადიომაუწყებლობის კორპორაციის აქციისა, უცვლელი დარჩება;

2. თუ „ჯენერალ მოტორსის“ ობლიგაციითა შემოსავლიანობა უცვლელი დარჩება ალტერნატიული აქტივის, მაგალითად, ამერიკის რადიომაუწყებლობის კორპორაციის აქციის შემოსავლიანობა შემცირდება.

ამდენად, მოცემული აქტივის მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ზრდა ალტერნატიული აქტივის მოსალოდნელ შე-

მოსავლიანობასთან შედარებით, სხვა თანაბარ პირობებში, ზრდის ამ აქტივზე მოთხოვნის მოცულობას.

რისკი. აქტივიდან მისაღებ შემოსავალს ახასიათებს განუსაზღვრელობის გარკვეული ხარისხი, რაც ცვლის მოთხოვნას ამ აქტივზე. განვიხილოთ ორი აქტივი: „ა“ და „ბ“ კომპანიის აქციები. დაუშვათ, რომ „ა“ კომპანიის აქციების შემოსავლიანობა ნახევარ შემთხვევებში 15%-ია, ნახევარში კი 5%, ხოლო „ბ“ კომპანიის აქციების შემოსავლიანობა მუდმივად 10%-ია. „ა“ კომპანიის აქციებისთვის დამახასიათებელი განუსაზღვრელობა მის მიერ მოტანილ შემოსავალთან დაკავშირებით, ე.ი. მათთვის დამახასიათებელი რისკი, უფრო მაღალია, ვიდრე „ბ“ კომპანიის აქციებისა, რომელთა შემოსავალიც განსაზღვრულია. რისკის ფორმალური მანყენებელის განსაზღვრისთვის ხშირად გამოიყენება σ -ს სტანდარტული საშუალო კვადრატული გადახრა:

$$\sigma = \sqrt{\sum P X (RET_i - RET^e)^2}$$

„ა“ კომპანიის აქციებისთვის ის შეადგენს:

$$\sqrt{0.5X(15\% - 10\%)^2 + 0.5X(5\% - 10\%)^2} = 5\%$$

ხოლო „ბ“ კომპანიის აქციებისათვის:

$$\sqrt{1X(10\% - 10\%)^2} = 0\%$$

ადამიანი, რომელსაც არ უყვარს რისკის გაწევა, უპირატესობას მიანიჭებს „ბ“ კომპანიის აქციებს (რომლის შემოსავალში შეიძლება დარწმუნებული იყოს) „ა“ კომპანიის აქციებთან შედარებით (იგი უფრო სარისკო აქტივია), თუნდაც ორივე მათგანი ერთნაირი 10%-იანი შემოსავლიანობის მქონე იყოს – და პირიქით, ადამიანი, რომელსაც უყვარს გარისკვა, აირჩევს აქციებს უფრო მაღალი შემოსავლიანობით. ადამიანების უმრავლესობას არ სურს რისკის გაწევა, ამიტომ, სხვა თანაბარ პირობებში, ისინი არჩევენ ნაკლებად სარისკო აქტივს. შესაბამისად, თუ სხვა თანაბარი პირობებში, მოცემული აქტივის რისკი გაიზრდება ალტერნატიული აქტივის რისკთან შედარებით, მაშინ ამ აქტივზე მოთხოვნის მოცულობა მცირდება.

ლიკვიდურობა. აქტივზე მოთხოვნა დამოკიდებულია აგრეთვე ამ აქტივის ნაღდ ფულად გადაქცევის სისწრაფეზე

განსაკუთრებული დანახარჯების გაწევის გარეშე. აღნიშნული ფაქტორი იწოდება ლიკვიდურობად. აქტივი ლიკვიდურია თუ ბაზარი, რომელსაც ის მიმოიქცევა, საკმარისად ღრმა და ფართოა, ე.ი. თუ ბაზარზე ბევრი გამყიდველი და მყიდველია. ბინა ნაკლებად ლიკვიდურია, რადგან მისი მყიდველის პოვნა ხშირად რთულია. თუ ანგარიშების გადასახდელად აუცილებელია ბინის სასწრაფო გაყიდვა, შესაძლოა მისი რეალიზაცია მოხდეს საკმაოდ დაბალ ფასად. ბინის გაყიდვისას ტრანსაქციური დანახარჯები (საბროკერი, საკომისიო, იურსიტის მომსახურების გადასახდელი და ა.შ.) საკმაოდ მაღალია. სახაზინო თამასუქები კი პირიქით მაღალლიკვიდურ აქტივებს განეკუთვნებიან. კარგად ორგანიზებულ ბაზარზე, სადაც ბევრი მყიდველია, მათი გაყიდვა შესაძლებელია სწრაფად და ნაკლები დანახარჯებით. სხვა თანაბარ პირობებში, რაც უფრო მიმზიდველია აქტივი, მით უფრო მაღალია მასზე მოთხოვნა.

აქტივებზე მოთხოვნის თეორია

ყველა ჩვენს მიერ განხილული ფაქტორი შეიძლება გავერთიანოთ აქტივებზე მოთხოვნის თეორიაში, რომლის ძირითადი დებულებები (სხვა თანაბარ პირობებში) დაიყვანება:

1. აქტივებზე მოთხოვნის სიდიდე პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაშია სიმდიდრესთან (მატერიალურ კეთილდღეობასთან). ეს კავშირი უფრო ძლიერია თუ აქტივი განეკუთვნება ფუფუნების და არა პირველადი აუცილებლობის აქტივებს;

2. მოცემულ აქტივზე მოთხოვნის სიდიდე პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაშია მის მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან, ალტერნატიული აქტივების მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან შედარებით;

3. აქტივზე მოთხოვნის სიდიდე უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია მოცემული აქტივისათვის დამახასიათებელ რისკთან ალტერნატიულ აქტივებთან შედარებით;

4. აქტივზე მოთხოვნის სიდიდე პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაშია მის ლიკვიდურობასთან სხვა დანარჩენ აქტივებთან შედარებით.

ეს დამოკიდებულება წარმოდგენილია ქვემოთ მოყვანილ ცხრილში.

ცხრილი 1

ცვლადი	ცვლადის ცვლილება	შოთხოვნის ხაზიდის ცვლილება
შემოსავალი და სიმდიდრე	↑	↑
მოსალოდნელი შემოსავლიანობა სხვა აქტივებთან შედარებით	↑	↑
რისკი სხვა აქტივებთან შედარებით	↑	↓
ლიკვიდურობა სხვა აქტივებთან შედარებით	↑	↑

დივერსიფიკაციისგან მიღებული სარგებელი. აქტივებზე მოთხოვნის თეორიაზე მსჯელობისას ამოსავალი დებულებაა ადამიანთა უმრავლესობის მიერ რისკზე მორიდება. ბუნებრივია დაისვას კითხვა: მაშინ რატომ ფლობენ ინვესტორები სხვადასხვა სარისკო აქტივებს და არა რომელიმე ერთი სახის აქტივს? სარისკო აქტივების ფლობა ხომ არ აყენებს ინვესტორს უფრო დიდი რისკის წინაშე?

ცნობილი გამოთქმა „არ ღირს ყველა კვერცხის ერთ კალათაში მოთავსება“ გასაღებს წარმოადგენს დასმულ საკითხებში გასარკვევად, რადგანაც სარისკო აქტივებში დიდი ოდენობით თანხის დაბანდება (რაც დივერსიფიკაციად იწოდება), ამცირებს გაერთიანებულ რისკს, რომელსაც ინვესტორი აწყდება. განვიხილოთ რამდენიმე კონკრეტული მაგალითი, თურა უჯდება ინვესტორს ორი სარისკო ფასიანი ქაღალდის შექნა.

ავიღოთ ორი აქტივი: კომპანია „გ“-ს და სააქციონერო საზოგადოება „დ“-ს წევულებრივი აქციები. ძლიერი ეკონომიკის პირობებში (რასაც ალბათ, უმეტეს შემთხვევაში აქვს ადგილი) კომპანია „გ“ ზრდის გაყიდვათა მოცულობას და აქციათა შემოსავლიანობა შეადგენს 15%-ს; ხოლო როცა ეკონომიკა ეცემა, ამ კომპანიის გაყიდვათა მოცულობა კლებულობს და აქციათა შემოსავალი მხოლოდ 5%-ს შეადგენს. და პირიქით, როცა ეკონომიკა დაცემის ფაზაშია სააქციონერო საზოგადოება „დ“

აყვავებულია, მისი აქციების შემოსავლიანობა 15%-ს შეადგენს, ხოლო ძლიერი ეკონომიკის პირობებში შემოსავალი მცირდება და აქციათა შემოსავლიანობა შეადგენს 5%-ს. ორივე სახის აქციაზე ნახევარ შემთხვევებში გადაიხდება 15%, ნახევარში კი 5%, ამიტომ ორივე აქციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა 10%-ს შეადგენს. ორივე აქციის ფლობა გარკვეულწილად სარისკოა, რადგან მათგან რეალური შემოსავლის მიღება დაკავშირებულია განუსაზღვრელობასთან.

ახლა კი დაეუშვათ, რომ ერთი სახის აქციათა ყიდვის ნაცულებად ინვესტორმა თავის დანახოვთა ნახევარი დააბანდა კომპანია „ბ“-ს, მეორე ნახევარი კი სააქციონერო საზოგადოება „დ“-ს აქციებში. ეკონომიკის აღმავლობისას კომპანია „გ“-ს აქციათა შემოსავლიანობა 15%-ია, სააქციონერო საზოგადოება „დ“-ს აქციათა – კი 5%. შედეგად ამისა ინვესტორი ღებულობს 10%-ს (საშუალოს 15%-სა და 5%-ს შორის) აქციებში თავის დაბანდებათა შესაბამისად. ეკონომიკის დაცემის ფაზაში კომპანია „გ“-ს აქციების შემოსავლიანობა 5%, ხოლო სააქციონერო საზოგადოება „დ“-ს აქციათა 15%-ია, ინვესტორი კი კვლავ – 10%-ს ღებულობს. თუ ის თავის დაბანდებების დივერსიფიკაციას მოახდენს ორივე სახის აქციაში, მიუხედავად იმისა, ეკონომიკა განიცდის აღმავლობას თუ დაცემას იგი აუცილებლად მიიღებს შემოსავალს 10%-ის ოდენობით. ამგვარი სტრატეგიით ინვესტორი მოგებელი რჩება, რადგან მისთვის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეადგენს 10%-ს, ანუ იმდენივეს, რამდენსაც მიიღებდა მხოლოდ კომპანია „გ“-ს აქციათა, ან მხოლოდ სააქციონერო საზოგადოება „დ“-ს აქციათა შეძენით, სამაგიეროდ ამ შემთხვევაში ის არანაირად არ გასწევდა რისკს.

მიუხედავად იმისა, რომ სყენს მიერ განხილულ მაგალითში დივერსიფიკაციისგან მიღებულ წმინდა სარგებელსავე საუბარი, ის ერთგვარად არარეალურია. ძნელია იპოვოთ ორი ფასიანი ქაღალდი, რომელთაგან ერთ-ერთი მათგანის შემოსავლიანობა მაღალი იქნება, მეორისა კი აუცილებლად დაბალი (ამ შემთხვევაში ამბობენ, რომ ამ ორი ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობას შორის არსებობს აბსოლუტურად უარყოფითი კორელაცია). უკეთეს შემთხვევაში, რეალურად შეიძლება ვიპოვოთ ისეთი ფასიანი ქაღალდები, რომელთა შემოსავლიანო-

ბა არ იქნება დამოკიდებული ერთმანეთზე, ე.ი. როცა ერთი მაღალია მეორე კი შეიძლება აღმოჩნდეს თანასწორი შესაძლებლობის – როგორც დაბალი, ისე მაღალი.

დაეუშვათ, რომ ორივე ფასიანი ქაღალდის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა 10%-ია; ამასთან შემოსავლიანობა ნახევარ შემთხვევაში 5%-ია, ნახევარში კი 15%. სოფჯერ ორივე ფასიან ქაღალდს შედარებით მაღალი შემოსავლიანობა ექნება, სოფჯერ კი შედარებით დაბალი. იმ შემთხვევაში, თუ ინვესტორი შეიძენს ყველა სახის ფასიანი ქაღალდის თანაბარ რაოდენობას (თანაბარი თანხით), ის საშუალოდ მიიღებს ისეთივე შემოსავალს, როგორსაც თავისი სახსრების ერთი რომელიმე სახის ფასიან ქაღალდებში დაბანდებისას. იმის გათვალისწინებით, რომ ფასიანი ქაღალდების შემოსავლიანობა ერთმეორეზე არაა დამოკიდებული, შეიძლება ითქვას, რომ, როდესაც ერთი სახის აქციათა შემოსავლიანობა შეადგენს 15%-ს, მეორისა შეიძლება შეადგენდეს მხოლოდ 5%-ს და, პირიქით, რის შედეგადაც ინვესტორი მიიღებს 10%-ს (მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ტოლ სიდიდეს). იმ შემთხვევაში, თუ ის თავის სახსრებს ორივე ფასიან ქაღალდში დააბანდებს, და არა ერთში, ინვესტორი დიდი ალბათობით მიიღებს იმას, რის მიღებასაც ელის, ე.ი. შეამცირებს რისკს დივერსიფიკაციის მეშვეობით.

იმის ალბათობა, რომ ინვესტორი ვერ მიიღებს სარგებელს დივერსიფიკაციისგან, ჩნდება მხოლოდ ერთადერთ შემთხვევაში, როცა ორივე ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობა ერთნაირად შეიცვლება. ამ შემთხვევაში, თუ პირველი ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობა განისაზღვრა 15%-ით, მეორისა ასევე 15%-ით, საშუალო შემოსავლიანობა ორივე შემთხვევაში იქნება 15%. როდესაც პირველი ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობა შეადგენს 5%-ს, მეორისათვისაც იგი ასევე 5% იქნება, საშუალო შემოსავლიანობა კი შეადგენს 5%-ს. დივერსიფიკაციის მეშვეობით ორივე სახის ფასიანი ქაღალდის ფლობისას ინვესტორი ნახევარ შემთხვევაში მიიღებს შემოსავალს 15%-ის, მეორე ნახევარში კი 5%-ის ოდენობით, რაც სუსტად შეესაბამება რომელიმე ერთი სახის აქციებში ფულის დაბანდების მაგალითს. შესაბამისად, ამ პირობებში დივერსიფიკაციას არ ახლავს რისკის რაიმე სახით შემცირება.

სვენს მიერ განხილული მაგალითები დივერსიფიკაციის ისეთი მნიშვნელოვანი თვისებების ილუსტრირებას ახდენენ, როგორცაა:

1. დივერსიფიკაცია თითქმის ყოველთვის ხელსაყრელია იმ ინვესტორისთვის, რომელსაც არ უყვარს გარისკვა, რამეთუ იგი ყოველთვის ამცირებს რისკს, ძალზე იშვიათი გამოსაკლისის გარდა, კერძოდ, როდესაც რამდენიმე ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობა ერთნაირად იცვლება;

2. რაც უფრო ნაკლები სინქრონიზაციით იცვლება ორი ფასიანი ქაღალდის შემოსავლიანობა, მით უფრო მეტია სარგებელი (მცირდება რისკი) დივერსიფიკაციისგან.

სისტემური რისკი

ვიცით რა დივერსიფიკაციის სარგებლიანობის შესახებ, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ დიდი რაოდენობის სხვადასხვა ფასიანი ქაღალდებში სახსრების ინვესტირებით შესაძლოა რისკის სრული ლიკვიდაცია, თუმცა, სამწუხაროდ, ეს შეუძლებელია, რადგანაც ფასიანი ქაღალდებს ასევე ახასიათებთ სისტემური რისკი, რომლის ლიკვიდაციაც შეუძლებელია დივერსიფიკაციით. სისტემური რისკის უკეთ შესასწავლად უნდა ვიცოდეთ, რომ რისკი ორ შემადგენელ ნაწილად იყოფა: **სისტემურ რისკად და არასისტემურ რისკად, ანუ აქტივის ინდივიდუალურ რისკად, რომლის ლიკვიდაციაც შეიძლება დივერსიფიკაციით:**

აქტივის რისკი = სისტემური რისკი + არასისტემური რისკი.

არასისტემური რისკის სპეციფიკა იმაში მდგომარეობს, რომ ის უკავშირდება მოცემული აქტივის მიერ მიღებული შემოსავლის იმ ნაწილს, რომელიც არ იცვლება სხვა აქტივთა შემოსავლიანობის ცვლილებისას. პორტფელში აქტივთა დიდი რაოდენობისას არასისტემურ რისკს ნაკლები მნიშვნელობა ექცევა, რადგანაც სავარაუდოა, რომ მაშინ, როდესაც აქტივთა ერთი ნაწილის შემოსავლების არასისტემური რისკი იზრდება, სხვა აქტივების შემოსავლების არასისტემური რისკი მცირდება და ეს კვალდება ერთმანეთს ანეიტრალებს. შესაბამისად, პორტფელში დიდი რაოდენობის ფასიანი ქაღალდების ჩართვისას საკმარისი დივერსიფიკაციის პირობებში არასისტემური რისკი არ

ახდენს შემოქმედებას პორტფელის საერთო რისკზე. სხვა სიტყვებით რომ ვთქვათ, კარგად დივერსიფიცირებული პორტფელის რისკი დაიყვანება მხოლოდ აქტივთა სისტემურ რისკზე. ეს ფაქტი ძალზედ მნიშვნელოვანია, რადგანაც, როცა საკმაოდ ფართოდ ვახდენთ დაბანდებების დივერსიფიკაციას, აქტივების რისკის ერთადერთ მახასიათებელს წარმოადგენს სისტემური რისკი. აქტივის სისტემური რისკი იზომება ბეტა კოეფიციენტით - (β). იგი არის აქტივის შემოსავლიანობის მგრძობელობის მანკუნებელი მთელი აქტივების ბაზრის შემოსავლიანობის ცვლილებების მიმართ. თუ საშუალოდ საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობის 1%-ით ზრდას მიეყვართ აქტივის შემოსავლიანობის 2%-იან ზრდასთან, ბეტა კოეფიციენტი ამ აქტივისათვის უდრის 2, ხოლო თუ პირიქით, აქტივის შემოსავლიანობა იზრდება საშუალოდ მხოლოდ 0.5%-ით საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობის 1%-ით ზრდისას, მაშინ ბეტა-კოეფიციენტი ამგვარი აქტივისათვის შეადგენს 0.5-ს.

აქტივი, რემლის ბეტა-კოეფიციენტი 2-ის ტოლია, უფრო მაღალი სისტემური რისკით ხასიათდება, ვიდრე აქტივი 0.5 ბეტა-კოეფიციენტით. ამაში დასარწმუნებლად გაეხსენოთ ის, რომ ბაზრის ყველა აქტივისაგან შედგენილი პორტფელი სრულად დივერსიფიცირებულია, ე.ი. მას მხოლოდ სისტემური რისკი ახასიათებს. საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობის განსაზღვრული სიდიდით ცვლილებისას აქტივის შემოსავლიანობა, რომლის ბეტა-კოეფიციენტი უდრის 2-ს, 2-ჯერ მეტად იცვლება. ეს ნიშნავს, რომ მისი შემოსავლიანობა ხასიათდება 2-ჯერ უფრო მაღალი სისტემური რისკით. და პირიქით, 0.5-ის ტოლი ბეტა-კოეფიციენტის მქონე აქტივის შემოსავლიანობა უფრო ნაკლებად იცვლება, ვიდრე საბაზრო პორტფელის შემოსავლიანობა, და ამიტომ იგი ნაკლები სისტემური რისკით ხასიათდება. რადგანაც აქტივს უფრო მაღალი ბეტა-კოეფიციენტით უფრო მაღალი სისტემური რისკი ახასიათებს, ეს აქტივი ნაკლებად მიმსიდველია, რამეთუ არ შეიძლება სისტემური რისკის ლიკვიდაცია დივერსიფიკაციით. შესაბამისად, სხვა თანაბარი პირობებისას უფრო მაღალ ბეტა-კოეფიციენტთან აქტივზე მოთხოვნის მოცულობა უფრო ნაკლები იქნება. ამრიგად, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ რაც უფრო მაღალია მოცემული

აქტივის ბეტა-კოეფიციენტი, მით უფრო მაღალია მისი სისტე-
მური რისკი და მით უფრო ნაკლებად მიმზიდველია ის.

**პრემია რისკისათვის: კაპიტალის ბაზრის აქტივებზე ფასე-
ბის ფორმირების მოდელი და საპროცენტო ფასვარმოძ-
ვის თეორია**

როგორც ცნობილია, უფრო მაღალი სისტემური რისკი აქ-
ტივს ნაკლებად მიმზიდველად აქცევს. ეს ფაქტი ფართოდ გამ-
ოაყენება კაპიტალის ბაზრის აქტივებზე ფასების ფორმირების
მოდელის (Capital Asset Pricing Model; CAPM) შესწავლისას, რომელ-
იც შემოთავაზებულია უ. შარპის, ჯ. ლიტნერის, ჯ. თრენორის
მიერ. ფასების ფორმირების CAPM მოდელი საშუალებას გვა-
ძლევს განვხაზვოთ რისკისათვის პრემიის სიდიდე, ანუ გან-
სხეავება აქტივის მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და რისკ-
ის გარეშე საპროცენტო განაკვეთს შორის (ეს ფასიანი ქაღალ-
დის საპროცენტო განაკვეთია, რომელზეც ვაღის გადაუხდე-
ლობა შეუძლებელია).

ნებისმიერი აქტივი კარგად დივერსიფიცირებული პორტფე-
ლის რისკს ზრდის თავისი სისტემური რისკის სიდიდით, რომელ-
იც განისაზღვრება ბეტა-კოეფიციენტით. თუ აქტივს მაღალი
ბეტა კოეფიციენტი აქვს, მას მაღალი სისტემური რისკი შეესა-
ბამება და ამიტომ ნაკლებად მიმზიდველია. ინვესტორები ამ
აქტივის შექენას მოისურვებენ მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ
მისი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა იქნება უფრო მაღალი
სხვებთან შედარებით. სწორედ ამას ამტკიცებს CAPM მოდე-
ლის შემდეგი განტოლება:

$$\text{პრემია რისკისათვის} = R^r - R_f = \beta(R - R_f), \quad (1)$$

სადაც R^r - აქტივის მოსალოდნელი შემოსავლიანობაა; R_f -
რისკის გარეშე საპროცენტო განაკვეთი; β - მოცემული აქტივის
ბეტა-კოეფიციენტი; R - საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი
შემოსავლიანობა.

CAPM მოდელის განტოლებას მიეყავართ ლოგიკურ დასკვნამ-
დე; თუ აქტივთა ბეტა-კოეფიციენტი ნულის ტოლია ეს ნიშნავს,
რომ მას არ ახასიათებს სისტემური რისკი და მისთვის პრემია
რისკისთვის ნულის ტოლი იქნება. თუ მისი ბეტა-კოეფიციენტი
უდრის 1-ს, მას ახასიათებს ისეთივე სისტემური რისკი, რაც

ბაზარს მთლიანობაში, მაშინ მისი პრემია რისკისათვის დაემთხვევა ბაზრისას ($R - R_f$). თუ აქტივის ბეტა-კოეფიციენტი უფრო მაღალია, ვთქვათ, 2-ის ტოლია, მაშინ მისთვის პრემია რისკისთვის უფრო მაღალი აღმოჩნდება, ვიდრე ბაზრისა. მაგალითად, თუ საბაზრო პორტფელის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეადგენს 8%-ს, ხოლო რისკის გარეშე საპროცენტო განაკვეთი უდრის 2%-ს, მაშინ საბაზრო პრემია რისკისთვის უდრის 6%-ს. ამ შემთხვევაში აქტივის მოსალოდნელი პრემია რისკისთვის, თუ აქტივის ბეტა-კოეფიციენტი 2-ს უდრის, შეადგენს 12%-ს ($=2 \times 6\%$).

კაპიტალის ბაზრის აქტივებზე ფასების ფორმირების მოდელი მეტად მოსახერხებელია პრაქტიკაში გამოხაყნებლად. იგი გულისხმობს, რომ არსებობს სისტემური რისკის მხოლოდ ერთი წყარო - კერძოდ, რისკი, რომელიც საბაზრო პორტფელშია ჩაღებული. აღტერნატულ, საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის თეორიაში (Arbitrage pricing theory-APT) კი, რომელიც იელის უნივერსიტეტის პროფესორის ს. როსის მიერაა შემოთავაზებული, იგულისხმება, რომ ეკონომიკაში არსებობს რისკის რამდენიმე განსხვავებული წყარო, რომელიც არ შეიძლება ლიკვიდირებულ იქნეს დივერსიფიკაციით. რისკის ასეთ წყაროებად შეიძლება ჩათვალოს საერთო ეკონომიკური ფაქტორები, დაკავშირებული, მაგალითად, ინფლაციასა და მთლიან შემოსავლებთან. ერთი ბეტა-კოეფიციენტის გამოთვლის ნაცვლად, როგორც ეს კაპიტალის ბაზრის აქტივებზე ფასების ფორმირების მოდელში (CAPM) კეთდება, საარბიტრაჟო ფასწარმოქმნის თეორიაში გამოითვლება რამდენიმე ბეტა-კოეფიციენტი, რომელიც განსაზღვრავს აქტივის შემოსავლიანობის მგრძობიანობას ყოველი ფაქტორის ცვლილებისადმი. საარბიტრაჟო თეორიის ფასწარმოქმნის ძირითადი განტოლება შეიძლება შემდეგნაირად გამოვსახოთ:

$$\text{პრემია რისკისთვის} = R^c - R_f = \beta_1 (R^c_{\text{ფაქტორი 1}} - R_f) + \beta_2 (R^c_{\text{ფაქტორი 2}} - R_f) + \dots + \beta_k (R^k_{\text{ფაქტორი k}} - R_f)$$

ამდენად, საარბიტრაჟო თეორიის შესაბამისად, ნებისმიერი აქტივის პრემია რისკისათვის განისაზღვრება რისკი-

სათვის პრემიებით, რომელიც დამახასიათებელია ყოველი ფაქტორისათვის. ამა თუ იმ ფაქტორის ცვლილებისადმი აქტივის მგრძობიანობის ზრდისას ასევე იზრდება პრემია რისკისათვის.

დღემდე გაურკვეველია, ამ თეორიებიდან რომელი ხსნის უკეთესად ცნებას „პრემია რისკისთვის“. ორივეს თანახმად პრემია რისკისათვის იმ შემთხვევაში იზრდება, თუ აქტივს უფრო მაღალი სისტემური რისკი ახასიათებს. ორივე თეორია მიჩნეულია რისკისთვის პრემიის შესწავლის მოსახერხებელ საშუალებად.

მოკლე შინაარსი

1. აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის შესაბამისად აქტივებზე მოთხოვნის სიდიდე:

ა) პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაშია მატერიალური კეთილდღეობის დონესთან;

ბ) პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაშია მოცემული აქტივის მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან ალტერნატიული აქტივების მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან შედარებით;

გ) უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია მოცემული აქტივისთვის დამახასიათებელ რისკთან ალტერნატიული აქტივების რისკთან შედარებით;

დ) პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაშია მოცემული აქტივის ლიკვიდურობასთან ალტერნატიული აქტივების ლიკვიდურობასთან შედარებით.

2. დივერსიფიკაცია (ერთ აქტივზე მეტის ფლობა) სასარგებლოა ინვესტორისთვის, რამეთუ ამცირებს რისკს და ეს მით უფრო სასარგებლოა, რაც უფრო ნაკლები სინქრონულობით მერყეობს სხვადასხვა აქტივის შემოსავლიანობა.

3. აქტივის რისკი შედგება: სისტემური რისკისგან, რომლის ლიკვიდაციაც არ შეიძლება დივერსიფიკაციით, და არასისტემური რისკისგან, რომელიც დივერსიფიკაციის მეშვეობით შეიძლება ლიკვიდირებულ იქნეს. აქტივის სისტემური რისკი იზომება ბეტა-კოეფიციენტით; რაც უფრო მაღალია აქტივის ბეტა-კოეფიციენტი, მით უფრო მაღალია მისი სისტემური რისკი და მით უფრო ნაკლები იმსიდველია აქტივი.

4. კაპიტალის ბაზრის აქტივებზე ფასების ფორმირების მოდელი (CAPM) და ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო თეორია (APT) საშუალებას იძლევა აეხსნათ პრემია რისკისთვის – განსხვავება აქტივის მოსალოდნელ შემოსავლიანობასა და რისკის გარეშე საპროცენტო განაკვეთს შორის. CAPM მოდელის შესაბამისად, პრემია რისკისთვის დამოკიდებულია მოცემული აქტივის ბეტა-კოეფიციენტზე, ანუ მის მგრძობელობაზე საბაზრო შემოსავლიანობის ცვლილებებისადმი. საარბიტრაჟო თეორიის შესაბამისად პრემია რისკისათვის დამოკიდებულია სხვადასხვა ფაქტორის ცვლილებისადმი აქტივის მგრძობელობაზე, რაც ეკონომიკაში არადივერსიფიცირებული რისკის წყაროს წარმოადგენს.

პირითადი ცნებები

აქტივი

მატერიალური კეთილდღეობა (სიმდიდრე)

მოსალოდნელი შემოსავლიანობა

რისკი

ლიკვიდურობა

მოთხოვნის ელასტიკურობა სიმდიდრის მიხედვით

პირველადი აუცილებლობის აქტივი

ფუფუნების აქტივი

აქტივებზე მოთხოვნის თეორია

დივერსიფიკაცია

სისტემური რისკი

არასისტემური რისკი

ბეტა-კოეფიციენტი

საკონტროლო კითხვები და ამოცანები:

1. აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის ფარგლებში ახსენით, თქვენი სურვილი შეიძინოთ „კოკა-კოლას“ ფირმის აქტივები გაძლიერდება თუ შესუსტდება შემდეგ სიტუაციებში:

ა) ეცემა თქვენი მატერიალური კეთილდღეობის დონე;

ბ) მოსალოდნელია აქციათა ღირებულების ზრდა;

გ) ობლიგაციათა ბაზარი უსრუენველყოფს ობლიგაციათა უფრო მაღალ ლიკვიდობას;

დ) მოსალოდნელია ოქროსუ ფასის ზრდა;
ე) ობლიგაციათა ბაზარზე ფასების მერყეობა იზრდება.
2. აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის წარსოვებში ახსენით, გაძლიერდება თუ შესუსტდება თქვენი სურვილი შეიძინოთ ბინა შემდეგი გარემოებებისას:

ა) თქვენ ახლა ხან მიიღეთ მემკვიდრეობით 100 000 ლარი;
ბ) უძრავი ქონების ბაზარზე საკომისიო გასამრჯელოს ოდენობა დაეცა გაყიდვის ფასის 6%-დან 4%-მდე.
გ) თუ თქვენ მიყლით, რომ „კოკა-კოლას“ ფირმის აქციების ფასი მომდევნო წელს გაორმაგდება;
ე) თუ თქვენ ელოდებით ბინებზე ფასების დაკემას.

3. აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის ფარგლებში ახსენით, გაძლიერდება თუ შესუსტდება თქვენი სურვილი შეიძინოთ ოქრო:

ა) თუ ოქრო ისევე შეასრულებს გაცვლის საშუალების ფუნქციას;
ბ) თუ ოქროს ბაზარზე იზრდება ფასების მერყეობა;
გ) თუ თქვენ ელოდებით, რომ ინფლაცია გაძლიერდება და ფასები ოქროზე შეიცვლება ფასების საერთო დონის შესაბამისად;
დ) თქვენ ელოდებით საპროცენტო განაკვეთების ზრდას.

4. აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის ფარგლებში ახსენით, გაიზრდება თუ შესუსტდება თქვენი სურვილი შეიძინოთ „ა“ კომპანიის აქციები:

ა) თუ ამ აქციებით ვაჭრობა ხშირად ტარდება, რის გამოც მათი გაყიდვა უფრო იოლია;
ბ) თუ აქციათა ბაზარზე მცირდება საბროკერო საკომისიოს ოდენობა;
გ) თუ იცით, რომ საპროცენტო განაკვეთი გაიზრდება;
დ) თუ ობლიგაციათა ბაზარზე მცირდება ბროკერის საკომისიო.

5. მოახდენს თუ არა ობლიგაციათა მოთხოვნაზე ზეგავლენას აქციათა შემოსავლიანობის ზრდა? რატომ?

6. „რაც უფრო ნაკლებად აქვს ადამიანს რისკისადმი მიდრეკილება, მით უფრო მიდრეკილია ის დივერსიფიკაციისად-

მი“. ჭეშმარიტია თუ არა აღნიშნული მტკიცებულება. ახსენით თქვენი პასუხი.

7. „რაც ერთი იმათგანი, ვინც გაურბის რისკს, არ იყიდის სხვა ფასიან ქაღალდთან შედარებით უფრო დაბალი შემოსავლიანობის, უფრო მაღალი რისკის და ნაკლები ლიკვიდურობის ფასიან ქაღალდს“. მართებულია ეს მტკიცებულება? განმარტეთ პასუხი.

8. აქტიუზე მითხოვნა, სხვა თანაბარ პირობებში, მით უფრო ნაკლები იქნება, რაც უფრო მაღალია მისი ბეტა-კოეფიციენტი. მართებულია ეს მტკიცებულება? ახსენით თქვენი პასუხი.

9. თუ ფასი აქციაზე საშუალოდ 3%-ით მცირდება, ხოლო საბაზრო შემოსავლიანობა 2%-ით იზრდება, როგორი იქნება მისი ბეტა-კოეფიციენტი?

10. რომელ აქციას აირჩევთ თქვენ სხვა თანაბარ პირობებში: აქციას, რომლის ფასიც საშუალოდ 0.5%-ით იზრდება საბაზრო შემოსავლიანობის 1%-ით ზრდისას, თუ აქციას, რომლის ფასიც საშუალოდ 1%-ით იზრდება საბაზრო შემოსავლიანობის 2%-ით ზრდისას?

11. „რაც უფრო მაღალია ფასიანი ქაღალდის ბეტა-კოეფიციენტი, მით უფრო მცირეა პრემია რისკისთვის“. მართებულია ეს მტკიცებულება? ახსენით თქვენი პასუხი.

12. თუ საბაზრო პორტფელის მისალოდნელი შემოსავლიანობა შეადგენს 9%-ს, ხოლო რისკის გარეშე საპროცენტო განაკვეთი 5%-ის ტოლია, როგორი იქნება ბეტა-კოეფიციენტიანი ფასიანი ქაღალდის მისალოდნელი შემოსავლიანობა, თუ ბეტა-კოეფიციენტი CAMP მოდელის შესაბამისად 3-ის ტოლია?

13. რაში მდგომარეობს ძირითადი განსხვავება ფასწარმოქმნის საარბიტრაჟო თეორიასა და CAMP მოდელს შორის?

თავი VI.

საპროცენტო ბანაკვეთის მორჩობა კაპიტალის ბაზარზე
სასესიო კაპიტალის ბაზარი: მიწოდება და მოთხოვნა
ობლიგაციათა ბაზარზე

ფინანსურ ბაზარზე აღვნიშნავთ აქვს საპროცენტო განაკვეთის მნიშვნელოვან მერყეობას. წინამდებარე თავში განვიხილავთ, თუ როგორ განისაზღვრება ნომინალური საპროცენტო განაკვეთის დონე (რომელსაც უბრალოდ საპროცენტო განაკვეთს უწოდებენ) და რა ფაქტორები ზემოქმედებს მის მერყეობაზე, განვიხილავთ ასევე სასესიო კაპიტალის ბაზარს, მიწოდებასა და მოთხოვნას ობლიგაციათა ბაზარზე.

საპროცენტო განაკვეთების დონის განსაზღვრული ფაქტორების გამოკვლევის ობლიგაციათა მიწოდებისა და მოთხოვნის ანალიზით დავიწყებთ. ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთები დაახლოებით ერთნაირი მერყეობით ხასიათდება. მსჯელობისას დავეყრდნობით იმ ვარაუდს, რომ ქვეყნის ეკონომიკაში არსებობს მხოლოდ ერთი ფასიანი ქაღალდი და საპროცენტო განაკვეთის მხოლოდ ერთი სახე. შემდეგ თავში კი განვაგრძობთ ანალიზს რამდენიმე ფასიან ქაღალდზე და განვიხილავთ საკითხს, თუ რატომ განსხვავდება ერთმანეთისაგან სხვადასხვა ფასიანი ქაღალდის საპროცენტო განაკვეთი.

ანალიზის ნასატარებლად ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის დახმარებით ავაგოთ მოთხოვნის მრუდი, რომელიც გვიჩვენებს ობლიგაციების სასურველ ოდენობასა და ფასს შორის ურთიერთკავშირს, სხვა ეკონომიკური ცვლადების უკვლევლობის პირობებში (როცა დანარჩენი ცვლადების მნიშვნელობები მოცემულია).

მოთხოვნის მრუდი. განვიხილოთ მოთხოვნა წლიურ დისკონტურ ობლიგაციებზე, რომლებზეც არ წარმოებს კეპონური გადახდები, მაგრამ რომელთა მფლობელებს ერთი წლის შემდეგ უხდებიან ობლიგაციის ღირებულებას – 1000 დოლარს. თუ ობლიგაციის მფლობელობის პერიოდი ერთი წელია, მაშინ ასეთ ობლიგაციათა შემოსავლიანობა აბსოლუტურად განსაზღვრულია და იგი საპროცენტო განაკვეთის ან ობლიგაციის შემოსავლიანობის ტოლია. ეს ნიშნავს, რომ ობლიგაციის მისაღოდნელი შემოსავლიანობა (საპროცენტო განაკვეთი – *i*) უდრის;

$$i = RET^e = \frac{F - Pd}{Pd}$$

სადაც საპროცენტო განაკვეთი i - არის შემოსავლიანობა დაფარვის მომენტისთვის; RET^e - მოსალოდნელი შემოსავლიანობა; F - დისკონტური ობლიგაციის ნომინალური ღირებულება; Pd - დისკონტური ობლიგაციის საწყისი შესასყიდი ფასი.

სემით მოყვანილი ფორმულის თანახმად, საპროცენტო განაკვეთის მნიშვნელობა ცალსახად შეესაბამება ობლიგაციის ფასს. თუ ობლიგაცია გაიყიდა 950 ლარად, მაშინ მისი საპროცენტო განაკვეთი და მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეადგენს:

$$\frac{1000\text{ლარი} - 950\text{ლარი}}{950\text{ლარი}} = 0.053 = 5.3\%$$

დაეუშვათ, რომ ობლიგაციის ფასის 950 ლარის, 5.3% საპროცენტო განაკვეთისა და მოსალოდნელი შემოსავლიანობის პირობებში ობლიგაციებზე მოთხოვნა შეადგენს 100 მლრდ ლარს, რაც 1 გრაფიკზე შეესაბამება A წერტილს.

ობლიგაციის ფასისა და შესაბამისი საპროცენტო განაკვეთის ერთდროულად გამოსახვის მიზნით 1 გრაფიკზე აღნიშნულია ორი ვერტიკალური ღერძი. მარცხენა ვერტიკალური ღერძი შეესაბამება ობლიგაციის ფასს, ამასთან ფასი იცვლება 750 ლარიდან 1000 ლარამდე. მარჯვენა ვერტიკალური ღერძი შეესაბამება საპროცენტო განაკვეთს, რომელიც საწინააღმდეგო მიმართულებით - 0%-დან 33%-მდე იზრდება. მარჯვენა და მარცხენა ვერტიკალური ღერძები ურთიერთსაწინააღმდეგოდაა მიმართული, ვინაიდან ობლიგაციის ფასი და საპროცენტო განაკვეთი ყოველთვის უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაში იმყოფება ერთმანეთთან, ე.ი. თუ ობლიგაციის ფასი იზრდება საპროცენტო განაკვეთი აუცილებლად მცირდება.

თუ ობლიგაციის ფასი 900 ლარია, საპროცენტო განაკვეთი და მოსალოდნელი შემოსავლიანობა შეადგენს:

$$\frac{1000\text{ლარი} - 900\text{ლარი}}{900\text{ლარი}} = 0.111 = 11.1\%$$

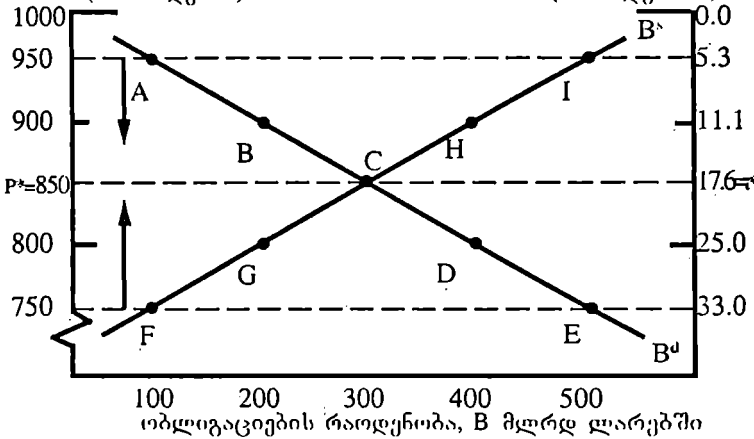
რადგანაც მოსალოდნელი შემოსავლიანობა სხვა თანაბარ პირობებში (ე.ი. შემოსავლის დონის უცვლელობის, სხვა

აქტივებზე მოსალოდნელი შემოსავლიანობის, რისკისა და ლიკვიდურობის უცვლელი დონის პირობებში) ამ ობლიგაციებზე უფრო მაღალია, ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნის თეორი-
 იდან გამომდინარე, მათზე მოთხოვნის ხიდივე C გაიზარდება 200 მლრდ ლარამდე. ამდენად, თუ ობლიგაციის ფასია 850 ლარი (საპროცენტო განაკვეთი და მოსალოდნელი შემოსავ-
 ლიანობა უდრის 17.6%-ს), მოთხოვნის ხიდივე ობლიგაციაზე C წერტილში უფრო მეტი იქნება, ვიდრე B წერტილში. ანალოგიურად უფრო დაბალი ფასის პირობებში, კერძოდ, 800-
 ლარიან (საპროცენტო განაკვეთი 25%) და 750 ლარიან (საპრო-
 ცენტო განაკვეთი 33.3%) ობლიგაციებზე მოთხოვნის ხიდივე გაიზარდება D-დან E წერტილამდე. ამ წერტილების შემაფ-
 რთებულ B^d მრუდს ობლიგაციაზე მოთხოვნის მრუდს უწოდებენ. მას ჩვეულებრივ დაღმავალი წრფის¹² სახე (უარყოფითი გადა-
 ხრა) აქვს, რომელიც მიუთითებს, რომ, რაც უფრო დაბალია ობლიგაციის ფასი, მით უფრო მაღალია მასზე მოთხოვნის ხიდივე სხვა თანაბარ პირობებში.

გრაფიკი 1

ობლიგაციების მოთხოვნა და მიწოდება

ობლიგაციის ფასი, P საპროცენტო განაკვეთი, i (%)
 (P იზრდება↑) (i იზრდება↓)



¹² მიუხედავად იმისა, რომ მრუდს დახრილი წრფით გამოვსახავთ, ეს არ ნიშნავს იმას, რომ იგი წარმოადგენს წრფეს. მოთხოვნის და მიწოდების მრუდებს წრფით გამოვსახავთ აქქის გადავიღების მიზნით.

მიწოდების მრუდი. მოთხოვნის მრუდის აგებისას მეტად მნიშვნელოვანია ვარაუდი იმის შესახებ, რომ ყველა დანარჩენი ეკონომიკური ცვლადი, გარდა ობლიგაციის ფასისა და საპროცენტო განაკვეთისა, უცვლელი რჩება. ჩვენ ამავე ვარაუდით ვისარგებლებთ მიწოდების მრუდის აგების შემთხვევაშიც. იგი გვინფუნებს ერთიერთკავშირს გასაყიდად წარმოდგენილ ობლიგაციათა რაოდენობასა და მათ ფასებს შორის იმ პირობებში, როცა ყველა დანარჩენი ეკონომიკური ცვლადი უცვლელია რჩება.

როდესაც ობლიგაციის ფასი 750 ლარია (საპროცენტო განაკვეთი 33.3%), რაც 1 გრაფიკზე შეესაბამება F წერტილს, გასაყიდად შემოთავაზებულ ობლიგაციათა რაოდენობა შეადგენს 100 მლრდ ლარს. თუ ობლიგაციის ფასი უდრის 800 ლარს, საპროცენტო განაკვეთი დაეცემა 25%-ის დონეზე. ამგვარი საპროცენტო განაკვეთის პირობებში ობლიგაციათა გამომშვების გზით თანხების სესხად აღება უფრო იაფია, ამიტომაც ფირმები ეცდებიან სესხის აღებას ობლიგაციათა გამომშვების გზით და გასაყიდად წარმოდგენილ ობლიგაციათა რაოდენობა დადგინდება შედარებით უფრო მაღალ 200 მლრდ ლარის დონეზე (წერტილი G). ობლიგაციის კიდევ უფრო მაღალ ფასს 850 დოლარს, რომელსაც უფრო დაბალი საპროცენტო განაკვეთი (17.6%) შეესაბამება, მიუკაჟართ შემოთავაზებულ ობლიგაციათა რაოდენობის შემდგომ ზრდასთან 300 მლრდ ლარამდე (წერტილი C). ფასის შემდგომი ზრდა 900-დან 950 ლარამდე ხელს ეწყობს ობლიგაციათა მიწოდების სიდიდის კიდევ უფრო მეტად ზრდას (წერტილები H და I). ამ წერტილების შემაერთებული B მრუდი წარმოადგენს სწორედ ობლიგაციის მიწოდების მრუდს. მას ნეუულებრივ აღმავეალი წრფის სახე და დადებითი გადახრა აქვს, რაც ნებისმიერი მიწოდების მრუდისთვისაა დამახასიათებელი და ნიშნავს, რომ ფასის ზრდა (სხვა თანაბარ პირობებში) იწვევს მიწოდების სიდიდის ზრდას.

საბაზრო წონასწორობა. ეკონომიკაში საბაზრო წონასწორობა მყარდება მაშინ, როცა სიკეთის მოცულობა, რომელთა შექმნაც შეუძლია ადამიანთა ერთ ნაწილს (მოთხოვნის სიდიდე), ემთხვევა სიკეთის მოცულობას (დაწესებული ფასების პირობებში), რომელთა გაყიდვაც სურთ მწარმოებლებს (მიწოდების სიდიდე). ობლიგაციათა ბაზარზე წონასწორობა წარმოიქმნება ობლიგაციებზე მოთხოვნისა და ობლიგაციათა მი-

წოდების სიდიდის ტოლობისას:

$$B^d = B^s.$$

1 გრაფიკზე წონასწორობა მიიღწევა მოთხოვნისა და მიწოდების მრუდების გადაკვეთისას C წერტილში, როცა ობლიგაციის ფასი უდრის 850 ლარს (საპროცენტო განაკვეთია 17.6%), ობლიგაციათა რაოდენობა კი 300 მლრდ ლარს შეადგენს. ფასს ($P^* = 850$). რომლის დროსაც მოთხოვნა მიწოდების ტოლია, წონასწორული ფასი ეწოდება. ანალოგიურად საპროცენტო განაკვეთს, რომელიც შეესაბამება ($i^* = 17.6\%$) წონასწორულ ფასს, წონასწორულ საპროცენტო განაკვეთს უწოდებენ.

ბაზარი, როგორც წესი, მიისწრაფვის წონასწორული მდგომარეობისკენ. ამიტომაც საბაზრო წონასწორობისა და წონასწორული ფასის ცნებები, ისევე როგორც წონასწორული საპროცენტო განაკვეთის ცნება, მეტად მნიშვნელოვანია, რადგანაც როცა ობლიგაციის ფასი მაღალია, (მაგალითად, 950 ლარია), ობლიგაციის მიწოდების სიდიდე I წერტილში უფრო მაღალი აღმოჩნდება, ვიდრე ობლიგაციებზე მოთხოვნის სიდიდე A წერტილში. ისეთ სიტუაციას, როდესაც მიწოდების მოცულობა აღემატება მოთხოვნის მოცულობას, ჭარბი მიწოდება ეწოდება. იმის გამო, რომ ასეთ პირობებში გაიყიდველთა რაოდენობა აღემატება მყიდველთა რაოდენობას, ობლიგაციებზე ფასი ეცემა. რაზედაც მეტყველებს 1 გრაფიკზე გამოსახული ქვევით მიმართული ისარი იმ წერტილიდან, რომელიც შეესაბამება ობლიგაციის ფასს 950 ლარს. ვიდრე ობლიგაციის ფასი წონასწორულ ფასზე მაღალი იქნება, ბაზარი აღმოჩნდება ობლიგაციათა ჭარბი მიწოდების სიტუაციაში, ფასის დაცემა კი გაგრძელდება. ეს პროცესი მხოლოდ მაშინ შეწყრდება, როდესაც ფასი წონასწორულ დონეს - 850 ლარს მიაღწევს, ანუ არ ექნება ადგილი ჭარბ მიწოდებას.

რა მოხდება, თუ ობლიგაციის ფასი წონასწორულზე დაბალი იქნება? თუ ობლიგაციათა ფასები დაბალ დონემდე (მაგალითად, 750 ლარამდე) დაეცემა, მაშინ მოთხოვნის სიდიდე E წერტილში უფრო მაღალი აღმოჩნდება, ვიდრე მიწოდების სიდიდე F წერტილში. ამას ეწოდება ჭარბი მოთხოვნა. ამ დროს ობლიგაციის მყიდველთა რაოდენობა აღემატება გაყიდვის მსურველთა რიცხვს. ეს 1 გრაფიკზე გამოსახულია 750

ღარის შესაბამისი წერტილიდან ზევით მიმართული ისრით. მხოლოდ მაშინ, როდესაც ლიკვიდირებული იქნება ჭარბი მოთხოვნა ობლიგაციებზე ფასების - 850 ლარამდე (ე.ი. წონასწორულ დონემდე) ზრდისას, შეწყდება ფასის მისწრაფება ზრდისკენ.

წონასწორული ფასის ცნება მეტად მნიშვნელოვანია, რადგანაც იგი გვინგვჩვენებს, თუ როდის მყარდება საბაზრო წონასწორობა. იქიდან გამომდინარე, რომ 1 გრაფიკის მარცხენა ვერტიკალურ ღერძზე გამოხატული ფასები ერთმნიშვნელოვნად შესაბამეობა მარჯვენა ვერტიკალურ ღერძზე გამოსახულ საპროცენტო განაკვეთის მნიშვნელობებს, შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ საპროცენტო განაკვეთი აელუნს მისწრაფებას წონასწორული დონისკენ - 17.6%-კენ. თუ საპროცენტო განაკვეთი წონასწორულზე დაბალია (მაგალითად, 5.3%), მაშინ ობლიგაციის ფასი წონასწორულზე მაღალი აღმოჩნდება, რაც შეესაბამება ობლიგაციის ჭარბ მიწოდებას. ამ შემთხვევაში ობლიგაციის ფასი ეცემა, რასაც მიყვევართ განაკვეთის წონასწორულ დონემდე ზრდასთან. ანალოგიურად, როცა საპროცენტო განაკვეთი წონასწორული მნიშვნელობის დონეზე უფრო მაღალია (მაგალითად, 33.3%-ია), შეიმჩნევა ჭარბი მოთხოვნა ობლიგაციებზე და ობლიგაციის ფასი იზრდება, რასაც მიყვევართ საპროცენტო განაკვეთის წონასწორულ დონემდე - 17.6%-მდე დაცემასთან.

მოთხოვნისა და მიწოდების მოდელი

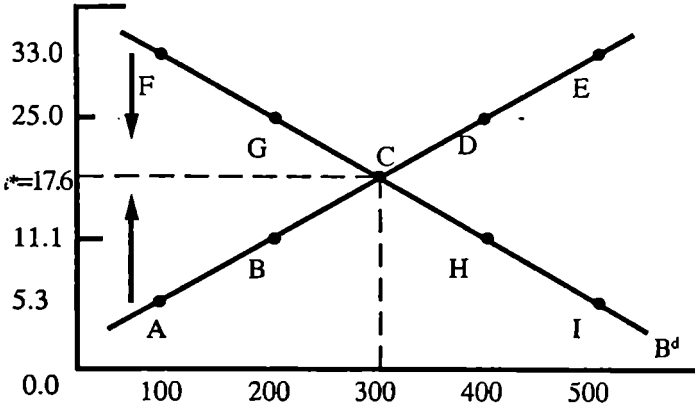
1 გრაფიკზე მოცემულია ობლიგაციათა მოთხოვნისა და მიწოდების პირობითი დიაგრამები, რომლებზეც ობლიგაციის ფასი გამოსახულია მარცხენა ვერტიკალურ ღერძზე. ობლიგაციათა რაოდენობა კი პორიზონტალურ ღერძზე. რადგანაც ფასის შესაბამისი საპროცენტო განაკვეთი აღნიშნულია მარჯვენა ვერტიკალურ ღერძზე, ეს დიაგრამა საშუალებას გვაძლევს დავახასიათოთ წონასწორული საპროცენტო განაკვეთი. იგი წარმოადგენს მოდელს, რომელიც აღწერს საპროცენტო განაკვეთების ფორმირებას. მნიშვნელოვანია გვახსოვდეს, რომ 1 გრაფიკზე წარმოდგენილი დიაგრამა შეიძლება ნებისმიერი ტიპის ობლიგაციისათვის იქნეს აგებული, რამეთუ საპროცენტო განაკვეთი და ობლიგაციის ფასი ნებისმიერი ტიპის - დისკონ-

ტური და კუპონური ობლიგაციისთვისაც ერთმანეთთან უოველთვის უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაში იმყოფება.

1 გრაფიკზე წარმოდგენილი დიაგრამის ნაკლი იმაში მდგომარეობს, რომ მარჯვენა ვერტიკალურ ღერძს, რომელზეც განლაგებულია საპროცენტო განაკვეთები, გააჩნია უწვეულო მიმართულება: ზევით გადაადგილებისას ამ ღერძზე საპროცენტო განაკვეთები კლებულობს. იმის გამო, რომ ეკონომისტები უფრო ხშირად, ობლიგაციათა ფასებთან შედარებით, ინტერესს საპროცენტო განაკვეთების მიმართ ავლენენ, ობლიგაციებზე მოთხოვნა და მიწოდება შეგვიძლია გამოვსახოთ დიაგრამით, რომელზეც მხოლოდ ერთი ვერტიკალური ღერძი იქნება გამოსახული და მასზე საპროცენტო განაკვეთები შეიცვლება ჩვეულებრივი მიმართულებით, ე.ი. ღერძზე ზევით მოძრაობისას გაიზრდება. 2 გრაფიკზე ვეხვართ წერტილი R-დან I-მდე შეესაბამება 1 გრაფიკზე გამოსახულ წერტილებს, თუმცა საპროცენტო განაკვეთის „ჩვეულებრივი“ მიმართულებით გადაადგილება ახალ პრობლემას წარმოშობს. ამ შემთხვევაში A და E წერტილებზე გამაგალი მოთხოვნის მრუდი ერთობ უწვეულოდ გამოიყურება – მას დადებითი გადახრა აქვს. ეს საკვებით შეესაბამება მოთხოვნის ჩვეულებრივ მოდელს, რომლიდანაც გამომდინარეობს ობლიგაციათა ფასისა და რაოდენობის უკუპროპორციული დამოკიდებულება. უკუპროპორციული დამოკიდებულება ობლიგაციათა ფასებსა და საპროცენტო განაკვეთებს შორის გულისხმობს, რომ A წერტილიდან B წერტილისკენ, B წერტილიდან C-კენ და ა.შ. მოძრაობისას ობლიგაციის ფასები ეცემა და მოთხოვნის ჩვეულებრივი მოდელის შესაბამისად ობლიგაციათა რაოდენობა, რომელთა შექმნაც ადამიანებს სურთ, იზრდება. ანალოგიურად, ჩვენს მიერ აგებულ ობლიგაციათა მიწოდების მრუდს, რომელიც F და I წერტილებზე გადის, გააჩნია დახრილი წრფის სახე (უარყოფითი გადახრა), მაგრამ ის მოლიანად შეესაბამება სტანდარტულ შეხედულებას იმაზე, რომ ობლიგაციათა ფასი და ობლიგაციათა შემოთავაზებული რაოდენობა პირდაპირპროპორციულ დამოკიდებულებაში იმყოფება.

ობლიგაციების მოთხოვნა და მიწოდება

საპროცენტო განაკვეთი, i (%) ობლიგაციებზე მოთხოვნა, B^d
 (i იზრდება \uparrow) (სასესხო კაპიტალის მიწოდება)



ობლიგაციების მიწოდება, B^s
 ობლიგაციების რაოდენობა, B (სასესხო საშუალებები, L)
 მლრდ. ლარებში

მოთხოვნის მრუდს ჩვეულებრივ შესაძლებელია უარყოფითი, ხოლო მიწოდების მრუდს – დადებითი გადახრა ჰქონდეს, თუ შეიცვლება პორიზონტალური ღერძისა და თვით მოთხოვნისა და მიწოდების ღერძების სახელწოდებები. იქიდან გამომდინარე, რომ ფირმა ობლიგაციების გასაყიდად წარდგენით სინამდვილეში სესხს იმ პირებისაგან დებულობს, რომლებიც ყიდულობენ მის ობლიგაციებს, „ობლიგაციის მიწოდება“ არსებითად ეკვივალენტური იქნება „სესხზე მოთხოვნისა“. ამდენად, შეგვიძლია დაეასკენათ, რომ ობლიგაციის მიწოდების ღერძი გვიწვენებს, თუ როგორია მოცემული საპროცენტო განაკვეთის შემთხვევაში სესხზე მოთხოვნა. თუ ჩაეთვლით, რომ პორიზონტალურ ღერძზე მოცემულია სასესხო საშუალებათა ჯამი (თანხა), ანუ კრედიტების ან სესხების მოცულობა, მაშინ ობლიგაციათა მიწოდება შეიძლება განიშარტოს როგორც სასესხო საშუალებებზე მოთხოვნა. ანალოგიურად ობლიგაციებზე მოთხოვნის

მრუდს შეიძლება ვუწოდოთ სასესიო საშუალებათა მიწოდების მრუდი, რადგანაც ობლიგაციათა შექმნა (მოთხოვნის ფორმირება) სესხის (კრედიტის) მიწოდების ეკვივალენტურია. 2 გრაფიკზე ფრჩხილებში მოცემულია მრუდთა და პირისონტალურ ღერძთა ალტერნატიული დასახელებანი. ამ შემთხვევაში სასესიო საშუალებად წოდებულ მოთხოვნის მრუდს აქვს უარყოფითი, ხოლო სასესიო საშუალებათა მიწოდების მრუდს – დადებითი გადახრა.

ობლიგაციათა ბაზარზე საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის ამსახველი მოთხოვნის და მიწოდების გრაფიკების ანალიზს სასესიო საშუალებათა ბაზრის მოდელებს უწოდებენ. იმის მიუხედავად, თუ რომელი ბაზრის გამოიკვლევა წარმოებს – ობლიგაციათა ბაზრის, თუ სასესიო საშუალებათა ბაზრის, შედეგი ყოველთვის ერთი და იგივე იქნება: საპროცენტო განაკვეთების კვლევის ეს ორი მეთოდი სრულიად ეკვივალენტურია.

წყენს მიერ ჩატარებული ანალიზის მნიშვნელოვან თავისებურებას წარმოადგენს ის, რომ მოთხოვნასა და მიწოდებას წყენ განვიხილავთ როგორც აქტივთა მარაგს (რაოდენობა დროის მოცემულ მომენტში), და არა როგორც სასესიო საშუალებათა ნაკადებს. ამგვარი მიდგომა ერთგვარად განსხვავდება სასესიო საშუალებათა ნაკადებთან დაკავშირებული ანალიზის სხვა სახეებისაგან (წლის განმავლობაში გაცემული სესხები). ფინანსური ბაზრის აგენტების ქცევის შესასწავლად შექმნილი ფინანსური აქტივების ბაზრის თეორიაში ფინანსურ აქტივებზე ფასების განსაზღვრისას ძირითადი უზარდლება ეთმობა მათ მარაგებს და არა ნაკადებს. დღეისათვის ეკონომისტები უფრო ხშირად ამ მიდგომას იყენებენ, რადგანაც ნაკადების (ნამატის სიდიდის) კორექტული ანალიზი ინფლაციის პირობებში საკმაოდ რთულია.

წონასწორული საპროცენტო განაკვეთის მერყეობა. გაუგებრობათა თავიდან აცილების მიზნით მნიშვნელოვანია ვიცოდეთ, რა განსხვავებაა მოთხოვნის (ან მიწოდების) მრუდის გასწვრივ მოძრაობასა და მოთხოვნის (ან მიწოდების) მრუდის გადაადგილებას შორის. როდესაც ობლიგაციის ფასის ცვლილების (ან საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების) შედეგად მოთხოვნის (ან მიწოდების) სიდიდე იცვლება, ესაუბრობთ მოთხო-

ნის (ან მიწოდების) მრუდის გასწვრივ მოძრაობა^სყ. 1 ან 2 გრაფიკებზე მოთხოვნის მოცულობის ცვლილება A წერტილიდან B წერტილში და D წერტილიდან C წერტილში მოძრაობისას წარმოადგენს მოთხოვნის მრუდის გასწვრივ მოძრაობას. მოთხოვნის (ან მიწოდების) მრუდის გადაადგილებას კი, პირიქით, ადგილი აქვს მაშინ, როდესაც მოთხოვნის (ან მიწოდების) სიდიდე შეიცვლება ფასის (ან საპროცენტო განაკვეთის) ყოველი მოცემული მნიშვნელობისას, ობლიგაციის ფასისა და საპროცენტო განაკვეთის გარდა, რაიმე სხვა სახის ფაქტორის ცვლილების საპასუხოდ. როცა ამ ფაქტორთაგან ერთ-ერთი იცვლება, ეს იწვევს მოთხოვნის ან მიწოდების მრუდის გადაადგილებას და მყარდება საპროცენტო განაკვეთის ახალი წონასწორული მნიშვნელობა.

ობლიგაციაზე მოთხოვნის მრუდის გადაადგილება. ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნის თეორია საშუალებას გვაძლევს გამოვეყოთ ის ფაქტორები, რომელთაც მიეკავართ ობლიგაციებზე მოთხოვნის მრუდის გადაადგილებასთან. ეს ფაქტორები დაიყვანება ოთხი პარამეტრის ცვლილებაზე:

1. სიმდიდრე;
2. ობლიგაციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა სხვა აქტივებთან შედარებით;
3. ობლიგაციათა რისკი სხვა აქტივებთან შედარებით;
4. ობლიგაციათა ლიკვიდურობა სხვა აქტივებთან შედარებით.

სიმდიდრე. ეკონომიკის მაღალი ტემპით ზრდისას, როდესაც მატულობს ადამიანთა მატერიალური კეთილდღეობის დონე, ობლიგაციებზე მოთხოვნის მოცულობა ნებისმიერი ფასის (საპროცენტო განაკვეთის) პირობებში იზრდება და მოთხოვნის მრუდი მარჯვნივ გადაადგილდება. ამასთან მოთხოვნის მრუდის გადაადგილების სიდიდე დამოკიდებულია იმაზე, ობლიგაცია ფუფუნებად ითვლება თუ აუცილებელ აქტივად. ამასთან, ეკონომიკის დაცემის ფაზაში, როცა შემოსავლისა და კეთილდღეობის დონე ეცემა, ობლიგაციებზე მოთხოვნაც მცირდება და მოთხოვნის მრუდი მარცხნივ გადაადგილდება.

ობლიგაციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა სხვა აქტივებთან შედარებით. რაც შეეხება 1-წლიან დისკონტურ ობლიგაციებს, მათი ფლობის 1-წლიან პერიოდში მოსალოდნელი

შემოსავლიანობა და საპროცენტო განაკვეთი ერთმანეთს ემთხვევა. მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ყველა შემადგენელი დაკავშირებულია ობლიგაციის ფასთან და საპროცენტო განაკვეთთან.

ობლიგაციებისათვის, რომელთა დაფარვის ვადა ერთ წელს აღემატება, შემოსავლიანობა შეიძლება განსხვავდებოდეს საპროცენტო განაკვეთისგან. როგორც კი ადამიანები იწყებენ ფიქრს იმაზე, რომ საპროცენტო განაკვეთები მომდევნო წელს მოსალოდნელთან შედარებით უფრო მაღალი იქნება, გრძელვადიანი ობლიგაციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა მცირდება საპროცენტო განაკვეთის ნებისმიერი მნიშვნელობისას. აქედან გამომდინარე, შედარებით მაღალი საპროცენტო განაკვეთები მომავალში ამცირებს მოთხოვნას გრძელვადიან ობლიგაციებზე, რაც იწვევს მოთხოვნის მრუდის მარცხნივ გადაადგილებას.

და პირიქით, მომავალში საპროცენტო განაკვეთების დაცემის მილოდინი მიგვანიშნებს, რომ ფასები გრძელვადიან ობლიგაციებზე უფრო მეტად უნდა გაიზარდოს, ვიდრე ადრე ვარაუდობდნენ. ეს გამოიწვევს მოსალოდნელი შემოსავლიანობის უფრო მაღალ დონემდე აწევას, რაც გაზრდის მოთხოვნის მოცულობას საპროცენტო განაკვეთის და ობლიგაციის ფასის ნებისმიერი მნიშვნელობისას. შედარებით დაბალი საპროცენტო განაკვეთების მოლოდინი ზრდის მოთხოვნას გრძელვადიან ობლიგაციებზე და მოთხოვნის მრუდს მარჯვნივ გადაადგილებს.

სხვა აქტივების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ცვლილებას ასევე შეუძლია ობლიგაციებზე მოთხოვნის მრუდის გადაადგილება. თუ ადამიანები, საფონდო ბაზარზე მიმდინარე მოვლენებიდან გამომდინარე, უფრო ოპტიმისტურ პროგნოზებს გააკეთებენ და მომავალში უფრო მაღალ ფასებს მოელოან აქციებზე, მაშინ მოსალოდნელი შემოსავლებიც კაპიტალის ნამატიდან და აქციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობაც გაიზრდება. ობლიგაციათა შემოსავლიანობის უცვლელობის პირობებში ობლიგაციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა აქციათა მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან შედარებით აუცილებლად დაეცემა, რაც მიგვიყვანს ობლიგაციებზე მოთხოვნის დაცემასთან და მოთხოვნის მრუდის მარცხნივ გადაადგილებას.

ბასთან.

ინფლაციურ მოლოდინს შეუძლია შეცვალოს ფისიკური აქტივების, კერძოდ, ავტომანქანების და ბინების (რომლებსაც ასევე რეალურ აქტივებსაც უწოდებენ) მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, რაც გამოიწვევს ობლიგაციაზე მოთხოვნის ცვლილებას. მოსალოდნელი ინფლაციის (მაგალითად, 5-დან – 10%-მდე ზრდა) გამოიწვევს მომავალში ფასების მატებას ავტომობილებსა და ბინებზე, ე.ი. უფრო მაღალ შემოსავლებს კაპიტალის ნამატიდან. ეს ნიშნავს მოცემული რეალური აქტივების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ზრდას, რაც შემდგომ განაპირობებს რეალური აქტივების მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან შედარებით ობლიგაციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობის დაცემას; ეს კი გამოიწვევს ობლიგაციებზე მოთხოვნის შემცირებას. ამასთან, მოსალოდნელი ინფლაციის ზრდა ამკირებს რეალურ საპროცენტო განაკვეთებს ობლიგაციებზე, ხოლო ამ მიზეზით შემცირებული მოსალოდნელი შეფარდებითი შემოსავლიანობა იწვევს ობლიგაციაზე მოთხოვნის დაცემას. ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის ზრდა განაპირობებს ობლიგაციაზე მოთხოვნის შემცირებას და მოთხოვნის მრუდის მარცხნივ გადაადგილებას.

რისკი. თუ ობლიგაციათა ბაზარზე ადგილი აქვს ფასების მერყეობას (ანუ იგი ხშირად და ძლიერ იცვლება), მაშინ ობლიგაციებისთვის დამახასიათებელი რისკი იზრდება, თვით ობლიგაციები კი ნაკლებად მიმსიდველ აქტივებად იქცევა. ობლიგაციათა რისკის ზრდა იწვევს ობლიგაციებზე მოთხოვნის დაცემას და მოთხოვნის მრუდის მარცხნივ გადაადგილებას.

სხვა სახის ფინანსური აქტივების ბაზარზე, მაგალითად, საფონდო ბაზარზე, ფასების მერყეობის ზრდა კი, პირიქით, ობლიგაციებს უფრო მიმსიდველს ხდის. ალტერნატიული აქტივების რისკის ხარისხის ზრდა იწვევს ობლიგაციებზე მოთხოვნის ზრდას, რის გამოც მოთხოვნის მრუდი მარჯვნივ გადაადგილდება.

ლიკვიდურობა. რაც უფრო მეტი ადამიანი ეაჭრობს ობლიგაციათა ბაზარზე, ობლიგაციები მით უფრო სწრაფად და ადვილად გაიყიდება, მათი ლიკვიდურობის ზრდა კი განაპირობებს ობლიგაციებზე მოთხოვნის მოცულობის ზრდას, საპრო-

ცენტო განაკვეთის ნებისმიერი ღონის პირობებში. ობლიგაციათა ლიკვიდურობის სრდას მიუყავართ ობლიგაციებზე მოთხოვნის სრდასთან. რაც იწვევს მოთხოვნის მრუდის მარჯვნივ გადაადგილებას. ამის ანალოგიურად ალტერნატიული აქტივების ლიკვიდურობის სრდა ამცირებს ობლიგაციებზე მოთხოვნას და მოთხოვნის მრუდის მარცხნივ გადაადგილებს. მაგალითად, 1975 წელს ფიქსირებული საკომისიო განაკვეთების სტრუქტურის შეცვლის შემდეგ საბროკერო საკომისიო შემოსავლის შემცირებამ ჩვეულებრივ აქციებზე გარიგებების დადებისას განარდა აქციათა ლიკვიდურობა ობლიგაციებთან შედარებით, რის გამოც ობლიგაციებზე მოთხოვნის დაცემამ გამოიწვია მოთხოვნის მრუდის მარცხნივ გადაადგილება.

ობლიგაციათა მიწოდების მრუდის გადაადგილება. ობლიგაციათა მიწოდების მრუდის გადაადგილება შეიძლება გამოიწვიოს მრავალმა ფაქტორმა, რომელთა შორის აღსანიშნავია:

1. პოტენციურ ინვესტორთა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა;
2. მოსალოდნელი ინფლაცია;
3. მთავრობის საქმიანობა.

პოტენციურ ინვესტორთა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა. რაც უფრო მომგებიანია ინვესტიცია, რომელსაც ფირმა ახორციელებს, მით მეტად არის იგი დაინტერესებული ამ ინვესტიციათა დასაფინანსებლად სახსრების სესხად მოზიდვით (და, ბუნებრივია, დავალიანების - გასრდისა). როცა ეკონომიკა სწრაფად ვითარდება, რასაც, როგორც წესი, ადგილი აქვს ეკონომიკის აღმავლობის პერიოდში, მაშინ ფირმათა საინვესტიციო შესაძლებლობები სულ უფრო მეტად იზრდება და ობლიგაციათა მიწოდების მოცულობა ობლიგაციის ნებისმიერი ფასის და საპროცენტო განაკვეთის პირობებში სწრაფად მატულობს ამიტომაც ეკონომიკური აღმავლობის პერიოდში იზრდება ობლიგაციათა მიწოდება და ობლიგაციათა მიწოდების მრუდი მარჯვნივ გადაადგილდება. ამის ანალოგიურად რეცესიის (ეკონომიკური დაცემის) პერიოდში, როდესაც საინვესტიციო შესაძლებლობები მკვეთრად მცირდება, ობლიგაციათა მიწოდება მცირდება და მოთხოვნის მრუდი მარცხნივ გადაადგილდება.

მოსალოდნელი ინფლაცია. სესხის რეალური დანახარ-

ჯები უფრო სუსტად იზომება რეალური საპროცენტო განაკვეთით, რომელიც უდრის ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთს გამოკლებული ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი. მოცემული საპროცენტო განაკვეთის პირობებში, როდესაც მოსალოდნელი ინფლაცია იზრდება, სესხის რეალური დანახარჯები მცირდება, შესაბამისად, ობლიგაციათა მიწოდების მოცულობა იზრდება ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთისა და ფასების ნებისმიერი მნიშვნელობისას. მოსალოდნელი ინფლაციის ზრდისას ობლიგაციათა მიწოდება იზრდება, რაც იწვევს მიწოდების მრუდის მარჯვნივ გადაადგილებას.

ობლიგაციათა ბაზრისათვის აგებული მოთხოვნისა და მიწოდების მოდელის გამოყენებისას აუცილებელია გვახსოვდეს:

1. ცვლადის ცვლილების ეფექტის შესწავლისას ყველა დანარჩენი ცვლადი უცვლელია;

2. საპროცენტო განაკვეთი ობლიგაციის ფასთან უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია: როდესაც ობლიგაციის ფასი იზრდება, წინასწორული საპროცენტო განაკვეთი ეცემა და, პირიქით, ობლიგაციის წინასწორული ფასის შემცირება იწვევს წინასწორული საპროცენტო განაკვეთის ზრდას.

მთავრობის საქმიანობა. მთავრობის საქმიანობამ სხვადასხვა სახით შეიძლება მოახდინოს შემოქმედება ობლიგაციათა მიწოდებაზე. სახელმწიფო ობლიგაციებს გამოსცემს ბიუჯეტის დეფიციტის (სახელმწიფო ხარჯებსა და შემოსავლებს შორის სხვაობა) დასაფინანსებლად. როცა დიდია ბიუჯეტის დეფიციტის მოცულობა, ხაზინა უფრო მეტ ობლიგაციას ყიდის და ობლიგაციათა მიწოდების მოცულობა იზრდება საპროცენტო განაკვეთისა და ობლიგაციის ფასის ნებისმიერი მნიშვნელობისას. სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის უფრო მაღალი დონე ზრდის ობლიგაციათა მიწოდებას და მოთხოვნის მრუდი მარჯვნივ გადაადგილდება.

სახელმწიფო მმართველობის და ხელისუფლების ადგილობრივი ორგანოები სხვა სამთავრობო ორგანოების მსგავსად თავიანთი დანახარჯების დასაფინანსებლად გამოსცემენ ობლიგაციებს, რაც ასევე შემოქმედებს ობლიგაციათა მიწოდებაზე. აღსანიშნავია, რომ ფულად-საქრედიტო პოლიტიკის განხორციელება მთიკავს ობლიგაციათა ყიდვის და გაყიდვის პროცესს, რაც, თავის მხრივ გულისხმობს ობლიგაციათა მიწოდე-

ბის ცვლილებასაც.

წონასწორული საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების ანალიზისას უმჯობესია აქცენტი გაკეთებულ იქნეს რეალურ სიტუაციებზე, რაც საშუალებას იძლევა განისაზღვროს ფულად-საქრედიტო პოლიტიკის შემოქმედება საპროცენტო განაკვეთზე.

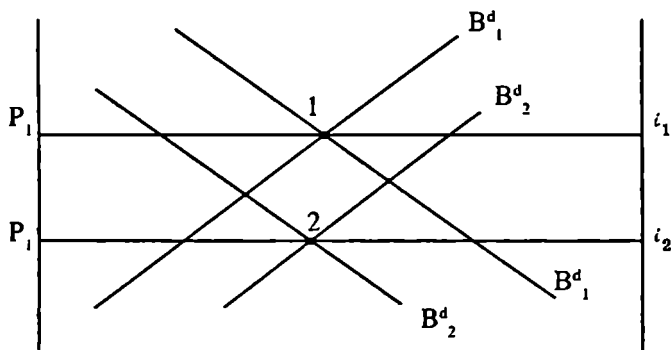
**ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის ცვლილება:
ზიზარის უზეპტი**

იმისათვის, რომ განისაზღვროს, თუ როგორ შემოქმედებს ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის ცვლილება ნომინალურ საპროცენტო განაკვეთზე, აუცილებელია ვიცოდეთ, როგორ გადაადგილება მიწოდებისა და მოთხოვნის მრუდები.

გრაფიკი 3

**რეაქცია ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის
ცვლილებაზე**

ობლიგაციის ფასი, P საპროცენტო განაკვეთი, i (%)
(P იზრდება \uparrow) (i იზრდება \downarrow)



ობლიგაციის რაოდენობა, B

დაეუშვათ, რომ თაედაპირველად მოსალოდნელია ინფლაციის ზრდა 5%-ის დონეზე, მოთხოვნის B_1^d და მიწოდების

B_1 მრუდები კი ერთმანეთს გადაკვეთენ წერტილ 1-ში, რომელშიც ობლიგაციის წონასწორული ფასი შეადგენს P_1 -ს, ხოლო საპროცენტო განაკვეთი - i_1 -ს. თუ ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი 10%-მდე გაიზრდება, მაშინ ობლიგაციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა რეალურ აქტივებთან მიმართებაში შემცირდება ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთისა და ფასის ნებისმიერი მნიშვნელობისას. ამის შედეგად ობლიგაციებზე მოთხოვნა შემცირდება და მოთხოვნის მრუდი გადაადგილდება მარცხნივ - B_1^d , მდგომარეობიდან B_2^d მდგომარეობაში. ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის ზრდა გადაადგილებს მიწოდების მრუდსაც. სესხის აღებისას რეალური დანახარჯები მცირდება ობლიგაციის ფასისა და საპროცენტო განაკვეთის ნებისმიერი მნიშვნელობისთვის, რომლის ძალითაც ობლიგაციათა მიწოდების მოცულობა იზრდება და მიწოდების მრუდი მარჯვნივ გადაადგილდება (მდგომარეობა B_1^s -დან B_2^s -ში).

როდესაც ინფლაციის მოსალოდნელი ცვლილების საპასუხოდ მოთხოვნისა და მიწოდების მრუდები გადაადგილდება, წონასწორობაც წერტილ 1-დან წერტილ 2-ში გადაინაცვლებს; ასევე გადაადგილდება მოთხოვნისა და მიწოდების ახალი B_1^d და B_2^s მრუდები. ამასთან, წონასწორული ფასი P_1 -დან P_2 -მდე დაეცემა, ხოლო, რადგანაც ობლიგაციის ფასი საპროცენტო განაკვეთთან უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია, საპროცენტო განაკვეთი i_1 -დან i_2 -მდე გაიზრდება. აღსანიშნავია, რომ 3 გრაფიკზე გამოსახულ წონასწორულ სიტუაციაში ობლიგაციათა რაოდენობა პრაქტიკულად უცვლელი რჩება. რაც უფრო მეტად გადაადგილდება მოთხოვნისა და მიწოდების მრუდები, ობლიგაციათა წონასწორული მოცულობა ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის ზრდის პირობებში შეიძლება გაიზარდოს ან შემცირდეს.

მიწოდებისა და მოთხოვნის მოდელის შესწავლა საშუალებას იძლევა დავესკვნათ, რომ ინფლაციის ტემპის მოსალოდნელ ზრდასთან ერთად იზრდება საპროცენტო განაკვეთებიც. ამ მოვლენამ ეკონომისტ ირვინგ ფიშერის პატივსაცემად ფიშერის ეფექტის სახელწოდება მიიღო, რომლის ძალითაც რეალური საპროცენტო განაკვეთი ტოლია მოსალოდნელი ინფლაციით კორექტირებული ნომინალური საპროცენტო განაკვეთისა.

აქედან გამომდინარე, გასაგებია, რატომ გვთავაზობენ ეკონომისტები საპროცენტო განაკვეთის შესამცირებლად ინფლაციასთან ბრძოლის გაძლიერების რეკომენდაციას.

ეკონომიკური აღმავლობა. ეკონომიკური აღმავლობის დროს ქვეყანაში წარმოებული საქონლისა და მომსახურების მოცულობა იზრდება, ამიტომ იზრდება ეროვნული შემოსავალიც. ფირმები და კომპანიები დაინტერესებული არიან აიღონ უფრო მეტი რაოდენობის სესხი, რადგან მათ წინაშე გადამიწლება განსხვავებული შემოსავლიანობის მქონე საინვესტიციო შესაძლებლობები, რომელთა დასაფინანსებლად საჭიროა დამატებითი სახსრები. ე.ი. ობლიგაციის მოცემული ფასისა და საპროცენტო განაკვეთის პირობებში ობლიგაციათა რაოდენობა, რომელთა გაყიდვაც სურთ ფირმებს (ანუ ობლიგაციათა მიწოდება) იზრდება.

ეკონომიკური აღმავლობა ცვლის ობლიგაციებზე მოთხოვნასაც. ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის თანახმად, ეკონომიკური ზრდის პერიოდში ხდება საზოგადოებრივი სიკეთის ზრდა, რომელსაც მიეყაერთ ობლიგაციებზე მოთხოვნის ზრდასთან.

სემოთ შემოთავაზებული მოთხოვნისა და მიწოდების მოდელი არ იძლევა ერთმნიშვნელოვან პასუხს ეკონომიკური აღმავლობის პერიოდში საპროცენტო განაკვეთის მერყეობის შესახებ. სკენ შემთხვევით არ შეგვირჩევია ეკონომიკური აღმავლობისა და შემოსავლის ზრდის პერიოდში საპროცენტო განაკვეთის ზრდის ვარიანტი, რამდენადაც ემპირიული მონაცემები სწორედ მოვლენათა ამგვარ განვითარებაზე მეტყველებს.

ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭების თეორია.

მოთხოვნა და მიწოდება ფულის ბაზარზე

სასესხო საშუალებათა ბაზრის მოდელი შესაძლებლობას იძლევა განისაზღვროს საპროცენტო განაკვეთის წონასწორული მნიშვნელობა ობლიგაციათა მოთხოვნისა და მიწოდების ანალიზის მეშვეობით. ალტერნატიული მოდელი კი, რომელიც ჯონ მენარდ კეინსის მიერაა შემუშავებული და ცნობილია ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭების თეორიის სახელწოდებით, ამის განსაზღვრას ფულის მიწოდებისა და

მოთხოვნის მეშვეობით ახდენს. ეს მიდგომები შეიძლება განსხვავებულად მოგვეჩვენოს, მაგრამ ფულის ბაზარზე ლიკვიდურობისათვის უპირატესობის მინიჭების ანალიზი მჭიდროდ არის დაკავშირებული სასესხო საშუალებათა ბაზრისა და ობლიგაციათა ბაზრის მოდელთან.

კეინსის ანალიზის ამოსავალს წარმოადგენს ვარაუდი აქტივების ორი ძირითადი კატეგორიის – ფულის და ობლიგაციის, არსებობის შესახებ, რომელთა სახითაც ინახავენ ადამიანები თავიანთ სიმდიდრეს. ამიტომ ეკონომიკაში დაგროვილი მთლიანი სიმდიდრე უნდა იყოს მთელი ობლიგაციებისა და ფულის ჯამი, რაც ტოლია ობლიგაციათა მიწოდების სიდიდის – B^d -სა და ფულის მიწოდების სიდიდის – M^s -ის ჯამისა. B^d ობლიგაციათა და M^d ფულის რაოდენობა, რომელთა ფლობაც ადამიანებს სურთ, ანუ მათზე მოთხოვნის ჯამური მოცულობა ასევე უნდა უტოლდებოდეს მთლიან სიმდიდრეს, რადგანაც ადამიანებს არ შეუძლიათ იმაზე მეტი აქტივი შეიძინონ, რის საშუალებასაც მათ თავიანთ ხელთ არსებული რესურსები აძლევს. ამრიგად, ობლიგაციებისა და ფულის მიწოდების ჯამი უნდა უდრიდეს ობლიგაციებისა და ფულზე მოთხოვნის ჯამს:

$$B^s + M^s = B^d + M^d$$

ობლიგაციის აღმწერ შესაკრებთა მარცხნივ გადატანით და ფულის მახასიათებელ შესაკრებთა მარჯვნივ გადატანით მივიღებთ:

$$B^s + B^d = M^d + M^s$$

მოცემული განტოლება იმაზე მეტყველებს, რომ თუ ფულის ბაზარი წონასწორულ მდგომარეობაშია ($M^s = M^d$), მაშინ განტოლების პირველი ნაწილი ნულის ტოლი იქნება, ე.ი. ობლიგაციათა ბაზარზე ასევე უნდა ჩამოყალიბდეს წონასწორება $B^s = B^d$.

ამდენად, მნიშვნელობა არა აქვს იმას, წონასწორული საპროცენტო განაკვეთი გაიანგარიშება ობლიგაციათა მოთხოვნისა და მიწოდების მოცულობათა ტოლობით თუ ფულის მიწოდებისა და მოთხოვნის ტოლობის გზით. ამ თვალსაზრისით, ლიკვიდურობის უპირატესობის მოდელი, რომლის ჩარჩოებშიც ხდება ფულის ბაზრის გამოკვლევა ეკვივალენტურია სასესხო საშუალებათა ბაზრის მოდელისა, რომლის მეშვეობითაც წარ-

მოკებს ობლიგაციათა ბაზრის კვლევა.

პრაქტიკაში გამოყენებისას ზემოთ აღნიშნული მიდგომები მაინც განსხვავდება ერთმანეთისაგან, რადგანაც ვარაუდი მხოლოდ ორი ტიპის აქტივის – ფულისა და ობლიგაციის – არსებობის შესახებ საშუალებას არ იძლევა ლიკვიდურობისათვის უპირატესობის მინიჭების მოდელის წარმოებში ვიზუალურად საპროცენტო განაკვეთზე ისეთი სახის ზემოქმედებაზე, რომელსაც ახდენს მასზე რეალური აქტივების (ისეთები, როგორცაა ბინა, ავტომობილი და სხვ.) მოსალოდნელი შემოსავლიანობის მერყეობა. ამასთან, უმრავლეს შემთხვევაში ორივე მოდელის გამოყენებით შეიძლება მივიღოთ ერთი და იგივე პროგნოზი.

ჩვენს მიერ საპროცენტო განაკვეთის ფორმირების ორივე მოდელის განხილვის მიხედვით ისაა, რომ სასესხო საშუალებათა ბაზრის მოდელი უფრო მეტად ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის მერყეობის შესწავლისას შეიძლება იქნეს გამოყენებული. ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭების მოდელი კი საშუალებას იძლევა უფრო ადვილად გამოვთვალოთ საპროცენტო განაკვეთები შემოსავლის, ფასების დონისა და ფულის მიწოდების მერყეობისას.

ფულის განსაზღვრა კეინსის თვალსაზრისით, მოიცავს ნაღდ ფულს (რომელზედაც არანიარი პროცენტი არ გადაიხდება) და სანეკო ანაბრებს (რომელზედაც კეინსის მოდელის პერიოდში პროცენტები ან არ გადაიხდებოდა, ან გადაიხდებოდა ძალიან მცირე ოდენობით). ამიტომაც მან გამოთქვა ვარაუდი, რომ ფულის შემოსავლიანობა ნულის ტოლი იყო. კეინსის მოდელში ობლიგაცია ფულის ერთადერთი ალტერნატიული აქტივია, რომელიც ხასიათდება მოსალოდნელი შემოსავლიანობით, რაც საპროცენტო განაკვეთს i -ს უდრის. საპროცენტო განაკვეთის ზრდისას (და სხვა დანარსენი პარამეტრების უცვლელობისას) ფულის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ეცემა ობლიგაციათა მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან შედარებით, რასაც, ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის შესაბამისად, მიყვავართ ფულზე მოთხოვნის შემცირებასთან.

ფულზე მოთხოვნისა და საპროცენტო განაკვეთებს შორის უკუპროპორციული დამოკიდებულება შეიძლება დადასტურდეს ალტერნატიული დანახარჯების კონცეფციის მეშვეობითაც,

რომლის მიხედვით საპროცენტო განაკვეთი (მოსალოდნელი შემოსავლიანობა) იმ სიდიდის ტოლია, რომელსაც ადამიანები კარგავენ (ხელიდან უშვებენ) იმის გამო, რომ არ ფლობენ ალტერნატიულ აქტივს, სკვენს შემთხვევაში ობლიგაციას. ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთის i -ს ზრდისას ფულის ფლობის ალტერნატიული დანახარჯები იზრდება, ე.ი. ფული ნაკლებად მიმსიდეველი ხდება და მასზე მოთხოვნის მოცულობა მცირდება.

თუ ცენტრალური ბანკი ინარჩუნებს ფულის მიწოდების მოცულობას ფიქსირებულ დონეზე, ამ შემთხვევაში ფულის მიწოდების მრუდი ვერტიკალურია. წონასწორობა, რომლის დროსაც ფულზე მოთხოვნის მოცულობა უტოლდება ფულის მიწოდების მოცულობას, მყარდება წერტილში, რომელიც მოთხოვნისა და მიწოდების მრუდების გადაკვეთაზე მდებარეობს, სადაც სრულდება პირობა:

$$M^d = M^s.$$

იმისათვის, რომ ვაჩვენოთ, როგორ მიისწრაფის ბაზარი წონასწორობისაკენ, პირველ რიგში განვიხილოთ ურთიერთდამოკიდებულება ფულის მიწოდებასა და მოთხოვნას შორის, როდესაც საპროცენტო განაკვეთი წონასწორულ დონეზე უფრო მაღალია. ფულის ჭარბი მიწოდება ნიშნავს, რომ ხალხს დიდი რაოდენობის ფული გააჩნია და საჭიროდ თელის „ჭარბი“ ფული თავიდან მოიცილოს ობლიგაციების ყიდვით. ამის გამო ობლიგაციათა ფასი იზრდება, რასაც თან სდევს საპროცენტო განაკვეთის წონასწორულ მდგომარეობამდე, დაწვევა.

ამის ანალოგიურად, თუ საპროცენტო განაკვეთი წონასწორულ დონეზე დაბალია ფულზე მოთხოვნის მოცულობა იზრდება. ამ შემთხვევაში შეიმჩნევა ჭარბი მოთხოვნა ფულზე, რადგანაც ადამიანებს სურთ იმაზე მეტი ფულის ფლობა, ვიდრე აქვთ. ფულის მოსაპოვებლად ხალხი გაყიდის ფულისგან განსხვავებულ ერთადერთ აქტივს, ანუ ობლიგაციას, რაც იწვევს ობლიგაციებზე ფასის შემცირებას. როგორც კი ობლიგაციის ფასი დაეცემა, საპროცენტო განაკვეთი წონასწორულ მნიშვნელობამდე ამალდება. მხოლოდ ამ დროს მიაღწევს საპროცენტო განაკვეთი თავის წონასწორულ მდგომარეობას და აღარ იარსებებს მისი შემდგომი მერყეობის მიზეზი.

წონასწორული საპროცენტო ბანაკვეთის მერყეობა

იმისათვის რომ, ლიკვიდურობისათვის უპირატესობის მინიჭების თეორიის გამოყენებით მოვახდინოთ წონასწორული საპროცენტო განაკვეთის მერყეობის ანალიზი, აუცილებელია გავარკვიოთ, რა განაპირობებს ფულის მიწოდებისა და მოთხოვნის მრუდების გადაადგილებას.

ჯ.მ. კეინსის მიერ შემუშავებულ ლიკვიდურობისათვის უპირატესობის მინიჭების მოდელში მოთხოვნის მრუდის გადაადგილებაზე ზეგავლენას ახდენს ორი ფაქტორი: შემოსავალი და ფასების დონე.

შემოსავლის ეფექტი. კეინსის აზრით, არსებობს ორი მიზეზი, რომელიც ცვლის ფულზე მოთხოვნას. ჯერ ერთი, ეკონომიკური აღმავლობისას და შემოსავლიანობის ზრდისას ისრდება სიმდიდრეც და ადამიანები ესწრაფვიან დააგროვონ რაც შეიძლება მეტი ფული, რადგანაც ფული ასრულებს ღირებულების შენარჩუნების საშუალების ფუნქციას. მეორე, ეკონომიკური აღმავლობისა და შემოსავლიანობის ზრდის პერიოდში ადამიანები ეცდებიან რაც შეიძლება მეტი შეიძინონ, რისთვისაც მათ მეტი რაოდენობის ფული დასჭირდებათ. აქედან გამომდინარე, შემოსავლიანობის შედარებით მაღალ დონეს მიუყავართ ფულზე მოთხოვნის ზრდასთან, რაც იწვევს მოთხოვნის მრუდის მარჯვნივ გადაადგილებას.

ფასების დონის ეფექტი. ჯ.მ. კეინსი მიიჩნევდა, რომ ადამიანებს ძალიან აღელვებთ, საქონლისა და მომსახურების შესაძენად რა რაოდენობის ფული აქვთ რეალურ გამოხატულებაში, როდესაც ფასების დონე მატულობს ფულის ნომინალური ღირებულება უკვე აღარაა საკმარისი საქონლის და მომსახურების ადრინდელი მოცულობის შეაძენად. თავიანთი ფულადი დანაზოგების რეალურ გამოხატულებაში ფლობის მიწინით ადამიანები ეცდებიან ჰქონდეთ ნომინალური ფულის უფრო მეტი რაოდენობა, ამიტომ ფასების დონის ზრდა მიგვიყვანს ფულზე მოთხოვნის მრუდის მარჯვნივ გადაადგილებასთან.

ფულის მიწოდების მრუდის მოძრაობა. დაეუშვათ, რომ მთლიანად ფულის მიწოდებაზე კონტროლს აწესებს ცენტრალური ბანკი (სინამდვილეში ფულის მიწოდების ფორმირების პროცესი უფრო რთულია. მასში მონაწილეობას იღებენ

ბანკები, მესანაბრეები და მსესხებლები). უნდა ვიცოდეთ, რომ ქვეყნის ცენტრალური ბანკის მიერ განხორციელებული პოლიტიკით ფულის მიწოდების ზრდა მიგვიყვანს ფულის მიწოდების მრუდის მარჯვნივ გადაადგილებასთან.

შემოსავლის ცვლილება. ცნობილია, რომ ეკონომიკური აღმავლობის პერიოდში შემოსავლის ზრდისას ფულზე მოთხოვნაც იზრდება. ამას შეესაბამება მოთხოვნის მრუდის მარჯვნივ გადაადგილება. ამრიგად, ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭების მოდელის შესაბამისად, შემოსავლის ზრდა ეკონომიკური აღმავლობის პერიოდში (თუ სხვა ეკონომიკური ცვლადები უცვლელია) განაპირობებს საპროცენტო განაკვეთის ზრდას. ეს დასკვნა საკმაოდ ერთმნიშვნელოვანია იმ დასკვნისგან განსხვავებით, რომელიც გაკეთებული იქნა სასესხო საშუალებათა ბაზრის მოდელის წარმოებში საპროცენტო განაკვეთზე შემოსავლის ცვლილების შემოქმედებასთან დაკავშირებით.

ფასების დონის მერყეობა. ფასების დონის ზრდასთან ერთად ფულის მიწოდებით უნარიანობა მცირდება. ამ შემთხვევაში ფულადი დანაშოგების რეალურ გამოხატულებაში შესაძარწუნებლად ადამიანები მიისწრაფიან გაზარდონ თაყიანთი ნომინალური დანაშოგები. ფასების შედარებით მაღალი დონე მოთხოვნის (ფულზე მოთხოვნის) მრუდს მარჯვნივ გადაადგილებს წონასწორული საპროცენტო განაკვეთი კი იზრდება.

ამრიგად, ფასების დონის ზრდას ფულის ფიქსირებული მიწოდებისას და სხვა ეკონომიკური ცვლადების უცვლელობის პირობებში მიუყვართ საპროცენტო განაკვეთის ზრდამდე.

ფულის მიწოდების ცვლილება. ფულის მიწოდების ზრდას, რომელიც უკავშირდება ქვეყნის ცენტრალური ბანკის მიერ გატარებულ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკას, მიუყვართ ფულის მიწოდების მრუდის მარჯვნივ გადაადგილებასთან. ფულის მიწოდების ზრდას (სხვა თანაბარ პირობებში) მიუყვართ საპროცენტო განაკვეთის შემცირებასთან.

ფულადი მასა და საპროცენტო ბანაკვეთები

ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭების მოდელის შესაბამისად შეიძლება მივიღეთ იმ დასკვნამდე, რომ ფულის

მიწოდების ზრდა ამცირებს საპროცენტო განაკვეთს. ამ დასკვნას დიდი მნიშვნელობა ენიჭება სახელმწიფო პოლიტიკის განხორციელებისას, რადგანაც ხშირად უბიძგებს პოლიტიკოსებს საპროცენტო განაკვეთის შემცირების მიზნით მოითხოვონ ფულის მიწოდების ზრდა.

რამდენად სწორია მოსაზრება, რომ ფულადი მასა და საპროცენტო განაკვეთი უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია ერთმანეთთან? იქნებ არსებობს სხვა ფაქტორები, რომლებიც ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭების მოდელის ჩარჩოების მიღმა ჩრებიან და რომელთა გამოვლენით დასკვნა სრულიად საწინააღმდეგო შეიძლება აღმოჩნდეს? შევეცადოთ აქტივების მიწოდებისა და მოთხოვნის მოდელის შესაძლებლობებზე დაყრდნობით ვუპასუხოთ ამ კითხვებს და ვეცადოთ უფრო ღრმად ჩაგვედეთ ფულად მასასა და საპროცენტო განაკვეთს შორის დამოკიდებულებას.

თეზისზე – ფულის მიწოდების ზრდას მიეყვართ საპროცენტო განაკვეთის შემცირებასთან – მსჯელობისას მნიშვნელოვან როლს ასრულებს მილტონ ფრიდმანის თეორია. მან აღიარა ლიკვიდურობისათვის უპირატესობის მინიჭების მოდელის მართებულობა და წამოაყენა თეზისი, რომ ფულის მიწოდების ზრდა (სხვა პარამეტრების უცვლელობისას) ამცირებს საპროცენტო განაკვეთს ლიკვიდურობის ეფექტით. ამასთან, მისი აზრით, ლიკვიდურობის ეფექტი ბოლომდე მაინც არ აღწერს განსახილველ პროცესს. ფულის მიწოდების ზრდას შეუძლია არა მხოლოდ ვერ შეინარჩუნოს „სხვა პარამეტრების უცვლელობა“, არამედ დამატებითი შემოქმედებაც მოახდინოს ეკონომიკაზე, რამაც, თავის მხრივ, შეიძლება მიგვიყვანოს საპროცენტო განაკვეთის ზრდასთან. თუ შემოთ აღნიშნული ეფექტები მნიშვნელოვანი იქნება, მაშინ შესაძლებელია ფულის მიწოდების ზრდასთან ერთად საპროცენტო განაკვეთებიც გაიზარდოს.

შემოსავლის ეფექტი. ფულის მიწოდების ზრდა გამაფართოებელ შემოქმედებას ახდენს ეკონომიკაზე, ამიტომ უნდა გაიზარდოს ეროვნული შემოსავალიც და საზოგადოების მატერიალური კეთილდღეობაც. ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭების მოდელი სასესხო კაპიტალის ბაზრის მოდელის მსგავსად გვიჩვენებს, რომ ამ შემთხვევაში საპროცენტო განაკვეთი გაიზარდება. ამრიგად, შემოსავლის ეფექტი ფულის

მიწოდების ზრდისას დაიყვანება საპროცენტო განაკვეთის ზრდაზე, როგორც რეაქცია შედარებით უფრო მაღალი დონის შემოსავლის მიღებაზე.

ფასების დონის ეფექტი. ქვეყანაში ფულის მიწოდების ზრდა შეიძლება ფასების საერთო დონის ამაღლების მიზესად იქცეს, რაც ლიკვიდურობისათვის უპირატესობის მინიჭების მოდელის მიხედვით მიგვიყვანს საპროცენტო განაკვეთის ზრდასთან. შესაბამისად, ფულის მიწოდების ზრდისას ფასების დონის ეფექტი გამოიხატება საპროცენტო განაკვეთების ზრდაში, როგორც რეაქცია ფასების დონის ზრდაზე.

მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი. ფასების საერთო დონის ზრდა (ინფლაციის მაღალი ტემპი), რაც ფულის მიწოდების ზრდის შედეგს წარმოადგენს, ზემოქმედებს საპროცენტო განაკვეთებზე და, თავის მხრივ, ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის განსაზღვრაზე. კერძოდ, როდესაც იზრდება ფულის მიწოდება, ადამიანები შეიძლება მოელოდნენ ფასების უფრო მაღალ დონეს მომავალში, ეს კი ნიშნავს, რომ მოსალოდნელია უფრო მაღალი ინფლაცია. სასესხო კაპიტალის ბაზრის მოდელის შესაბამისად მოსალოდნელი ინფლაციის ამგვარ ზრდას მიყვავართ საპროცენტო განაკვეთების შედარებით უფრო მაღალ დონესთან. ამრიგად, ფულის მიწოდების ზრდისას მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი გამოიხატება ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის ზრდის საპასუხოდ საპროცენტო განაკვეთის ზრდაში.

ერთი შეხედვით, შეიძლება მოგვეჩვენოს, რომ ფასების დონის ეფექტი და მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი ერთი და იგივეა. ორივე მათგანი მიუთითებს, რომ ფულის მიწოდების ზრდით გამოწვეული ფასების დონის ზრდა ამაღლებს საპროცენტო განაკვეთებს. მაგრამ მათ შორის არსებობს განსხვავება (კ, ამიტომაც განიხილავენ მათ როგორც ორ განსხვავებულ ეფექტს).

დაეუშვათ, რომ ადგილი აქვს ფულის მიწოდების ერთჯერად ზრდას, რის შედეგადაც მომავალი წლისათვის ფასები თანდათან შედარებით უფრო მაღალ დონეს მიაღწევს. ფასების დონის ეფექტის ზემოქმედებით ფასების ზრდასთან ერთად წლის განმავლობაში მოიმატებს საპროცენტო განაკვეთებიც და მხოლოდ წლის ბოლოს, როდესაც ფასები მიაღწევს

პიკს, ფასების დონის ეფექტი მაქსიმალურად შესამჩნევი იქნება.

ფასების მზარდი დონე მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტის მეშვეობითაც ზრდის საპროცენტო განაკვეთებს, რადგანაც ადამიანები მოელონ, რომ წლის განმავლობაში ინფლაციის ტემპი უფრო მაღალი იქნება. ამასთან, როდესაც მომავალ წელს ფასების დონის ზრდა შეწყდება, ინფლაციისა და მოსალოდნელი ინფლაციის ტემპები ნულამდე დაეცემა ასეთ პირობებში საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, რაც გამოწვეული იყო ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპის ზრდით, ამოწურავს საკუთარ შესაძლებლობას. ამრიგად, ფასების დონის ეფექტის საპირისპიროდ, მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტის ზემოქმედება მომდევნო წელს ძალზე მცირე (ნულოვანი) იქნება. შესაბამისად, ძირითადი განსხვავება ამ ორ ეფექტს შორის იმაში მდგომარეობს, რომ ფასების დონის ეფექტი თავის ზემოქმედებას მას შემდეგაც აგრძელებს, როდესაც ფასების ზრდა წყდება და მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი ქრება.

მნიშვნელოვანია ის გარემოება, რომ მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტის მოქმედება ზუსტად იქამდე გრძელდება, ვიდრე ფასები იზრდება. როგორც შემდგომ გაეარკვევთ, ფულის მიწოდების ერთჯერად ზრდას არ მივეყვართ ფასების დონის უწყვეტ ზრდასთან. ამ უკანასკნელს შეიძლება ადგილი აქონდეს მხოლოდ ფულის მიწოდების ტემპის ზრდის შემთხვევაში. ე.ი. მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტის მოქმედების გასაგრძელებლად საჭიროა ფულის მიწოდების ტემპის ზრდა.

საპროცენტო განაკვეთების პროგნოზირება

საპროცენტო განაკვეთების პროგნოზების შესამუშავებლად იწვევენ ეკონომისტებს, ხშირად საკმაოდ მაღალი ანაზღაურებით. ფირმებს აუცილებლად უნდა გააჩნდეთ პროგნოზი მომავალი დანახარჯების დასადგენად; ბანკებსა და ინვესტორებს კი გადაწყვეტილებათა მისაღებად, თუ რა სახის აქტივები შეიძინონ, აუცილებლად ესაჭიროებათ საპროცენტო განაკვეთების პროგნოზი. საპროცენტო განაკვეთების ანალიტიკოსები პროგნოზებს აკეთებენ იქიდან გამომდინარე, თუ რა ცვლილება შეიძლება განიცადოს ობლიგაციათა ბაზარზე მიწოდებასა და

მოთხოვნაზე მოქმედმა ფაქტორებმა. ამ ფაქტორებს მიეკუთვნება: ეკონომიკური კონიუნქტურის მდგომარეობა, საინვესტიციო შესაძლებლობათა მომგებიანობა, ინფლაციის მოსალოდნელი ტემპი, ბიუჯეტის დეფიციტის სიდიდე და სახელმწიფო სესხების მოცულობა. ამაში გარკვევის შემდეგ ახდენენ ობლიგაციითა ბაზარზე მოთხოვნისა და მიწოდების ანალიზს და შეიმუშავენ საპროცენტო განაკვეთების პროგნოზს.

აშშ-ში ეურნალ „Wall Street“-ის სექტში „ეკონომიკა“ ან „საკრედიტო ბაზრები“ წელიწადში 2-ჯერ (იანვრისა და ივლისის დასაწყისში) აქვეყნებენ საპროცენტო განაკვეთის შესახებ წამყვანი ანალიტიკოსების პროგნოზებს. საპროცენტო განაკვეთების პროგნოზირება საქაოლ სარისკო და ამასთანავე რთული საქმეა. ხშირად საუკეთესო ექსპერტებიც კი არსებით შეცდომებს უშეებენ თავიანთ პროგნოზებში.

იწვევს თუ არა ფულის მიწოდების ტემპის ზრდა საპროცენტო განაკვეთის შემცირებას? ჩვენს მიერ განხილული ეფექტების საფუძველზე შეგვიძლია განესაზღვროთ, უჭერს თუ არა მხარს განხილული მოდელი იმ პოლიტიკოსებს, რომლებიც ფულის მიწოდების ტემპის ზრდას მოითხოვენ საპროცენტო განაკვეთების ძალზე მაღალი დონის პირობებში. ზემოთ განხილული ყველა ეფექტიდან მხოლოდ ლიკვიდურობის ეფექტი მიგვითითებს იმაზე, რომ ფულადი მასის ზრდის შედარებით უფრო მაღალ ტემპს მიჰყავართ საპროცენტო განაკვეთის შემცირებასთან. და პირიქით, შემოსავლის დონის, ფასების დონის და მოსალოდნელი-ინფლაციის ეფექტები მიუთითებენ ფულადი მასის ტემპის ზრდისას საპროცენტო განაკვეთის ზრდაზე.

ზემოთ განხილულ ეფექტთაგან რომელს ენიჭება უპირატესობა? რამდენად სწრაფად შედიან ზემოთ დასახელებული ეფექტები ძალაში? ამ კითხვებზე პასუხს გადამწყვეტი როლი ენიჭება იმ საკითხში გარკვევისას, ვცემა თუ იზრდება საპროცენტო განაკვეთები ფულის მიწოდების ზრდისას.

როგორც წესი, ფულის მიწოდების ზრდისას ლიკვიდურობის ეფექტი დაეყოვნებლივ შედის ძალაში, რადგანაც ფულის მზარდ მიწოდებას მიჰყავართ წინასწორული საპროცენტო განაკვეთის ასევე სწრაფ შემცირებასთან. შემოსავლისა და ფასების დონის ეფექტები დაეყოვნებლივ არ იწყებს მოქმედებას, რადგანაც ფულის მიწოდების ზრდისას მხოლოდ გარკვეული დროის

გასვლის შემდეგ გაიზრდება ფასების დონე და შემოსავალი, რომლებიც, თავის მხრივ, გამოიწვევენ საპროცენტო განაკვეთების ზრდას. მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი, რომელიც ასევე ზრდის საპროცენტო განაკვეთებს, შეიძლება მოქმედებდეს ნელა ან სწრაფად, რაც დამოკიდებულია იმაზე, ფულის მიწოდების ზრდის შემდეგ თუ როგორ (ნელა თუ სწრაფად) რეაგირებენ ადამიანები ინფლაციურ მოლოდინზე.

ლიკვიდურობის ეფექტი თავდაპირველად სწრაფად ამცირებს საპროცენტო განაკვეთს, მაგრამ გარკვეული დროის შემდეგ კი დანარჩენი ეფექტები საწინააღმდეგო სემოქმედებას ახდენენ მასზე. მაგრამ, რადგანაც ლიკვიდურობის ეფექტი ჭარბობს ყველა დანარჩენს, საპროცენტო განაკვეთი არასოდეს არ იზრდება თავის საწყის დონემდე.

ლიკვიდურობის ეფექტი, როდესაც ყველა დანარჩენ ეფექტებთან შედარებით მცირეა, ამასთან მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი თანდათან შედის ძალაში და ინფლაციური მოლოდინი ნელ-ნელა იცვლება ზრდის მიმართულებით ლიკვიდურობის ეფექტის ძალით თავიდან საპროცენტო განაკვეთები მცირდება. შემდეგ კი შემოსავლის, ფასების დონის და მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტების სემოქმედებით ის იწვებს ზრდას. მოკლევადიან პერიოდში ფულის მიწოდების ზრდა განაპირობებს საპროცენტო განაკვეთების შემცირებას, მაგრამ შემდგომ მათ საწყის მნიშვნელობასთან შედარებით ისევ იზრდება.

მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი ლიკვიდურობის ეფექტთან შედარებით დაუყოვნებლივ იწვებს გამოვლენას, რის გამოც საპროცენტო განაკვეთები სწრაფად იზრდება. დროთა განმავლობაში, როდესაც ძალაში შედის ფასების დონისა და შემოსავლის ეფექტები, საპროცენტო განაკვეთები უფრო მეტად იზრდება და საგრძობლად აღემატება თავის საწყის დონეს. ამ შემთხვევაში ცხადია, რომ ფულის მიწოდების ზრდა არ იწვევს საპროცენტო განაკვეთის შემცირებას, უფრო მეტიც, მის შესამცირებლად საჭიროა შემცირდეს ფულის მასა.

პოლიტიკურ გადაწყვეტილებათა მისაღებად მნიშვნელოვანია იმის ცოდნა, თუ რომელია ამ სამი შემთხვევიდან ყველაზე ახლოს რეალობასთან. იმ დროს, როდესაც საჭიროა მივაღწიოთ საპროცენტო განაკვეთების შემცირებას ფულადი

მასის 'სრდით, ლიკვიდურობის ეფექტი აღემატება დანარჩენებს. იმ შემთხვევაში, როდესაც დანარჩენი ეფექტები აღემატება ლიკვიდურობის ეფექტს, უნდა შევამციროთ ფუჭი მასა. ამ შემთხვევაში ინფლაციის ეფექტი ძალიან სწრაფად ვლინდება, თუ სხვა ეფექტები დომინირებს ლიკვიდურობის ეფექტზე, მაგრამ მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი ყოვნდება, მაშინ ფუჭი მასის 'სრდაზე ან შემცირებაზე უპირატესობის მინიჭება დამოკიდებულია იმაზე საუბარი გრძელადიან პერიოდს შეეხება თუ მოკლევადიანს.

ზემოთ განხილულ სცენარიაგან რომელია პრაქტიკაში დამკვიდრებული?

საპროცენტო განაკვეთების შემცირება ფუჭის მიწოდების 'სრდისას ნაკლებადაა შესაძლებელი. მაგრამ თუ გაეიხსენებთ ურთიერთკავშირს საპროცენტო განაკვეთსა და მოსალოდნელ ინფლაციას შორის, ზემოთ აღნიშნულმა ძალიან არ უნდა გაგვაკვიროს. ფუჭის მიწოდების ტემპების 'სრდას თანახმად მოსალოდნელი ინფლაციის სწრაფი 'სრდა, რასაც მიუყვართ მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტის ამოქმედებამდე. ეს ყველაზე უფრო სარწმუნო ახსნაა იმისა, თუ რატომ იზრდება საპროცენტო განაკვეთები ფუჭი მასის სწრაფი 'სრდის პერიოდში. ზუსტად არ შეიძლება ითქვას, აღწერილი შემთხვევებიდან, რომელი უფრო არ შეესაბამება რეალურ ცხოვრებას. ეს იმაზეა დამოკიდებული, თუ რამდენად სწრაფად ახდენენ ადამიანები ინფლაციური მოლოდინის კორექტირებას. ინფლაციური მოლოდინის ფორმირებისა და მისი ცვლილების საკითხების შესწავლა ეკონომისტთა კვლევის საგანს წარმოადგენს.

მოკლე შინაარსი

1. ობლიგაციებზე მოთხოვნისა და მიწოდების მოდელს, რომელსაც სასესხო კაპიტალის ბაზრის მოდელსაც უწოდებენ, საფუძვლად უდევს საპროცენტო განაკვეთების განსაზღვრის თეორია. ამ მოდელის შესაბამისად საპროცენტო განაკვეთი იცვლება მოთხოვნის ცვლილებისას. კერძოდ, შემოსავლის (სიმდიდრის), აქტივთა მოსალოდნელი შემოსავლიანობის, რისკის ან ლიკვიდურობის ცვლილების შედეგად, ან მიწოდების ცვლილებისას, რაც საინფლაციო შესაძლებლობათა მიზიდველობის, სესხის რეალურ დანახარჯთა ან მთავრობის საქმი-

ანობის ცვალებადობის შედეგს წარმოადგენს.

2. ალტერნატიული თეორია, რომლითაც განისაზღვრება საპროცენტო განაკვეთები, ეფუძნება ლიკვიდურობისათვის უპირატესობის მინიჭების თეორიას, რომელიც ახდენს ფულის მიწოდების და მოთხოვნის ანალიზს. ამ მოდელის მიხედვით საპროცენტო განაკვეთები იცვლება მაშინ, როდესაც მოთხოვნა იცვლება შემოსავლის ან ფასების დონის ცვლილების ან კიდევ ფულის მიწოდების ცვლილების შედეგად.

3. ფულის მიწოდების ზრდისას საპროცენტო განაკვეთებზე ზემოქმედებს ოთხი შესაძლო ეფექტი: ლიკვიდურობის ეფექტი, შემოსავლის ეფექტი, ფასების დონის ეფექტი და მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი. ლიკვიდურობის ეფექტის შესაბამისად ფულადი მასის ზრდას მიყვავართ საპროცენტო განაკვეთების შემცირებასთან; დანარჩენი ეფექტები ზემოქმედებს საპირისპირო მიმართულებით. ემპირიული მონაცემების შესაბამისად, შემოსავლის, ფასების დონის, მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტები აღემატება ლიკვიდურობის ეფექტს. ამ მიზეზით ფულის მიწოდების ზრდა იწვევს საპროცენტო განაკვეთების ზრდას და არა შემცირებას.

ძირითადი ცნებები

- მოთხოვნის მრუდი
- მიწოდების მრუდი
- წონასწორობა ბაზარზე
- ჭარბი მიწოდება
- ჭარბი მოთხოვნა
- ფინანსური აქტივების ბაზრის თეორია
- ფიშერის ეფექტი
- ლიკვიდურობისათვის უპირატესობის მინიჭების მოდელი
- ალტერნატიული დანახარჯი

სამონეტროლი ძირითადი და ამოცანები:

უპასუხეთ თითოეულ კითხვას და ააგეთ შესაბამისი მოთხოვნისა და მიწოდების დიაგრამა.

1. ქვეყნის ცენტრალური ბანკისთვის ფულის მიწოდების შემცირების ძირითად მეთოდს მოსახლეობისათვის ობლიგა-

ციების მიყიდვა წარმოადგენს. სასესიო კაპიტალის ბაზრის მოდელის გამოყენებით გეინყენეთ, თუ როგორ შემოქმედებს ეს ღონისძიება საპროცენტო განაკვეთებზე. ეთანხმება თუ არა თქვენი პასუხი იმას, რასაც შეიძლება ველოდეთ ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭების მოდელის ჩარჩოებში?

2. ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭებისა და სასესიო საშუალებათა ბაზრის მოდელის გამოყენებით ახსენით, რატომია საპროცენტო განაკვეთების მერყეობა პროცენტული: საპროცენტო განაკვეთები იზრდება ეკონომიკური აღმავლობის პერიოდში და მცირდება რეცესიის (დაცემის) დროს.

3. რატომ იწვევს ფასების დონის ზრდა (და არა მოსალოდნელი ინფლაცია) საპროცენტო განაკვეთების ზრდას ფულის ფიქსირებული მიწოდებისას?

4. როგორ შემოქმედებას მოახდენს საპროცენტო განაკვეთზე მოულოდნელად ოქროზე ფასების ეოლანტილობის ზრდა?

5. როგორ შეიძლება იმოქმედოს საპროცენტო განაკვეთზე უძრავ ქონებაზე ფასების მოსალოდნელზე მეტად ზრდამ?

6. ახსენით, როგორი შემოქმედება შეიძლება მოახდინოს საპროცენტო განაკვეთებზე სახელმწიფო ბიუჯეტის დიდმა დეფიციტმა?

7. სასესიო კაპიტალის ბაზრისა და ლიკვიდურობისთვის უპირატესობის მინიჭების მოდელის გამოყენებით ახსენით, როგორ შემოქმედებს საპროცენტო განაკვეთებზე ობლიგაციათა რისკის ზრდა. იქნება თუ არა ორივე მოდელისათვის შედეგები იდენტური?

8. როგორ შეიცვლება საპროცენტო განაკვეთები უახლოესი ორი წლის განმავლობაში, თუ ფასების დონე მომავალ წელს დაეცემა, შემდეგ აღარ შეიცვლება, ფულის მიწოდება კი ფიქსირებული იქნება? (რწევა: გაითვალისწინეთ ფასების დონის ეფექტი და მოსალოდნელი ინფლაციის ეფექტი).

9. იმოქმედებს თუ არა საპროცენტო განაკვეთებზე აქციებზე საბროკერო საკომისიო გასამრჯელოს შემცირება? რატომ?

10. ქვეყნის პრესიდენტმა პრესკონფერენციაზე განაცხადა თავისი გადაწყვეტილების შესახებ ებრძოლოს ინფლაციის მაღალ ტემპებს ახალი ანტიინფლაციური პროგრამის გატარებით. იწინასწარმეტყველეთ, როგორ შეიცვლება საპრო-

ცენტო განაკვეთები, თუ საზოგადოება ირწმუნებს 'სემოთ აღნიშნულს?

11. თუ საქართველოს ეროვნული ბანკის პრეზიდენტმა განაცხადა, რომ მომდევნო წელს საპროცენტო განაკვეთები მკვეთრად გაიზრდება და ბაზარი ენდობა ამ განცხადებას, როგორ იმოქმედებს იგი ობლიგაციების დღევანდელ საპროცენტო განაკვეთზე?

13. იწინასწარმეტყველეთ, როგორ შეიცვლება საპროცენტო განაკვეთები, თუ საზოგადოებაში უცებ წარმოიქმნება ობლიგაციებზე ფასების ძლიერი ზრდის მოლოდინი?

14. იწინასწარმეტყველეთ, როგორ შეიცვლება საპროცენტო განაკვეთები, თუ ობლიგაციათა ბაზარზე გაიზრდება ფასების ვოლანტილობა?

15. თუ საქართველოს ეროვნული ბანკის მომავალ პრეზიდენტს ექნება ისეთი ადამიანის რეკუტაცია, რომელიც ახლანდელთან შედარებით ფულადი მასის ზრდის დაბალი ტემპებისკენ მიისწრაფვის, მაშინ როგორ შეიცვლება საპროცენტო განაკვეთი? გაანალიზეთ ყველა შესაძლო სიტუაცია.

თავი VII.

საპროცენტო ბანაკმეთის სარისკო და ღრობითი სტრუქტურა

საპროცენტო ბანაკმეთების სარისკო სტრუქტურა

მიწოდებისა და მოთხოვნის თვალსაზრისით საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების შესწავლისას ჩვენ განვიხილეთ მხოლოდ ერთი ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთის ფორმირების პროცესი. იქიდან გამომდინარე, რომ არსებობს სხვადასხვა სახის ობლიგაცია, ბუნებრივია, მათი საპროცენტო განაკვეთებიც განსხვავდება ერთმანეთისგან. ფირმებმა, ბანკებმა, სადაზღვევო კომპანიებმა და კერძო ინვესტორებმა იციან რა, თუ რატომ განსხვავდება სხვადასხვა ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთები, შეუძლიათ მიიღონ გადაწყვეტილება, რომელი ობლიგაციები შეიძინონ დაბანდებათა განხორციელებისათვის და რომელი – გაყიდონ.

თავდაპირველად განვიხილოთ, რატომ განსხვავდება ერთმანეთისგან ერთი და იგივე დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები. ამგვარ საპროცენტო განაკვეთებს შორის ურთიერთკავშირს უწოდებენ საპროცენტო განაკვეთების სარისკო სტრუქტურას, თუმცა სარისკო სტრუქტურის ფორმირებაში რისკშივე არ უნდა, ლიკვიდურობა და საშემოსავლო გადასახადის თავისებურებანიც მნიშვნელოვან როლს ასრულებს. საპროცენტო განაკვეთზე ზემოქმედებს ასევე ობლიგაციის დაფარვის ვადა. ურთიერთკავშირს დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის საპროცენტო განაკვეთების ღრობითი სტრუქტურა ეწოდება.

დაფარვის ერთნაირი ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს ორი მთავარი თავისებურება ახასიათებს: 1. საპროცენტო განაკვეთები სხვადასხვა კატეგორიების ობლიგაციათა მიხედვით ნებისმიერ წელს განსხვავდებიან ერთმანეთისაგან და 2. განსხვავდება მათ შორის დროში მერყეობს.

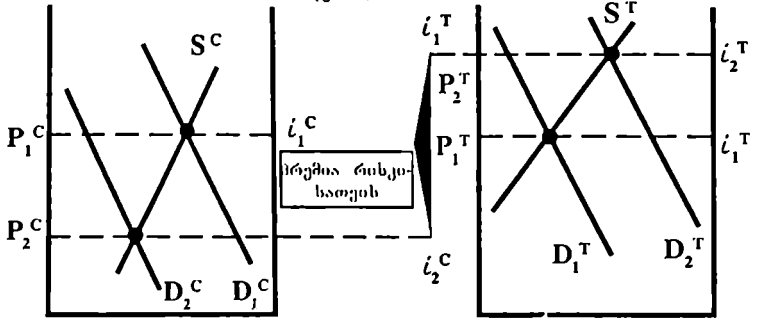
ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთზე ზემოქმედებს გადაუხდელობის რისკი. რაც გულისხმობს იმას, რომ ემიტენტი ვერ შეძლებს პროცენტების გადახდას მისი დაფარვის მომენტში. კორპორაცია, რომელიც განიცდის დიდ დანაკარგს, შეან-

ერებს პროცენტების გადახდას ობლიგაციებზე, შესაბამისად, ამგვარი ობლიგაციებისთვის დამახასიათებელი გადაუხდელობის რისკი საკმაოდ მაღალი იქნება; პირიქით, სახაზინო ობლიგაციებს სულ არ ახასიათებთ გადაუხდელობის რისკი, რადგანაც მთავრობას ყოველთვის შეუძლია გაზარდოს გადასახადები ან განახორციელოს ფულის ემისია საკუთარი ვალდებულებების დასაფარავად. ობლიგაციებს, რომელთა გადაუხდელობის რისკი ნულს უდრის, რისკისგარეშე ობლიგაციებს უწოდებენ. განსხვავებას იმ ობლიგაციათა საპროცენტო განაკვეთს, რომელთა გადაუხდელობის რისკი არ არის ნულის ტოლი, და რისკისგარეშე ობლიგაციათა განაკვეთს შორის ეწოდება **პრემია რისკისათვის**. პრემია რისკისთვის მეტყველებს იმაზე, რომ დამატებით პროცენტს უნდა ღებულობდეს ინვესტორი იმისთვის, რომ სარისკო ობლიგაციები მისთვის უფრო მიმზიდველი გახდეს. წყენს მიერ განხილული მიწოდებისა და მოთხოვნის მოდელი აქაც შეიძლება იქნეს გამოყენებული, რათა პასუხი გავცეს კითხვას: თუ რატომ არის სარისკო ობლიგაციების პრემია რისკისათვის ყოველთვის დადებითი და რატომ ხდება, რომ, რაც უფრო მაღალია გადაუხდელობის რისკი, მით უფრო მაღალია პრემია რისკისთვის?

გრაფიკი 4

ბაზრის რეაქცია კორპორაციული ობლიგაციების არგადახდის რისკის ზრდაზე

ობლიგაციის ფასი, P საპროცენტო ობლიგაციის ფასი, P საპროცენტო (P იზრდება) განაკვეთი, i (P იზრდება) განაკვეთი, i (i იზრდება)



კორპორაციული ობლიგაციების რაოდენობა	სახაზინო ობლიგაციების რაოდენობა
ა) კორპორაციული ობლიგაციების ბაზარი	ბ) რისკგარეშე ობლიგაციების (სახაზინო ობლიგაციების) ბაზარი

იმისათვის, რომ უკეთ შევისწავლოთ გადაუხდელობის რისკის შემოქმედება საპროცენტო განაკვეთზე, განვიხილოთ მოთხოვნისა და მიწოდების დიაგრამები რისკის გარეშე ობლიგაციების (სახაზინო ობლიგაციების) და კორპორაციული გრძელვადიანი ობლიგაციის ბაზრისათვის (გრაფიკი 4) დაეწესეთ, რომ თავიდან კორპორაციული ობლიგაციები არ იყო სარისკო, ე.ი. ისინი ისეთივე რისკის გარეშენი იყვნენ, როგორც სახაზინო ობლიგაციები. იმ შემთხვევაში, როცა ორივე ობლიგაციის მახასიათებლები (რისკი და დაფარვის ვადა) სრულიად ერთნაირია, მათზე წონასწორული ფასები და საპროცენტო განაკვეთები ასევე თანაბარი უნდა იყოს ($P_1^c = P_1^r, i_1^c = i_1^r$) და პრემია რისკისთვის კორპორაციული ობლიგაციებისთვის ($i_1^c - i_1^r$) უნდა უდრიდეს ნულს.

თუ გადაუხდელობის შესაძლებლობა იზრდება, მაგალითად, იმის გამო, რომ კორპორაციამ დიდი ზარალი განიცადა, მაშინ კორპორაციულ ობლიგაციათა რისკიც იზრდება, მათი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა კი ეცემა. ამასთან კორპორაციულ ობლიგაციათა შემოსავლიანობის განსაზღვრა უფრო ძნელდება. ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის შესაბამისად, რადგანაც კორპორაციულ ობლიგაციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა მცირდება რისკის გარეშე სახაზინო ობლიგაციების მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან შედარებით და ამავდროულად მათი რისკი იზრდება, კორპორაციული ობლიგაციები ნაკლებად მიმზიდველი ხდება (სხვა თანაბარ პირობებში) და მათზე მოთხოვნა მცირდება. კორპორაციულ ობლიგაციებზე მოთხოვნის მრუდი (გრაფიკი 4 ა) მარცხნივ გადავიდებოდა D_1^c -დან D_2^c -მდგომარეობაში.

ამასთან, რისკის გარეშე სახაზინო ობლიგაციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა იზრდება კორპორაციულ ობლიგაციათა მოსალოდნელ შემოსავლიანობასთან შედარებით, მათი შეფარდებითი რისკიანობა კი მცირდება. ასე რომ სახაზინო ობლიგაციები უფრო მიმზიდველი ხდება და მათზე მოთხოვნა იზრდება. ამ ობლიგაციებზე მოთხოვნის მრუდი (გრაფიკი 4 ბ)

მარჯვნივ გადაადგილდება D_1^T -დან D_2^T -მდგომარეობაში).

როგორც მე-4 გრაფიკიდან ჩანს, კორპორაციული ობლიგაციების წონასწორული ფასი მცირდება P_1^c -დან P_2^c -მდე და, რამდენადაც ობლიგაციის ფასი საპროცენტო განაკვეთთან უკუპროპორციულ დამოკიდებულებაშია, კორპორაციული ობლიგაციების წონასწორული საპროცენტო განაკვეთი i_1^c -დან i_2^c -მდე გაიზრდება. ამასთან ერთად, სახაზინო ობლიგაციათა წონასწორული ფასი P_1^T -დან P_2^T -მდე იზრდება, ხოლო წონასწორული საპროცენტო განაკვეთი i_1^T -დან i_2^T -მდე ეცემა. განსხვავება კორპორაციულ და რისკის გარეშე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის, ანუ კორპორაციული ობლიგაციების პრემია რისკისათვის, ნულიდან ($i_1^c - i_1^T$) სიდიდემდე იზრდება. აქედან შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ობლიგაციებზე გადაუხდელობის რისკის არსებობისას, ყოველთვის გადაიხდება დადებითი პრემია რისკისათვის და ამ რისკის ზრდას მიეყვართ რისკისათვის პრემიის ზრდასთან.

ზემოთ აღნიშნულიდან გამომდინარე, ობლიგაციების მიედევლებმა უნდა იცოდნენ, რამდენად დიდია ამა თუ იმ ობლიგაციების გადაუხდელობის რისკი. აშშ-ში ინვესტიციათა სფეროში ორი მთავარი საკონსულტაციო ფირმა Moody's Investors Service და Standard and Poor's ფლობენ ინფორმაციას გადაუხდელობის რისკის შესახებ, აქვეყნებენ რა კორპორაციული და მუნიციპალური ობლიგაციების საიმედოობის რეიტინგებს, რომლებიც ასახავენ გადაუხდელობის შესაძლებლობას (ცხრილი 2). რისკის მიხედვით შედარებით დაბალი ხარისხის ობლიგაციებს საინვესტიციო დონის ფასიანი ქაღალდები ეწოდება, მათ ენიჭებათ Baa (ან BBB) და უფრო მაღალი რეიტინგი. Baa-ზე უფრო დაბალ-რეიტინგიანი ობლიგაციები გადაუხდელობის უფრო მაღალი რისკით ხასიათდება და მათ „გადაგდებულ“ ობლიგაციებს უწოდებენ.

ობლიგაციების საიმედოობის რეიტინგი „Moody's“ და „Standart & Poors“ კომპანიების შეფასებით

რეიტინგი		აღწერა
კომპანია Moody's	კომპანია Standart & Poors	
Aaa	AAA	უმაღლესი ხარისხის (გადაუხდელობის დაბალი რისკი)
Aa	AA	მაღალი ხარისხი
A	A	საშუალოზე მაღალი დონე
Baa	BBB	საშუალო დონე
Ba	BB	საშუალოზე დაბალი დონე
B	B	სპეკულაციური
Caa	CCC,CC	დაბალი დონე (არგადახდის მაღალი რისკით)
Ca	C	უკიდურესად სპეკულაციური
C	D	ყველაზე დაბალი დონე

კორპორაციული ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი ყოველთვის უფრო მაღალია სახაზინოსთან შედარებით, რადგანაც მათ ყოველთვის ახასიათებთ განსასწდერული გადაუხდელობის რისკი, მაშინ როდესაც სახაზინო ობლიგაციები წარმოადგენს რისკის გარეშე ობლიგაციებს. რადგანაც ობლიგაციები Baa რეიტინგით გადაუხდელობის უფრო მაღალი რისკით ხასიათდება Aaa დონის ობლიგაციებთან შედარებით, მათთვის პრემია რისკისათვის უფრო მეტია, ასე რომ Baa კატეგორიის ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი ყოველთვის აღემატება Aaa კატეგორიის ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთს.

იგივე მიდგომა შეიძლება გამოვიყენოთ Baa კატეგორიის კორპორაციულ ობლიგაციათა რისკისათვის პრემიის მკვეთრი ზრდის ასახსნელად. უნდა აღინიშნოს, რომ დიდი დეპრესიის

პერიოდში (1930-1933 წლები) და გასული საუკუნის 70-იან, 80-იან და 90-იან წლებში ხშირი იყო გაკოტრებისა და გადაუხდელობის შემთხვევები, რამაც გამოიწვია არასაიმედო კორპორაციების მიერ გამოშვებულ ობლიგაციებზე გადაუხდელობის რისკის მკვეთრი ზრდა, რის გამოც პრემია რისკისათვის Baa ტიპის ობლიგაციებისთვის უნეულოდ მაღალ დონემდე გაიზარდა. კორპორაციული და სახაზინო ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის განსხვავების ზრდის შედეგად კი კორპორაციული ობლიგაციების პრემია რისკისათვის გაიზარდა.

ლიკვიდურობა

ობლიგაციათა კიდევ ერთი მახასიათებელი, რომელიც ზემოქმედებს საპროცენტო განაკვეთზე, ლიკვიდურობაა. როგორც აღინიშნა, ლიკვიდურია აქტივი, რომელიც აუცილებლობის შემთხვევაში შეიძლება სწრაფად და მცირე დანახარჯებით გადავაქციოთ (სხვა თანაბარ პირობებში) ნაღდ ფულად. რაც მეტად ლიკვიდურია აქტივი, მით უფრო მიმზიდველია იგი. სახელმწიფო სახაზინო ობლიგაციები სხვა გრძელვადიან ობლიგაციებზე უფრო ლიკვიდურია, რადგანაც ასეთი სახის ობლიგაციებით ვაჭრობა მასშტაბურ ხასიათს ატარებს. ობლიგაციების გაყიდვა ყველაზე უფრო სწრაფადაა შესაძლებელი, მასთან დაკავშირებული დანახარჯებიც საკმაოდ მცირეა. კორპორაციული ობლიგაციები სახაზინო ობლიგაციებთან შედარებით ნაკლებად ლიკვიდურია, რადგანაც ცალკე აღებული თითოეული კორპორაციის ობლიგაციათა რაოდენობა, რომლითაც ბაზარზე ვაჭრობენ, დიდი არ არის. ე.ი. საჭიროების შემთხვევაში მათი გაყიდვა დაკავშირებული იქნება დანახარჯებთან, რადგანაც რთული იქნება მყიდველის სწრაფად პოვნა.

კორპორაციული ობლიგაციების ლიკვიდურობის შემცირება სახაზინო ვალდებულებათა ლიკვიდურობასთან შედარებით ზრდის ამ ობლიგაციათა საპროცენტო განაკვეთებს შორის განსხვავებას.

დაეუშვათ, რომ კორპორაციული და სახაზინო ობლიგაციების ლიკვიდურობა ერთნაირია და ყველა დანარსენი მახასიათებელიც ერთმანეთს. თუ კორპორაციული ობლიგაციები ნაკლებად ლიკვიდური ხდება სახაზინო ობლიგაციებთან შედარებით, იმის გამო, რომ მათზე ვაჭრობას ფარ-

თომას შტაბიანი ხასიათი არა აქვს, ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნის თეორიის თანახმად, მოთხოვნა მათზე დაეცემა. ამის შედეგად სახაზინო ობლიგაციები უფრო ლიკვიდური გახდება კორპორაციულ ობლიგაციებთან შედარებით, ამასთან, როცა ნაკლებად ლიკვიდური კორპორაციული ობლიგაციების ფასი ეცემა, საპროცენტო განაკვეთი იზრდება, უფრო ლიკვიდური სახაზინო ობლიგაციების ფასი იზრდება, საპროცენტო განაკვეთი კი ეცემა.

ზემოთ აღნიშნულის შედეგად განსხვავება ამ ორი ტიპის ობლიგაციათა საპროცენტო განაკვეთებს შორის იზრდება. ე.ი. განსხვავება სახაზინო და კორპორაციული ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის (ანუ პრემია რისკისათვის) გამოხატავს არა მხოლოდ კორპორაციული ობლიგაციების გადაუხდელობის რისკს, არამედ მის ლიკვიდურობასაც. სწორედ ამიტომ სოგჯერ პრემიას რისკისათვის ლიკვიდურობისთვის პრემიასაც უწოდებენ, უფრო ზუსტად კი „პრემიას რისკისა და ლიკვიდურობისთვის“, თუმცა გარკვეული შეთანხმების საფუძველზე ეკონომისტები იყენებენ ტერმინს „პრემია რისკისათვის“.

საშემოსავლო გადასახადი

განვიხილოთ მუნიციპალური ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთების ქცევა. მუნიციპალური ობლიგაციები არ მიეკუთვნება რისკის გარეშე ობლიგაციებს. ყოფილა შემთხვევები, როდესაც ფედერალური და ადგილობრივი მმართველობის ორგანოები უარს ამბობდნენ მათ მიერ გამოშვებული ობლიგაციების თანხების გადახდასე. გარდა ამისა, მუნიციპალური ობლიგაციები იმდენად ლიკვიდური არ არის, როგორც სახაზინო ობლიგაციები.

რატიონი არის ამ ობლიგაციებზე პროცენტები უფრო დაბალი სახაზინო ობლიგაციებთან შედარებით? საქმე ის გახლავთ, რომ მუნიციპალური ობლიგაციებიდან პროცენტული შემოსავლები თავისუფლდება ფედერალური საშემოსავლო გადასახადისგან, ეს კი ცვლის მუნიციპალურ ობლიგაციებზე მოთხოვნას მათი მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ზრდის მსგავსად.

წარმოიდგინეთ, რომ თქვენ საკმაოდ მაღალი შემოსავალი გაქვთ და მოექცეით 40%-იანი საშემოსავლო გადასახადის

გადამხდელთა შორის; ამ პირობებში თქვენი შემოსავლის ყოველი დამატებითი დოლარიდან 40 ცენტრი მთავრობას უნდა გადასცეთ. დავუშვათ, თქვენ ფლობთ 1000 ლარის ნომინალური ღირებულების მქონე სახაზინო ობლიგაციას, რომელიც ასევე 1000 ლარად იყიდება და რომლის კუპონური გადასახდელიც 100 ლარს შეადგენს. ამ 100 ლარიდან გადასახადების გადახდის შემდეგ თქვენს განკარგულებაში მხოლოდ 60 ლარი დარჩება, სინამდვილეში გადასახადის გადახდის შემდეგ თქვენ მიიღებთ მხოლოდ 6%-ს.

დავუშვათ, რომ თქვენ დანახოვები ჩადეთ 1000 ლარის ნომინალური ღირებულების მქონე მუნიციპალურ ობლიგაციაში, რომელზეც კუპონური გადასახდელები შეადგენს 80 ლარს. საპროცენტო განაკვეთი მასზე მხოლოდ 8%-ია, მაგრამ რადგანაც ეს ფასიანი ქაღალდი თავისუფალია გადასახადებისაგან, მიღებული 80 ლარიდან თქვენ არაფერს არ გადაიხდით და თქვენი საპროცენტო განაკვეთი 8%-ის დონეზე რჩება. ბუნებრივია, რომ დაბეგვრის შემდეგ მუნიციპალური ობლიგაციიდან თქვენ მეტს მიიღებთ. შესაბამისად, თქვენ ფულის ჩადების სურველი გაგიჩნდებათ უფრო სარისკო და ნაკლებად ლიკვიდურ მუნიციპალურ ობლიგაციებში იმის მიუხედავად, რომ პროცენტი მათზე უფრო დაბალია სახაზინო ობლიგაციებთან შედარებით (ამგვარ სიტუაციას ადგილი არ ჰქონია მეორე მსოფლიო ომამდე, რადგანაც მუნიციპალურ ობლიგაციათა გადახდების გარეშე სტატუსი არ აძლევდა მათ განსაკუთრებულ უპირატესობას იმ დროისათვის ძალზე დაბალი საშემოსავლო გადასახადის განაკვეთების არსებობის გამო).

ამდენად, საპროცენტო განაკვეთების რისკის ფაქტორი და სტრუქტურა (ერთნაირი დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის ურთიერთკავშირი) აიხსნება სამი ფაქტორით: გადაუხდელობის რისკით, ლიკვიდურობით და საშემოსავლო გადასახადის თავისებურებებით. როგორც კი იზრდება გადაუხდელობის რისკი ობლიგაციებზე, მაშინვე იზრდება პრემიაც რისკისათვის (ობლიგაციისა და რისკის გარეშე სახაზინო ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთებს შორის არსებული განსხვავება). სახაზინო ობლიგაციათა უფრო მაღალი ლიკვიდურობა ასევე ხსნის, თუ რატომია მათი საპროცენტო განაკვეთები ნაკლებად ლიკვიდურ ობლი-

გაციათა საპროცენტო განაკვეთებთან შედარებით უფრო დაბალი. თუ ობლიგაციაზე ვრცელდება საგადასახადო შეღავათები (როგორც, მაგალითად, მუნიციპალურ ობლიგაციებზე), მათი საპროცენტო შემოსავალი თავისუფლდება ყვედრალური საშემოსავლო გადასახადისაგან და მისი საპროცენტო განაკვეთი მცირდება.

საპროცენტო ბანაკვეთების დროითი სტრუქტურა

სვენ განვიხილეთ, თუ როგორ შემოქმედებს საპროცენტო განაკვეთებზე რისკი, ლიკვიდურობა და დაბეგვრის თავისებურებანი (რაც მთლიანობაში ახდენს სარისკო სტრუქტურის ფორმირებას). საპროცენტო განაკვეთზე შემოქმედების კიდევ ერთ ფაქტორს წარმოადგენს ობლიგაციათა დაფარვის ვადა. ერთნაირი რისკის, ლიკვიდურობის და დაბეგვრის თავისებურებების მქონე ობლიგაციები, დაფარვის ვადიდან გამომდინარე, შეიძლება ხასიათდებოდეს სხვადასხვა საპროცენტო განაკვეთებით. სხვადასხვა დაფარვის ვადის მქონე იმ ობლიგაციათა შემოსავლიანობის გრაფიკი, რომელთაც ერთნაირი რისკი, ლიკვიდურობა და დაბეგვრის თავისებურებანი ახასიათებთ, იწოდება შემოსავლიანობის მრუდად. სწორედ ეს გრაფიკი აღწერს ობლიგაციათა განსასწავლელი ტიპისათვის (მაგალითად, სახელმწიფო ობლიგაციისთვის, საპროცენტო განაკვეთების დროით სტრუქტურას. შემოსავლიანობის მრუდს შეიძლება ახასიათებდეს დადებითი ან უარყოფითი გადახრა ან შესაძლებელია იგი პორისონტალური იყოს. შემოსავლიანობის მრუდის დადებითი გადახრა ნიშნავს, რომ გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთი მოკლევადიანზე უფრო მაღალია. როდესაც შემოსავლიანობის მრუდი პორისონტალურია, მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი არ განსხვავდება გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთისგან, თუ შემოსავლიანობის მრუდს უარყოფითი გადახრა ახასიათებს, მაშინ ის გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთზე დაბალია. შემოსავლიანობის მრუდი შეიძლება უფრო რთული ფორმისაც იყოს მაშინ, როდესაც მას თავიდან დადებითი, შემდეგ კი უარყოფითი გადახრა ახასიათებს ან, პირიქით. საინტერესოა, რატომ აქვს პრაქტიკაში ადგილი უფრო ხშირად შემოსავლიანობის დადებით გადახრას და უფრო იშვიათად - სხვა სახის გადახრებს?

ამაში გარკვევისათვის საპროცენტო განაკვეთების დროითი სტრუქტურის თეორიის ფარგლებში უნდა აიხსნას სამი ემპირიული ფაქტი:

1. სხვადასხვა დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები სინქრონულად იცვლება დროში;
2. როდესაც მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები დაბალია, მაშინ შემოსავლიანობის მრუდებს უფრო ხშირად დადებითი გადახრა ახასიათებთ, ხოლო როდესაც მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები მაღალია, შემოსავლიანობის მრუდი უფრო ხშირად უარყოფითი გადახრით ხასიათდება;
3. შემოსავლიანობის მრუდს თითქმის ყოველთვის დადებითი გადახრა ახასიათებს.

საპროცენტო განაკვეთის დროითი სტრუქტურის ასახსნელად, ე.ი. სხვადასხვა დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთების ურთიერთკავშირის დასადგენად, რაც შემოსავლიანობის მრუდით გამოისახება, შემუშავებულ იქნა სამი თეორია: 1. მოლოდინის ჰიპოთეზა; 2. სეგმენტირებული ბაზრების თეორია; 3. ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია (რომელიც მჭიდროდაა დაკავშირებული პრემიის თეორიასთან ლიკვიდურობის შემცირებისას). ზოგჯერ მას „უპირატესობის თეორიას“, „უპირატესი ქცევის თეორიას“ ან „ლიკვიდურობის პრემიის თეორიას“ უწოდებენ.

მოლოდინის ჰიპოთეზა სემოთ აღნიშნული ჩამონათვალიდან ხსნის პირველ ორ ფაქტს, მაგრამ არა მესამეს. სეგმენტირებული ბაზრების თეორია ხსნის მესამე ფაქტს და ვერ ხსნის პირველ ორს, რომლებიც კარგად აიხსნება მოლოდინის ჰიპოთეზით. რამდენადაც სემოთ აღნიშნული თეორიებიდან ვერც ერთი ერთდროულად ვერ ხსნის სამივე ფაქტს, საპროცენტო განაკვეთების დროითი სტრუქტურის უკეთ გასაგებად საჭიროა მოვახდინოთ ამ ორი თეორიის კომბინაცია. ამგვარ კომბინაციას წარმოადგენს ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია, რომელიც უკავშირდება პრემიის თეორიას ლიკვიდურობის შემცირებისას. მათი მეშვეობით შესაძლებელია სამივე ფაქტის ახსნა.

ასეთ შემთხვევაში, ბუნებრივია, ისმის კითხვა: თუ ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია და პრემიის თეორია

ლიკვიდურობის შემცირებისას უკეთ ხსინის ზემოთ დასახელებულ ფაქტებს, რის გამოც უფრო ფართოდ უნდა ხდებოდეს მათი გამოყენება, მაშინ რა აზრი აქვს პირველი ორი თეორიის განხილვას? მათ განვიხილავთ ორი მიზეზის გამო. პირველ რიგში ისინი ქმნიან საფუძველს, რომელზეც აიგება ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია და პრემიის თეორია ლიკვიდურობის შემცირებისას. გარდა ამისა, მნიშვნელოვანია მათი გამოყენებით გაირკვეს, თუ როგორ ახდენენ ეკონომისტები თეორიის მოდიფიცირებას იმ შემთხვევაში, როდესაც მათ მიერ პროგნოზირებული შედეგები არ თანხვდება რეალობას.

მოლოდინის ჰიპოთეზა. მოლოდინის ჰიპოთეზის თანახმად, გრძელვადიანი ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი საშუალოდ იმ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის ტოლი იქნება, რომელიც მოსალოდნელია ჩამოყალიბდეს ბაზარზე გრძელვადიანი ობლიგაციის სიცოცხლის მანძილზე. მაგალითად, თუ ადამიანები მოელოან, რომ უახლესი 5 წლის განმავლობაში მოკლევადიანი ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები შეადგენს საშუალოდ 10%-ს, მაშინ მოლოდინის ჰიპოთეზის შესაბამისად საპროცენტო განაკვეთი 5-წლიანი დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციებზე ასევე 10% იქნება. თუ მოსალოდნელი იქნება, რომ საპროცენტო განაკვეთები ამ 5-წლიანი ვადის გასვლის შემდეგ ისეთი სახით შეიცვლება, რომ საშუალო მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთი უახლოესი 20 წლის განმავლობაში 11%-ის ტოლი იქნება, მაშინ 20-წლიან ობლიგაციებზე პროცენტი შეადგენს 11%-ს და იგი უფრო მაღალი იქნება 5-წლიანი ობლიგაციების პროცენტთან შედარებით. ამრიგად, მოლოდინის ჰიპოთეზის შესაბამისად დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციებზე საპროცენტო განაკვეთები განსხვავებულია იმ მიზეზის გამო, რომ მომავალში სხვადასხვა პერიოდში სხვადასხვა მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთებია მოსალოდნელი.

ამ თეორიას ძირითადად საფუძველად უდევს ვარაუდი იმის შესახებ, რომ მყიდველებს არ გააჩნიათ ინფორმაცია გარკვეულ უპირატესობაზე ობლიგაციების დაფარვის ვადებთან დაკავშირებით, ე.ი. ისინი მხოლოდ დაფარვის ვადის განსხვავებულობის გამო არ ჩადებენ სახსრებს ისეთ ობლიგაციებში, რომელთა შემოსავლიანობაც უფრო დაბალია სხვებთან შე-

დარებით. ამ თაყისებურების მქონე ობლიგაციებს უწოდებენ **აბსოლუტურ სუბსტიტუტებს**¹³. თუ სხვადასხვა დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციები აბსოლუტურ სუბსტიტუტებს წარმოადგენენ, პრაქტიკაში ეს ნიშნავს, რომ მათი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ერთმანეთის ტოლი უნდა იყოს.

იმის გასარკვევად, თუ როგორ მიეყვართ სხვადასხვა დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციების როგორც აბსოლუტური სუბსტიტუტების შესახებ ვარაუდს, მოლოდინის ჰიპოთეზასთან, განვიხილოთ ინვესტირების შემდეგი ორი სტრატეგია:

1. 1-წლიანი ობლიგაციის ყიდვა, ხოლო ერთი წლის შემდეგ როცა იგი დაიფარება, ახალი ერთწლიანი ობლიგაციის ყიდვა;

2. დაფარვის მოელი ვადით 2 წლიანი ობლიგაციის ყიდვა.

რადგანაც ადამიანები ფულს აბანდებენ როგორც 1-წლიან, ისე 2-წლიან ობლიგაციებში, ორივე სტრატეგია უნდა ხასიათდებოდეს ერთნაირი მოსალოდნელი შემოსავლიანობით. მაშინ საპროცენტო განაკვეთი 2-წლიან ობლიგაციებზე უნდა უდრიდეს ორი 1-წლიანი ობლიგაციის საშუალოს. დაეუშვათ, რომ 1-წლიანი ობლიგაციის მიმდინარე საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს 9%-ს და მოსალოდნელია, რომ 1-წლიან ობლიგაციებზე საპროცენტო განაკვეთი მომავალ წელს იქნება 11%. თუ თქვენ პირველი სტრატეგიით იმოქმედებთ, ანუ რიგრიგობით იყიდით ორ 1-წლიან ობლიგაციას, მაშინ მოსალოდნელი შემოსავლიანობა 2 წლის მანძილზე საშუალოდ წელიწადში შედგენს $(9\%+11\%) / 2 = 10\%$ -ს. თქვენთვის ფულის ჩადება 1-წლიან ან 2-წლიან ობლიგაციებში სულ ერთი მხოლოდ იმ შემთხვევაში იქნება, თუ 2-წლიანი ობლიგაციების მოსალოდნელი საშუალოწლიური შემოსავლიანობა ისეთივე იქნება. ე.ი. 2-წლიანი ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთი უნდა უდრიდეს 10%-ს, ანუ ორი 1-წლიანი ობლიგაციის საშუალო საპროცენტო განაკვეთს.

ეს მოსაზრება შეიძლება განვავრცოთ. განვიხილოთ დროის ორი თანაბარი პერიოდის განმავლობაში ერთი ლარის დაბანდების ორი ვარიანტი: 2-წლიანი ობლიგაციის ყიდვა ან ორი 1-წლიანი ობლიგაციის ყიდვა. მსჯელობისას გამოვიყენოთ შემდეგი აღნიშვნები:

¹³ სუბსტიტუტი - შემცვლელი - (თუნდაც ობლიგაცია), რომელიც მისი მზავსი თვისებების მქონე აქტივს ცვლის.

i_1 - 1-წლიანი ობლიგაციის დღევანდელი (მიმდინარე) საპროცენტო განაკვეთი;

i_{t+1}^C - 1-წლიანი ობლიგაციის მომდევნო წელს მოსალოდნელი საპროცენტო განაკვეთი, ($t + 1$ პერიოდისათვის);
 i_2 - 2-წლიანი ობლიგაციების დღევანდელი (მიმდინარე) საპროცენტო განაკვეთი იგულისხმება ერთ წელზე გადაანგარიშებული საპროცენტო განაკვეთი.

დოლარიანი 2-წლიანი ობლიგაციის მოსალოდნელი შემოსავალი თანმიმდევრულად ორი წლის განმავლობაში შემდეგი სახით შეიძლება გამოითვალოს:

$$(1+i_2)(1+i_2) - 1 = 1 + 2i_2 + (i_2)^2 - 1.$$

დაბანდებული ლარი ორი წლის შემდეგ შეადგენს $(1+i_2) \times (1+i_2)$ ლარს. სემით მოყვანილ განტოლებაში ამ თანხიდან თავიდან ჩადებული ერთი ლარის გამოკლებით და მიღებული შედეგის საწყის ერთ ლარზე გაყოფით მიიღება ლარიანი 2 წლიანი ობლიგაციის შემოსავლიანობის ნორმა ორი წლის განმავლობაში, რადგანაც $(i_2)^2$ ძალზედ მცირე სიდიდეა (თუ $i_2 = 10\% = 0.1$, მაშინ $(i_2)^2 = 0.01$), ჩვენ შეგვიძლია 2 წლიანი ობლიგაციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ფორმულა დაეიყვანოს ორი სახემდე.

მეორე სტრატეგიის არსევისას, როდესაც ერთწლიან ობლიგაციებს ყიდულობენ, ერთი ლარის დაბანდებისას მისაღები მოსალოდნელი შემოსავალი ორი წლის განმავლობაში შეადგენს:

$$(1 + i_1)(1+i_{t+1}^C) - 1.$$

ერთი წლის შემდეგ დაბანდებული ერთი ლარი გადაიქცევა $1+i$ ლარად და ეს თანხა თავიდან იდება 1-წლიან ობლიგაციაში, რასაც მომდევნო წელს უკვე მიაქვს:

$$(1 + i_1)(1+i_{t+1}^C) - 1.$$

ამ თანხიდან ჩადებული ერთი ლარის გამოკლებით და შედეგის საწყის ერთ ლარზე გაყოფით მიიღება 1-წლიანი ობლიგაციის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ორი წლის განმავლობაში, რადგანაც $i_1(i)$ ძალზე მცირე სიდიდეა (თუ $i_1 = i = 10\% = 0.1$,

მაშინ $i_1(i) = 0.01$, მიღებული შედეგი შეიძლება გამარტივდეს შემდეგი სახით:

$$i_1 + i_1'_{+1}$$

დაბანდებანი ორივე ტიპის ობლიგაციებში განხორციელდება მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ მათი მოსალოდნელი შემოსავლიანობები ერთმანეთის ტოლი იქნება, ანუ როცა

$$2i_2 = i_1 + i_1'_{+1}$$

მოცემული განტოლებიდან i_2 -ს (ანუ ერთი წლის განმავლობაში შემოსავლიანობის ნორმის) გამოთვლისას მივიღებთ ახალ განტოლებას:

$$i_2 = \frac{i_1 + i_1'_{+1}}{2} \quad (1)$$

(1) განტოლების თანახმად, 2 წლიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობის ნორმა უნდა უტოლდებოდეს 1-წლიანი ობლიგაციების შემოსავლიანობის ნორმის საშუალო არითმეტიკულს. იგივე პროცედურის ჩატარებით შეიძლება შესწავლილ იქნეს გრძელვადიანი ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთების დროითი სტრუქტურა. შედეგად მივიღებთ იმას, რომ საპროცენტო განაკვეთი n -წლიანი ობლიგაციისთვის უნდა უდრიდეს:

$$i_n = \frac{i_1 + i_1'_{+1} + i_1'_{+2} + \dots + i_1'_{+(n+1)}}{n} \quad (2)$$

(2) - განტოლების თანახმად, n -წლიანი ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთი უდრის 1-წლიანი ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთების საშუალო არითმეტიკულს, რომელიც მოსალოდნელია n -წლიანი ობლიგაციის მთელი სიცოცხლის განმავლობაში, რაც სემით აღნიშნული მოლოდინის პიპოთეზის პერფორაცირებაა უფრო ზუსტი ფორმით¹⁴.

ჩვეულებრივი არითმეტიკული მაგალითით გავარკვიოთ, რაზე მეტყველებს მოლოდინის თეორია (2) განტოლების მიხედვით. თუ უახლოესი 5 წლის განმავლობაში მოსალოდნელია საპროცენტო განაკვეთები, შესაბამისად, 5. 6. 7. 8 და 9 პროცენტის დონეზე, მაშინ (2) განტოლების მიხედვით 2-წლიანი ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს:

¹⁴ აქ გაანალიზებულია დისკონტური ობლიგაციები. საპროცენტო განაკვეთების ფორმულები - კუპონური ობლიგაციებისათვის მისგან რამდენადმე განსხვავებულია, მაგრამ ამავე პრინციპს შეესატყვისება.

$$\frac{5\%+6\%}{2}=5.5\%$$

5-წლიან ობლიგაციაზე კი

$$\frac{5\%+6\%+7\%+8\%+9\%}{5}=7\%$$

ანალოგიური სახით 1-, 2-, 3- და 4-წლიანი ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთების გამოთვლისას მივიღებთ, შესაბამისად, 5; 5.5; 6.5%-ს. ამდენად, მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მზარდი ტრენდი იწვევს შემოსავლიანობის მრუდის დადებით გადახრას. ამასთან დაფარვის ვადის ხანგრძლივობის ზრდასთან ერთად საპროცენტო განაკვეთებიც იზრდება.

მოლოდინის ჰიპოთეზა შესანიშნავად ხსნის, თუ რატომ იცვლება საპროცენტო განაკვეთების დროითი სტრუქტურა (როგორც ეს შემოსავლიანობის მრუდებიდან ირკვევა). თუ შემოსავლიანობის მრუდს დადებითი გადახრა აქვს, მაშინ მოლოდინის ჰიპოთეზა მიგვანიშნებს, რომ მომავალში მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, რაც დაეინახეთ კიდევ არითმეტიკული მაგალითების განხილვისას. რადგანაც მხოლოდ ისეთ სიტუაციაში, როდესაც გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთი მოკლევადიანზე მაღალია, მომავალი მოკლევადიანი განაკვეთების მოსალოდნელი საშუალო არითმეტიკული აღემატება მიმდინარე მოკლევადიან განაკვეთს, ზემოთ აღნიშნულს მხოლოდ იმ შემთხვევაში ექნება ადგილი, თუ მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ზრდა. სწორედ ეს ჩანს მაგალითიდან. შემოსავლიანობის მრუდის უარყოფითი გადახრა ნიშნავს, რომ მოსალოდნელი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების საშუალო არითმეტიკული უფრო დაბალი იქნება მიმდინარე მოკლევადიან განაკვეთთან შედარებით, რაც იმ შემთხვევაშია შესაძლებელი, თუ მომავალში მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის შემცირება. ჰიპოთეზის თანახმად, შემოსავლიანობის მრუდი მხოლოდ მაშინ არის პორიზონტალური, თუ მომავალში არ არის მოსალოდნელი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების შეცვლა.

მოლოდინის ჰიპოთეზა ხსნის პირველ ფაქტსაც: კერძოდ, იმას თუ რატომ იცვლება სხვადასხვა დაფარვის ვადის

მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები სინკრონულად. ისტორიულად მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები ხასიათდება იმით, რომ, თუ დღეისთვის ადგილი აქვს მათ ზრდას, მაშინ ისინი მომავალშიც გაიზრდება. ე.ი. მოკლევადიანი განაკვეთების ზრდა ზრდის მომავალშიც მოსალოდნელი საპროცენტო განაკვეთების მნიშვნელობასაც. რამდენადაც გრძელვადიანი განაკვეთები დაკავშირებულია მომავალში მოსალოდნელი მოკლევადიანი განაკვეთების საშუალო მნიშვნელობასთან, მოკლევადიანი განაკვეთების ზრდა ზრდის გრძელვადიან განაკვეთებსაც, რის ძალითაც მოკლევადიანი და გრძელვადიანი განაკვეთებიც ერთდროულად იცვლება.

მოლოდინის ჰიპოთეზის მეშვეობით შესაძლებელია მე-2 ფაქტის ახსნაც: კერძოდ, ის, თუ რატომ გააჩნიათ შემოსავლიანობის მრუდებს, როგორც წესი, დადებითი გადახრა მაშინ, როდესაც მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები დაბალია, და უარყოფითი გადახრა იმ დროს, როდესაც მოკლევადიანი განაკვეთები მაღალია. თუ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები დაბალია, მაშინ ადამიანები ძირითადად ელიან, რომ მომავალში ისინი გარკვეულ დონემდე გაიზრდება და მოსალოდნელი მოკლევადიანი განაკვეთების საშუალო არითმეტიკული უფრო მაღალი აღმონხდება მიმდინარე მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთებთან შედარებით. ე.ი. გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთები საგრძნობლად მაღალი იქნება მიმდინარე მოკლევადიან განაკვეთებთან შედარებით, რის გამოც შემოსავლიანობის მრუდს დადებითი გადახრა ექნება. და პირიქით, თუ მოკლევადიანი განაკვეთები მაღალია, ადამიანები ნეუულეობრივ მათ შემცირებას მოედიან. ამ დროს გრძელვადიანი განაკვეთები მოკლევადიანზე დაბლა დაეცემა, რადგანაც მოსალოდნელი მოკლევადიანი განაკვეთების საშუალო არითმეტიკული მის მიმდინარე მნიშვნელობაზე დაბალი იქნება და შემოსავლიანობის მრუდს უარყოფითი გადახრა ექნება.

მოლოდინის ჰიპოთეზა საკმაოდ მოსახერხებელია, რადგანაც მისი მეშვეობით მარტივად აიხსნება საპროცენტო განაკვეთების ქცევა. თუმცა მას აქვს ერთი ნაკლი: მოლოდინის ჰიპოთეზა ვერ ხსნის ფაქტს, თუ რატომ გააჩნიათ შემოსავლიანობის მრუდებს, როგორც წესი, დადებითი გადახრა. შემოსავლიანობის მრუდის ტიპური დადებითი გადახრა გულისხ-

მოხს, რომ მომავალში ყოველთვის ექნება ადგილი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების სრდას. პრაქტიკა ცხადყოფს, რომ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები თანაბარი დონით შეიძლება გაიზარდოს ან შემცირდეს კიდევ, ე.ი. მოლოდინის პიკოთესა მიგვიყვანდა შემოსავლიანობის მრედას უფრო პიორიონტალურ მდგომარეობასთან, ვიდრე დადებით გადახრასთან.

სეგმენტირებული ბაზრების თეორია

როგორც თვით სახელწოდებიდან ჩანს, სეგმენტირებული ბაზრების თეორია სრულიად განსხვავებული და სეგმენტირებული სახით განიხილავს დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციათა ბაზრებს. ამ შემთხვევაში დაფარვის ვადის თითოეული ობლიგაციისთვის საპროცენტო განაკვეთი განისაზღვრება სწორედ ამ ვადის მქონე ობლიგაციათა მოთხოვნითა და მიწოდებით, ამასთან დაფარვის სხვა ვადის მქონე ობლიგაციათა მოსალოდნელ შემოსავლიანობას არანაირი მნიშვნელობა არ ენიჭება.

სეგმენტირებული ბაზრების თეორიის მიხედვით დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციები არ წარმოადგენს სუბსტიტუტებს, ე.ი. ერთიდაიგივე დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციებში დაბანდებათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა არ იწვევს დაფარვის სხვა ვადის მქონე ობლიგაციათა მოთხოვნის არანაირ ცვლილებას. დროითი სტრუქტურის ეს თეორია პირდაპირ ეწინააღმდეგება მოლოდინის თეორიას, რომელშიც ნაყარაუდევია, რომ დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციები აბსოლუტურ სუბსტიტუტებს წარმოადგენენ.

ის ფაქტი, რომ დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციები სუბსტიტუტებს არ წარმოადგენს, იმით შეიძლება იქნეს არგუმენტირებული, რომ ინვესტორებს გამოკვეთილად შეუძლიათ დაფარვის რაიმე კონკრეტული ვადის მქონე ობლიგაციებს მიანიჭონ უპირატესობა და არა სხვებს, ე.ი. მათი ინტერესის საგანი იქნება მხოლოდ დაფარვის ამ ვადის მქონე ობლიგაციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა, რომელთაც ისინი ანიჭებენ უპირატესობას. ამგვარი სიტუაცია წარმოიქმნება იმ შემთხვევაში, თუ ინვესტორებს გარკვეული წარმოდგენა ექნებათ ობლიგაციების მფლობელობის ოპტიმალურ ვადაზე. თუკი ისინი შეიძლება ობლიგაციის დაფარვამდე ვადისა

და ობლიგაციის მფლობელობის სასურველ ვადას შორის შესაბამისობის დამყარებას, ეს მათ საშუალებას მისცემს რისკის გარეშე მიიღონ განსასჯდრეული შემოსავალი. მაგალითად, ადამიანები, რომლებიც უპირატესობას მოკლევადიან მფლობელობას ანიჭებენ, ორიენტირებული იქნებიან ფულის მოკლევადიან ობლიგაციებში დაბანდებისაკენ. და პირიქით, თუ ისინი ფულს გადადებენ შვილის უნივერსიტეტში სწავლებისთვის, მაშინ მფლობელობის სასურველი ვადა მათთვის უფრო ხანგრძლივი იქნება და ისინი შესაბამისად ამჯობინებენ შედარებით გრძელვადიან ობლიგაციებში დაბანდებას.

სეგმენტირებული ბაზრების თეორიაში შემოსავლიანობის მრუდების ფორმათა განსხვავება განპირობებულია სხვადასხვა დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციათა მიწოდებისა და მოთხოვნის განსხვავებით. თუ საშუალოდ ინვესტორები ირჩევენ ობლიგაციებს დაფარვის შედარებით უფრო ნაკლები ვადით, რომელთათვის საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების რისკი დაბალია, მაშინ სეგმენტირებული ბაზრების თეორიას შეუძლია ახსნას მე-3 ფაქტი: კერძოდ, თუ რატომ გააანინათ შემოსავლიანობის მრუდებს, როგორც წესი, დადებითი გადახრა. რამდენადაც, როგორც წესი, გრძელვადიან ობლიგაციებზე მოთხოვნა უფრო ნაკლებია მოკლევადიან ობლიგაციებთან შედარებით გრძელვადიან ობლიგაციათა ფასი უფრო დაბალი, საპროცენტო განაკვეთები კი უფრო მაღალი იქნება, ე.ი. შემოსავლიანობის მრუდებს, როგორც წესი, დადებითი გადახრა ექნებათ.

მართალია, სეგმენტირებული ბაზრების თეორიაც არკვევს, თუ რატომ აქვთ შემოსავლიანობის მრუდებს, როგორც წესი, დადებითი გადახრა, მაგრამ მისი ნაკლი იმაში მდგომარეობს, რომ ის ვერ ხსნის პირველ და მეორე ფაქტს. ამ თეორიაში ბაზრები განიხილება როგორც სრულიად სეგმენტირებული. ამიტომ არ არსებობს მიზეზი, რომლითაც დაფარვის ერთნაირი ვადის მქონე ობლიგაციათა საპროცენტო განაკვეთების ზრდა შემოქმედებას ახდენდეს დაფარვის სხვა ვადის მქონე ობლიგაციათა საპროცენტო განაკვეთების ზრდაზე. ამის გამო სეგმენტირებული ბაზრების თეორიის მეშვეობით ჩვენ არ შეგვიძლია აეხსნათ, თუ რატომ იცვლება სინქრონულად სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციათა საპროცენტო განაკვეთები (პირველი ფაქტი). გარდა ამისა, რადგანაც გაურკვეველია, როგორ

იკვლევა მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის ცვლილებებისას მიწოდება და მოთხოვნა მოკლევადიან ობლიგაციებზე გრძელვადიანთან შედარებით, ჩვენ არ შეგვიძლია აეხსნათ, თუ რატომ აქვთ შემოსავლიანობის მრუდებს, როგორც წესი, დადებითი გადახრა მაშინ, როდესაც მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები დაბალია და უარყოფითი გადახრა მაშინ, როდესაც მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები მაღალია (ფაქტი 2).

იმის გამო, რომ ყოველი ზემოთ განხილული თეორია განსაზღვრავს ემპირიულ ფაქტებს, რომელთა ახსნაც სხვა თეორიით შეუძლებელია, ლოგიკურია მოხდეს ამ თეორიათა შერწყმა, რასაც მიეყავართ ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორიასთან და მასთან მჭიდროდ დაკავშირებულ პრემიის თეორიასთან ლიკვიდურობის შემცირებისას.

ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია და პრემიის თეორია ლიკვიდურობის შემცირებისას

ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორიის მიხედვით გრძელვადიანი ობლიგაციის საპროცენტო განაკვეთი იმ მოკლევადიანი განაკვეთების საშუალო მნიშვნელობის ტოლია, რომელიც ამ გრძელვადიანი ობლიგაციის მთელი ვადის განმავლობაშია მოსალოდნელი, კლუს პრემია ვადისათვის (ლიკვიდურობისთვის), რომელიც პასუხობს ამ ობლიგაციის მიწოდებისა და მოთხოვნის პირობებს.

ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორიის ძირითადი დებულება შემდეგში მდგომარეობს: დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციები წარმოადგენს სუბსტიტუტებს, რაც ნიშნავს, რომ ერთი ობლიგაციის მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ზემოქმედებას ახდენს დაფარვის სხვა ვადის მქონე ობლიგაციების მოსალოდნელ შემოსავლიანობაზე, მაგრამ ინვესტორებმა არჩევანი შეიძლება შეანერონ დაფარვის ერთი ვადის მქონე ობლიგაციებზე, დაფარვის სხვა ვადის მქონე ობლიგაციებთან შედარებით. ეს იმას ნიშნავს, რომ დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციები წარმოადგენს სუბსტიტუტებს, მაგრამ არა აბსოლუტურს; ე.ი. შეიძლება ითქვას, რომ ინვესტორები გარკვეულ უპირატესობას ანიჭებენ დაფარვის განსაზღვრული ვადის მქონე ობლიგაციებს, ანუ ობლიგაციათა განსაზღვრულ

ბაზარს, რომელსაც ისინი (ინვესტორები) თავს უფრო კომფორტულად გრძნობენ. მაშასადამე, შეიძლება საუბარი იმაზე, რომ ისინი ბაზრის უპირატეს სექტორს ფლობენ. მათ მიერ არსებულ ობლიგაციებთან ერთად ინვესტორებს ძველებურად აინტერესებთ დაფარვის სხვა ვადის მქონე ობლიგაციათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობაც, ამიტომ ისინი არ დაუშვებენ, რომ „თავიანთი“ ობლიგაციების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ძლიერ განსხვავდებოდეს დაფარვის სხვა ვადის მქონე ობლიგაციათა შემოსავლიანობისაგან. რამდენადაც ისინი უპირატესობას დაფარვის განსასდგრული ვადის მქონე ობლიგაციებს ანიჭებენ, სხვათა შექმნის სურვილი მათ იმ შემთხვევაში ექნებათ, თუ ამ უკანასკნელთა შემოსავლიანობა განსასდგრული ხიდიდით მათზე უფრო მაღალი იქნება.

მაგალითად, თუ ინვესტორები უპირატესობას გრძელვადიანთან შედარებით მოკლევადიან ობლიგაციებს ანიჭებენ, მათ შეიძლება სახსრების მოკლევადიან ობლიგაციებში დაბანდების სურვილი გაუჩნდეთ მაშინაც კი, როცა მათი შემოსავლიანობა უფრო ნაკლები იქნება. ეს ნიშნავს, რომ ინვესტორებს უნდა გადაუხადონ ერთგვარი ნამატი ობლიგაციათა ვადის ხანგრძლივობის გამო, რათა მათ გრძელვადიან ობლიგაციებში დაბანდების განხორციელების სურვილი გაუჩნდეთ. მოცემული იდეა ცვლის მოლოდინის ჰიპოთეზას და მოკლევადიან და გრძელვადიან საპროცენტო განაკვეთებს შორის ურთიერთკავშირის განმსასდგრელ განტოლებაში ამატებს პრემიას ვადისათვის. ამდენად, ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია შეიძლება აღწერილი იქნეს შემდეგი განტოლებით:

$$i_n = \frac{i_t + i'_{t+1} + i'_{t+2} + \dots + i'_n}{n} + k_n \quad (3)$$

სადაც K_n - არის t დროის მომენტში n -წლიანი ობლიგაციის პრემია ვადისათვის.

ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორიასთან მჭიდროდ არის დაკავშირებული პრემიის თეორია ლიკვიდურობის შემცირებისას, რომელიც ასევე მოლოდინის ჰიპოთეზის მოდიფიცირებას ახდენს, მაგრამ ცოტა სხვაგვარად. პრემიის თეორია ლიკვიდურობის შემცირებისას ითვალისწინებს, რომ დადებითი პრემია ვადისათვის (ლიკვიდურობის შემცირებისას) გრ-

ძელვადიანი ობლიგაციების შეიღველებს უნდა წარედგინოს გაზრდილი რისკის კომპენსაციის სახით. ამას კი მიეყავართ ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორიის ასახსნელად გამოყენებულ (3) განტოლებამდე, მაგრამ იმ პირობით, რომ პრემია ვადისათვის ყოველთვის დადებითია და იზრდება ობლიგაციის დაფარვის ვადის ზრდისას.

მოლოდინის პიპოთეზის შესწავლისას გამოყენებული მარტივი არითმეტიკული მაგალითის ანალოგიურად შეიძლება ავსხნათ, თუ რა იგულისხმება (3) განტოლებაში, რომელიც აღწერს ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორიას და პრემიის თეორიას ლიკვიდურობის შემცირებისას. ისევე დაეუშვათ, რომ წლიური საპროცენტო განაკვეთი უახლოესი 5 წლის განმავლობაში მოსალოდნელია 5, 6, 7, 8 და 9%-ის დონეზე. ამასთან ინვესტორების მიერ მოკლევადიანი ობლიგაციისთვის უპირატესობის მინიჭებას მიეყავართ იმასთან, რომ ობლიგაციებისთვის, რომელთა დაფარვის ვადა 1-დან 5 წლამდეა, პრემია ვადისათვის შეადგენს, შესაბამისად, 0; 0.25; 0.50; 0.75 და 1%-ს. ამ შემთხვევაში (3) განტოლების მიხედვით 2-წლიანი ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთი შეადგენს:

$$\frac{5\%+6\%}{5} + 0.25\% = 5.75\%$$

ეს მაშინ, როდესაც 5-წლიანი ობლიგაციისთვის ის შეადგენს:

$$\frac{5\%+6\%+7\%+8\%+9\%}{5} + 1\% = 8\%$$

ანალოგიური გამოთვლებით შეიძლება ვანვიჩნათ რომ 1, 3 და 4-წლიანი ობლიგაციებისათვის საპროცენტო განაკვეთები 1-დან 5 წლამდე პერიოდისათვის შეადგენს, შესაბამისად, 5; 5.75; 6.5; 7.25 და 8%-ს. თუ ამ შედეგებს შევადარებთ მოლოდინის პიპოთეზის ფარგლებში მიღებულ მნიშვნელობებს, დავინახავთ, რომ ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორიისა და ლიკვიდურობის პრემიის თეორიის თანახმად ინვესტორების მიერ მოკლევადიანი ობლიგაციებისთვის უპირატესობის მინიჭების გამო შემოსავლიანობის მრუდი უფრო მკვეთრია.

განვიხილოთ, თუ რამდენად შეესაბამება ეს ორი თეორია ჩვენს მიერ ადრე განხილულ სამ ემპირიულ ფაქტს. ამ თეორიის მეშვეობით ადვილია პირველი ფაქტის ახსნა -

საპროცენტო განაკვეთების სინქრონული ცვლილება დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციებში. მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ზრდა მიუთითებს იმაზე, რომ მათი საშუალო მნიშვნელობა მომავალში გაიზრდება. ამ შემთხვევაში (3) განტოლების მარცხენა ნაწილის პირველი შესაქრების ზრდა გულისხმობს გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთების ზრდასაც.

ზემოთ აღნიშნული თეორიებით შეიძლება აიხსნას ისიც, თუ რატომ გააჩნიათ შემოსავლიანობის მრუდებს როგორც წესი, განსაკუთრებით მკვეთრი დადებითი გადახრა დაბალი საპროცენტო განაკვეთის პირობებში და უარყოფითი გადახრა მაღალი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის დროს (მე-2 ფაქტი). იმის გამო, რომ საპროცენტო განაკვეთები დაბალია, ინვესტორები უფრო მეტად ელიან მათ გარკვეულ დონემდე ზრდას, როდესაც მომავალი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების საშუალო არითმეტიკული აღმონდება მიმდინარე განაკვეთებთან შედარებით მაღალი. ვადისათვის პრემიის სახით ნამატის ხარჯზე, გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთებიც საგრძნობლად მაღალი აღმონდება მიმდინარე მოკლევადიან განაკვეთებთან შედარებით და შემოსავლიანობის მრუდსაც ექნება მკვეთრი დადებითი გადახრა. და პირიქით, თუ მოკლევადიანი განაკვეთები მაღალია ინვესტორები მათ შემცირებას მოელოან, რის შედეგადაც გრძელვადიანი განაკვეთები მოკლევადიანზე დაბლა ეცემა, რადგანაც მომავალი საპროცენტო განაკვეთების საშუალო არითმეტიკული მიმდინარე მოკლევადიან განაკვეთებზე იმდენად დაბალი აღმონდება, რომ ვადისათვის დადებითი პრემიის მიუხედავად, შემოსავლიანობის მრუდს მაინც უარყოფითი გადახრა ექნება.

ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია და პრემიის თეორია ლიკვიდურობის შემცირებისას საშუალებას იძლევა აიხსნას მე-3 ფაქტი, რომელიც ეხება იმას, რომ, როგორც წესი, შემოსავლიანობის მრუდებს დადებითი გადახრა ახასიათებთ. საკმარისია აღვნიშნოთ, რომ პრემია ვადისათვის იზრდება ობლიგაციათა და-ფარვის ვადის ზრდასთან ერთად, რადგანაც ინვესტორები უპირატესობას ანიჭებენ მოკლევადიან ობლიგაციებს. იმ შემთხვევაშიც, თუ მოსალოდნელი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები საშუალოდ უცვლელნი დარჩებიან,

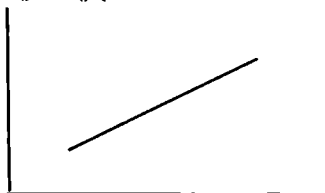
გრძელვადიანი განაკვეთები მოკლევადიან განაკვეთებთან შედარებით მაინც მაღალი იქნება და შემოსავლიანობის მრუდებს, როგორც წესი, დადებითი გადახრა ექნებათ.

როგორ შეიძლება ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორიისა და ლიკვიდურობის შემცირების პრემიის თეორიის მეშვეობით აიხსნას, რომ დროდადრო შემოსავლიანობის მრუდებს ურაცოფითი გადახრა აქვთ იმის მიუხედავად, რომ პრემია ვადისათვის ყოველთვის დადებითია? ასეთი სიტუაცია შეიქმნება მაშინ, როდესაც მოსალოდნელია მომავალი მოკლევადიანი განაკვეთების იმდენად ძლიერი დაცემა, რომ მოსალოდნელი მოკლევადიანი განაკვეთების საშუალო არითმეტიკული საკმაოდ დაბალი აღმოჩნდება მიმდინარე საპროცენტო განაკვეთთან შედარებით. მაშინაც კი, როდესაც ეს საშუალო არითმეტიკული იზრდება ვადისათვის დადებითი პრემიის სიდიდემდე საბოლოოდ, გრძელვადიანი განაკვეთი მაინც მიმდინარე მოკლევადიან განაკვეთზე უფრო დაბალია.

ზემოთ მოტანილი მსჯელობიდან გამომდინარე, ამ ორი თეორიის განსაკუთრებულ თავისებურებას წარმოადგენის ის, რომ მათი მეშვეობით შეიძლება განისაზღვროს ბაზრის პროგნოზი მომავალ მოკლევადიან საპროცენტო განაკვეთთან დაკავშირებით. ამისათვის საკმარისია უბრალოდ დაეაქვირდეთ შემოსავლიანობის მრუდის გადახრას. მეკერთად აღმავალი შემოსავლიანობის მრუდი (გრაფიკი 5 ა), გვიჩვენებს, რომ მომავალში მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ზრდა. ზომიერად ამალლებული შემოსავლიანობის მრუდი (გრაფიკი 5 ბ) იმაზე მეტყველებს, რომ საპროცენტო განაკვეთების განსაკუთრებული ზრდა ან დაცემა მომავალში მოსალოდნელი არ არის. შემოსავლიანობის კორიზონტალური მრუდი (გ) მიუთითებს მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ზომიერი დაცემის მოლოდინზე. და ბოლოს, დაღმავალი შემოსავლიანობის მრუდი (გრაფიკი 5 დ) გვიჩვენებს, რომ მომავალში მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი დაცემა.

შემოსავლიანობის მრუდები და მომავალი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების საბაზრო მოლოდინი

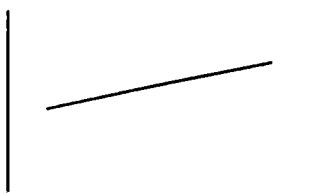
დაფარვის შემოსავლიანობა



დაფარვის ვადამდე

ა) მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის ზრდა

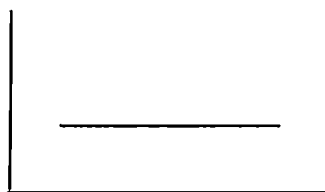
დაფარვის შემოსავლიანობა



დაფარვის ვადამდე

ბ) მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის იმავე დონეზე დარჩენა

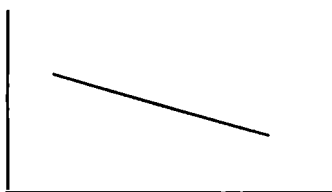
დაფარვის შემოსავლიანობა



დაფარვის ვადაშე

ბ) მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის თანდათანობითი დაცემა

დაფარვის შემოსავლიანობა



დაფარვის ვადამდე

ბ) მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის მკვეთრი დაცემა

აღსანიშნავია, რომ საპროცენტო განაკვეთების დროითი სტრუქტურის თეორიებს შორის ყველაზე ფართოდ გამოიყენება ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია და პრემიის თეორია ლიკვიდურობის შემცირებისას, რადგანაც მათი მეშვეობით შესაძლებელია აიხსნას დროით სტრუქტურასთან დაკავშირებული ემპირიულად დადგენილი მოვლენების უმრავლესობა. მათში შერწყმულია მოლოდინის ჰიპოთეზისა და სეგმენტირებული ბაზრების თეორიის თავისებურებები. გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთი მოიაზრება ვადისათვის პრემიის თანხის

(ლიკვიდურობის შემცირებისას) და ობლიგაციის სიცოცხლის განმავლობაში მოსალოდნელი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთის საშუალო არითმეტიკულის ტოლ სიდიდედ.

ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია და პრემიის თეორია ლიკვიდურობის შემცირებისას გვეხმარება შემდეგი მოვლენების ახსნაში:

1. სხვადასხვა დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები, როგორც წესი, დროში სინქრონულად იცვლება;

2. შემოსავლიანობის მრუდებს ნვეულებრივ დადებითი გადახრა ახასიათებთ;

3. თუ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთები დაბალია, მაშინ შემოსავლიანობის მრუდებს შესაძლოა ჰქონდეთ დადებითი გადახრა; მაღალი საპროცენტო განაკვეთებისას კი მათ შესაძლოა ჰქონდეთ უარყოფითი გადახრა.

ამ თეორიების საფუძველზე შეიძლება გააკეთდეს საბაზრო პროგნოზი მომავალში საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებასთან დაკავშირებით. კერძოდ, მკვეთრი დადებითი გადახრა ნიშნავს, რომ მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ზრდა; ზომიერი დადებითი გადახრა ნიშნავს, რომ მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების უცვლელად დარჩენა; შემოსავლიანობის პორისონტალური მრუდი ნიშნავს, რომ მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ზომიერი დაცემა. დაბოლოს, უარყოფითი გადახრა ნიშნავს, რომ მოსალოდნელია საპროცენტო განაკვეთების მკვეთრი დაცემა.

გასული საუკუნის 80-იან წლებში საპროცენტო განაკვეთების დროითი სტრუქტურის შესწავლისთვის მიძღვნილ 'სოგიერთ გამოკვლევა'ში დაყენებული იყო საკითხი იმის შესახებ, შეიძლებოდა თუ არა შემოსავლიანობის მრუდის გადახრაზე დაყრდნობით მსჯელობა მომავალი საპროცენტო განაკვეთების მერყეობაზე. აღმოჩნდა, რომ განსხვავება მოკლევადიან და გრძელვადიან განაკვეთებს შორის ყოველთვის არ გვეხმარება მოკლევადიანი განაკვეთების მოსალოდნელი მნიშვნელობების წინასწარმეტყველებაში. ამის მიზეზი შეიძლება იყოს გრძელვადიანი ობლიგაციის ვადისათვის პრემიის სიდიდის მნიშვნელოვანი მერყეობა. ამასთან უფრო გვიანდელ გამოკვლევებში შემოწ-

მების რთული მეთოდების გამოყენებამ ცხადყო, რომ საპროცენტო განაკვეთების დროითი სტრუქტურა შეიცავს ინფორმაციას მომავალი მერყეობების შესახებ.

მოკლე შინაარსი

1. ერთნაირი დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები ერთმანეთისგან განსხვავდება სამი ფაქტორის: გადაუსდებლობის რისკის, ლიკვიდურობისა და დაბეგვრის თავისებურებების გამო, რაც უფრო მაღალი რისკი ახასიათებს ობლიგაციას, მით უფრო მაღალია მისი საპროცენტო განაკვეთი სხვა ობლიგაციებთან შედარებით. რაც უფრო ლიკვიდურია ობლიგაცია, მით უფრო დაბალია მისი საპროცენტო განაკვეთი. გადასახადებისაგან გათავისუფლებულ ობლიგაციებზე გადაიხდება უფრო დაბალი პროცენტები, ვიდრე გადასახადების გადახდის შემთხვევაში ერთნაირი დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთებს შორის ურთიერთკავშირს, დაფუძნებულს ამ სამი ფაქტორის ზემოქმედებაზე, საპროცენტო განაკვეთების სარიისკო სტრუქტურა ეწოდება.

2. არსებობს საპროცენტო განაკვეთების დროითი სტრუქტურის სამი თეორია, რომლებიც აღწერს ურთიერთკავშირს განსხვავებული დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციათა საპროცენტო განაკვეთებს შორის. მოლოდინის ჰიპოთეზის ჩარჩოებში გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთები გრძელვადიანი ობლიგაციის სიცოცხლის ვადის განმავლობაში ბაზარზე დადგენილი საპროცენტო განაკვეთების საშუალო მოსალოდნელი მნიშვნელობების ტოლად ითვლება. სეგმენტირებული ბაზრის თეორია გვიჩვენებს, რომ დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები ფორმირდება მხოლოდ დაფარვის კონკრეტული ვადის მქონე ობლიგაციათა ბაზარზე მოთხოვნითა და მიწოდებით. არც ერთი და არც მეორე თეორია არ იძლევა საშუალებას ერთდროულად ახსნას, თუ რატომ იცვლება დროში ან სინქრონულად დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები და რატომ გააჩნია, როგორც წესი, შემოსავლიანობის მრუდებს დადებითი გადახრა.

3. ბაზრის უპირატესი სექტორის და პრემიის (ლიკვი-

დურობის შემცირების) თეორიაში შერწყმულია ორი სემოაღწერილი თეორიის თავისებურებანი. მათი მეშვეობით შეიძლება ორივე სემოთ აღნიშნული მოკლეხანის ახსნა. ამ თეორიის მიხედვით გრძელვადიანი საპროცენტო განაკვეთი გამოითვლება ბაზარზე ობლიგაციის სიცოცხლის განმავლობაში მოსალოდნელი მომავალი მოკლევადიანი განაკვეთების საშუალო მნიშვნელობას პლუს პრემია ვადისათვის, რომელიც ასახავს სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციათა მიწოდებასა და მოთხოვნას. ამ თეორიებზე დაყრდნობით შეიძლება ვიმსჯელოთ მომავალი მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების საბაზრო მოლოდინის თაობაზე უშუალოდ შემოსავლიანობის მრუდის მეშვეობით. მეკეთრად მზარდი შემოსავლიანობის მრუდი მიუთითებს მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების მოსალოდნელ ზრდაზე. შემოსავლიანობის მრუდი ზომიერი დადებითი გადახრით მეტყველებს იმაზე, რომ მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების ცვლილება მოსალოდნელი არ არის. პორიზონტალური შემოსავლიანობის მრუდი მიუთითებს, რომ მოსალოდნელია მოკლევადიანი განაკვეთების მცირედით შემცირება შემოსავლიანობის მრუდის უარყოფითი გადახრა მეტყველებს, რომ მოსალოდნელია მოკლევადიანი საპროცენტო განაკვეთების საგრძნობი დაცემა.

ძირითადი ცნებები

საპროცენტო განაკვეთის სარისკო სტრუქტურა
 საპროცენტო განაკვეთის დროითი სტრუქტურა
 გადაუხდელობის რისკი
 რისკისგარეშე ობლიგაციები
 პრემია რისკისათვის
 გადასაყრელი ობლიგაციები
 შემოსავლიანობის მრუდი
 მოლოდინის პიკოთეზა
 სეგმენტირებული ბაზრების თეორია
 ბაზრის უპირატესი სექტორის თეორია
 პრემიის თეორია ლიკვიდურობის შემცირებისას.

საპონტროლო კითხვები და ამოცანები:

1. რომელი სახის ობლიგაციებზე იქნება პრემია რისკისათვის უფრო მაღალი – კორპორაციულ ობლიგაციებზე Baa რეიტინგით, თუ კორპორაციულ ობლიგაციებზე C რეიტინგით. რატომ?

2. როგორც წესი, კორპორაციული ობლიგაციების პრემიას რისკისათვის აქვს ანტიციკლური ხასიათი, ანუ ის მცირდება ეკონომიკური აღმავლობის დროს და იზრდება რეცესიის პერიოდში. რატომ ხდება ასე?

3. თუ დაფარვის სხვადასხვა ვადის მქონე ობლიგაციები სუბსტიტუტებს წარმოადგენს, მაშინ საფარაუდლოა, რომ მათი საპროცენტო განაკვეთები სინქრონულად შეიცვალოს. მცდარია, აღნიშნული მოსაზრება თუ მის მართებულობაზე არაფრის თქმა არ შეიძლება? პასუხი განმარტეთ.

4. იცით რა, რომ მოლოდინის ჰიპოთეზა კორექტულად აღწერს საპროცენტო განაკვეთების დროით სტრუქტურას, გამოთვალეთ საპროცენტო განაკვეთები 1-დან 5 წლამდე დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციისთვის და ააგეთ შემოსავლიანობის მრუდები, რომლებიც უახლოეს 5 წლის განმავლობაშია მოსალოდნელი ქვემოთ დასახელებული წლიური საპროცენტო განაკვეთების შემდეგი ნაკრებისთვის:

ა) 5%, 7%, 7%, 7%, 7%.

ბ) 5%, 4%, 4%, 4%, 4%.

როგორ შეიცვლებოდა თქვენს მიერ აგებული შემოსავლიანობის მრუდები, თუ ადამიანები გრძელვადიან ობლიგაციებთან შედარებით უპირატესობას მოკლევადიან ობლიგაციებს მიანიჭებდნენ?

5. იცით რა, რომ მოლოდინის ჰიპოთეზა კორექტულად აღწერს საპროცენტო განაკვეთების დროით სტრუქტურას, გამოთვალეთ 1-დან 5 წლამდე დაფარვის ვადის მქონე ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები და ააგეთ შემოსავლიანობის მრუდები, რომლებიც უახლოესი 5 წლის განმავლობაშია მოსალოდნელი წლიური საპროცენტო განაკვეთების შემდეგი ნაკრებისათვის:

ა) 5%; 6%; 7%; 7%; 5%.

ბ) 5%; 4%; 3%; 4%; 5%.

როგორ შეიცვლება თქვენს მიერ აგებული შემოსავლიანობის მრუდები, თუ ადამიანები უპირატესობას მიანიჭებენ მოკლევადიან ობლიგაციებს გრძელვადიანთან შედარებით?

6. იწინასწარმეტყველეთ, როგორ შეიცვლება კორპორაციული ობლიგაციების საპროცენტო განაკვეთები, თუ ფედერალური მთავრობა იმის გარანტიას იძლევა, რომ კორპორაციის გაკოტრების შემთხვევაში კრედიტორების ვალებს გადაიხდის? როგორ შეიცვლება სახაზინო ვალდებულების საპროცენტო განაკვეთი?

7. იწინასწარმეტყველეთ, როგორ შეიცვლება პრემია რისკისათვის კორპორაციულ ობლიგაციებზე, თუ კორპორაციულ ობლიგაციათა ბაზარზე საბროკერო საკომისიო გადასახდელი შემცირდება?

8. მუნიციპალური ობლიგაციების საშემოსავლო გადასახადისაგან არგათავისუფლება რა შემოქმედებას მოახდენს მათ საპროცენტო განაკვეთებზე? როგორ შემოქმედებას მოახდენს ეს სახაზინო ვალდებულებების საპროცენტო განაკვეთებზე?

9. თუ შემოსავლიანობის მრუდი მოულოდნელად მახვილი გახდება, მაშინ როგორ შეცვლით თქვენს პროგნოზს მოსალოდნელ საპროცენტო განაკვეთებთან დაკავშირებით?

10. თუ უცვლელად (მოულოდნელად) შეიცვლება მომავალში მოსალოდნელი საპროცენტო განაკვეთის მნიშვნელობები, მაშინ როგორ შეიცვლება შემოსავლიანობის მრუდის გადახრა?

თავი VIII.

სამართაშორისო სავალუტო ბაზარი

სავალუტო ბაზრის ფუნქცია

სავალუტო ბაზრის ერთ-ერთი უმნიშვნელოვანესი ამოცანაა გაცვლითი სავალუტო კურსის რეგულირება. რა არის გაცვლითი კურსი?

როგორც აღვნიშნეთ, ქვეყნის ფულის ერთეულის ფასს, გამოხატულს უცხოურ ვალუტაში, გაცვლითი (სავალუტო) კურსი ეწოდება. ის ზემოქმედებას ახდენს მთელი ქვეყნის ეკონომიკასა და საზოგადოებრივ კეთილდღეობაზე. ეროვნული ვალუტის გაუფასურება სხვა ქვეყნების ვალუტებთან მიმართებაში იწვევს უცხოური წარმოების საქონლისა და სამიველინებო-ტურისტული ხარჯების გაძვირებას და, პირიქით. ასე მაგალითად, როდესაც საქართველოს ეროვნული ვალუტის – ლარის ღირებულება იზრდება, უცხოური საქონელი და საზღვარგარეთ დანახარჯები იაფდება.

აღნიშნულ მოვლენათა ახსნას იძლევა სავალუტო კურსის ფორმირების შესახებ თანამედროვე შეხედულებანი.

თანამედროვე მსოფლიოში ქვეყანათა უმრავლესობას საკუთარი ვალუტა გააჩნია: აშშ-ს – დოლარი, ევროკავშირის წევრ ქვეყნების უმრავლესობას – ევრო, ბრაზილიას – კრუსეირო, ინდოეთს – რუპია, რუსეთს – რუბლი, საქართველოს ლარი. ქვეყნებს შორის ვაჭრობა მოიცავს ვალუტების (უფრო ხშირად სხვადასხვა ვალუტაში ნომინირებული საბანკო დეპოზიტების) გაცვლასაც. როცა, მაგალითად, ამერიკული ფირმა იძენს უცხოურ საქონელს, მომსახურებას ან ფინანსურ აქტივებს, მან ამერიკული დოლარები (ხშირად საბანკო დეპოზიტები აშშ დოლარებში) უნდა გაცვალოს უცხოურ ვალუტაზე (საბანკო დეპოზიტებზე უცხოურ ვალუტაში).

ვალუტებით და უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული საბანკო დეპოზიტებით ვაჭრობა წარმოებს სავალუტო ბაზარზე. ყოველდღიურად მთელ მსოფლიოში სავალუტო გარიგებათა ბაზარზე დადებული გარიგებების მოცულობა საშუალოდ 1 ტრილიონ დოლარს აღემატება. ვალუტის გაცვლითი კურსის ფორმირება ხდება სავალუტო ბაზარზე დადებული გარიგებების მიხედვით. ეს უკანასკნელი განსაზღვრავს ასევე უცხოური

საქონლისა და საფინანსო აქტივების ყიდვასთან დაკავშირებული დანახარჯებს.

არსებობს უცხოურ ვალუტასთან დაკავშირებული გარიგებების ორი სახე: სპოტ-გარიგებები და ფორვარდული გარიგებები. მათ შორის სპარბობს სპოტ-გარიგება, რომლის დროსაც საბანკო დეპოზიტების გაცვლა დაუყოვნებლივ (2 დღის განმავლობაში) ხორციელდება. ფორვარდული გარიგება გულისხმობს საბანკო დეპოზიტების გაცვლას მომავალში. როგორც წესი, ამ გაცვლის თარიღი განსაკუთრებულად განისაზღვრება. სპოტ-კურსი ეწოდება გაცვლით კურსს, რომელიც სპოტ გარიგებისთვისაა დადგენილი. ფორვარდული სავალუტო კურსი კი ეწოდება კურსს, რომელიც ფორვარდული გარიგების დასადებადაა დადგენილი.

ვალუტის ღირებულების გაზრდისას მის გაძვირებაზე საუბრობენ, ხოლო თუ მისი ფასი ეცემა და ნაკლები ღირს, საუბრობენ მის გაიაფებაზე. მაგალითად, 1996 წლის დასაწყისში ლარი 80 ცენტი, 2003 წლის დასაწყისში კი 45 ცენტი ღირდა. ამრიგად, ლარი გაიაფდა 44%-ით.

$$[= (45.2) - 80) / 80] = [-0.44] \times 100 = [44\%].$$

ასევე შეგვიძლია ვთქვათ, რომ დოლარი, რომლის ღირებულება 1996 წელს შეადგენდა 1.25 ლარს, 2003 წლის დასაწყისში გაიზარდა 2.8 ლარამდე, ე.ი. გაძვირდა 124%-ით $[= (2.8 - 1.25) / 1.25 = 1.24 \times 100 = 124\%].$

სავალუტო კურსს დიდი მნიშვნელობა ენიჭება იმდენად, რამდენადაც იგი ზეგავლენას ახდენს სამამულო წარმოების საქონლისა და უცხოური წარმოების საქონლის შესადარ ფასებზე. მაგალითად, ავსტრიული საქონლის ფასი ამერიკელისათვის ორი ფაქტორის ურთიერთზემოქმედებით განისაზღვრება: ავსტრიული საქონლის ფასით ვეროებში და გაცვლითი კურსით „ევრო/დოლართან“.

ვეროს გაიაფება აიაფებს ავსტრიულ საქონელს აშშ-ში, მაგრამ ზრდის ამერიკული საქონლის ღირებულებას ავსტრიაში.

აქედან გამომდინარე, შეიძლება დავასკვნათ, რომ როცა ქვეყნის ვალუტა მტკიცდება (ე.ი. მისი ღირებულება სხვა ქვეყნის ვალუტების მიმართ იზრდება), ამ ქვეყნის საქონელი საზღვარგარეთ ძვირდება, უცხოური საქონელი კი ამ ქვეყანაში იაფდებ

ბა (თუ შიდა ფასები ორივე ქვეყანაში უცვლელია). და პირიქით, თუ ქვეყნის ვალუტის კურსი ეცემა, ამ ქვეყნის საქონელი სასაღვარგარეთ იაფდება. უცხოური საქონელი კი ამ ქვეყანაში ძვირდება.

ვალუტის გაძვირებამ შეიძლება გაართულოს სამამულო წარმოების საქონლის სასაღვარგარეთ გაყიდვა და გაზარდოს კონკურენცია შიდა ბაზარზე უცხოური საქონლის მხრიდან, რამეთუ იგი უფრო იაფი ეღირება. მაგალითად, 1980 წელს დოლარის კურსის გამყარებამ დააზარალა ამერიკული წარმოება. ამერიკულმა ფოლადის წარმოებამ დიდი სარალი განიცადა არა მხოლოდ იმიტომ, რომ შემცირდა ამერიკული შედარებით უფრო ძვირი ფოლადით ვაჭრობა, არამედ იმიტომაც, რომ აშშ-ში გაიზარდა უცხოური შედარებით უფრო იაფი ფოლადით ვაჭრობა. მართალია, დოლარის კურსის ზრდამ განსასაღვრული ზიანი მიაყენა ამერიკულ ბიზნესს, მაგრამ მომხმარებლებმა ამით მხოლოდ მოიგეს, რადგანაც უცხოური საქონელი გაიაფდა. იაპონური ვიდეომაგნიტოფონები და ვიდეოკამერები, ისევე როგორც დასვენება ვეროპაში, დოლარის გაძვირების გამო გაიაფდა.

ჩვენ ვერ გავიგებთ, როგორ განისაღვრება სავალუტო კურსი, თუ არ მოეხვედებით იმ ადგილას, სადაც ვალუტით ვაჭრობენ. სავალუტო ბაზარი ორგანიზებულია როგორც არასაბირჟო (ბირჟის გარეშე) ბაზარი, მასზე ათასობით დილერი (უფრო ხშირად ბანკები) უცხოურ ვალუტაში დენომინირებულ დეპოზიტებს ყიდულობენ და ყიდიან. დილერებს მუდმივი სატელეფონო და კომპიუტერული კავშირები აქვთ ერთმანეთთან, ამიტომაც ბაზარზე ძლიერი კონკურენციაა გაბატონებული. სინამდვილეში მისი ფუნქციონირება არ განსხვავდება ცენტრალიზებული საბირჟო ბაზრის ფუნქციონირებისაგან.

აღსანიშნავია, რომ როცა ბანკები, კომპანიები და მთავრობები მსჯელობენ სავალუტო ბაზარზე ვალუტის ყიდვასა და გაყიდვაზე, საუბარი სრულებითაც არაა ვალუტის ხელიდან ხელში გადაცემაზე, მაგალითად, დოლარის ევროზე გაცვლაზე; ვაჭრობა ხშირად მიმდინარეობს განსხვავებულ ვალუტაში დენომინირებული საბანკო დეპოზიტების ყიდვით და გაყიდვით. აქედან გამომდინარე, როცა საუბარია სავალუტო ბაზარზე ბანკის მიერ დოლარის ყიდვის შესახებ, იგულისხმე-

ბა, რომ ბანკი იძენს დოლარებში დენომინირებულ დეპოზიტებს.

სავალუტო კურსი ბრძელვადიან პერიოდში

კონკურენციულ ბაზარზე სავალუტო კურსი, ისევე როგორც ფასები ნებისმიერ საქონელზე თუ აქტივზე, განისაზღვრება საბაზრო მოთხოვნისა და მიწოდების ურთიერთქმედებით. თავისუფალ ბაზარზე სავალუტო კურსის ფორმირების გაანალიზების პროცესი დაფუძნებულია ორ ეტაპად. ჯერ გავარკვიოთ, როგორ განისაზღვრება გაცვლითი კურსი გრძელვადიან პერიოდში; შემდეგ კი გრძელვადიან პერიოდში გაცვლით კურსზე მოქმედი ფაქტორების გაანალიზებით დავადგინოთ, რაზეა დამოკიდებული გაცვლითი კურსი მოკლევადიან პერიოდში.

ერთიანი ფასის კანონი. სავალუტო კურსის ფორმირების თეორიაში ამოსავალს წარმოადგენს იდეა ერთიანი ფასის კანონის შესახებ. კერძოდ, თუ ორ ქვეყანაში იდენტური საქონელი იწარმოება, მაშინ ამ საქონლის ფასი მთელ მსოფლიოში ერთნაირი უნდა იყოს იმის მიუხედავად, თუ რომელი ქვეყნის ნაწარმს წარმოადგენს იგი. დაუშვათ, რომ 1 ტონა ამერიკული ფოლადი ღირს 100 დოლარი, მისი იდენტური იაპონური ფოლადი (1 ტონა) კი 10000 იენა. ერთიანი ფასის კანონით გაცვლითი კურსი იენას და დოლარს შორის უნდა დადგინდეს შემდეგ დონეზე: 100 იენა 1 დოლარის მიმართ (0.01 დოლარი 1 იენასთან მიმართებაში). მხოლოდ ამ შემთხვევაში გაიყიდება ერთი ტონა ამერიკული ფოლადი იაპონიაში 10000 იენად (ე.ი. იაპონური ფოლადის ფასად), ხოლო 1 ტონა იაპონური ფოლადი აშშ-ში 50 დოლარად, რაც 50 დოლარით იაფი გამოდის, ამერიკულ ფოლადთან შედარებით, ხოლო 1 ტონა ამერიკული ფოლადი იაპონიაში გაიყიდებოდა 20000 იენად, რაც ნიშნავს, რომ ის 2-ჯერ ძვირი იქნებოდა იაპონურ ფოლადთან შედარებით. ე.ი. თუ ამერიკული ფოლადი ორივე ქვეყანაში იაპონურზე ძვირი იქნება, ხოლო ფოლადის ხარისხი სრულიად იდენტური, მოთხოვნა ამერიკულ ფოლადზე ნულის დონეზე დაეცემა. თუ ამერიკული ფოლადის ფასი ფიქსირებულია, ამერიკულ ფოლადზე ამგვარად წარმოქმნილი ჭარბი მოთხოვნა ლიკვიდირებული იქნება მხოლოდ მაშინ, როცა გაცვლითი კურსი 1 დოლარის მიმართ დაეცემა 100 იენზე, ფასი კი ამერიკულ და იაპონურ ფოლადზე

გათანაბრდება ორივე ქვეყანაში.

მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორია. საველუტო კურსის ფორმირების ყველაზე ცნობილი თეორიაა მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორია (მიუქი), რომლის მიხედვით გაცვლითი კურსი ნებისმიერ ორ ვალუტას შორის იცვლება იმგვარად, რომ გამოიხატოს ორივე ქვეყნის ფასების დონის ცვლილება. მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორია წარმოადგენს ერთიანი ფასის კანონის გამოყენებას ფასების ეროვნულ დონესთან და არა ცალკეული საქონლის ფასებთან მიმართებაში. დაეუშვათ, რომ იაპონური ფოლადის ღირებულება გაიზარდა 10%-ით (1 ტონა 11000 იენამდე), ამერიკული ფოლადის ფასი კი დარჩა უცვლელი (100 დოლარი). ერთიანი ფასის კანონის აღსასრულებლად ერთი დოლარის გაცვლითი კურსი უნდა გაიზარდოს 110 იენამდე, რაც შეესაბამება დოლარის 10%-იან გაძვირებას. ერთიანი ფასის გამოყენება ფასების დონესთან მიმართებაში ორივე ქვეყანაში საშუალებას იძლევა გამოვიყენოთ მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორია, რომლის შესაბამისადაც იაპონიაში 10%-ით ფასების დონის ზრდა ამერიკის ფასების დონესთან შედარებით მიგვიყვანს დოლარის 10%-ით გაძვირებასთან.

როგორც ამერიკულ-იაპონური ფოლადის მაგალითიდან ჩანს, მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორიის შესაბამისად ერთ ქვეყანაში ფასების დონის ზრდა მეორე ქვეყნის ფასების დონესთან შედარებით იწვევს პირველი ქვეყნის ვალუტის გაიაფებას და მეორე ქვეყნის ვალუტის გაძვირებას. ამასთან უნდა აღინიშნოს, რომ მოკლევადიან პერიოდში მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორია ხშირად არ დასტურდება, რაც იმაზე მეტყველებს, რომ მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორიაზე დაყრდნობით გაკეთებული დასკვნები არასრულყოფილია და მოკლევადიან პერიოდში არ მართლდება. რით შეიძლება აიხსნას მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორიის ნაკლოვანება?

მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორიის მტკიცება, რომ საველუტო კურსი განისაზღვრება მხოლოდ და მხოლოდ ფასების დონის შეფარდებითი ცვლილებით, ეფუძნება იმას, რომ ორივე ქვეყნის მთელი საქონელი იდენტურია. ამ შემთხვევაში ერთიანი ფასის კანონით შეფარდებითი ფასები ყველა

საქონელზე (ე.ი. ფასების შეფარდებითი დონე იორივე ქვეყანაში) განსაზღვრავს საავალუტო კურსს. რამდენად მართებულია ამის თქმა იაპონურ და ამერიკულ ავტომობილებთან მიმართებაში? ადეკვატურია თუ არა „ტოიოტა“ და „შევროლესი“?

ცხადია, „ტოიოტა“ და „შევროლესი“ არ არიან იდენტურები. აქედან გამომდინარე, არც მათი ფასები უნდა იყოს ერთმანეთის იდენტური. იმის მიუხედავად, რომ „ტოიოტა“ „შევროლეს“-ზე ძვირადღირებულია, ამერიკელები და იაპონელები მაინც „ტოიოტას“ ყიდულობენ. ისე როგორც ერთიანი ფასის შესახებ კანონი არ სრულდება ყველა საქონლის მიმართ, ისე „შევროლესთან“ შედარებით „ტოიოტაზე“ ფასის ზრდა არ გამოიწვევს იმ პროპორციით იენის გაუფასურებას, რა დონითაც „ტოიოტას“ ფასი გადააჭარბებს „შევროლესის“ ფასს.

გარდა ამისა, მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორია არ ითვალისწინებს რომ მრავალი საქონელი და მომსახურება (რომელთა ფასები შედის ეროვნული ფასების დონის მანქნებლებში) არ იყიდება საზღვარგარეთ. სახლმფლობელობა, მიწა, მომსახურების ისეთი სახეები, როგორცაა კება რესტორნებში, საყოფაცხოვრებო მომსახურება და სხვა, არ მიეკუთვნება საქონელთა ჯგუფს, რომლითაც ვაჭრობენ საზღვარგარეთთან. ამიტომ, მათი ფასები რომც გაიზარდოს, და ამან უფრო მაღალი ფასების დონის დადგენამდე მიგვიყვანოს, ვიდრე მეორე ქვეყანაშია, მოცემული მოვლენის უშუალო შემოქმედება საავალუტო კურსზე უმნიშვნელო იქნება.

სავალუტო კურსზე ბრძეღვადიან პერიოდში მოქმედი შაქტორები

ჩვენს ზიერ განხილული მოდელის შესაბამისად საავალუტო კურსზე შემოქმედებას ახდენს ფასების შეფარდებითი დონე და ზოგიერთი სხვა ფაქტორი. გრძელვადიან პერიოდში შეიძლება გამოეყოთ საავალუტო კურსზე მოქმედი 4 ძირითადი ფაქტორი:

1. ფასების შეფარდებითი დონე;
2. ქვოტები და ტარიფები;
3. სამამულო წარმოების საქონლისთვის უპირატესობის მინიჭება უცხოურთან შედარებით;
4. მწარმოებლურობა.

განივიხილოთ, როგორ 'სემიოქმედებს თითოეული მათგანი სავეალუტო კურსზე დანარჩენების უცვლელობის პირობებში.

ჩვენი მსჯელობა ძირითადად ეყრდნობა იდეას: ეკელაფერი, რაც უცხოურ საქონელთან შედარებით ზრდის მოთხოვნას სამამულო წარმოების საქონელზე, იწვევს ეროვნული ვალუტის გაძვირებას, რადგან სამამულო საქონელი კარგად იყიდება ეროვნული ვალუტის ღირებულების ზრდის შემთხვევაშიც. ამის ანალოგიურად, ეკელაფერი, რაც ზრდის მოთხოვნას სამამულო საქონელთან შედარებით უცხოური წარმოების საქონელზე, იწვევს ეროვნული ვალუტის გაიაფებას, რადგანაც სამამულო საქონელზე მოთხოვნა მცირდება მხოლოდ ეროვნული ვალუტის ღირებულების შემცირების შემთხვევაში.

ფასების შეფარდებითი დონე. მიყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორიის თანახმად, როცა სამამულო წარმოების საქონელზე ფასები იზრდება (უცხოურ საქონელზე ფასების უცვლელობის პირობებში), მათზე მოთხოვნა ეცემა და ეროვნული ვალუტა იმ დონემდე იაფდება, რომელიც აუცილებელია იმისთვის, რომ სამამულო საქონელი ძველებურად კარგად გაიყიდოს და, პირიქით, თუ ფასი იზრდება უცხოურ საქონელზე, სამამულო წარმოების საქონლის შეფარდებითი ფასები კი ეცემა, მოთხოვნა სამამულო საქონელზე იზრდება და ეროვნული ვალუტა ძვირდება, რადგანაც სამამულო საქონელი კარგად გაიყიდება ეროვნული ვალუტის შედარებით მაღალი ღირებულების შემთხვევაშიც. გრძელვადიან პერიოდში ქვეყანაში ფასების დონის ზრდა (საზღვარგარეთის ფასების დონესთან შედარებით) იწვევს ეროვნული ვალუტის გაიაფებას, ხოლო ეროვნული ფასების შეფარდებითი დონის დაცემა კი – ეროვნული ვალუტის გაძვირებას.

ტარიფები და კვოტები. თავისუფალი ვაჭრობისათვის გარკვეული სახის შეზღუდვების დაწესებამ, როგორცაა ტარიფები (გადასახადები იმპორტულ საქონელზე) და კვოტები (შესღუდვები შემოტანილი უცხოური საქონლის რაოდენობაზე), შესაძლებელია სეგაგულენა მოახდინონ ვალუტის კურსზე. მაგალითად, აშშ ტარიფს ან კვოტას ადგენს იაპონურ ფოლადზე. ეს საკატრო ბარიერი ზრდის მოთხოვნას ამერიკულ ფოლადზე და დოლარი იწყებს გაძვირებას, რადგანაც ამერიკული ფოლადი ძველებურად კარგად გაიყიდება დოლარის მაღალი ღირე-

ბუღალტრის შემთხვევაშიც. ტარიფები და კვოტები იწვევს ეროვნულ ვალუტის გაძვირებას გრძელვადიან პერიოდში.

სამამულო საქონლისთვის უპირატესობის მინიჭება უცხოურთან შედარებით. თუ იაპონელები მოისურვებენ ამერიკულ საქონლის, მაგალითად, ფლორიდის ფორთოხლის ან ამერიკული ფილმების შექმნას, მაშინ მათზე გაზრდილი მოთხოვნა (მოთხოვნა ექსპორტზე) ხელს შეუწყობს დოლარის გაძვირებას, რადგანაც ამერიკული საქონელი ძველებურად კარგად გაიყიდება დოლარის მაღალი ღირებულების მიუხედავად. თუ ამერიკელები არჩევენ იაპონურ და არა ამერიკულ მანქანებზე შეანერგებენ, მაშინ იაპონურ საქონელზე გაზრდილი მოთხოვნა (მოთხოვნა იმპორტზე) გამოიწვევს დოლარის გაიაფებას. ექსპორტზე მოთხოვნის ზრდა გრძელვადიან პერიოდში იწვევს ეროვნული ვალუტის გაძვირებას და პირიქით, იმპორტზე მოთხოვნის ზრდა ეროვნული ვალუტის გაიაფებას.

მწარმოებლურობა. თუ მწარმოებლურობა ქვეყანაში სხვა ქვეყნებთან შედარებით იზრდება, მაშინ ამ ქვეყნის ფირმებს შეუძლიათ შეამცირონ ფასები სამამულო წარმოების საქონელზე უცხოური წარმოების საქონელთან შედარებით და ძველებურად მიიღონ მოგება. შედეგად, ამისა მოთხოვნა სამამულო საქონელზე იზრდება, ეროვნული ვალუტა კი იწყებს გაძვირებას, რადგან სამამულო საქონელი ძველებურად კარგად გაიყიდება ეროვნული ვალუტის უფრო მაღალი ღირებულების შემთხვევაშიც. თუ მოცემული ქვეყანა მწარმოებლურობით ჩამორჩება სხვა ქვეყნებს, მისი საქონელი სხვა ქვეყნების ნაწარმთან შედარებით უფრო ძვირდება, ვალუტა კი იწყებს გაიაფებას. სხვა ქვეყნებთან შედარებით მოცემულ ქვეყანაში მწარმოებლურობის ამაღლება გრძელვადიან პერიოდში იწვევს ამ ქვეყნის ეროვნული ვალუტის გაძვირებას.

ამდენად, თუ ესა თუ ის ფაქტორი იწვევს უცხოურ საქონელთან შედარებით სამამულო საქონელზე მოთხოვნის ზრდას ეროვნული ვალუტა ძვირდება, ხოლო თუ ეს განაპირობებს სამამულო წარმოების საქონელზე შეფარდებითი მოთხოვნის შემცირებას, ამ შემთხვევაში ეროვნული ვალუტა უფასურდება.

საპალუტო კურსი მოკლევადიან პერიოდში

იმისათვის, რომ გავარკვიოთ, ყოველდღე რატომ იცვლება სავალუტო კურსი ძლიერ (ზოგჯერ რამდენიმე პროცენტით), უნდა განვიხილოთ მიმდინარე კურსის (სპოტ-კურსი) ფორმირების თეორია მოკლევადიან პერიოდში.

მოკლევადიან პერიოდში სავალუტო კურსის ცვლილების დასადგენად მნიშვნელოვანია ვიცოდეთ, რომ სავალუტო კურსი - არის ეროვნული საბანკო დეპოზიტების (ნომინირებულის ეროვნული ვალუტაში) ფასი, გამოხატული უცხოურ საბანკო დეპოზიტებში (ნომინირებული უცხოურ ვალუტაში) ანუ სავალუტო კურსი სხვა არაფერია, თუ არა ერთი აქტივის ფასი გამოხატული მეორის ერთეულში. ამიტომ სრულიად ბუნებრივია, რომ მოკლევადიან პერიოდში სავალუტო კურსის ფორმირების კვლევისას გამოვიყენოთ ფინანსური აქტივების ბაზრის თეორია, რომელსაც საფუძვლად უდევს ფინანსურ აქტივებზე მოთხოვნის თეორია. გრძელვადიან პერიოდში სავალუტო კურსის ფორმირების წვენს მიერ განხილული ფაქტორები მნიშვნელოვან როლს თამაშობს მოკლევადიან პერიოდშიც (აღრე სავალუტო კურსის ფორმირების პროცესის შესწავლისას განსაკუთრებული ყურადღება ექცეოდა ექსპორტზე და იმპორტზე მოთხოვნას).

თანამედროვე ფინანსური აქტივების ბაზრის თეორიის მიხედვით მოკლევადიან პერიოდში აქცენტი საექსპორტო და იმპორტული საქონლის ნაკადებზე არ კეთდება, რადგანაც დროის ნებისმიერ პერიოდში ამ გარიგებათა მოცულობა საკმაოდ მცირეა ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული საბანკო დეპოზიტების მოცულობასთან შედარებით. მაგალითად, აშშ-ში სავალუტო გარიგებათა ყოველწლიური მოცულობა 25-ჯერ აღემატება ქვეყანაში ექსპორტის და იმპორტის მოცულობას. ამიტომ ისეთ მოკლევადიან პერიოდში, როგორცაა ერთი წელი, გადაწყვეტილებანი ეროვნულ ან უცხოურ ფინანსურ აქტივებში დაბანდებებზე უფრო მნიშვნელოვან როლს თამაშობს სავალუტო კურსის ფორმირებაში, ვიდრე მოთხოვნა ექსპორტსა და იმპორტზე.

ცალკე უნდა შევხვით საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტს.

ჩვენ ვცხოვრობთ სამყაროში, რომელიც კაპიტალის მობილურობით ხასიათდება: უცხოელებს ადვილად შეუძლიათ ამერიკული აქტივების შექმნა, მაგალითად, დოლარში ნომინირებული დეპოზიტებისა, ამერიკელებს კი შეუძლიათ შეიძინონ უცხოური აქტივები, მაგალითად, დეპოზიტები ევროებში. იქიდან გამომდინარე, რომ უცხოური საბანკო დეპოზიტები დაახლოებით ერთნაირი რისკითა და ლიკვიდურობით ხასიათდება, სრულიად ლოგიკურია ვივარაუდოთ, რომ დეპოზიტები წარმოადგენს აბსოლუტურ სუბსტიტუტებს (ე.ი. ტოლ ხარისხში მიმზიდველებს). როცა კაპიტალი მობილურია და საბანკო დეპოზიტები აბსოლუტურ სუბსტიტუტებს წარმოადგენს, მაშინ ეროვნულ ვალუტაში განთავსებული დეპოზიტების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის გადამეტება უცხოურ ვალუტაში განთავსებული დეპოზიტების შემოსავლიანობაზე გამოიწვევს იმას, რომ უცხოელებიც და ადგილობრივი ინვესტორებიც მოისურვებენ მხოლოდ დოლარებში განთავსებული დეპოზიტების ფლობას და არა სხვა ვალუტაში განთავსებული დეპოზიტებისას, ასეთ პირობებში შეფარდებითი მოსალოდნელი შემოსავლიანობა უდრის ნულს. ეს პირობა შეიძლება ჩაიწეროს შემდეგი სახით:

$$r^S = r^F - \frac{E_{t+1}^E - E_t^E}{E_t^E}$$

ამ განტოლებას საპროცენტო განაკვეთების პარიტეტი ეწოდება და ამტკიცებს, რომ საპროცენტო განაკვეთი ქვეყნის შიგნით უდრის საპროცენტო განაკვეთს საზღვარგარეთ ეროვნული ვალუტის გაძვირების მოსალოდნელი ტემპის გამოკლებით, ანუ საპროცენტო განაკვეთი ქვეყნის შიგნით უდრის საპროცენტო განაკვეთს საზღვარგარეთ პლუს უცხოური ვალუტის გაძვირების მოსალოდნელი ტემპი. თუ საპროცენტო განაკვეთი ქვეყნის შიგნით საზღვარგარეთის საპროცენტო განაკვეთთან შედარებით უფრო მაღალია, ეს ნიშნავს, რომ უცხოური ვალუტის მოსალოდნელი გაძვირება კომპენსირდება შედარებით დაბალი საპროცენტო განაკვეთით საზღვარგარეთ. შიდა 15%-იანი განაკვეთი საზღვარგარეთის 10%-იანი განაკვეთის საპირისპიროდ ნიშნავს, რომ უცხოური ვალუტის მოსალოდნელი გაძვირება შეადგენს 5%-ს (ან, რაც იგივეა, ლარის მოსალოდნელი გაიფუბა შეადგენს 5%-ს).

საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტი შეიძლება განვიხი-

ილოთ სხვადასხვა თვალსაზრისით. პირველ რიგში უნდა ვიცოდეთ, რომ საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტი ნიშნავს, რომ დეპოზიტების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში იქნება ერთნაირი. ამის დადასტურებაა შემოთმთოვეანილი განტოლების მარცხენა ნაწილი. ის აღნიშნავს ეროვნულ ვალუტაში ნომინირებული დეპოზიტების მოსალოდნელ შემოსავლიანობას, მარჯვენა კი დეპოზიტების მოსალოდნელ შემოსავლიანობას უცხოურ ვალუტაში და მათ გადაანგარიშებას ერთიან ვალუტაში. თუ დავუშვებთ, რომ სხვადასხვა ქვეყანაში საბანკო დეპოზიტები აბსოლუტურ სუბსტიტუტებს წარმოადგენს, მაშინ საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტი გამოხატავს წონასწორობის პირობას სავალუტო ბაზარზე. საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის პირობის განხორციელებისას, მოთქმებიდან როგორც ეროვნული, ისე უცხოური დეპოზიტების მფლობელობის მსურველები.

სავალუტო კურსის პროგნოზირება

ფირმებისა და ფინანსური ინსტიტუტებისთვის ძალზე მნიშვნელოვანია იმის ცოდნა, თუ როგორი იქნება სავალუტო კურსი მომავალში, რადგანაც ის განსაზღვრავს საბალანსო უწყისებში ასახულ საშუალებათა ღირებულებას უცხოურ ვალუტაში. გარდა ამისა, ფინანსური ინსტიტუტები წართული არიან უცხოური ვალუტით ვაჭრობაში როგორც საკუთარი, ისე კლიენტების საჭიროებისათვის. ამდენად, ფირმები და ფინანსური დაწესებულებები დაინტერესებულნი არიან სავალუტო კურსის ზუსტი პროგნოზირებით.

ფინანსური დაწესებულებები სავალუტო კურსის პროგნოზებს ადგენენ ამ საქმისათვის სპეციალურად დაქირავებული ეკონომისტების მეშვეობით ან იმ პროგნოზების შექმნით, რომლებსაც ის ფინანსური ინსტიტუტები და ფირმები ადგენენ, რომლებიც ეკონომიკური პროგნოზირებით არიან დაკავებულნი. სავალუტო კურსის მერყეობათა პროგნოზირებისას ანალიტიკოსები აკვირდებიან სავალუტო კურსზე მოქმედ ფაქტორებს. მაგალითად, თუ ისინი მოელიან საპროცენტო განაკვეთების ზრდას ქვეყანაში, მაშინ ჩვენს მიერ განხილული მოდელის შესაბამისად, გეიწინასწარმეტყველებენ ეროვნული ვალუტის გამტკიცებას, და, პირიქით, თუ ისინი ელიან ინფლაციის ზრ-

დას ქვეყნის შიგნით, უფრო შესაძლებელია იწინასწარმეტყველონ ეროვნული ვალუტის კურსის დაცემა. სავალუტო კურსის პროგნოზი სხვა ეკონომიკური პარამეტრების პროგნოზების მსგავსად ხშირად შეიცავს უზუსტობებს. აშშ-ში სავალუტო კურსის პროგნოზისა და მისი სიზუსტისადმი მიძღვნილი მასალები დროდადრო ქვეყნდება „Wall Street Journal“-სა და კომერციულ ეურნალ „Euromoney“-ში.

მსოფლიო ფინანსური ბაზრები და ფულად-საპროდუქტო პოლიტიკა

ქვეყნებს შორის ეკონომიკური ურთიერთდამოკიდებულების ზრდა ნიშნავს, რომ ფულად-საკრედიტო პოლიტიკა ნებისმიერ ცალკე აღებულ ქვეყანაში შეუძლებელია განხორციელდეს საერთაშორისო ასპექტების გათვალისწინების გარეშე. საერთაშორისო ფინანსური ოპერაციები და მსოფლიო ფინანსური სისტემის სტრუქტურა მნიშვნელოვან ზემოქმედებას ახდენს ფულად-საკრედიტო პოლიტიკაზე.

ინტერვენციები სავალუტო ბაზარზე

სავალუტო ბაზარი ექვემდებარება სახელმწიფოებრივ რეგულირებას. ცენტრალური ბანკები გაცვლით კურსზე ზემოქმედების მიზნით რეგულარულად ახორციელებენ ოპერაციებს, რომელთაც სავალუტო ინტერვენციები ეწოდება. თანამედროვე პირობებში სავალუტო კურსის ფორმირების სისტემას უწოდებენ მცურავი კურსის მართვად რეჟიმს, რომლის ჩარჩოებშიც კურსი მუდმივად მერყეობს, მაგრამ ცენტრალური ბანკი ცდილობს ზეგავლენა მოახდინოს ეროვნული ვალუტის გაცვლით კურსზე უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვის გზით.

სავალუტო ინტერვენციები და ფულის მიწოდება. იმის გასარკვევად, სავალუტო ბაზარზე ცენტრალური ბანკის მიერ განხორციელებული ინტერვენციები რა ზემოქმედებას ახდენს გაცვლით კურსზე, აუცილებელია თავდაპირველად გავარკვიოთ, თუ როგორ ზემოქმედებს ფულად ბაზარზე ცენტრალური ბანკის მიერ უცხოურ ვალუტაში დენომინირებული (სავალუტო რეზერვები) აქტივების ნაწილის სავალუტო ბაზარზე გაყიდვა.

დავეუშვათ, რომ ფედერალურმა სარეზერვო სისტემამ

(ს-მა) გადაწყვეიბა თაეისი 1 მლრდ დოლარის უცხოური აქტიუე-ბის გაყიდვა ნაღდ ფულსუ (1 დოლარი = 1.8 ლარს). ნაღდი დოლარების ამგვარ გაყიდვას ორმაგი შედეგი მოაქვს. იგი ამცირებს სებ-ს კუთვნილ სავალუტო რეზერვს 1 მლრდ დოლარით და 1 მლრდ ლარით ამცირებს ნაღდი ფულის რაოდენობას მიმოქცევაში, რადგანაც შექენა ნაღდ ანგარიშსუ ამცირებს ნაღდი ფულის მოცულობას მოსახლეობის ხელში.

ფულადი ბაზა რადგანაც მიმოქცევაში არსებული ნაღ-დი ფულისა და სავალდებულო რეზერვებისგან შედგება, ნაღდი ფულის მოცულობის ამგვარი შემცირება ნიშნავს, რომ ფულა-დი ბაზა 10 მლრდ ლარით შემცირდება.

იმ შემთხვევაში, როცა სებ-ის მიერ გაყიდულ უცხოურ აქტიუებს მყიდველები ნაღდი ფულის ნაცვლად ჩეკებით ას-წორებენ, რომლებიც ანგარიშების სანაცვლოდაა გამაწერილი საქართველოს ბანკებში, სებ-ის კომერციულ ბანკების ანგარიშსუ სახსრების თანხა შემცირდება 1.8 მლრდ ლარით. შედეგად ამისა, რეზერვების მოცულობა მცირდება 1 მლრდ ლარით.

ამ შემთხვევაში სებ-ის მიერ უცხოური აქტიუების გაყ-იდვისა და მის მიერ დოლარებში დენომინირებული დეპოზიტე-ბის შექენის შედეგს წარმოადგენს რეზერვების შემცირება 1 მლრდ დოლარით, რაც საბოლოოდ იწვევს ფულადი ბაზის შემცირებას 1.8 მლრდ ლარით, რადგანაც რეზერვები წარმოად-გენს მის ერთ-ერთ შემადგენელ კომპონენტს.

ცხადია, რომ ფულად ბაზარსუ ცენტრალური ბანკის მიერ უცხოური აქტიუების გაყიდვა ნაღდი ანგარიშსწორებით ისეთივე ზემოქმედებას ახდენს, როგორსაც ანგარიშსწორება ჩეკებით. ამიტომაც, როცა ცენტრალური ბანკი ეროვნულ ვალუ-ტას ყიდულობს, სულ ერთია, იგი შექენილია ნაღდი ფულით თუ საბანკო დეპოზიტებით. აქედან შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ცენტრალური ბანკის მიერ სავალუტო ბაზარსუ ეროვნუ-ლი ვალუტის შექენა და შესაბამისად, უცხოური აქტიუების გაყიდვა ამცირებს. სავალუტო რეზერვების და ფულადი ბაზის მოცულობას.

ამ დასკვნამდე სხვა გზითაც შეიძლება მივიდეთ. ცენ-ტრალური ბანკის მიერ სავალუტო რეზერვების გაყიდვის ოპ-ერაციები არაფრით არ განსხვავდება ღია ბაზარსუ სახელმ-წიფო ობლიგაციების გაყიდვისაგან. ფულის მიწოდების მოდე-

ლის თანახმად სახელმწიფო ობლიგაციების გაყიდვის ოპერაციებს ღია ბაზარზე მიეყავართ მიმოქცევაში ფულადი მასის შემცირებასთან იმავე სიდიდით. აქედან შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ცენტრალური ბანკის მიერ ეროვნული ვალუტის გაყიდვა და, შესაბამისად, უცხოური აქტივების შექმნა სავალუტო ბაზარზე ზრდის სავალუტო რეზერვებისა და ფულადი ბაზის მოცულობას იმავე სიდიდით.

ინტერვენცია, რომლის დროსაც ცენტრალური ბანკი ატარებს ვალუტის ყიდვისა და გაყიდვის ოპერაციებს ფულად ბაზარზე ზემოქმედების მიზნით იწოდება არასტერილიზებულ სავალუტო ინტერვენციად. მაგრამ რა მოხდება, თუ ცენტრალურ ბანკს არ სურს ფულადი ბაზის შეცვლა უცხოური ვალუტის ყიდვა-გაყიდვისას. ერთ-ერთი გზა, რითაც შესაძლებელია სავალუტო ინტერვენციების ფულად ბაზარზე ზემოქმედების კომპენსირება, არის შემხვედრი ოპერაციების განხორციელება სახელმწიფო ობლიგაციათა ბაზარზე. მაგალითად, 1 მლრდ დოლარის ნაღდი ანგარიშსწორებით ყიდვის შემთხვევაში, ე.ი. სავალუტო რეზერვების გაყიდვისას 1 მლრდ დოლარის ოდენობით, სებ-ს ერთდროულად შეუძლია იყიდოს სახელმწიფო ობლიგაციები ღია ბაზარზე (რაც გაზრდის ფულად ბაზას 1.8 მლრდ ლარით). საბოლოოდ, სავალუტო ინტერვენცია და კომპენსირებადი ოპერაციები ღია ბაზარზე იწვევს ფულადი ბაზის უცვლელად დატოვებას.

ღია ბაზარზე კომპენსირებად ოპერაციებთან შეხამებული და ამის შედეგად უცვლელი ფულადი ბაზის სავალუტო ინტერვენცია იწოდება სტერილიზებულ სავალუტო ინტერვენციად.

ამდენად, არსებობს სავალუტო ინტერვენციების ორი ტიპი: სტერილიზებული და არასტერილიზებული ინტერვენცია. განვიხილოთ მათი ზემოქმედება სავალუტო კურსზე.

არასტერილიზებული ინტერვენცია. თუ ცენტრალურ ბანკს სურს ეროვნული ვალუტის ღირებულების შემცირება, მან სავალუტო ბაზარზე უნდა გაყიდოს ეროვნული ვალუტა და სანაცვლოდ იყიდოს უცხოური აქტივები. ასეთი ქცევა გამართლებულია არასტერილიზებული ინტერვენციისას.

არასტერილიზებული ინტერვენცია, რომლის დროსაც სებ იძენს უცხოურ აქტივებს სავალუტო ბაზარზე ლარით,

ძლიერ პგაეს სახელმწიფო ობლიგაციათა ყიდვას ღია ბაზარზე, რომლის შედეგადაც ფულადი ბაზა იზრდება. შესაბამისად, ღარის გაყიდვა ზრდის ფულის მიწოდებას. ფულის მიწოდების ზრდა იწვევს ფასების ღონის ამღლებას გრძელვადიან პერიოდში და შესაბამისად, განაპირობებს მომავალში მოსალოდნელი გაცვლითი კურსის დაწვეას. ღარის მოსალოდნელი კურსის ზრდის ტემპების დაცემა განაპირობებს დაბანდებათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ზრდას უცხოურ აქტივებში, ამასთან, ფულის მიწოდების ზრდას მიუყავართ ღარში განთავსებული დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთების დაცემასთან. ღარებში განთავსებული დეპოზიტების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ზრდა ნიშნავს, რომ უცხოური აქტივების შემოსავლიანობა ადრინდელი წონასწორული გაცვლითი კურსის პირობებში ღარში დენომინირებული დეპოზიტების შემოსავლიანობაზე მაღალი აღმოჩნდება. შესაბამისად, ადამიანები ეცდებიან გაყიდონ თავიანთი დაბანდებები, რომლებიც ღარებშია დენომინირებული, გაცვლითი კურსი კი დაეცემა. მართლაც, მოკლევადიან პერიოდში ვალუტის კურსი უფრო ძლიერ ეცემა, ვიდრე გრძელვადიან პერიოდში. აქედან შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ არასტერილიზებულ ინტერვენცია, რომლის დროსაც ეროვნული ვალუტით იძენენ უცხოურ აქტივებს, იწვევს სავალუტო რესერვების და ფულის მიწოდების მოცულობის ზრდას, ასევე ეროვნული ვალუტის შესუსტებას.

არასტერილიზებული ინტერვენცია, რომელიც გულისხმობს უცხოური ვალუტის გაყიდვის გზით ეროვნული ვალუტის შესყიდვას, საწინააღმდეგო შედეგს იძლევა. ეროვნული ვალუტის ყიდვა და უცხოური აქტივების გაყიდვა (მცირდება სავალუტო რესერვები) ანალოგიურია ღია ბაზარზე სახელმწიფო ობლიგაციათა გაყიდვისა ფულადი ბაზის და ფულის მიწოდების შემცირების მიზნით. ფულის მიწოდების შემცირება ზრდის ღარში დენომინირებული დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთს. ამასთან, გრძელვადიან პერიოდში ადგილი აქვს ფულის მოცულობის შემცირებას, ე.ი. იზრდება ღარის მოსალოდნელი კურსის და მცირდება დაბანდებათა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა უცხოურ აქტივებში. ღარში დენომინირებული დეპოზიტების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის ზრდა უცხოურთან შედარებით ნიშნავს, რომ ადამიანები ეცდებიან გაზ-

არდონ სახსრების მოცულობა ლარიან ანაბრებზე, რის შედეგადაც გაცვლითი კურსი გაიზრდება.

არასტერილიზებული ინტერვენცია, რომლის დროსაც ეროვნულ ვალუტას ყიდულობენ უცხოური აქტივების გაყიდვის ხარჯზე, განაპირობებს სავალუტო რეზერვების შემცირებას, ფულის მიწოდების შესღუდვას და ეროვნულ ვალუტის განმტკიცებას.

სტერილიზებული ინტერვენცია. სტერილიზებული ინტერვენციის განხორციელებით ფულადი ბაზა და ფულის მიწოდება უცვლელი რჩება. სავალუტო კურსის ფორმირების მოდელში ნაჩვენებია, რომ სტერილიზებული ინტერვენცია არ ახდენს შემოქმედებას სავალუტო კურსზე. ჩვენს მოდელში დეპოზიტები უცხოურ და ეროვნულ ვალუტაში აბსოლუტურ სუბსტიტუტებს (ერთიერთშემცვლელ კეთილდღეობებს) წარმოადგენენ. ამრიგად, სავალუტო ბაზარზე წონასწორობა მიიღწევა უცხოურ და ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული დეპოზიტების მოსალოდნელი შემოსავლიანობის წონასწორობის პირობებში. სტერილიზებული ინტერვენცია ფულის მიწოდებას უცვლელად ტოვებს, ამიტომ არ შეუძლია შემოქმედების მოხდენა უშუალოდ საპროცენტო განაკვეთზე ან გაცვლითი კურსის მოსალოდნელ მნიშვნელობაზე.

თავიდან უცნაურად შეიძლება მოგვეჩვენოს, რომ ცენტრალური ბანკის მიერ სტერილიზებულად შექმნილი ან გაყიდული უცხოური ვალუტა არ შეცვლის გაცვლით კურსს. ცენტრალური ბანკის მიერ ეროვნული ვალუტის სტერილიზებულ შექმნას არ შეუძლია გამოიწვიოს სავალუტო კურსის ზრდა, რადგანაც ქვეყნის შიგნით ფულის მიწოდების და საპროცენტო განაკვეთების უცვლელობის პირობებში გაცვლითი კურსის ნებისმიერი ზრდა იმის მანვენებელი იქნება, რომ დეპოზიტთა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა უცხოურ ვალუტაში უფრო მაღალი იქნება, ვიდრე ეროვნულ ვალუტაში დენომინირებული დეპოზიტების მოსალოდნელი შემოსავლიანობა. იგულისხმება, რომ დეპოზიტთა ორივე ტიპი აბსოლუტურ სუბსტიტუტებს წარმოადგენს (თანაბრად არიან მიმზიდველი). ეს ნიშნავს, რომ არაინ მოისურვებს ფულის ისეთ დეპოზიტებზე განთავსებას, რომლებიც დენომინირებულია ეროვნულ ვალუტაში. ამრიგად, როცა ორივე სახის დეპოზიტების მოსალოდნელი შემოსავ-

ლიანობა ერთნაირია, გაცვლითი კურსი ისევ თავის თავდაპირველ მნიშვნელობამდე დაეცემა.

მოკლე შინაარსი

1. გაცვლითი კურსი (ერთი ქვეყნის ვალუტის ფასი, გამოხატული მეორე ქვეყნის სავალუტო ერთეულში) მნიშვნელოვან როლს თამაშობს, რამდენადაც იგი ზემოქმედებს სამამულო საქონლის ფასებზე, რომლებიც იყიდება საზღვარგარეთ, და უცხოური საქონლის ფასებზე, რომლებიც ქვეყნის შიგნითაა შექენილი.

2. მიყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორიის შესაბამისად გაცვლითი კურსის ცვლილება ორ ქვეყანას შორის გრძელვადიან პერიოდში განისაზღვრება ორივე ქვეყანაში ფასების დონეების შეფარდებითი ცვლილებებით. სხვა ფაქტორებს, რომლებიც ზემოქმედებს სავალუტო კურსზე გრძელვადიან პერიოდში, განეკუთვნება ტარიფები და კვოტები, მოთხოვნა უცხოურ კეთილდღეობაზე, მოთხოვნა საექსპორტო კეთილდღეობაზე და მწარმოებლურობა.

3. სავალუტო კურსი მოკლევადიან პერიოდში განისაზღვრება საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტის თეორიით, რომელიც ამტკიცებს, რომ დეპოზიტთა მოსალოდნელი შემოსავლიანობა ეროვნულ ვალუტაში უნდა უდრიდეს დეპოზიტთა მოსალოდნელ შემოსავლიანობას უცხოურ ვალუტაში.

4. ნებისმიერ ფაქტორს, რომელიც ცვლის დეპოზიტთა მოსალოდნელ შემოსავლიანობას ეროვნულ ან უცხოურ ვალუტაში, მიყვავართ სავალუტო კურსის ცვლილებასთან. ამ ფაქტორთა რიცხვს განეკუთვნება საპროცენტო განაკვეთთა ცვლილება ეროვნულ და უცხოურ ვალუტაში განთავსებულ დეპოზიტებზე, ასევე ნებისმიერი ფაქტორის ცვლილება, რომელიც ზემოქმედებს სავალუტო კურსზე გრძელვადიან პერიოდში ე.ი. მომავალში მოსალოდნელი სავალუტო კურსის მნიშვნელობაზე. ფულის მიწოდების ცვლილებას მიყვავართ გაცვლითი კურსის უკიდურეს რეაქციასთან, რის შედეგადაც ის მოკლევადიან პერიოდში უფრო მეტად განიცდის მერყეობას გრძელვადიან პერიოდთან შედარებით.

5. სავალუტო კურსის ფორმირების მოდელი ფინანსური აქტივების ბაზრის თეორიის პოზიციებიდან საშუალებას იძლევა

აიხსნას როგორც სავალუტო კურსების ვოლანტალობა, ისე ვალუტის კურსის ზრდა და მისი შემდგომი დაცემა.

პირითადი ცნებები

ვალუტის (გაცვლითი) კურსი
სავალუტო ბაზარი
ნასესხობის სპეციალური უფლება (SDN)
ვეროკრედიტების ბაზარი
სავალუტო ინტერვენცია
სტერილიზებული ინტერვენცია
არასტერილიზებული ინტერვენცია
სპოტ-გარიგება
ფორვარდული გარიგება
სპოტ-კურსი
ფორვარდული სავალუტო კურსი
ვალუტის გაძვირება (გამყარება)
საპროცენტო განაკვეთის პარიტეტი
ერთიანი ფასის კანონი
მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორია
ტარიფები
კვოტები
კაპიტალის მობილურობა
ფულის ნეიტრალურობა
სავალუტო კურსის ეფექტიანი ინდექსი
დენომინაცია

საკონტროლო კითხვები და ამოცანები:

1. რაში მდგომარეობს საერთაშორისო სავალუტო ბაზრის არსი?
2. ჩამოთვალეთ სავალუტო ბაზრის მთავარი სუბიექტები.
3. სახელმწიფო ყოველთვის წაგებიან პოლიციაში აღმონინდება, თუ მისი ვალუტა სუსტდება (ფასი ეცემა). რამდენად მართებულება ეს მსჯელობა? ახსენით თქვენი პასუხი.
4. თუ საქართველოში აშშ-თან შედარებით ფასების დონე გაიზრდება 5%-ით, მყიდველობითი უნარის პარიტეტის თეორიის შესაბამისად როგორ შეიცვლება ლარის ღირებულება დოლარებში?
5. თუ ჩვენი ქვეყნის საექსპორტო საქონელზე მოთხოვნა

მცირდება და ამავდროულად იზრდება ტარიფები იმპორტზე, მაშინ როგორ შეიცვლება ქვეყნის ვალუტის კურსი გრძელვადიან პერიოდში?

6. გასული საუკუნის 70-იანი წლების შუა პერიოდიდან 80-იანი წლების დასაწყისამდე იენა დოლართან შედარებით ძვირდებოდა იმის მიუხედავად, რომ ინფლაციის ტემპები იაპონიაში უფრო მაღალი იყო ვიდრე აშშ-ში. როგორ ხსნის ეს გარემოება იაპონიის მრეწველობაში მწარმოებლურობის ზრდას ამერიკულთან შედარებით.

7. ქვეყნის ეროვნული ბანკის პრეზიდენტი აცხადებს, რომ ახალი ანტიინფლაციური პროგრამის ჩარჩოებში ის შეამცირებს ინფლაციას. იწინასწარმეტყველეთ, რა გავლენას მოახდენს ეს სავალუტო კურსზე, თუ საზოგადოება ირწმუნებს ზემოთ აღნიშნულს.

8. როგორ შეიცვლება ლარის ღირებულება მოკლევადიან და გრძელვადიან პერიოდებში, თუ საქართველოს ეროვნული ბანკი უმუშევრობის შემცირების მიზნით დამატებით ფულის ემისიას მოახდენს?

9. როგორ შეიცვლება ახლო მომავალში ლარის ღირებულება, თუ საქართველოს მთავრობა მოულოდნელად გამოაცხადებს ერთი წლის შემდეგ უცხოურ საქონელზე ტარიფებისა და ექორტების გაზრდას?

10. თუ ქვეყანაში ნომინალური საპროცენტო განაკვეთი გაიზრდება, რეალური კი დაეცემა, რა ცვლილებები შეიძლება განიცადოს სავალუტო კურსმა?

11. თუ ქართველები გააგრძელებენ სამომხმარებლო დანახარჯების ზრდას და შეიძენენ 2-ჯერ უფრო მეტ ფრანგულ სუნამოებს, იაპონურ ტელევიზორებს, ინგლისურ მანისურებს, შვეიცარიულ საათებსა და უცხოურ მანქანებს, მაშინ რა ბედი ეწევა ქართულ ლარს?

12. როგორ შეიცვლება ლარის კურსი თუ ევროპაში შემცირდება მოსალოდნელი ინფლაცია და საპროცენტო განაკვეთები დაეცემა?

13. რა მოეწოდება ლარის კურსს, თუ ინფლაციასთან ბრძოლის მიზნით საქართველოს ეროვნული ბანკი მიიღებს გადაწყვეტილებას ფულის მიწოდების შესღუდვის შესახებ?

თაზო IX.

ფინანსური ინოვაციები

ინოვაციათა ეკონომიკური ანალიზი

სამი ათეული წლის წინ მრავალი ფინანსური ინსტრუმენტი (მაგალითად, საჩუკო ანგარიშები, რომლებზეც გაიცემა პროცენტები, NOW ტიპის ანგარიშები ამოღების შეთანხმებული წესით, რომლებიც 1972 წლიდან იქნა შემოღებული) რომლებიც დღეს აღიქმება როგორც თავისთავად არსებული, უბრალოდ არ არსებობდა. ამჟამად ფინანსური ინსტრუმენტების რიცხვი, რომლითაც შეუძლიათ ისარგებლონ დიდი, საშუალო თუ მცირე ოდენობის თავისუფალი ფულადი სახსრების მფლობელებმა, მკვეთრად გაიზარდა. ამასთან შეიქმნა მთელი რიგი ახალი ფინანსური დაწესებულებები (მაგალითად, საპაიო ფონდი). რით აიხსნება თანამედროვე ფინანსური სისტემის მართლაც რევოლუციური გარდაქმნა და ახალი სახის ფინანსური მომსახურების ფართოდ გავრცელება?

სხვა სფეროების მსგავსად, ფინანსური სექტორის მიზანია მოგების მიღება საკუთარი პროდუქციის გაყიდვით. მაგალითად, თუ საპნის მწარმოებელი კომპანია მივა იმ დასკვნამდე, რომ ბაზარზე წარმოიქმნება მოთხოვნა სარეცხ ფხვნილზე, რომელიც არბილებს ქსოვილს, ის დაამუშავებს პროდუქტს, რომელიც დააკმაყოფილებს ამ მოთხოვნას. ანალოგიურად, ფინანსური დაწესებულება ქმნის ახალ პროდუქციას როგორც საკუთარი, ისე მომხმარებლების მოთხოვნილებების დაკმაყოფილებების მიზნით. ფინანსური ინოვაციების სტიმულირება იმავე ფაქტორების შესაბამისად წარმოებს (ცვლილებები მოთხოვნასა და მიწოდებაში), რომლებიც სტიმულირებას უწევენ ინოვაციებს სხვა სფეროებში. ის გარემოება რომ კანონმდებლობის მხრიდან ფინანსური დაწესებულებები მკაცრ შეზღუდვებს განიცდიან, სხვა სფეროებში მოქმედი ფირმების უმრავლესობასთან შედარებით დამამძიმებელი კანონმდებლობისთვის გვერდის ავლის სურვილი წარმოადგენს მნიშვნელოვან დამატებით ფაქტორს, რაც სტიმულს აძლევს ფინანსურ ინოვაციებს.

იმის ასახსნელად, თუ რატომ იქნა შემოღებული ესა თუ ის ინოვაცია, გამოვიყენებთ ეკონომიკური ანალიზის მეთოდებს.

შემდეგ შევეცდებით ვისაუბროთ მომავალში მოსალოდნელ ინოვაციებზე. ეს მნიშვნელოვანი ამოცანაა, რომელიც საშუალებას მოგვცემს განვსაზღვროთ, რა შეიძლება განიცადოს ფინანსურმა სისტემამ პერსპექტივაში. თანამედროვე ეპოქაში ფინანსური ინოვაციების სწრაფი ტემპით ზრდის გათვალისწინებით შეიძლება ითქვას, რომ მომავალი ფინანსური სისტემა დღევანდელისგან რადიკალურად განსხვავებული იქნება.

ინოვაცია (ლათ. inovatio—განახლება) არის: 1. ეკონომიკაში ფულის დაბანდება, რომელიც უსრუნველყოფს ძირითადი კაპიტალის განახლებას, ახალი ტექნიკისა და ტექნოლოგიების თაობათა ცვლას; 2. ახალი ტექნიკა, ტექნოლოგია, რომელიც მიიღწევა მეცნიერულ-ტექნიკური პროგრესის შედეგად. ინოვაციის არსებით ფაქტორებად გვევლინება გამომგონებლობის განვითარება, ახალი და მსხვილი გამოგონებების სამეურნეო ბრუნვაში მოქცევა.

ფინანსური ინოვაციები წარმოადგენს იმ მეთოდების ნაკრებს, რომელსაც კომპანიები, ფირმები იყენებენ ფინანსური აქტივებით ახალი სახის გარიგებების ან მოქმედი აქტივებით ახალი ოპერაციების განხორციელების მიზნით, რაც კომპანიას საშუალებას მისცემს ეფექტიანად გამოიყენოს ფინანსური რესურსები. ინოვაციის, როგორც კატეგორიის ახსნის მიზნით პირველ რიგში უნდა ჩაეწოდეთ მისი წარმოშობის მიზეზები. ეკონომისტების აზრით, ადამიანებისა და ფირმების მისწრაფება მიადწინ თაღიანთი მოგების მაქსიმიზაციას წარმოშობს ინოვაციებს. სხვაგვარად რომ ეთქვას, ინოვაცია, რომელიც ეკონომიკისთვის ძალიან სარფიანი შეიძლება აღმოჩნდეს, წარმოიქმნება გამდიდრების სურვილიდან გამომდინარე. აქედან შეგვიძლია დავასკვნათ, რომ ეკონომიკური პირობების შეცვლა სტიმულს აძლევს მოგებიანი ინოვაციების ძიებას.

გასული საუკუნის 60-იანი წლებიდან დაწყებული, ფინანსურ ბაზარზე დასაქმებული ადამიანები და ფინანსური დაწესებულებები იძულებულნი იყვნენ ემოქმედათ ეკონომიკურ გარემოში მიმდინარე ცვლილებების საწინააღმდეგოდ, ვინაიდან ინფლაცია და საპროცენტო განაკვეთები ისრდებოდა გართულდა მათი წინასწარგანჭურვტა. ასეთ პირობებში შეიცვალა მოთხოვნა ფინანსურ ბაზარზე. კომპიუტერული ტექნოლოგიების სწრაფმა განვითარებამ კი შეცვალა მიწოდება ფინანსურ ბაზ-

არსე. გამკაცრდა საფინანსო კანონმდებლობა. ფინანსურმა დაწესებულებებმა აღმოაჩინეს, რომ საქმის წარმოების ბევრი ადრინდელი მეთოდი არ იყო მოგების მომტანი, მათ მიერ საზოგადოებისთვის მიწოდებული მომსახურება და პროდუქცია ადარ იყიდებოდა. მრავალი საფინანსო შუამავალი უძღური აღმოჩნდა გაესარდა ფონდები ტრადიციული ფინანსური ინსტრუმენტების გამოყენებით, ფულადი სახსრების მიღების გარეშე კი ისინი ბიზნესის სფეროს მიღმა რჩებოდნენ. ამ მდგომარეობიდან თავის დასაღწევად მრავალ ფინანსურ დაწესებულებას მოუხდა ისეთი ახალი პროდუქციისა და მომსახურების ძიება და შექმნა, რომლებიც დააკმაყოფილებდა კლიენტების მოთხოვნას და მომგებიანიც იქნებოდა. ახალი ფინანსური პროდუქციისა და მომსახურების დამუშავებამ ფინანსური ინჟინერინგის სახელწოდება მიიღო. ამ შემთხვევაში სიახლეების შემოღება აუცილებლობით იყო განპირობებული.

იმ ფირმებშიც (ფინანსურ და არა მარტო) კი, რომლებსაც ეკონომიკურ სფეროში მომხდარი ცვლილებები არ შეხებიათ, მეწარმეები იმ დასკვნამდე მივიდნენ, რომ ფინანსურ სფეროში მიმდინარე ცვლილებების გამოყენება სარფიანადაც შეიძლებოდა. მათ დაიწყეს მოგების მომტანი ახალი ფინანსური პროდუქციის და მომსახურების ძიება. ამ ძალისხმევის წყალობით ზოგიერთი მულტიმილიონერი გახდა, მეორე მხრივ კი, შემოღებულ იქნა ფინანსური ინოვაციები, რომლებითაც დღესაც სარგებლობენ.

ფინანსური ინოვაციების სამ ძირითად ტიპს განასხვავებენ: 1. ინოვაცია, რომელიც წარმოიქმნება მოთხოვნის განმსაზღვრელი ფაქტორების ცვლილებების შედეგად; 2. ინოვაციები, რომლებიც წარმოიქმნება მიწოდების განმსაზღვრელი ფაქტორების ცვლილების შედეგად; 3. ინოვაციები, რომლებიც წარმოიქმნება საკანონმდებლო ტვირთის შემსუბუქების მისწრაფებიდან გამომდინარე. იმისთვის, რომ ზუსტად განვსაზღვროთ ფინანსურ ინოვაციების წარმოშობის მიზეზები, მხედველობიდან არ უნდა გამოგვრჩეს, რომ ყველა ინოვაციის წყაროს მოგების მიღების სურვილისადმი სწრაფვა წარმოადგენს.

**ინოვაციები, რომლებიც წარმოიშენება მოთხოვნაზე
მომხმედი ფაქტორების ცვლილების საპასუხოდ**

ყველაზე მნიშვნელოვან ცვლილებას ეკონომიკურ სფეროში, რომელმაც უკანასკნელ პერიოდში შეცვალა მოთხოვნა ფინანსურ პროდუქტებზე, წარმოადგენს საპროცენტო განაკვეთების ძლიერი მერყეობა (ვოლანტილობა). აშშ-ში გასული საუკუნის 50-იან წლებში 3-თვიანი სახაზინო თამასუქების საპროცენტო განაკვეთები 1-დან 3.5%-მდე მერყეობდა, 70-იან წლებში კი 4-დან 11.5%-მდე. საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის ზრდა შეინიშნებოდა 80-იან წლებშიც, როდესაც 3-თვიანი სახაზინო თამასუქების საპროცენტო განაკვეთები იცვლებოდა 5-დან 15%-ის ფარგლებში. საპროცენტო განაკვეთების ძლიერ მერყეობას მიეყავართ კაპიტალის მნიშვნელოვან დანაკარგთან ან ნამატთან, ასევე დაბანდებათა შემოსავლიანობის განუსაზღვრელობის ზრდასთან. რისკს, რომელიც უკავშირდება საპროცენტო განაკვეთებისა და შემოსავლიანობის განუსაზღვრელობას, როგორც ყოველთვის, საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების რისკს უწოდებენ: გასული საუკუნის 70-იან და 80-იან წლებში საპროცენტო განაკვეთების დიდი მერყეობა საფუძვლად დაედო საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებების მადალ რისკს.

შესაძლებელია, რომ საპროცენტო განაკვეთების ცვლილებების რისკის ზრდა საფუძვლად დაედოს მოთხოვნის ზრდას ისეთ ფინანსურ პროდუქტებსა და მომსახურებაზე, რომლებიც შეამცირებენ ამ რისკს. ეკონომიკური ვითარების ამგვარ ცვლილებებს მიეყავართ ფინანსური ინოვაციების ძიებასთან.

თანამედროვე ეპოქამ შექმნა მნიშვნელოვანი წინაპირობები და უსაზღვრო შესაძლებლობები ინოვაციებისთვის. დღეს მეცნიერები მუშაობენ ახალი ტექნოლოგიების შესაქმნელად, რომლებსაც უნარი აქვს რეკოლუციური გადატრიალებები მოახდინოს წარმოების პროცესში და ახალი სახეობის საქონელთა საწარმოებლად. შედარებით აქტიური მუშაობა წარმოებს ბიოტექნოლოგიების, მეარი სხეულების ფიზიკის, რობოტებისა და სხვა სფეროებში. მეცნიერ-მედიკოსები ეძებენ შიდასის წამალს, ტკივილგამაყუჩებელ ახალ-ახალ საშუალებებს, იბრძვიან დაბალკალორიული კვების პროდუქტების შესაქმნელად.

ფინანსურ სფეროში კომპანიები კოლოსალური სახსრების მობილიზაციას ახდენენ ვირტუალური რეალობით, როცა

ტექნოლოგიების კომბინაციები გამოიყენება გართობის ინდუსტრიაში, მედიცინაში, ინტერიერების გაფორმებაში, სარეკლამო საქმეში. ყოველივე ეს პასუხობს ახალ მოთხოვნებს და განაპირობებს ახალი ფინანსური ინსტრუმენტების შექმნას, რომელთაც შესწევთ უნარი შეამცირონ საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების რისკი. ამ დასკვნის მართებულობა გასული საუკუნის 70-იან წლებში დანერგილი ინოვაციებისთვის დასტურდება შემდეგი სამი მაგალითით: მიმოქცევაში მოქნილი განაკვეთის მქონე გირავნობის სიგელების შემოღებით, ფინანსური ფიქსურსების ბაზრის ფორმირებით, ასევე ფინანსური ინსტრუმენტებისთვის ოფციონების ბაზრის წარმოქმნით.

ბირჟნობის სიბელეზი ზოქნილი ზანაქვეთით

სხვა ინვესტორების მსგავსად ფინანსური დაწესებულებებიც იმ დასკვნამდე მივიდნენ, რომ დაკრედიტება უფრო მიმზიდველია მაშინ, როცა საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების რისკი მცირეა. მათ არ სურდათ გაეცათ იპოთეკური სესხები 10%-იანი განაკვეთით, თუ ორი თვის შემდეგ გაირკვეოდა, რომ იმავე სესხით შესაძლებელი იქნებოდა 12%-ის ოდენობით სარგებლის მიღება. საპროცენტო გასაკვეთების ცვლილების რისკის შესამცირებლად 1975 წელს კალიფორნიის სასესხო-შემნახველი ასოციაციები შეუდგნენ გირავნობის სიგელების გამოშვებას მოქნილი განაკვეთით, ე.ი. დაიწვეს ისეთი იპოთეკური სესხების გაცემა, რომლებისთვისაც საპროცენტო განაკვეთი იცვლებოდა საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის შესაბამისად (მაგალითად, პროცენტები 3-თვიან სახაზინო ვალდებულებებზე). თავდაპირველად გირავნობის სიგელებზე (მოქნილი განაკვეთით) პროცენტი დგინდებოდა 5%-ის დონეზე. 6 თვის შემდეგ მათზე პროცენტი ან იზრდებოდა, ან მცირდებოდა საბაზრო საპროცენტო განაკვეთის ზრდის ან შემცირების შესაბამისად. მაგალითად, 6-თვიანი სახაზინო გირავნობის სიგელების განაკვეთები და გირავნობის სიგელით გადასახდელი თანხების ჯამიც შესაბამისად იცვლებოდა. იმის გამო, რომ მოქნილი განაკვეთის მქონე გირავნობის სიგელები ორგანიზაციებს, რომლებიც სესხებს უძრავი ქონების გარანტიით იძლევიან, საშუალებას აძლევს მიიღონ უფრო მაღალი პროცენტი გირავნობის

სიგელებიდან საბაზრო საპროცენტო განაკვეთების ზრდისას, ამ პერიოდში მათი მოგება მაღალ დონეზე წარმუხდება.

მოქნილგანაკვეთიანი გირაენობის სიგელების ამ მიმსიდეგელმა თვისებამ საფინანსო შუამავლებს მიაღებინა გადაწყვეტილება ამ სახის გირაენობის სიგელების თავდაპირველი საპროცენტო განაკვეთი დაედგინათ უფრო დაბალ დონეზე ფიქსირებული განაკვეთის მქონე გირაენობის სიგელების საპროცენტო განაკვეთთან შედარებით, რამაც გამოიწვია მათი პოპულარობის ზრდა. იმ მიზეზით, რომ მოქნილი განაკვეთის მქონე გირაენობის სიგელებზე გადასახდელების თანხა შესაძლოა გაისარდოს, საოჯახო მეურნეობათა უმეტესი ნაწილი უპირატესობას ანიჭებს თანხების განთავსებას მოქნილი განაკვეთის მქონე გირაენობის სიგელებში. თანამედროვე ეპოქაში ორივე ტიპის გირაენობის სიგელმა ფართო გავრცელება პოვა.

ზინანსური ფიზიკისების ბაზარი

ტერმინი ფიუნერსი წარმოიშვა XIX საუკუნის 60-იან წლებში. მისი მეშვეობით აღნიშნავენ სტანდარტული სახის კონტრაქტებს, რომლებსაც დებდნენ ფერმერები შემსყიდველებთან. ყიდვა-გაყიდვის საგანი ძირითადად ხორბალი იყო. იმისათვის, რომ გაეიგოთ ფიუნერსის მოქმედების ძირითადი პრინციპი, ჯერ ფორვარდული კონტრაქტები განვიხილოთ.

ფორვარდული კონტრაქტი - ეს არის კონტრაქტი, რომლის მიხედვითაც გარკვეული საქონელი მყიდველს უნდა მიეწოდოს გარკვეული დროის შემდეგ, ანუ განსაზღვრული, კონტრაქტში დასახლებული თარიღისთვის. სწორედ ამ სახით მოხდა თანამედროვე ფიუნერსების ჩასახვა.

ფორვარდული კონტრაქტი ჩვეულებრივი რამ არის სავაჭრო პრაქტიკაში. ის საშუალებას იძლევა განისაზღვროს და მოიხსნას არასასურველი რისკის ელემენტები. ფორვარდული კონტრაქტის დადება საქონლის მიწოდების ფასს ფიქსირებულს ხდის. თუ მიწოდების თარიღისათვის საქონლის ფასი (ე.წ. სპოტ ფასი [spot price] საქონლის მიმდინარე ფასი) გადააჭარბებს კონტრაქტში მითითებულ ფასს, მაშინ რეალურად მყიდველი მოგებული რჩება, გამყიდველი კი წაგებული. შესაძლებელია საპირისპირო სიტუაციაც. მაგრამ მთავარი მაინც ის არის, რომ ფორვარდული კონტრაქტით როგორც მყიდველი,

ასევე გამყიდველი თავს იზღვევს ყოველგვარი რისკისაგან. ის უარს ამბობს მოგებაზე და ამით თავს იზღვევს ყოველგვარი წაგებისაგან. ვიწრო გაგებით ტერმინი ჰეჯირება [(hedging)] სწორედ ამას ნიშნავს.

ფორვარდული კონტრაქტების განვითარების კანონზომიერი შედეგი ფიუნერსების შექმნაა. ფიუნერსებით, ასევე ოპციონებით ვაჭრობაში აშშ-ის ბირეები პირველობას არავის უთმობენ.

მე-20 საუკუნის 70-იანი წლებიდან ფართოდ გავრცელდა სხვადასხვა ტიპის ფინანსური ფიუნერსები. ამავე დროს მოხდა იამაიკის სავალუტო სისტემაზე გადასვლა (1976 წელი), რაც იწვევდა ვალუტის კურსის დამორჩილებას მოთხოვნა-მიწოდების მექანიზმებისადმი. შეიქმნა სავალუტო ფიუნერსები. ვალუტის კურსის ცვალებადობა მას მიმზიდველს ხდიდა სპეკულანტებისათვის. გასული საუკუნის 70-იანი წლების მეორე ნახევრიდან ადგილი აქვს საპროცენტო განაკვეთის რყევებს აშშ-ის გრძელვადიანი და მოკლევადიანი კრედიტების ბაზრებზე. შეიქმნა ე.წ. საპროცენტო ფიუნერსი. ფიუნერსი შეიძლება ნებისმიერ საქონელზე დაწესდეს, რაც კი ბაზარზე მიმოიქცევა. მინჩეულია, რომ ფინანსური ფიუნერსების ფასების დინამიკა საკმაოდ ზუსტად ასახავს, თუ ცოცხალი იქნება რეალური ფასების დინამიკა მომავალში.

ფიუნერსი არის წარმოებული პროდუქტი, რომელიც აყალდებულებს მყიდველს რომ გარკვეული საქონელი, გარკვეულ ფასად, გარკვეულ დროს იყიდოს, გამყიდველს კი - ეს საქონელი გაყიდოს.

ფორვარდულ და ფიუნერსულ კონტრაქტებს შორის პრინციპული განსხვავება შემდეგია: ნებისმიერი ფორვარდული კონტრაქტი (ორი მხარის მოლაპარაკების შედეგად იდება, ფიუნერსულ კონტრაქტში კი პირები საერთოდ არ არის მითითებული. ის სტანდარტიზებული, ფორმალისებული კონტრაქტია. ეს ნიშნავს, რომ ყველა კონტრაქტის პირობა ერთნაირია. მას კონტრაქტები ერთმანეთთან კი არ დებენ, არამედ ბირჟასთან, რომელიც უზრუნველყოფს კონტრაქტების ლიკვიდურობას და ვალდებულებების შესრულებას. ბირჟა შუამავლად გამოდის მყიდველებსა და გამყიდველებს შორის. ფიუნერსების ფასი მოთხოვნა-მიწოდების ურთიერთქმედების შედეგად ყალიბდება. ფორვარდულ

ლი კონტრაქტის მსგავსად ფიუნერსიც რისკის მართვის საშუალებაა, მაგრამ მას გააჩნია შემდეგი უპირატესობები: ის ხსნის ტერიტორიულ შესაღწევებს, ამასთან ქმნის სპეკულაციის საშუალებას.

განივიხილოთ ფიუნერსული კონტრაქტის გამოყენების ორი შემთხვევა:

1. კონტრაქტი მთავრდება რეალური საქონლის მიწოდებით;
2. კონტრაქტი მთავრდება ფულადი ანგარიშსწორებით.

როგორც წესი, ადგილი აქვს მეორე შემთხვევას. თანამედროვე ფიუნერსულ ბაზრებზე ძალზე იშვიათია რეალური საქონლის მიწოდება. უმრავლეს შემთხვევაში მხარეები ანგარიშს ფულად ფორმაში ასწორებენ. თავად ბირჟა ახდენს მოგება-ზარალის გაანგარიშებას და თანხის გადატანას ერთი ანგარიშიდან მეორეზე. მეტიც, ფიუნერსს ფასიანი ქაღალდის ფორმა აქვს. ის თავისუფლად მიმოიქცევა. კონტრაქტის შესრულების თარიღამდე [(expiration date)] შესაძლებელია მისი თავისუფალი ყიდვა-გაყიდვა.

განივიხილოთ ორი შემთხვევა:

1. **ბაზარზე ფასების ზრდა.** ამ შემთხვევაში მოგებულა ფიუნერსის მყიდველი, რომელიც მას ძვირად გაყიდის და მოგებას დააფიქსირებს;
2. **ბაზარზე ფასების დაცემა.** მოგებულა კონტრაქტის გამყიდველი, რომელიც იდენტურ კონტრაქტს უფრო იაფად იყიდის.

უნდა განვასხვაოთ სპოტ ფასი [(spot price)] – საქონლის ერთეულის მიმდინარე ფასი და ფორვარდული ფასი [(Forward price)] – ფასი, რომლითაც საქონლის მიწოდება მომავალში, დროის გარკვეულ მომენტში უნდა მოხდეს. კონტრაქტის ნომინალური ღირებულება [(face value)] – ს არის საქონლის რაოდენობა, გამრავლებული ფორვარდულ ფასზე. მუდმივად გამოიყენება შემდეგი ტერმინოლოგია:

- პოზიციის გახსნა – კონტრაქტის ყიდვა ან გაყიდვა;
- პოზიციის დახურვა – კონტრაქტის შეწყვეტა მიმდინარე ვალდებულებების შესრულებით;
- გრძელი პოზიცია [(Long position)] – პოზიცია, რომელიც კონტრაქტის ყიდვით შეიქმნა;
- მოკლე პოზიცია [(short position)] – პოზიცია, რომელიც

კონტრაქტის გაყიდვით შეიქმნა.

ფიუნერსული კონტრაქტების დადებისას არ არის აუცილებელი შევიტანოთ კონტრაქტის მოული თანხა. ბირჟა ითხოვს მხოლოდ მარუის შეტანას, რაც უმრავლეს შემთხვევაში კონტრაქტის ღირებულების 2-10%-ს შეადგენს. ეს გარკვეული საგარანტიო ვალდებულების ფორმაა. მარუას იხდის კონტრაქტის მყიდველი, სოგჯერ კი გამყიდველი. მან უნდა უზრუნველყოს სარალის ანაზღაურება. თუკი ადგილი აქვს ე.წ. სარალს ქაღალდზე და ცხადი ხდება, რომ შეტანილი მარუა არის საკმარისი პოტენციური სარალის ასანაზღაურებლად, ბირჟა მოითხოვს მის დამატებას; თუ კი ეს არ მოხდება, ბირჟა დახურავს მის პოზიციას (კონტრაქტი ანულირებული ხდება), შესაბამისად, ის სარალი, რომელიც აქამდე მხოლოდ ქაღალდზე არსებობდა, რეალურ სახეს მიიღებს. ამასთან კონტრაქტის შეიძლება დარწმუნებული იყოს, რომ კონიუნქტურა, ახლა უკვე მის სასარგებლოდ შეიცვლება და იგი გაიღებს თანხას, რათა შეინარჩუნოს კონტრაქტი.

ფიუნერსული კონტრაქტის დადების საფუძველი არის კონტრაქტის პრაგმატიკა ფასების სამომავლო დონის შესახებ. როგორც ვიცით, მიმდინარე ფასს ეწოდება სპოტ-ფასი; ის, ვინც ფასების ზრდას ელოდება, შეეცდება იყიდოს ფიუნერსული კონტრაქტი, ხოლო ის, ვინც მათ დაკლებას ელის, გაყიდის კონტრაქტს. თვით ფიუნერსული კონტრაქტის ფასი ბაზარზე ყიდვა-გაყიდვის მექანიზმების მეშვეობით ყალიბდება. საბოლოო ჯამში, მოგებულ და წაგებულ მხარეს ფასების რეალური მოძრაობა განსაზღვრავს. მაგრამ მნიშვნელოვანი ის არის, რომ ფიუნერსულმა კონტრაქტმა ნულამდე დაიყვანა გაურკვევლობა, რისკის ალბათობა (თუცა ტრეიდერებისათვის პრიორიტეტი სულ სხვა რამ არის).

ფიუნერსი სწორედ იმით განსხვავდება ფორვარდული კონტრაქტისაგან, რომ მასში არ არიან დაფიქსირებული გარიგების მონაწილე პირები. ფორვარდული კონტრაქტის დადება ყოველთვის კონტრაქტებს შორის მოლაპარაკების შედეგი იყო. ფიუნერსები კი სტანდარტიზებულია. მეტიც, ის შეიძლება თავად იყოს ყიდვა-გაყიდვის ობიექტი, ანუ ვაჭრობის საგანი.

არსებობს მარტივი წესი: უნდა შევიძინოთ ფიუნერსი, თუ ველით ფასების ზრდას, და გაყიდოთ ის თუ ველით

ფასების კლებას.

სტანდარტულ ფიქსურსულ კონტრაქტში ძირითადად მხოლოდ სამი რამ არის განსაზღვრული:

1. საქონელი (ვალუტა, ოქრო, ნაეთობი, ხორბალი, ფერადი ლითონები და ა.შ.);
2. საქონლის რაოდენობა (ვალუტის რაოდენობა, ოქროს წონა უნციებში, ნაეთობის მოცულობა ბარელებში, ხორბლის მოცულობა ბუშელებში და ა.შ.);
3. საქონლის მიწოდების თარიღი (დღე და თვე).

საყურადღებოა შემდეგი მომენტები: ფიქსურსის ფასი ყალიბდება ბაზარზე მოთხოვნისა და მიწოდების თანაფარდობის საფუძველზე. ფიქსურსის საბაზრო ფასი კონტრაქტის ვადის გასვლის დროს ემთხვევა სპოტ-ფასებით დადებული კონტრაქტის, ანუ ჩვეულებრივი დაუყოვნებელი ანგარიშსწორების კონტრაქტის ფასს. ამ მომენტში მოგება-ზარალი გაიანგარიშება საბაზრო ფასსა და კონტრაქტში გადახდილ ფასს შორის სხვაობით.

ფიქსურსულ ბაზარზე ვაჭრობენ ფიქსურსული კონტრაქტებით, რომელთა მიხედვით გამყიდველი ვალდებულია იღებს მიაწოდოს მყიდველს განსაზღვრული სტანდარტული საქონელი დათქმულ დღეს და შეთანხმებულ ფასად. ისეთი საქონლის ფიქსურსული ბაზარი, როგორცაა ხორბალი, დიდი ხანია არსებობს, მაგრამ ფიქსურსული კონტრაქტები, რომლებშიც სტანდარტული საქონლის სახით გამოდის განსაზღვრული სახის ფინანსური ინსტრუმენტები (ფინანსური ფიქსურსული კონტრაქტი) 1975 წლამდე არ არსებობდა. იმის ასახსნელად, თუ რატომ პოვა ფინანსური ინსტრუმენტების ფიქსურსულმა ბაზარმა ფართო განვითარება, აუცილებელია გავერკვეთ ფინანსური ფიქსურსული კონტრაქტის არსში.

ე.ი. ფიქსურსული ბაზარი ფინანსური ფიქსურსული კონტრაქტის მყიდველებსა და გამყიდველებს საშუალებას აძლევს განახორციელონ საპროცენტო განაკვეთის ცვლილების რისკის პეჯირება. გასული საუკუნის 70-იან წლებში საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების რისკის ზრდის პირობებში მისგან თავის დაზღვევას განსაკუთრებული მნიშვნელობა ენიჭებოდა, რის გამოც ინვესტორთა დიდი ნაწილი ფიქსურსული კონტრაქტების მიმართ განსაკუთრებულ ინტერესს ავლენდა და

მართლაც, ფიუნერსულმა ბაზარმა ფართო განვითარება კპოვა. 1975 წელს ჩიკაგოს საეაჭრო პალატაში [(Chicago Board of Trade, CBT)], რომელიც იმ დროისათვის უკვე ახორციელებდა ვაჭრობას სასაქონლო ფიუნერსული კონტრაქტებით ხორბალზე, სოიოსა და შერიანზე, ჩაისახა იპოთეკური კრედიტის სახელმწიფო ეროვნული ასოციაციის [(Government National Mortgage Association, GNMA)] ფასიანი ქაღალდების ფიუნერსული ბაზარი.

ფასიანი ქაღალდების ფინანსური ფიუნერსული ბაზარი (GNMA) იმდენად ეფექტიანი აღმოჩნდა, რომ შემდგომში ჩიკაგოს საეაჭრო პალატამ ჩიკაგოს სასაქონლო ბაზრის ფილიალში გახსნა ფიუნერსული ბაზარი აშშ-ის გრძელვადიანი და საშუალოვადიანი ობლიგაციებისთვის, საერთაშორისო ფულად ბაზარზე კი - აშშ-ის სახაზინო თამასუქების, ასევე საბანკო დეპოზიტური სერტიფიკატებისა და ევროდოლარებისთვის. ფიუნერსულ ბაზარზე ვაჭრობის მოცულობა მნიშვნელოვნად გაიზარდა. სახაზინო ობლიგაციები და ევროდოლარები ასი სტანდარტული საქონლიდან რომლებითაც ვაჭრობენ როგორც ფინანსურ, ისე არაფინანსურ ფიუნერსულ ბაზარზე დაახლოებით პირველ ათეულში შედიან. აღსანიშნავია, რომ უკანასკნელ წლებში სხვა ფინანსური ბაზრების ინტერნაციონალიზაციის ფონზე ფინანსური ფიუნერსების ბაზარზე საგრძობლად გააქლიერდა კონკურენცია უცხოური ბაზრების მხრიდან.

განვითარებული ფინანსური ბაზრის მქონე ქვეყნებში პრესით ყოველდღე ქვეყნდება ინფორმაცია ფინანსური ფიუნერსული კონტრაქტების ფასების შესახებ.

თითოეული ფიუნერსული კონტრაქტის შესახებ ინფორმაცია მოცემულია შესაბამის ცხრილებში, სადაც აღნიშნულია:

1. ფასი ვაჭრობის დაწყების მომენტისათვის [(Open)], რომელიც უდრის 100 მინუს სახაზინო თამასუქების დისკონტური შემოსავლიანობა;
2. საეაჭრო დღის ყველაზე მაღალი ფასი [(High)];
3. საეაჭრო დღის ყველაზე დაბალი ფასი [(Low)];
4. ფასი, რომლის მიხედვითაც წარმოებს ანგარიშსწორება, ფასი საეაჭრო დღის დასრულების მომენტისათვის [(Settle)];
5. განსხვავება საეაჭრო დღის დასრულებისას ჩამოყალიბებულ ფასსა და წინა საეაჭრო დღის ფასს

- შორის [(Chg)];
6. სავაჭროდ წარმოდგენილი ფასიანი ქაღალდების დისკონტური საპროცენტო განაკვეთი, რომელიც სავაჭრო დღის დასრულებისას ჩამოყალიბებული ფასიდან არის გათვლილი [(Discount Settle)];
 7. სავაჭროდ წარმოდგენილი ფასიანი ქაღალდების საპროცენტო განაკვეთის ცვლილება (შემოსავლიანობა, გაანგარიშებული დისკონტის საფუძველზე) წინა სავაჭრო დღესთან შედარებით [(Discount Chg)];
 8. გასაკვირად წარმოდგენილი კონტრაქტების რაოდენობა [(Open Interest)].

ფინანსური ფიქციების ბაზრის ინტერნაციონალიზაცია

თავდაპირველად ფინანსური ფიქციები წარმოიშვა ამერიკულ ფიქციურ ბირჟებზე, ამიტომაც გასული საუკუნის 80-იანი წლების დასაწყისში დომინირებდა ამ ინსტრუმენტებით ვაჭრობა. ფინანსური ფიქციების ბაზრის მასშტაბების მკვეთრი ზრდისა და ამერიკული ბირჟების მიერ მაღალი მოგების მიღების სურვილიდან გამომდინარე უცხოურმა ბირჟებმა იგი ფულის კეთების ახალ საშუალებად მიიჩნიეს და დაიწყეს მისი დანერგვა. გასული საუკუნის 90-იან წლებში ფინანსური ფიქციების ლონდონის საერთაშორისო ბირჟაზე მიმდინარეობდა ვაჭრობა ევროდოლარების კონტრაქტებით, ტოკიოს საფონდო ბირჟაზე – იაპონიის მთავრობის ობლიგაციების კონტრაქტებითა და ევროენების კონტრაქტებით, საფრანგეთის ვადიანი ფინანსური ინსტრუმენტების ბაზარზე კი – საფრანგეთის სახელმწიფო ობლიგაციების კონტრაქტებით.

საერთაშორისო კონკურენციამ განაპირობა აგრეთვე აშშ-ში წარმოშობილი ეველაზე პოპულარული ფინანსური ფიქციურული კონტრაქტების კოლოსალური წარმატება. მაღალგანვითარებული ქვეყნების ბირჟებზე კოტირებადი კონტრაქტები აშშ-ში კოტირებადი კონტრაქტების მსგავსია, მაგრამ მათ ის უპირატესობა გააჩნიათ, რომ მათზე ვაჭრობა მიმდინარეობს მაშინაც კი, როცა ამერიკული ბირჟები დახურულია. ფინანსური ფიქციებით სადღეღამისო ვაჭრობაზე გადასვლა უმეტესად განაპირობა ელექტრონული ვაჭრობის სისტემის განვი-

თარებამ, რომელიც შემუშავებულ იქნა ჩიკაგოს სავაჭრო ბირჟაზე. ეს სისტემა საშუალებას აძლევს ტრეიდერებს ივაჭრონ ფიუნერსებით მთელ მსოფლიოში მაშინაც კი, როდესაც ბირჟები ოფიციალურად დახურულია. ახლო მომავალში ფიუნერსებით ვაჭრობა მსაღიანად საერთაშორისოდ იქცევა, კონკურენცია კი ამერიკულ და უცხოურ ბირჟებს შორის კელავინდებურად ინტენსიური იქნება.

ფინანსური ოფციონების ბაზარი

ოფციონების ეფექტიანი გამოყენება თანამედროვე ფინანსურ ბაზრებზე რთული სტრატეგიებისა და მოდელების გამოყენებასთან არის დაკავშირებული, თუქცა მისი ბაზისური პრინციპი საკმაოდ მარტივია.

ფიუნერსისგან განსხვავებით, ოფციონი არ გვაუბლებს შევასრულოთ გარიგების პირობები, არმედ ამის უფლებას გვაძლევს.

ოფციონი გარკვეულ ფასს აფიქსირებს. დროის გარკვეულ მომენტში ოფციონის მფლობელს საშუალება ექნება სწორედ ამ წინასწარდადგენილი თანხით განახორციელოს ოპერაცია. თვით ოპერაცია შეიძლება იყოს ყიდვა ან გაყიდვა. აქედან გამომდინარე არსებობს

1. „კუტ“ ოფციონი – ის პროდუქტის გაყიდვის უფლებას გვაძლევს;
2. „კოლ“ ოფციონი – ის ყიდვის უფლებას გვაძლევს. როდის უნდა გამოიყენოს ოფციონის მფლობელმა ოპერაციის განხორციელების უფლება? არსებობს ორი ვარიანტი:
 1. ამერიკული ოფციონი¹⁵ – ოპერაციის განხორციელება შეიძლება ნებისმიერ დროს ოფციონის ვადის გასვლამდე;

2. ევროპული ოფციონი – ოპერაციის განხორციელება მხოლოდ განსაზღვრულ დროს შეიძლება.

ვადის გასვლის თარიღი – ეს არის თარიღი, როდესაც ოფციონი უნდა შესრულდეს. შესრულების ფასი, ანუ „სტრაიკ“ ფასი – ეს არის ის ფასი, რომელიც ოფციონშია მითითებული,

¹⁵ ეს სახელწოდება არაერთარ კავშირში არ არის კონკრეტულ ქვეყნებთან. მაგალითად, დიდ ბრიტანეთში ძირითადად ამერიკული ოფციონებით ვაჭრობენ.

როგორც საქონლის მიწოდების ფასი.

ოფციონების შემთხვევაში ბირჟაზე ქცევის მარტივი წესი შემდეგნაირად განისაზღვრება:

ფასების სრდის მოლოდინში (ხარის განწყობილების არჩევისას) უნდა ვიყიდოთ კოლ ოფციონი, ფასების ვარდნის მოლოდინში (ან და დათვის განწყობილების არჩევისას) ვყიდულობთ პუტ ოფციონს.

რა განსხვავებაა ოფციონის ყიდვასა და გაყიდვას შორის? ოფციონის მყიდველი ერთმნიშვნელოვნად განსაზღვრავს თავის შესაძლო ზარალს, გამყიდველი კი – თავის შესაძლო მოგებას.

ოფციონის ფასი, ისევე, როგორც ფიუნერსის ფასი, მოთხოვნა-მიწოდების ურთიერთდამოკიდებულებით განისაზღვრება. ოფციონის ფასს პრემიას უწოდებენ. გარდა საბაზრო ღირებულებისა, ოფციონს გაანინა შინაგანი ღირებულება საბაზრო ღირებულებასთან ერთად იცვლება შინაგანი ღირებულებაც. გადამწყვეტი მაინც შინაგანი ღირებულებაა. საბაზრო ღირებულება შინაგანი ღირებულების მოლოდინს ასახავს. ე.ი. საბაზრო ღირებულება დროითი ღირებულებაა. აქედან გამომდინარე, რაც ნაკლები დრო რჩება კონტრაქტის ვადის გასვლამდე, ოფციონის ღირებულება მით ნაკლები იქნება.

ოფციონის შინაგანი ღირებულება არის სხვაობა პროდუქტის სპოტ ფასსა და ოპციონში დაფიქსირებულ ფასს შორის. თუკი სპოტ-ფასი ფორვარდულ ფასზე მეტია, მაშინ შინაგანი ღირებულება ნულის ტოლია. სპოტ-ფასი შეიძლება უდრიდეს ფორვარდულ ფასს ან აღემატებოდეს მას. „კოლ“-ოპციონის შემთხვევაში საჭიროა ფორვარდული ფასის მეტობა სპოტ-ფასზე, „პუტ“-ოპციონის შემთხვევაში კი, პირიქით. ფულის გარეშე გარიგება ოფციონის მეშვეობით შეიძლება დაიდოს როგორც ბირჟაზე, ისე უშუალოდ მყიდველსა და გამყიდველს შორის მოლაპარაკების შედეგად. საბირჟო ოფციონებს შემდეგი თავისებურებები ახასიათებთ: მოქმედების დრო უმეტეს შემთხვევაში 3 თვეს შეადგენს, დაფარვის ვადა 2 წელია. გარდა ამისა მნიშვნელოვანია ის, რომ ბირჟა ყოველი გარიგების დადებას თვალყურს ადევნებს. ეს გამიზნულია არგადახდის რისკის მინიმიზაციისთვის. როგორც ვხედავთ, ბირჟა ყველაფერს აკეთებს, რათა დერივატივებით გარიგებების დადებამ ნდობა არ დაკარგოს და კაპიტალდაზიანების სანდო ობიექტად ითვლებოდეს.

გარდა ამისა, ბირჟაზე ყველა გარიგება საჯაროა, მათი ფასებიც საყოველთაოდ ცნობილია და პრესაში ქვეყნდება. ზემოთ აღნიშნულის მიზანია საზოგადოების ფართო მასების ჩართვა ამ პროცესებში და გამჭვირვალობისა და ნდობის აღმოსაფეროს შექმნა.

ოფციონური კონტრაქტი წარმოადგენს კიდევ ერთ ფინანსურ სიახლეს, რომელიც ინვესტორებს საშუალებას აძლევს შეამცირონ ფინანსურ ინსტრუმენტებზე საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების რისკი. ოფციონური კონტრაქტი საშუალებას იძლევა ფასიანი ქაღალდი შეძენილ (შესყიდვის ოფციონი ან კოლ-ოფციონი) ან გაყიდულ იქნეს (გაყიდვის ოფციონი ან პუტ-ოფციონი) წინასწარ შეთანხმებული ფასით, რომელსაც შესრულების ფასი ან გამოყენების ფასი ეწოდება.

ოფციონური კონტრაქტი წარმოადგენს საპროცენტო განაკვეთების ცვლილების რისკის დაზღვევის ფორმას, ამიტომ მიყიდველმა მათ დასაღებად განსაზღვრული თანხა უნდა გადაიხადოს, რომელსაც პრემია ეწოდება. გასული საუკუნის 80-იან წლებში საპროცენტო განაკვეთების მერყეობის ზრდამ გამოიწვია მოთხოვნის ზრდა დაზღვევის ამ სახეობაზე, რის შედეგადაც სავალო ინსტრუმენტების ოფციონთა ბაზარი პოტენციურად მომგებიან ბაზრად იქცა ნიკაგოს ოფციონების ბაზარზე, სადაც 1973 წლიდან წარმოებდა ოფციონებით ვაჭრობა აქციებზე. სავალო ინსტრუმენტებზე პირველი ოფციონებით ვაჭრობა ჩატარდა 1981 წელს. დღეისათვის ნიკაგოს ოფციონების ბაზარსა და სხვა ბირჟებზე ოფციონებს გვთავაზობენ არა მხოლოდ სახაზინო ობლიგაციებსა და თამასუქებზე, არამედ ფინანსურ ფიუნერსულ კონტრაქტებზეც.

ფინანსური სიახლეები, რომლებიც წარმოიშობა მიწოდების უზრუნველყოფის ცვლილების საპასუხოდ

მიწოდების სტრუქტურის ცვლილებები, რომლებიც სტიმიულს აძლევს ფინანსურ სიახლეებს, წარმოიქმნება სხვადასხვა მიზეზით, რომელთაგან უმნიშვნელოვანესია კომპიუტერული და ტელეკომუნიკაციური ტექნოლოგიების განვითარება. როცა კომპიუტერული ტექნოლოგიების განვითარებამ ხელმისაწვდომი გახადა მკვეთრად შემცირებულიყო დანახარჯები ფინანსურ გარიგებათა შესახებ ინფორმაციის დამუშავებაზე ფინანსურმა დაწესებულებებმა შეამჩნიეს, რომ ამ ტექნოლო-

გიებთან დაკავშირებული ახალი ფინანსური პროდუქტების და ინსტრუმენტების შეთავაზება საზოგადოებისთვის მოსაწონი იქნებოდა. ერთ-ერთ ასეთ პროდუქტს წარმოადგენს საბანკო საკრედიტო ბარათი. კომპიუტერული ტექნოლოგიებისა და ტელეკომუნიკაციების სფეროს განვითარებამ გააიოლა ბაზარზე ფასიანი ქაღალდების შესახებ ინფორმაციის მოპოვება. ინფორმაციული ტექნოლოგიის ამ უპირატესობებმა მიგვიყვანა ახალი ფინანსური ინოვაციების დანერგვასთან კერძოდ, გადაგდებული (უვარგისი) ობლიგაციების შექმნასთან, კომერციული ქაღალდების ბაზრის ზრდასა და ფინანსური ბაზრების ინტერნაციონალიზაციასთან. ტრანსაქციური დანახარჯების შემცირების და ინფორმაციული ტექნოლოგიების განვითარების საინტერესო შედეგს წარმოადგენს სექიურიტიზაცია, რომელიც უკანასკნელი სამი ათეული წლის მანძილზე ერთ-ერთ უმნიშვნელოვანეს და უდიდეს სიახლედ ითვლება. მიწოდების სტრუქტურის შეცვლა ასევე შეიძლება იყოს სახელმწიფო რეგულირების შედეგი. სახელმწიფო რეგულირების სისტემის ცვლილების შედეგად წარმოქმნილი ინოვაციების მაგალითად შეიძლება დასახელდეს დისკონტური ბროკერების¹⁶ გამოჩენა და საფონდო ინდექსების შემუშავება.

საბანკო საკრედიტო ბარათები

საკრედიტო ბარათები ჯერ კიდევ მეორე მსოფლიო ომამდე არსებობდა. მრავალმა კერძო მაღაზიამ თავისი კლიენტების სავალო ანგარიშები გადააფორმა საკრედიტო ბარათებად, რაც ბარათის მფლობელებს საშუალებას აძლევდა ამ მაღაზიებში შეეძინათ საქონელი ნაღდი ფულის გარეშე. მაგრამ ისეთი საკრედიტო ბარათები, რომლებიც მიმოიქცევა ქვეყნის მთელ ტერიტორიაზე, დაარსდა მეორე მსოფლიო ომის შემდეგ, როცა კომპანია „დაინერს კლაბმა“ [(iners Club)] შემოიღო ამგვარი ბარათის გამოყენება რესტორნებში ქვეყნის მთელ ტერიტორიაზე (ასევე საზღვარგარეთ). საკრედიტო ბარათების შემოღებასთან დაკავშირებული ანალოგიური პროგრამა დაამუშავეს კომპანიებმა „ამერიქან ექსპრესმა“ [(American Express)] და „კარტ

¹⁶ ბროკერები, რომლებიც თავიანთ კლიენტებს უწყვენ მინიმალურ მომსახურებას. მაგალითად, აყორმეზენ მხოლოდ ანგარიშებს, იურიდიული და სხვა მომსახურების გარეშე. შესაბამისად, ითხოვენ უფრო დაბალ საკომისიოს სხვა ბროკერებთან შედარებით

ბლანშ“-მა [(Carte Blanche)], მაგრამ, გამომდინარე იქიდან, რომ ამ პროგრამათა განხორციელება დაკავშირებული იყო დიდ დანახარჯებთან, ბარათები გაიცემოდა მხოლოდ რჩეულ ადამიანებსა და ფირმებზე, რომელთაც მსხვილი შესყიდვის განხორციელების უნარი შესწევდათ.

საკრედიტო ბარათების გამომშეები ფირმა შემოსავალს იღებს იქიდან, რომ ამ ბარათების მფლობელებს აძლევს სესხს; ასევე, მაღაზიები საკრედიტო ბარათით ყოველი შენაძენიდან ურიცხავენ მათ გარკვეულ პროცენტს (მაგალითად, შენაძენის ფასიდან 5%-ს). საკრედიტო ბარათების დანერგვისას დანახარჯები წარმოიქმნება სესხების დაუბრუნებლობით, ბარათების მოპარვით და საკრედიტო ბარათებით განხორციელებულ გარიგებათა მომსახურების დანახარჯების ზრდით.

ბანკირებმა, შეამჩნიეს რა „კარტ ბლენშ“-ის და „ამერიქან ექსპრეს“-ის კომპანიათა წარმატებები, მოისურვეს ამ მომგებიან საქმეში მონაწილეობა. გასული საუკუნის 50-იან წლებში რამდენიმე კომერციულმა ბანკმა საკრედიტო ბარათების გამოცემის გაფართოება სცადა, მაგრამ მაღალი დანახარჯების გამო მათ წარმატებას ვერ მიაღწიეს.

გასული საუკუნის 60-იან წლებში კომპიუტერული ტექნოლოგიების გაუმჯობესების შედეგად შემცირდა საკრედიტო ბარათებით მომსახურებაზე ტრანსაქციური დანახარჯები, რის გამოც გაფართოვდა საკრედიტო ბარათების დანერგვის შესაძლებლობები. ბანკებმა კელაე სცადეს ბიზნესის ამ სფეროში ჩაბმა, მათმა მცდელობამ კი მიგვიყვანა ორი საკრედიტო ბარათის სისტემის შექმნასთან: 1. ამერიკული ბანკის მიერ „ბეიკ ამერიქანდ“-ის [(Baik Amthicfrd)] დაფუძნებასთან, რომელიც ამჟამად ეკუთვნის დამოუკიდებელ ორგანიზაცია „ვიზა“-ს [(Visa)], და 2. „მასტერ ჩეინჯ“-ის [(Master Change)] ამჟამად ეწოდება „მასტერ კარდ“-ი [(Master Card)] ეკუთვნის საკრედიტო ბარათების საერთაშორისო ასოციაციას [International Card Association)] დანერგვასთან. ამ სისტემებმა გაუგონარ წარმატებებს მიაღწიეს. დღეს მოქმედებაშია მათი დაახლოებით 300 მლნ ბარათი. მართლაც, საბანკო ბარათები იმდენად მომგებიანი აღმოჩნდა, რომ ცნობილი არასაფინანსო დაწესებულებებიც კი, როგორცაა „სიერზ“-ი Sears თავისი „დისკორ“ – Discore ბარათების სისტემით, „ჯენერალ მოტორს“-ი [(General Motors)]

და „ეთიქუთი“ [(ATQT)], ნაერთენუნ ბიზნესის ამ სფეროში. ამასთან კლიენტებიც მოგებულნი რჩებიან, რადგანაც საკრედიტო ბარათები თავისი მასშტაბით გადახდის უფრო ფართო საშუალებაა ნუკებთან შედარებით (კერძოდ, მოქმედებს ქვეყნის სასაღვრებს გარეთაც) და საგრძნობლად აიოლებენ სესხის მიღებას.

ბადაბღეშული (უზარბისი) ობლიგაციები

კომპიუტერული ტექნიკისა და ტელეკომუნიკაციათა განვითარებლობის პირობებში მეტად რთული იყო ინფორმაციის მიღება იმ ფირმების ფინანსური მდგომარეობის შესახებ, რომელთაც სურვილი ჰქონდათ გაეყიდათ თავიანთი ფასიანი ქაღალდები. ძლიერსა და სუსტ ფირმებს შორის განსხვავების დადგენის სირთულის გამო ობლიგაციების გაყიდვის შესაძლებლობა მხოლოდ სანდოობის მაღალი რეიტინგის მქონე ცნობილ და სოლიდურ კორპორაციებს გააჩნდათ. გასული საუკუნის 80-იან წლებამდე ობლიგაციების გამოშვების და, შესაბამისად, საკუთარი ფინანსური რესურსების გაზრდის შესაძლებლობა არ ჰქონდათ Baa-ზე ნაკლები რეიტინგის მქონე კორპორაციებს. ზოგიერთმა მაღალი რეიტინგის მქონე ფირმამ მოასწრო გრძელვადიანი ობლიგაციების გამოშვება (რის შედეგადაც მათ „დაცემულ ანგელოზებს“ უწოდებდნენ), მათი ობლიგაციები კი Baa ნიშნულზე დაბლა დაცემის შემდეგ გადაგდებულ (უვარგის) ობლიგაციებად მონათლეს.

გასული საუკუნის 70-იან წლებში საინფორმაციო ტექნოლოგიათა განვითარებამ ინვესტორებს შესაძლებლობა მისცა იოლად განესხვავებიათ ერთმანეთისაგან ძლიერი და სუსტი ფირმები, რის შედეგადაც გაიზარდა ნაკლებად ცნობილ და საიმედოობის დაბალი რეიტინგის მქონე კორპორაციების გრძელვადიანი ფასიანი ქაღალდების შექმნის შესაძლებლობა. მოცემული ფაქტორის (მიწოდების განმსახლდრელ ფაქტორთაგან) ამგვარი ცვლილება ბადაბღეა აზრს, რომ მოიძებნებოდა გონიერი ადამიანი, რომელიც პირველი შეასხამდა ხორცს გადაგდებულ ობლიგაციების ახალი გამოშვების იდეას, მაგრამ არა „დაცემული ანგელოზების“, არამედ იმ კომპანიების ობლიგაციების გამოშვებას, რომლებსაც არ ჰქონდათ საკმარისად მაღალი საინვესტიციო სტატუსი. 1947 წელს აშშ-ში ბანკმა

„დრექსე ბურჰამი“ [(Drexce Burrham)] ამ იდეის რეალიზაციას მიჰყო ხელი და გადაგდებული ობლიგაციები კორპორაციულ ობლიგაციათა ბაზრის მნიშვნელოვან ინსტრუმენტად აქცია: გასული საუკუნის 80-იანი წლების ბოლოსათვის 200 მლრდ დოლარზე მეტი ოდენობის „მიგდებული ობლიგაციები“ იქნა გამოშვებული. 1989 წელს, როდესაც ბანკის ხელმძღვანელი მილკენი ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებული კანონმდებლობის დარღვევისთვის დამნაშავედ აღიარეს, მიგდებულ ობლიგაციათა ბაზრის აქტიუობა შენეულა; მიუხედავად ამისა, 90-იან წლებში ბაზარმა კვლავ აქტიურად განაგრძო ფუნქციონირება.

კომერციული ფასიანი ქაღალდების ბაზარი

როგორც ცნობილია, კომერციულ ფასიან ქაღალდს უწოდებენ ისეთ მოკლევადიან სავალო ფასიან ქაღალდს, რომლის ემისიას ახდენს მსხვილი ბანკი ან კორპორაცია. 1970 წელს კომერციული ფასიანი ქაღალდების ბაზარის მასშტაბები საგრძნობლად გაიზარდა. 1993 წელს კი კომერციული ფასიანი ქაღალდების მოცულობამ 500 მლრდ დოლარს გადააჭარბა. მართლაც, კომერციული ფასიანი ქაღალდი იქცა ფულადი ბაზრის ერთ-ერთ ინსტრუმენტად, რომელმაც სწრაფად მოიპოვა პოპულარობა.

კომერციული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მკვეთრი ზრდა განაპირობა საინფორმაციო ტექნოლოგიათა განვითარებამ. საინფორმაციო ტექნოლოგიათა განვითარება ინვესტორს შესაძლებლობას აძლევს ერთმანეთისგან განასხვაოს კარგი და ცუდი ფირმები და უადვილებს კორპორაციებს სავალო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებას. ამან კორპორაციებს საშუალება მისცა არა მარტო გამოეშვათ მხოლოდ გრძელვადიანი სასესხო ფასიანი ქაღალდები, არამედ გაეზარდათ თავიანთი რესურსები მოკლევადიანი სავალო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებით (მაგალითად, კომერციული ქაღალდები). ბევრი კორპორაცია, რომელიც ადრე უფრო ხშირად მოკლევადიანი სესხების ასაღებად ბანკებს მიმართავდა, ამჟამად თავისი ფულადი სახსრების დროებით ზრდას ნაწილობრივ კომერციული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მეშვეობით ახდენდა.

ფინანსური ბაზრების ინტერნაციონალიზაცია

მაღალი დონის კომპიუტერები და ტელეკომუნიკაციები ფინანსური ბაზრის ინტერნაციონალიზაციის მამოძრავებელ ძალად გვევლინება. ტექნოლოგიამ, რომელიც საშუალებას იძლევა აქციების ფასები და სხვა ინფორმაცია სწრაფად გადაეცეს მთელ მსოფლიოს, ნიუ-იორკისა და ტოკიოს დილერები გაანთავისუფლა „ნორმირებული სამუშაო დღის“ ცნებისაგან. მათ შეუძლიათ ვაჭრობა აწარმოონ დღისა და ღამის ნებისმიერ მონაკვეთში. საერთაშორისო ტელეკომუნიკაციის საშუალებების გამოყენებაზე დაბალი ფასების არსებობა აადვილებს უცხოური ინვესტორების შესაძლებლობებს და საზოგადოება მისწრაფვის ისეთი ეპოქისკენ, როცა აქციები და ობლიგაციები დღისა და ღამის ნებისმიერ დროს გაიყიდება მთელი დედამიწის მასშტაბით. ფინანსური ბაზრის ინტერნაციონალიზაციის პროცესებზე ტელეკომუნიკაციების განვითარებამ შეიძლება დამანგრეველი ზემოქმედებაც მოახდინოს. რაც დადასტურდა 1987 წლის „შავი ორშაბათის“ მაგალითით. 1987 წლის ოქტომბერში უშუალოდ ბაზრის კრახამდე უცხოურ ბაზრებზე კოტირებათა მნიშვნელოვანი ვარდნა შეიმჩნეოდა. შედეგად, ამისა 19 ოქტომბერს დილით, როცა ამერიკულმა ბაზარმა დაიწყო მუშაობა, გაყიდვაზე განაცხადთა რაოდენობა უკვე საკმაოდ დიდი იყო და აქციათა კოტირებამ ამერიკულ ბირჟებზე კრახი განიცადა. აშშ-ის საფონდო ბაზრის კრახი უცხოურ ბაზრებსაც გადაედო და მათი ნგრეეაც მსგავსი სცენარით მიმდინარეობდა. თანამედროვე მსოფლიო წარმოგვიდგება ერთმანეთთან მჭიდროდ დაკავშირებულ ფინანსურ ბაზართა სამყაროს სახით, რომელშიც ყველა დაახლოებით ერთნაირად განიცდის აღმავლობასა და დაცემას.

ფინანსური დერივატივები

ფინანსური დერივატივების გაყიდვის ორი წესი არსებობს: მათი მიმოქცევა ბირჟებზე და ყიდვა-გაყიდვა ბირჟის გარეშე ბაზარზე [(Over the Counter Market - ONC)]. ამ უკანასკნელს 'სოფტერ დახლს' ხედა ანდა ქუჩის ბაზარს უწოდებენ.

თავდაპირველად განვიხილოთ ფინანსური ფიქნერსების მიმოქცევის საბირჟო წესი. მსოფლიოში ფინანსური ფიქნერსებით (და, სოგადად, ფიქნერსებით) ვაჭრობის უდიდესი ბაზრე-

ბია [(futures markets)]: ჩიკაგოს ბირჟა; ბრიტანული ბირჟა [LIFE (London International Futures and Options Exchange)]; გერმანულ-შვეიცარული ბირჟა [EUREX] და სხვ.

ნებისმიერი ფასიანი ქაღალდი შეიძლება გახდეს ფინანსური დერივატივების წარმოშობის საფუძველი. უფასო მეტიც, არსებობს დერივატივები საბირჟო ინდექსებზე. ეს ნიშნავს მოგების ან ზარალის მიღებას მხოლოდ და მხოლოდ ამა თუ იმ საბირჟო ინდექსის ცვალებადობის საფუძველზე. ფინანსური ფიუნერსების ბაზარზე იკვეთება ის ტენდენციები, რომლებსაც შემდეგ თვით ფინანსური ინსტრუმენტის რეალური ბრუნვა დაემორჩილება. ამიტომ ნებისმიერი სპეკულანტისათვის საინტერესოა როგორც თავად ფიუნერსების ბაზარი, ისე ფიუნერსების, როგორც ბაზარი სხვა ბაზრების მოსალოდნელი დინამიკის ინდიკატორი.

არსებობს აგრეთვე დერივატივები საპროცენტო განაკვეთზე, რომლებიც ინვესტორს საშუალებას აძლევს თავი დაიხსნოს საპროცენტო განაკვეთის ზრდისაგან. მოქმედებს წესი: განაკვეთების ზრდის მოლოდინისას კონტრაქტს ყიდიან განაკვეთების დაკუმის მოლოდინისას კი ყიდულობენ. ამასთან უნდა აღინიშნოს, რომ ფინანსური ფიუნერსებით ვაჭრობისას ურთულესი მათემატიკური მოდელები და სტრატეგიები გამოიყენება.

სავალუტო რისკების დასაზღვევად იქმნება და პოპულარობას იხვეჭს ეგზოტიკური ოფციონები. მაგალითად, ოფციონები, რომლებიც დამოკიდებულია სავალუტო კურსის დინამიკაზე მოქმედების მთელი პერიოდის განმავლობაში [path dependent options] – ასეთებია:

- ბარიერული ოფციონი – მოგება მიიღება, თუ სავალუტო კურსი მიაღწევს ბარიერულ მნიშვნელობას;
- ზღვრული კურსის ოფციონი – თუ კურსი მიაღწევს ნიშნულს, ოფციონი უქმედდება;
- ოფციონი ორმაგი ბარიერით – მას გააჩნია ერთბაშად ორი ბარიერული კურსი;
- ბინარული ოფციონი – მფლობელი იღებს მოგებას, თუ სპოტ – ფასი სტრაიკ ფასზე ნაკლებია;
- საკალათო ოფციონი [(basket option)] – სავალუტო პორტფელის ღირებულების ოფციონი;

- როელი ოფციონი [(compound option)] – ოფციონი, რომელ-
იც სხვა, საბაზისო, ოფციონის ყიდვის ან გაყიდვის
უფლებას იძლევა;

- აზიური, ანუ საშუალო კურსის ოფციონები [(average
currency rate option)] – ვადის გასვლისას მისაღები თანხა
გამოითვლება მთელ პერიოდში საავალუტო კურსის დი-
ნამიკით და ა.შ.

ფინანსური წარმოებული ინსტრუმენტების კიდევ ერთი
მაგალითია „სვოპ“-კონტრაქტი. სვოპის დადების დროს კონ-
ტრაქტები ერთმანეთს უცვლიან ფინანსურ ნაკადებს, მაგალ-
ითად, შემოსავალს ობლიგაციებიდან და შემოსავალს აქციათა
პაკეტიდან, თუმცა შესაძლებელია სვოპის დადება ნებისმიერ
საქონელზე, თუნდაც ფერადი ლითონის გაცვლა ნავთობზე.

ძირითადად გამოიყენება პროცენტული სვოპი და საავალუ-
ტო სვოპი. პროცენტული სვოპის დროს ძირითადად იცვლება
ფიქსირებული და მცურავი განაკვეთით განსახორციელებელი
გადასახდელი. ასევე სხვადასხვა ვალუტაში მყოფი ნაკადები.

არსებობს ე.წ. „ქუდი“, რომლის დროსაც ერთი კონტრა-
ქენტი მეორეს აუნაზღაურებს საპროცენტო განაკვეთის გადიდებ-
ით გამოწვეულ უარყოფით შედეგებს. ქუდს, როგორც წესი,
კომპანიები ბანკებისგან ყიდულობენ. ლოგიკურია, რომ არსე-
ბობს ე.წ. „იატაკიც“ – (კომპანიები ვალდებულებას იღებენ
საფასურის სანაცვლოდ გადაუხადონ ბანკს მუდმივი პროცენ-
ტი მაშინაც კი, თუ საბაზრო განაკვეთები დაბლა დაიწვეს).
ორივე სტრატეგიის რეალიზაციას ეწოდება ცილინდრი.

ძირითადად კომერციული ბანკები სთავაზობენ, სვოპებ-
სა და საპროცენტო ქუდებს თავის კლიენტებს რადგან სწორედ
ისინი არიან ბირჟის გარეთა ბაზარზე წარმოებული ინსტრუმენ-
ტების ძირითადი მიმწოდებელი. აქ ყველა გარიგება ბანკსა და
კლიენტს შორის მოლაპარაკების შედეგად იდება. ასეთ დროს
ბანკი არ არის დამოუკიდებელი მოთამაშე. ის უბრალოდ დებს
სხვადასხვა კლიენტებთან ურთიერთგამჭეოთავ გარიგებებს. მისი
მოგება პროცენტთა უმნიშვნელო სხვაობით მიიღება. წარმოე-
ბულ ინსტრუმენტთა ბუმი იწვევს წარმოებული ინსტრუმენტე-
ბის ახალი და ძალზე რთული სახეობების შექმნას, რითაც
ძირითადად პროფესიონალი მათემატიკოსები არიან დაკავებულნი.

სემიურიტიზაცია

სექიურიტიზაცია წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების გამოყენების გაფართოებას საბაზრო ეკონომიკის რეგულირებისას იგი სასესხო კაპიტალის მოძრაობის ინსტრუმენტი.

სექიურიტიზაცია არის არალიკვიდური ფინანსური აქტივების (მაგალითად, გირაუნობის სიგელები ბინებზე) კაპიტალის ბაზრის ფასიან ქაღალდებად გარდაქმნის პროცესი. იგი ტრანსაქციური დანახარჯების შემცირებისა და ინფორმაციული ტექნოლოგიების განვითარების შედეგია. როგორც ცხოვრება, ინფორმაციის მიღების შესაძლებლობების გაუმჯობესებამ გააიოლა კაპიტალის ბაზარზე განთავსებული ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობის პროცესი. გარდა ამისა, კომპიუტერული ტექნოლოგიების განვითარების შედეგად ტრანსაქციური დანახარჯების შემცირებამ ფინანსურ დაწესებულებებს საშუალება მისცა მცირე დანახარჯებით სხვადასხვა ნომინალის მქონე სესხებიდან (მაგალითად, იპოთეკური სესხები გირაოს ქვეშ 100 ათას დოლარზე ნაკლები ნომინალით) განეხორციელებინათ ფინანსური პორტფელის ფორმირება. ამ შემთხვევაში სხვადასხვა „კალიბრიანი“ სესხის ნომინალი და საპროცენტო გადახდები ერთად ჯამდება და ნომინალისა და საპროცენტო გადახდათა ერთიანი სიდიდის სახით წარმოგვიდგება, რომელიც გაიცემა პორტფელზე. ამგვარი ფინანსური ინსტრუმენტი უკვე შეიძლება გახდეს მიმოქცევადი. სესხის სტანდარტიზებულ ნაწილებად გაყოფის შემდეგ ფინანსურ დაწესებულებებს შეუძლიათ წვეულებრივი ფასიანი ქაღალდების მსგავსად გაყიდონ ძირითად და საპროცენტო გადახდებზე მოთხოვნის უფლება მესამე პირზე. ამ პროცესის შედეგად წარმოქმნილი ახალი ფინანსური აქტივების სტანდარტიზებული ზომები მათ ლიკვიდურ ფასიან ქაღალდებად აქცევს, ხოლო ის გარემოება, რომ პორტფელი ფაქტობრივად სესხების ნაკრებისგან შედგება, საშუალებას იძლევა მოხდეს რისკის დივერსიფიკაცია, რაც ამავლებს მათი მიზიდველობის ხარისხს. ფინანსური დაწესებულებანი, რომლებიც ახდენენ სესხების ფასიან ქაღალდებად გადაფორმებას, ღებულობენ მოგებას სესხების მომსახურების ხარჯზე (სესხიდან საპროცენტო და ძირითადი გადასახდელების მიღება და შემდგომ მისი გადახდა ამ ფასიანი ქაღალდების მფლობელისთვის) და ამგვარი მომსახურების გაწყვეტისთვის იღებენ

საკომისიოს მესამე მხარისაგან.

სექურიტიზაციის პროცესი 1970 წლიდან დაიწყო, როცა იპოთეკური კრედიტის სახელმწიფო ეროვნულმა ასოციაციამ [(GNMA)] აამოქმედა პროგრამა, რომელიც სტანდარტიზებული გირავნობის სიგელების პაკეტებზე საპროცენტო და ძირითადი გადახდების განხორციელების გარანტიას იძლეოდა, რითაც სტიმულირებას უწევდა ახალი ფინანსური ინსტრუმენტის – გირავნობის სიგელით უსრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდის დამკვიდრებას. სესხის საპროცენტო და ძირითადი გადასახდელების გადახდის გარანტიამ საშუალება მისცა კერძო ფინანსურ დაწესებულებებს (სასესხო – შემნახველ დაწესებულებებსა და კომერციულ ბანკებს) გაეყიდათ ფასიანი ქაღალდების სახით გირავნობის სიგელების ის პაკეტები, რომლებმაც GNMA-ს გარანტია მიიღეს.

GNMA-ს სვეულებრივი ფასიანი ქაღალდის მყიდველი სესხების პორტფელის პროპორციული წილის უშუალო მფლობელად იქცევა, რომელიც უძრავი ქონებით არის უსრუნველყოფილი. გირავნობის სიგელებით უსრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდების სხვა სახეები არ აძლევს მყიდველს გირავნობის სიგელთა პორტფელის ფლობის შესაძლებლობას. ამის ნაცლვად ისინი იმ დაწესებულების სავალო ვალდებულებად გვექვლინებიან, რომლებიც გასცემენ იპოთეკურ სესხებს, თავად გირავნობის სიგელები კი ამ სავალო ვალდებულებათა უსრუნველყოფის საშუალებად გამოდიან. გირავნობის სიგელებით უსრუნველყოფილი ფასიანი ქაღალდები დღეისათვისაც სექიურიტიზაციის ყველაზე პოპულარულ ფორმად გვექვლინება. გირავნობის სიგელების სექიურიტიზაციამ ფართო გაერცელება კპოვა. ამჟამად ყველა საცხოვრებლით უსრუნველყოფილი გირავნობის სიგელის 2/3 გადაქცეულია ფასიან ქაღალდებად, საერთო ჯამში კი, მათი მოცულობა 1 ტრილიონ დოლარს აღემატება.

სექიურიტიზაციის პროცესი გირავნობის სიგელებზე არ შენერებულა: გასული საუკუნის 80-იანი წლების შუა ხანებში დაიწყო საავტომობილო სესხების, საკრედიტო ბარათების დავალიანებების, ასევე კომერციული და სალიზინგო ხელშეკრულებების სექიურიტიზაცია. 1985 წელს გამოშვებულ იქნა 900 მლნ დოლარის ღირებულების სექიურიტიზებული საავტომობილო

სესხები, თუმცა მალევე მათმა საერთო ღირებულებამ 10 მლრდ დოლარს გადააჭარბა. 1989 წელს საკრედიტო ბარათებით სექტიურიტიზებული დაეალიანებები 30 მლნ დოლარს აღემატებოდა. დღეისათვის, გირაუნობის სიგელების მსგავსად სავალო ვალდებულებებად გადმოფორმებული ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მასშტაბებმა 200 მლრდ დოლარს გადააჩქტა.

აღსანიშნავია, ვინც სარეკლამო ბიზნესში ვრკვევა, ყველამ იცის, რომ საქმარისი არაა გქონდეს კარგი პროდუქტი, მას აუცილებელია სათანადო ოპტიმალური სახელიც შეურჩიო. ამასვე აღიარებენ საქმიანი წრეებისა და ბიზნესელიტის წარმომადგენლებიც. მოსაზრება შეიძლება გაერკველდეს ფასიანი ქაღალდებზეც, რადგან ფასიანი ქაღალდის სახელი შეიძლება მარკეტინგულ ინსტრუმენტად იქცეს.

კომპიუტერულმა ტექნოლოგიებმა საშუალება მისცა ფინანსურ დაწესებულებებს გამოეყენებინათ სექტიურიტიზაცია ისეთი ფასიანი ქაღალდების გამოსაშვებად, რომელთა მიხედვით გადახდებიც ბაზრისთვის ძალზე მიმზიდველად ითვლება. ამ ტიპის ფასიანი ქაღალდების თვალსაჩინო მაგალითს წარმოადგენს ისეთი ობლიგაციები, რომლებიც დამატებით არის უსრუნველყოფილი გირაუნობის სიგელებით (CMO). მათი მეშვეობით ხორციელდება გირაუნობის სიგელების პორტფელის შესაბამისად მისაღები გადასახდელების გირაოს ქვეშ სახსრების სესხად აღება. კომპიუტერიზაცია საშუალებას იძლევა CMO ოთხ კლასად ან ტრანშიად დაიყოს. პირველი სამი კლასის მიხედვით საპროცენტო გადახდები ხორციელდება CMO-ს კუპონური განაკვეთების შესაბამისად. რის გამოც გირაუნობით უსრუნველყოფილ პაკეტებზე „მიღებული სასაღურისა და ძირითადი გადასახდელების თანხით“ პირველ რიგში წარმოებს I კლასის ობლიგაციების განაღდება. პირველი კლასის ობლიგაციათა განაღდების შემდეგ თანმიმდევრულად წარმოებს დანარჩენი კლასის ობლიგაციათა განაღდება. გირაუნობის სიგელთა შემოსავლებიდან მე-4 კლასის ობლიგაციების განაღდება ხორციელდება მხოლოდ ყველა კლასის ობლიგაციის განაღდების შემდეგ. CMO-ს უპირატესობა ისაა, რომ მის შემადგენლობაში შედის როგორც მოკლევადიანი (პირველი კლასი), ისე გრძელვადიანი (უფრო დაბალი კლასის) ობლიგაციები, რაც ზრდის ამ ფასიანი ქაღალდების პოტენციურ ბაზარს.

იმის მიუხედავად, რომ კომპიუტერული ტექნოლოგიების განვითარების გარეშე შეუძლებელი იყო სექიურიტიზაციის პროცესის განხორციელება, ტექნოლოგია მაინც არ წარმოადგენს ერთადერთ ფაქტორს, რომელიც სტიმულირებას უწევს მას. ამ პროცესში მნიშვნელოვან როლს ასრულებს ასევე სახელმწიფო რეგულირება. სექიურიტიზაცია პირველად დაიწყო ასოციაცია CNMA-ს მიერ გირავენობის სიგელებზე გარანტირებული გადახდების შემოღებით და დღესდღეობითაც იგი ძირითადად მოიცავს ისეთ აქტივებს, რომელთა მიხედვითაც გადახდები პირდაპირ ან არაპირდაპირ (ირიბად) არის გარანტირებული სახელმწიფოს მიერ. საგადასახადო წესებმა ასევე შეუწყო ხელი სექიურიტიზაციის ახალი ინსტრუმენტების წარმოშობას. საგადასახადო კანონმდებლობის ინსტრუქციითაა ცვალებადობამ განაპირობა ასევე უძრავი ქონებით უზრუნველყოფილი გადასაყვანი გირავენობის სიგელების (REMIC) შექმნა, რომლებიც თავიანთი არსით CMO-ს მსგავსი არიან, მაგრამ ექვემდებარებიან შედავათიან დაბეგერას.

დისკონტური ბროკერები და საფონდო ინვესტიციები
შეზღუდვების

სექიურიტიზაციის პროცესთან დაკავშირებული მაგალითების განხილვა მოწმობს, რომ სახელმწიფო ნორმატიული აქტებმა შეიძლება გამოიწვიოს ცვლილებები მიწოდების სტრუქტურაში. სწორედ მას მივყავართ ფინანსური ინოვაციების დამკვიდრებასთან. საფონდო ბირჟაზე მუშაობის წესების შესაბამისად 1975 წლამდე საბროკერო საკომისიო გასამრჯელო საკმაოდ მაღალი იყო. საბროკერო ფირმებს უფლება არ ჰქონდათ გამოეყენებინათ ფასობრივი კონკურენციის მეთოდები, მათ შორის ბრძოლა დაიყვანებოდა შეთავაზებული მომსახურების სახეობებს შორის განსხვავებაზე. საბროკერო ფირმები თავიანთ კლიენტებს რეგულარულად აწვდიდნენ ანგარიშებს ფასიან ქაღალდებთან დაკავშირებით, გაანხდათ რა ფინანსური ანალიზის ჩასატარებლად მძლავრი კვლევის განყოფილებები და უნიკალური ოფისები, საიდანაც კლიენტებს შეეძლოთ ვდევნებინათ თვალყური კოტირებისთვის.

ამჟამად 1975 წელს ფასიანი ქაღალდებისა და ბირჟების კომისიამ (SEC - Securities and Exchange Commission) გააუქმა მ-

დალი საბროკერო საკომისიო გასამრჯელოს მიღების დადგენილი წესები, რის შედეგადაც სიტუაცია შეიცვალა და შესაძლებელი გახდა საბროკერო საქმიანობის სფეროში მოგების მიღება ფასობრივი კონკურენციის საფუძველზე. გაჩნდა ბროკერთა ახალი ტიპი - ბროკერები, რომლებიც მუშაობდნენ დაბალ საკომისიო გასამრჯელოზე (დისკონტური ბროკერები). ეს ბროკერები იღებენ უფრო ნაკლებ საკომისიოს სხვა საბროკერო ფირმებთან შედარებით, მაგრამ ამცირებენ კლიენტებისთვის შეთავაზებული მომსახურების სახეებს, ანუ ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციებისას კლიენტებისათვის ეწვეიან მომსახურების მინიმუმს (მაგალითად, მხოლოდ ანგარიშების გაფორმება, იურიდიული და სხვა მომსახურების გარეშე). ამასთან მათ არ გააჩნიათ მსხვილი კვლევითი განყოფილებები და რეგულარულად არ წარუდგენენ კლიენტებს ანგარიშებს. დისკონტურმა ბროკერებმა ხელში ჩაიგდეს საბროკერო ბიზნესის მნიშვნელოვანი ნაწილი და ხელი შეუწყვეს საბროკერო საკომისიო გასამრჯელოს განაკვეთების დაცემის სტიმულირებას, რომელიც 1975 წელს ნორმატივებში ცვლილებების შეტანის შემდეგ დაიწყო.

1975 წლის შემდეგ საბროკერო საკომისიო გასამრჯელოს მკვეთრი დაცემა განსაკუთრებით აქციათა მსხვილი პაკეტებით მოვაჭრე ტრეიდერებმა, საპენსიო და საპაიო ფონდებმა შეიგრძნეს. დანახარჯების შემცირება ამ ინსტიტუციური ინვესტორებს უფრო მეტი კლიენტის მოზიდვის საშუალებას აძლევდა, რის შედეგადაც ბაზარზე ინსტიტუციური ინვესტორები უფრო ძლიერ და სერიოზულ ძალად იქცნენ. გარდა ამისა, მრავალი წერილი ინვესტორი დარწმუნდა, რომ საპაიო ფონდები ვერ მიაღწევდნენ საშუალოზე მაღალ წარმატებას, უფრო მეტ პოპულარობას იძენდნენ საფონდო ინდექსები (საპაიო ფონდები, რომლებიც ორიენტირებულია შემოსავლის მიღებაზე ცნობილი საბაზრო ინდექსების გამოყენებით). ინსტიტუციური ინვესტორების როლის ზრდასთან ერთად საბაზრო ინდექსებზე ყურადღების გამახვილება გამოიწვია იმ აქციათა უფრო ღიკვიდურ ბაზარზე მოთხოვნის ზრდამ, რომელთა კურსის დინამიკა ასახავდა ბაზრის დინამიკას.

1982 წელს ამგვარი მოთხოვნის წარმოქმნის გამო წარმატებით ფუნქციონირებადი ფინანსური ფიუნერსების ბაზარი

შესამჩნევად გაფართოვდა. აქციათა ფასების ინდექსებით ფიუნერსული ვაჭრობა ფინანსურ ინოვაციად მოგვევლინა ჩიკაგოს სავაჭრო პალატაში (CBT), ჩიკაგოს სავაჭრო ბირჟაზე (CMT), კანზასის სავაჭრო პალატაში (KCBT), ნიუ-იორკის ფიუნერსულ ბირჟაზე, და ნიუ-იორკის საფონდო ბირჟის ფილიალში. ამჟამად ფიუნერსული ვაჭრობა საფონდო ინდექსებით საკმაოდ წინააღმდეგობრივ მოვლენას წარმოადგენს, რადგანაც, კრიტიკოსების აზრით, მათ მიუყავართ საბაზრო არასტაბილურობის შესამჩნევ ზრდასთან (ვოლანტილობა).

ახალი ნორმატივების შემოღება

ჩვენს მიერ განხილულ ფინანსურ ინოვაციათა დანერგვის პროცესი ეკონომიკის სხვა სფეროებში მიმდინარე პროცესების ანალოგიურია, კერძოდ, ისინი წნდება მოთხოვნისა და მიწოდების სტრუქტურაში გამოწვეული ცვლილებების საპასუხოდ. ფინანსური სექტორი ეკონომიკის სხვა სფეროებთან შედარებით ძნელად ექვემდებარება რეგულირებას, რის გამოც სახელმწიფო რეგულირება მძლავრ ბიძგს აძლევს ამ სფეროში ინოვაციების შემოღებას. სახელმწიფო რეგულირება სიახლეების სტიმულირებას ახდენს იმით, რომ აიძულებს ფირმებს უძიონ იმ ნორმატიული აქტების შემოვლის გზები, რომლებიც ზღუდავს მოგების მიღების შესაძლებლობებს. ედუარდ კეინი ამ პროცესს რეგულირებისგან „თავის დასაძვრენის ძიებას“ უწოდებს. ინოვაციათა ეკონომიკური ანალიზი გულისხმობს, რომ ეკონომიკური პირობების შეცვლა, რომელიც ნორმატიულ შეზღუდვებს იმდენად დამამძიმებელს ხდის, რომ დიდი მოგების მიღება მხოლოდ მათი შემოვლის გზით ხდება შესაძლებელი, სტიმულირებას უწევს თავის დაძვრენის ძიების პროცესს და ინოვაციების შემოღებას.

თუ მხედველობაში მივიღებთ რომ აშშ-ში სხვა სფეროებთან შედარებით საბანკო სექტორის რეგულირება უფრო რთულია სწორედ ეს სფერო წარმოადგენს „თავდასაძვრენტა ძიებისთვის“ ყველაზე ხელსაყრელ ადგილს. გასული საუკუნის 60-იანი წლებიდან 80-იან წლებამდე ინფლაციისა და საპროცენტო განაკვეთების ზრდამ კიდევ უფრო გაამკაცრა აღნიშნულ სფეროში მოქმედი წესები და ინსტრუქციები. ამ სიტუაციაში საბანკო სექტორში შესაძლებელი გახდა ინოვაციათა

მკვეთრი ზრდა.

რეზერვები რეზერვ ფინანსური სიახლეების წყარო

ბანკების მიერ მოგების მიღების შესაძლებლობის შესწავლა მიიღწევა ორი ტიპის რეგულირებით:

1. სარეზერვო მოთხოვნის დაწესებით, რომლის მიხედვითაც ბანკები ვალდებული არიან დეპოზიტების განსაზღვრული ნაწილი რეზერვების სახით განათავსონ ცენტრალური ბანკის ანგარიშებზე (მაგალითად, საქართველოს ეროვნული ბანკის (სებ) ანგარიშებზე);
2. შესწავლების დაწესება დეპოზიტებზე გადასახდელი პროცენტის სიდიდეზე.

სარეზერვო მოთხოვნები. იმის ასახსნელად, თუ რატომ ახდენს სარეზერვო მოთხოვნები ფინანსური ინოვაციების სტიმულირებას, საკმარისია აღვნიშნოთ, რომ ეს წესი თავისი არსით გულისხმობს განსაზღვრული გადასახადის დაწესებას დეპოზიტებზე, რადგანაც ცენტრალური ბანკი არ იხდის პროცენტს რეზერვებში განთავსებულ თანხაზე. რეზერვების ალტერნატიული დანახარჯები უდრის საპროცენტო შემოსავალს, რომელიც ბანკს შეეძლო მიეღო, რეზერვირებული თანხის სესხად გაცემის შემთხვევაში. ე.ი. სარეზერვო მოთხოვნის ვალდებულებების შესრულების გამო ბანკს დეპოზიტის ყოველ დოლარზე აქვს დანახარჯი, რომლებიც უდრის სესხად გაცემული სახსრების საპროცენტო განაკვეთს, გამრავლებულს დეპოზიტის იმ ნაწილზე, რომლის რეზერვების სახით განთავსებაც არის საჭირო.

გადასახადებისათვის თავის არიდების ტრადიციის ყოველთვის და ყველგან ძლიერია, გამონაკლისს არც ბანკები წარმოადგენენ. როგორც გადასახადების გადამხდელები გადასახადების გადახდის შემცირების მიზნით ეძებენ თავის დაძვრების საშუალებებს, ბანკებიც მოგების გაზრდის მიზნით იტიყეს აკეთებენ და ქმნიან მორიგ ფინანსურ ინოვაციას, რომელიც, სარეზერვო მოთხოვნიდან გამომდინარე მათ დეპოზიტზე გადასახადების გადახდისაგან თავის არიდების საშუალებას მისცემს.

შეზღუდვები დეპოზიტებზე გადასახდელი პროცენტის

სიდიდეზე. 1980 წლამდე აშშ-ში კანონმდებლობა ბანკებს შტატების უმრავლესობაში სასაქონლო დეპოზიტებზე პროცენტის გაცემას უკრძალავდა, ფედერალურმა სარესურსო სისტემამ ინსტრუქცია „Q“-თი დაადგინა ვადიან დეპოზიტებზე გასაცემი პროცენტის მაქსიმალური ზღვრული ოდენობა. სადეპოზიტო განაკვეთების ჭერის დაძლევის სურვილმა განაპირობა კიდევ ერთი ფინანსური სიახლის შემოღება.

თუ საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი აღემატებოდა ინსტრუქცია „Q“-თი დადგენილ მაქსიმალურ განაკვეთებს, მენაბრებებს ბანკებიდან გამოჰქონდათ თავიანთი სახსრები და მათ უფრო მაღალი შემოსავლიანობის მქონე ფასიან ქაღალდებში აბანდებდნენ. საბანკო სისტემიდან დეპოზიტების მოხსნა ზღუდავდა ბანკების მიერ სესხად სახსრების გაცემის (ამ პროცესს **დეზინტერმედიაცია** ეწოდება)¹⁷, იგი არის საფინანსო დაწესებულებებიდან ფულადი რესურსების გადაქაჩვა სასესხო კაპიტალის არაორგანიზებულ ბაზარზე, რაც ამცირებდა საბანკო მოგებას. ბანკები ცდილობდნენ სადეპოზიტო განაკვეთების ჭერის გადალახვას, რადგან ის მათ მეტი სახსრების მოზიდვის, შესაბამისად კი, დიდი ოდენობით სესხების გაცემის და უფრო მაღალი მოგების მიღების საშუალებას მისცემდა.

ეპროლოგარები და საბანკო კომერციული ძალადგები

გასული საუკუნის 60-იანი წლების დასასრულს ინფლაციის ზრდამ განაპირობა საპროცენტო განაკვეთების ზრდა, ისევე როგორც სარესურსო მოთხოვნის ზრდამ გამოიწვია დეპოზიტებზე გადასახადების გადიდება. ბუნებრივია, ზემოთ აღნიშნულმა გააძლიერა ბანკების მისწრაფება ამ გადასახადისაგან თავის დაღწევისა. გარდა ამისა, საპროცენტო განაკვეთების ზრდანიშნავდა, რომ საბაზრო განაკვეთი აღემატებოდა ვადიან დეპოზიტებზე Q ინსტრუქციით დადგენილ მაქსიმალურ ზღვარს. 1969 წელს, როგორც კი გაიზარდა საბაზრო განაკვეთები, ინვესტორებმა შეწყვიტეს სახსრების განთავსება ვადიან ანაბრებზე და ეს ფული ჩადეს მაღალი შემოსავლიანობის მქონე ფასიან ქაღალდებში. გასული საუკუნის 60-იანი წლების დასას-

¹⁷ დეზინტერმედიაცია-საპროცენტო განაკვეთის ზრდის პერიოდში კლიენტების მიერ ბანკებიდან დეპოზიტების მოხსნა ფულადი ბაზრის ინსტრუმენტებში განთავსების მიზნით.

რულისათვის კომერციული ბანკები იძულებული გახდნენ მოეძიათ სახსრების ისეთი ახალი წყაროები, რომლებიც არ მოექცეოდნენ სარეზერვო მოთხოვნების ქვეშ, შესაბამისად, არ დაეკისრებოდათ გადასახადი და ასევე არ მოექცეოდნენ დეპოზიტებზე ინსტრუქცია Q-თი საპროცენტო განაკვეთების ზედა ზღვარის შესწავლის ქვეშ.

ბანკებმა დაიწყეს მდგომარეობიდან გამოსავლის გზების ძიება და იპოვეს ორი წყარო, რომლებიც მათ საშუალებას მისცემდა თაფი დაედწიათ სარეზერვო მოთხოვნების განხორციელების აუცილებლობისგან და დაეძლიათ საპროცენტო გადახდების ჭერის მოთხოვნები. ეს წყაროები გახლავთ ევროდოლარები და კომერციული ქაღალდები. ევროდოლარები (ანგარიშები რომლებიც განთავსებულია აშშ-ის საზღვრებს გარეთ არსებულ ბანკებში - უმთავრესად ევროპულ ბანკებში) არ ექვემდებარება სარეზერვო მოთხოვნებს და არც ინსტრუქცია Q-ს შემოქმედებას განიცდის. ამის ანალოგიურად ბანკის მშობლიურ პოლდინგური კომპანიის მიერ გამოშვებული კომერციული ქაღალდები არ ითვლებოდნენ დეპოზიტებად, ამიტომაც არ ექვემდებარებოდნენ ნორმატივების შემოქმედებას. ნიშანდობლივია, რომ გასული საუკუნის 60-იანი წლებიდან დაიწყო ევროდოლარებისა და საბანკო კომერციული ქაღალდების ბაზრის სწრაფი ზრდა.

NOW და ATS ტიპის ანგარიშები და მოკლევადიანი რეპო-შეთანხმებები

გასული საუკუნის 60-იანი წლების დასასრულს საპროცენტო განაკვეთების ზრდის პირობებში ხელსაყრელი გახდა დეპოზიტების საპროცენტო განაკვეთებზე შესწავლის დასდევვა, რაც სტიმულს აძლევდა ახალი ტიპის სანეკო ანგარიშების შემოღებას. Q ინსტრუქციით დადგენილი საპროცენტო განაკვეთების ჭერის არსებობის გამო საპროცენტო განაკვეთების ზრდის პირობებში სასესხო შემნახველი ასოციაციები და უროთიერთშემნახველი ბანკები მეტად რთულ მდგომარეობაში აღმონდნენ. მათ დაკარგეს ინვესტორების მიერ ალტერნატიულ ფინანსურ ინსტრუმენტებში განთავსებული დიდძალი თანხები, რომლებზედაც გადაიხდებოდა უფრო მაღალი პროცენტები; ამიტომ ახლა ესაჭიროებოდათ ახალი წყაროები, რათა მოგები-

ანი სესხების გაცემის საშუალება ჰქონოდათ.

1970 წელს მასაჩუსეტსში ურთიერთშემნახველმა ბანკმა დაუცხრომელი ძიების შემდეგ საჩუკო ანგარიშებზე საპროცენტო გადახდების შეზღუდვისგან თავის დაღწევის საუკეთესო გზას მიაკვლია. მართლაც, ჩუკსე სახელის გადარქმევის შემდეგ მას ეწოდა ბრძანება ანგარიშის ამოღების შესახებ. ჩუკის საწინააღმდეგოდ გამოწერილი ასეთი ბრძანებები, იურიდიულად აღარ იწოდებოდა ჩუკებად. ე.ი. NOW ტიპის ანგარიშები არ ექცეოდა იმ წესების გავლენის ქვეშ, რომლებიც ვრცელდებოდა საჩუკო ანგარიშებზე, და, შესაბამისად, მათზე შეიძლებოდა პროცენტის გადახდა. 1972 წლის მაისში 2-წლიანი დავის შემდეგ ურთიერთშემნახველ ბანკს მასაჩუსეტსში უფლება მიეცა NOW ტიპის ანგარიშის გახსნისა, რომელზეც გაიკუმოდა პროცენტი. 1972 წლის სექტემბერში კი სასამართლომ გასცა ნებართვა ნიუ-ჯერსში NOW ტიპის ანგარიშების გახსნისა.

NOW ტიპის ანგარიშებმა კარგი რეპუტაცია მოუპოვა მასაჩუსეტსსა და ნიუ-ჯერსში სასესხო შემნახველ ასოციაციებსა და ურთიერთშემნახველ ბანკებს, რომელთაც საშუალება მისცა აქმაღლებინათ მისაღები მოგების წილი, რამდენადაც ასეთ პირობებში მათ მიეცათ საშუალება შემდგომში სესხის გაცემის მიზნით მოეზიდათ უფრო მეტი სახსრები. კომერციულ ბანკებს არ სურდათ საჩუკო ანგარიშების გახსნის საქმეში ჰყოლოდათ კონკურენტები სხვა საფინანსო შუამავლების სახით (იმ დროისთვის მხოლოდ კომერციულ ბანკებს ჰქონდათ საჩუკო ანგარიშების გახსნის უფლება). მათ გააჩნდეს კამპანია სხვა შტატებში ამ ანგარიშების გავრცელების წინააღმდეგ. შედეგად ამისა, 1974 წელს კონგრესმა დაამტკიცა კანონი, რომელიც ზღუდავდა NOW ტიპის ანგარიშების შეტანას მხოლოდ ახალი ინგლისის ტერიტორიაზე. საბოლოოდ, 1980 წელს მიღებული კანონით სასესხო-შემნახველ ასოციაციებს, ურთიერთშემნახველ ბანკებს და კომერციულ ბანკებს უფლება მიეცათ მთელი ქვეყნის ტერიტორიაზე გაეხსნათ NOW ტიპის ანგარიშები. ამასთან საკრედიტო კავშირებსაც მიეცათ უფლება ანალოგიური ანგარიშების გახსნისა ამ ანგარიშებს ეწოდა საპაიო ანგარიშები ამოღების უფლებით.

კიდევ ერთი სიახლე, რომელიც ბანკებს საშუალებას აძლევდა გადაეხადათ პროცენტები საჩუკო ანგარიშებზე, იყო

ATS-ის ტიპის ანგარიში. განსაზღვრული მინიმუმის სევით საჩეკო ანგარიშზე არსებული ნარჩენები ავტომატურად გადადიოდა შემნახველ ანგარიშზე, რომელსაც ერიცხებოდა პროცენტი. როდესაც ATS ტიპის ანგარიშის სანაცვლოდ გამოიწერება ჩეკი, ამ ჩეკის განაღდებისთვის საჭირო თანხები შემნახველი ანგარიშებიდან ავტომატურად გადადის საჩეკო ანგარიშებზე. ამრიგად, შემნახველ ანგარიშზე განთავსებული ნარჩენი სინამდვილეში კლიენტის საჩეკო ანგარიშის ნაწილს წარმოადგენს, რამდენადაც ამ თანხის სანაცვლოდ შეიძლება გამოიწეროს ჩეკი. მაგრამ ეს თანხები იურიდიულად შემნახველ ანგარიშზე ირიცხება და არა საჩეკო ანგარიშზე, ამიტომაც ერიცხება მას პროცენტები.

კომერციულმა ბანკებმა თავიანთ კორპორაციულ კლიენტებს¹⁸ შესთავაზეს ATS ტიპის ანგარიშის განსაკუთრებული ვარიანტი, რომელიც ითვალისწინებს ე.წ. მოძრავი ანგარიშების გამოყენებას მოკლევადიანი შეთანხმებების განხორციელებისას უკან გამოსყიდვის უფლებით (რეპო-შეთანხმებები). ამ შემთხვევაში განსაზღვრული თანხის სევით მთელი თანხა სამუშაო დღის ბოლოს ჩამოიწერება საჩეკო ანგარიშებიდან და ინვესტირდება მოკლევადიან რეპო-შეთანხმებებში, რომელთა მიხედვითაც კორპორაციებმა უნდა გადაიხადონ პროცენტი იმის მიუხედავად, რომ კანონის მიხედვით საჩეკო ანგარიშებზე პროცენტი არ გადაიხდება. ამ შემთხვევაშიც კორპორაცია რეალურად ღებულობს პროცენტს სწორედ იმ ანგარიშიდან, რომლის სანაცვლოდ შეიძლება ჩეკის გამოწერა.

ATS ტიპის ანგარიშების და რეპო-შეთანხმებების სახით ფინანსური ინოვაციების შემოღებისთვის სტიმულს წარმოადგენდა არა მხოლოდ დეპოზიტებზე საპროცენტო გადახდების ჰერის დაწესება, არამედ ახალი ტექნოლოგიების დაჩერგვაც. კომპიუტერების არარსებობის შემთხვევაში, რომლის დახმარებითაც შესაძლებელია განხორციელდეს დამატებითი გარიგებების იაფი მომსახურება, სემოთ აღწერილი ანგარიშების წარმოება შეუძლებელი იქნებოდა, არც ერთი ამ ინოვაციათაგანი არ იქნებოდა მოგებიანი, ამიტომაც პრაქტიკაში არასოდეს დაინერგებოდა.

¹⁸ კორპორაციული კლიენტები გახლავთ ჩვეულებრივი კლიენტები - იურიდიული პირები.

შულადი ბაზრის საპაიო ფონდები

საპროცენტო გადახდათა ჭერის დაძლევის სურვილია და დეპოზიტებზე სარეზერვო მოთხოვნათა სახით გადასახადების დაწესებამ განაპირობა ფულადი ბაზრის საპაიო (ურთიერთ) ფონდების განვითარება. ფულადი ბაზრის საპაიო ფონდები ყიდთან პაიებს მათი უკან გამოსყიდვის შესაძლებლობით ფიქსირებულ ფასად (როგორც წესი, 1 დოლარად) ნეკების სანაკვლოდ. მაგალითად, თუ თქვენ ყიდით 5000 პაის 5000 დოლარად, მაშინ ფულადი ბაზრის საპაიო ფონდი ამ სახსრებს გამოიყენებს ფულად ბაზარზე მოკლევადიანი ფასიანი ქაღალდების (სახაზინო ვალდებულებები, დეპოზიტური სერტიფიკატები, კომერციული ქაღალდები) შესაძენად, რომლებიც უზრუნველყოფენ თქვენთვის პროცენტების გადახდას. გარდა ამისა, თქვენ შეგიძლიათ გამოიწეროთ ნეკი ნაყიდი პაიის -5000 დოლარის ფარგლებში, რომლებზეც გადაიხდება პროცენტები. იურიდიულად იგი დეპოზიტს არ წარმოადგენს, ამიტომაც მათ არ შეეხებათ სარეზერვო მოთხოვნები ან აკრძალვები პროცენტების გადახდაზე. ამ მიზეზით მათი მეშვეობით შესაძლებელია მიღებულ იქნეს ბევრად უფრო მაღალი პროცენტი ბანკში განთავსებულ ანაბრებთან შედარებით.

ფულადი ბაზრის პირველი ურთიერთფონდი დაფუძნდა 1971-1978 წელს ბრუს ბენტისა და ჰარი ბრაუნის მიერ, თუმცა 1971-1977 წლებში დაბალი საბაზრო საპროცენტო განაკვეთი (იგი მკვირვდით აღემატებოდა ინსტრუქცია Q-თი დადგენილ საპროცენტო ჭერს 5.25-5.5%-ის) არ უქმნიდა მათ განსაკუთრებულ უპირატესობებს საბანკო დეპოზიტებთან შედარებით. წლის დასაწყისში მდგომარეობა არსებითად შეიცვალა საპროცენტო განაკვეთის 10%-ზე უფრო მეტად ზრდის შედეგად, რაც არსებითად აღემატებოდა შემნახველი ანგარიშებისა და ანაბრებისთვის ინსტრუქცია Q-თი დადგენილ საპროცენტო გადახდათა მაქსიმალურ მნიშვნელობას 5.25-5.5%-ს. 1977 წელს ფულადი ბაზრის საპაიო ფონდების აქტივები არ აღემატებოდა 4 მლრდ დოლარს. 1978 წელს ისინი პრაქტიკულად 10 მლრდ დოლარამდე გაიზარდა, 1979 წელს 40 მლრდ დოლარს გადააჭარბა, 1982 წელს კი 320 მლრდ დოლარს მიაღწია. მათი აქტივები ამჟამად თითქმის 900 მლრდ დოლარს შეადგენს. ამდენად, ფულადი

ბაზრის ურთიერთფონდები მოგვევლინა ძალზედ წარმატებულ ფინანსურ ინოვაციად, რომლის მეშვეობითაც შეიძლება გაკეთებულიყო ზუსტი პროგნოზი.

საკონტროლო კითხვები და ამოცანები:

1. „სიძენწე, მანკიერება კი არა, კეთილდღეობის ამად-ლების საშუალებაა“. განიხილეთ ეს მტკიცებულება ფინანსურ ინოვაციათა თვალთახედვიდან.
2. რითი აიხსნება გასული საუკუნის 70-იანი წლების დასაწყისში ფინანსური ინსტრუმენტებისათვის ფიუნერსული ბაზრების წარმოშობა?
3. თუ თქვენ გეგმავთ 3-თვიანი სესხის ადებას საპროცენტო განაკვეთების ცვალებადობის რისკის შემცირების მიზნით, როგორ გამოიყენებთ ფინანსური ფიუნერსების ბაზარს?
4. ვთქვათ, რომ თქვენ გიანდერძეს მემკვიდრეობა 1 მლნ დოლარის ოდენობით, რომლის მიღებაც მხოლოდ 6 თვის შემდეგ შეგიძლიათ. თუ ამჟამად საპროცენტო განაკვეთები მაღალია, მაშინ როგორ გამოიყენებთ ფინანსური ფიუნერსების ბაზარს მაღალი პროცენტების მისაღებად? როგორ შეიძლება იმავე მიზნით ოფციონების ბაზრის გამოყენება?
5. ძლიერი ინფლაციის შემთხვევაში რას უნდა ველოდოთ ფინანსური ფიუნერსების ბაზარზე: ვაჭრობის სრდას თუ, პირიქით, შემცირებას?
6. მომავალში თუ სარესერვო მოთხოვნები გაუქმდება, რა ზემოქმედებას მოახდენს ეს ფულადი ბაზრის საპიო ფონდებზე?
7. იწინასწარმეტყველეთ, რა ცვლილება შეიძლება განიცადოს ფინანსურმა სისტემამ, თუ კვლავ იქნება შემოტანილი საპროცენტო გადახდათა ჭერი, რომელიც ინსტრუქცია Q-თი იყო შემოღებული?

თავი X.

ფინანსური ბაზრის ჩამოყალიბებისა და ბანკი- თარების პრობლემები საქართველოში

ფასიანი ძალადღების ბაზრის ჩამოყალიბება და ბანკი- თარება საქართველოში

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირების ინსტიტუციურმა სრულყოფამ 1992 წლიდან მეტად რთული გზა განვლო, კერძოდ: ჯერ შეიქმნა საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს განყოფილება, 1994 წლის სექტემბრიდან 1996 წლის სექტემბრამდე ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებისა და კონტროლის სახელმწიფო ორგანოს ფუნქციას ასრულებდა ფინანსთა სამინისტროს ფასიანი ქაღალდების სამმართველო. 1996 წლის ოქტომბერში ეს სამმართველო გარდაიქმნა ფინანსთა სამინისტროსთან არსებული ფასიანი ქაღალდების და საფონდო ბირჟის ინსპექციად. „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს პარლამენტის მიერ 1998 წლის 24 დეკემბერს მიღებულმა კანონმა საჭიროდ ჩათვალა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის შექმნა.

ამდენად, ქვეყანაში შექმნილია ერთიანი მარეგულირებელი სამსახური – საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია. აღნიშნული კომისიის შექმნამდე საფონდო ბირჟას საქართველოში არეგულირებდა სამი სახელმწიფო სტრუქტურა: ფინანსთა სამინისტროსთან არსებული ფასიანი ქაღალდებისა და საფონდო ბირჟის სახელმწიფო ინსპექცია, სახელმწიფო ქონების მართვის სამინისტრო და ეროვნული ბანკი.

1999 წლის 22 ივლისს საქართველოს პარლამენტის მიერ დამტკიცებულ იქნა ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის სამი წევრი, ხოლო მოგვიანებით საერთაშორისო ტენდერის საფუძველზე შერჩევის შედეგად საქართველოს პრეზიდენტის 1999 წლის 24 დეკემბრის განკარგულებით კომისიის წევრად დაინიშნა ორი უცხოელი სპეციალისტი.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის წინაშე სერიოზული ამოცანებია დასმული ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე ოპტიმალური გარემოს ფორმირების მიზნით. სტრატე-

გიული პოსიციებიდან აუცილებელია განისაზღვროს ამ პროცესში ეროვნული კომისიის ხელმძღვანელი როლი. დაუშვებელია ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირებაში იგი გამოვიდეს „პასიური მეთვალყურის“ როლში, განსაკუთრებით, ბაზრის მონაწილეთა უფლებების დარღვევის საკითხებში.

ეროვნული კომისიის ფუნქციაში შედის:

1. მონაშადის, მიილოს, შეიტანოს ცვლილებები და გააუქმოს კომისიის წესები და ზედამხედველობა გაუწიოს ამგვარი წესების შესრულებას;
2. დაამტკიცოს ფასიანი ქაღალდების ემისიის პროსპექტები ამ ქაღალდების შეთავაზებისათვის და უსრუნველყოს ემიტენტების მიერ მასში მოცემული პირობების და მოვალეობების შესრულება;
3. გასცეს, შეცვალოს, შეაჩეროს ან გამოითხოვოს ღი-ცენსიები ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეებისაგან;
4. განახორციელოს მონიტორინგი, შემოწმებები, გამოკლევები და ზედამხედველობა გაუწიოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეების საქმიანობას არსებულ კანონმდებლობასთან შესაბამისობაში მოსაყვანად;
5. მოიწონოს ან უარყოს თვითრეგულირებადი ორგანიზაციების მიერ მიღებული წესები და შესწორებები;
6. გამოიყენოს სანქციები ფასიანი ქაღალდების შესახებ კანონმდებლობის დარღვევისთვის, გამოაქვეყნოს ინფორმაცია ახალი დარღვევებისა და მათზე პასუხისმგებლობის შესახებ;
7. მოაწიოს გამოცდები და საკვალიფიკაციო ტესტები ბროკერების ცოდნისა და კომპეტენტურობის შეფასების მიზნით;
8. ხელი შეუწიოს ინვესტორების დასაცავად სპეციალური სადაზღვევო ფონდის შექმნა-განვითარებას, თუ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებად მონაწილეს არ შეუძლია შეასრულოს თავისი ვალდებულებები ინვესტორის დასაცავად;
9. დაამყაროს და განავითაროს ურთიერთობები უცხოე-

თის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მარეგულირებელ ორგანოებთან;

10. გამოაყლინოს, თავიდან აიცილოს და აღკვეთოს დარღვევები ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და მიმოქცევის სფეროში და ამ მიზნით ჩაატაროს შემოწმებები არსებული წესების შესაბამისად;
11. მონაწილეობა მიიღოს ბაზრის რეგულირების საერთაშორისო სტანდარტების განვითარებასა და მათ საქართველოს კანონმდებლობაში ჩართვაში;
12. კომისია ადგენს და ხელისუფლებას წარუდგენს წლიურ ანგარიშს საანგარიშგებო წელს მომხდარი ძირითადი მოვლენების შესახებ.

როგორც წესი, სახელმწიფოს მარეგულირებელი ორგანოების მთავარი ფუნქციაა ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე კონტროლის და ზედამხედველობის ფუნქცია.

კონტროლი ზოგად სამართლებრივი გაგებით არის ობიექტის ფუნქციონირებაზე დაკვირვების საშუალება დადგენილი პარამეტრებიდან გადახვევის აღმოფხვრის მიზნით. ზედამხედველობაც წარმოადგენს რეგულირების ერთ-ერთ ელემენტს და გამოიხატება მიუძღვება სისტემურ დაკვირვებაში სპეციალური სახელმწიფო ორგანოების მიხრიდან მათ დაქვემდებარებაში მყოფი ორგანიზაციების საქმიანობაზე მათ მიერ კანონის დარღვევის ფაქტების გამოვლენის მიზნით. ამასთან ზედამხედველობის ქვეშ მყოფი ობიექტის საქმიანობის შეფასება წარმოებს მხოლოდ კანონიერების და არა მიზანშეწონილობის პოზიციიდან. ამიტომ კონტროლს დაქვემდებარებული სუბიექტის მიმდინარე სამეურნეო საქმიანობაში ჩარევა აკრძალულია.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია ძირითადად ორი სახის შემოწმებას ატარებს:

1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილეების რიგით შემოწმებას;
2. ოპერატიულ შემოწმებას შესაძლო დარღვევათა გამოვლენის მიზნით.

მოპოვებული ინფორმაციის საფუძველზე კომისია ატარებს დეტალურ ანალიზს და კანონმდებლობის მოთხოვნათა გათვალისწინებით კანონდარღვევებს აძლევს სათანადო შეფასებებს.

ზოგიერთ შემთხვევაში დარღვევის გამოსწორება ან

შესაძლო დარღვევის აღკვეთა ხდება კომისიის მითითების ან ბრძანებების საფუძველზე, ხოლო იმ შემთხვევებში, როდესაც ადგილი აქვს ისეთი სახის დარღვევებს, რომლებზედაც ადმინისტრაციულ სამართალდარღვევათა კოდექსი ითვალისწინებს სანქციებს, სუდამხედველობის სექტორის მიერ დგება „მოქმედების მემორანდუმი“ კომისიის ხელმძღვანელობისადმი. ეს მემორანდუმი მოიცავს: დარღვევის შინაარსს, იმ პირთა ჩამონათვალს ვის მიმართაც შესაძლოა გამოყენებულ იქნეს საჯარიმო სანქციები; დარღვევის დამადასტურებელ ფაქტებს; სამართლებრივ ანალიზს და შესაძლო სასჯელებს კანონდამრღვევათა მიმართ; საკანონმდებლო რისკსა და მოსალოდნელ წინააღმდეგობებს; რწევებსა და რეკომენდაციებს.

მემორანდუმის განხილვა ხდება კომისიის სხდომაზე და გამოაქვთ შესაბამისი დასკვნა, ადგენენ სხდომის ოქმს გამოვლენილი დარღვევების შესახებ. ოქმი გასაცნობად წარედგინება დამრღვევ პირებს. ამის შემდგომ ინიშნება ადმინისტრაციული განხილვა, სადაც მოიწვევენ დამრღვევ პირებს. საქმის განხილვისა და გადაწყვეტილების მიღების შემდეგ კომისიის მიერ მსადადება ბრძანება ადმინისტრაციული სასჯელის დაკისრების შესახებ, სადაც ასახული იქნება, თუ რა ადმინისტრაციული სასჯელებია გათვალისწინებული და ვის მიერ, რამდენი და რა პროცედურის დაკვეთ უნდა მოხდეს ფულადი ჯარიმის შესრულება. ყოველივე ამის შემდეგ წარმოებს აღნიშნული ბრძანების გადაგზავნა დამრღვევი პირებისადმი.

კომისიამ საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე შესაძლებელია გამოავლინოს შემდეგი ხასიათის დარღვევა-დამახინჯებები:

1. ანგარიშვალდებული საწარმოს მიერ წლიური, ნახევარწლიური და მიმდინარე ანგარიშების წარმოუდგენლობა;
2. მმართველი ორგანოს წევრების მიერ მათ საკუთრებაში არსებული ფასიანი ქაღალდების შესახებ ანგარიშის წარმოუდგენლობა;
3. რეგისტრატორის შეურსეველობა ანგარიშვალდებული საწარმოს მიერ;
4. რეგისტრატორთან ხელშეკრულების გაუქმება ანგარიშვალდებული საწარმოების მიერ;

5. ემიტენტის მიერ საჯარო დოკუმენტების წარუდგენლობა რეგისტრატორისათვის ფასიანი ქაღალდების რეესტრის საწარმოებლად;
6. ემიტენტის მიერ რეესტრის წარმოება ერთდროულად ორ რეგისტრატორთან;
7. ემიტენტის მიერ რეესტრის წარმოება კანონმდებლობის დარღვევით;
8. კანონმდებლობის საველდებულო პროცედურების დაცვის გარეშე ფასიანი ქაღალდების გადაცემასთან დაკავშირებული დარღვევები;
9. არასწორი და არასრული ინფორმაციების და ანგარიშების წარდგენა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მონაწილეთაგან;
10. წერილ აქციონერთა კუთვნილი აქციების უკანონოდ მითვისება;
11. აქციონერთა კრების მოწვევისა და ჩატარების პროცედურების დარღვევა;
12. საწესდებო კაპიტალისა და აქციის ნომინალის დენომინაციასთან დაკავშირებული დარღვევები;
13. სააქციონერო სასოგადოებების საწესდებო კაპიტალის ცვლილებასთან დაკავშირებული (გაზრდა/შემცირება) დარღვევები.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ ხორციელდება აქციონერთა უფლებების დაცვისა და ინვესტორთა ინტერესებისათვის საურთხის შექმნის თავიდან აცილების ღონისძიებები, სახელდობრ:

1. რეგისტრატორის ინსტიტუტის დაარსებამ და მის მიერ რეესტრების კანონმდებლობის მოთხოვნით წარმოებამ ბევრ აქციონერს აღუდგინა უფლებები მის კუთვნილებაში არსებულ აქციებზე;
2. კომისიის მიერ უშუალოდ ემიტენტებთან განხორციელებული ვიზიტებით წარმოებს მათი ხელმძღვანელობის გათვითცნობიერება ფასიანი ქაღალდების კანონმდებლობის მოთხოვნებთან დაკავშირებით;
3. ემიტენტებს ეგზავნებათ წერილები ანგარიშების წარმოდგენის ვალდებულების თაობაზე და მითითებულ ვადებში წარმოუდგენლობის შემთხვევაში

შესაბამისი სასჯელების დაკისრების შესახებ;

4. ტარდება შემოწმებები რეგისტრატორთან, რათა აღმოჩენილ და გამოსწორებულ იქნეს სხვადასხვა ტიპის დარღვევები;
5. რეგისტრატორებს შეუწერდებათ ყოველგვარი ოპერაციების განხორციელების უფლება სალიცენზიო მოთხოვნების დაუკმაყოფილებლობის შემთხვევაში.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისთვის საჭირო საკანონმდებლო ბაზა საქართველოში ახლო წარსულში არ არსებობდა. ამჟამად მდგომარეობა შედარებით მოგვარებულია და მიღებულია ისეთი სამართლებრივი და საკანონმდებლო აქტები, რომლებსაც ამინდის შექმნა შეუძლია საფონდო ბირჟის ფუნქციონირების საქმეში. სახელდობრ:

1. 1992 წლის 1 მაისს საქართველოს ფინანსთა სამინისტროს მიერ დამტკიცებული იქნა „საფინანსო ორგანოებში აქციებისა და ობლიგაციების რეგისტრაციისა და კონტროლის წესი“;
2. საქართველოს მთავრობის მიერ 1992 წლის 31 აგვისტოს მიღებულ იქნა „დროებითი დებულება ფასიანი ქაღალდების შესახებ“, რომლის მიზანი იყო ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების სამართლებრივი სტატუსის განსაზღვრა;
3. 1993 წლის 14 აპრილს მინისტრთა კაბინეტის მიერ მიღებულ იქნა №286 დადგენილება სახელმწიფო საწარმოების პრივატიზაციის პროცესში - ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ორგანიზაციის ღონისძიებათა შესახებ. ამ დადგენილებით დამტკიცებულ იქნა:
 1. დებულება საინვესტიციო ფონდების შესახებ;
 2. დებულება პრივატიზაციის სპეციალიზებული საინვესტიციო ფონდების შესახებ;
 3. საინვესტიციო ფონდის სანიმუშო წესდება;
 4. სადეპოზიტარო ხელშეკრულების ძირითადი დებულებები;
 5. საინვესტიციო ფონდის ემისიის ტიპობრივი პროსექტი;
 4. საქართველოს მინისტრთა კაბინეტის №627 დადგენილებით (1993 წლის 6 აგვისტო) დამტკიცებულ

იქნა საქართველოს მინისტრთა კაბინეტთან არსებული ფასიანი ქაღალდების და საფონდო ბირჟების კომისიის დებულება, თუმცა ასეთი კომისია არ შექმნილა;

5. 1994 წლის 1 სექტემბრის ბრძანებით დამტკიცდა „ფასიანი ქაღალდების ორგანიზაციული ბაზრის ინდივიდუალურ და ინსტიტუციურ განაწილებათა პიროვნული და ინსტიტუციური ლიცენზირების წესი“;
6. მინისტრთა კაბინეტი 1994 წლის 28 ნოემბერს მიიღო №812 დადგენილება ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირებისა და ორგანიზაციის შესახებ“, ხოლო 1995 წლის 15 აპრილის №211 დადგენილებით დამტკიცებულ იქნა „დროებითი დებულება ფასიანი ქაღალდების გამოშვების, მიმოქცევის და საფონდო ბირჟების შესახებ“;
7. 1998 წლის 24 ოქტომბერს საქართველოს პარლამენტმა მიიღო კანონი „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“

აუცილებელია საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მდგომარეობის ანალიზი განხორციელდეს სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების ემისიის პოზიციიდან.

საქართველოში გამოშვებული სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდები არ გამოირჩევა მრავალფეროვნებით. 2005 წლის ბოლოსათვის ქვეყნის მოსახლეობას გააჩნდა შემდეგი სახის ფასიანი ქაღალდები:

1. სსრ კავშირის მიერ 1990 წელს გამოშვებული მიზნობრივი სასაქონლო უპროცენტო ობლიგაციები;
2. საქართველოს მთავრობის მიერ გამოშვებული 1992-2002 წლების შინაგანი მოგებიანი სესხის ობლიგაციები;
3. საქართველოს სახელმწიფო კომერციული შემნახველი ბანკის მიერ 1992 წელს გამოშვებული სერტიფიკატი;
4. 1995-1996 წლებში მიმოქცევაში გამოშვებული საპრივატიზაციო ბარათები-ვაუჩერები;
5. სააქციონერო საზოგადოებების მიერ გამოშვებული

აქციები.

საქართველოში ფინანსური ბაზრის ერთ-ერთი მთავარი სეგმენტის - სახელმწიფო ფასიანი ქაღალდების გამოშვება და განთავსება წარმოებს ქვეყნის ფინანსთა სამინისტროს „სახ-აზინო ვალდებულებების გამოშვების, განთავსების, მიმოქცევის, აღრიცხვისა და დაფარვის შესახებ“ დებულების და მასში შეტანილი ცვლილებების შესაბამისად.

სახაზინო ვალდებულებების პირველი ემისია განხორციელდა 1997 წელს. იგი განხორციელდა სახელმწიფო ბიუჯეტის დეფიციტის დასაფარავად სახსრების მობილიზაციის მიზნით. სახაზინო ვალდებულებების განთავსებას ახდენს საქართველოს ეროვნული ბანკი აუქციონის გზით. მიუხედავად იმისა, რომ ამ ინსტრუმენტის როლი სახელმწიფო ბიუჯეტის დაფარვაში ძალიან მცირეა, მის ემისიას განსაკუთრებით დიდი მნიშვნელობა აქვს ჩვენი ქვეყნისათვის გარდამავალ პერიოდში. ჯერ ერთი, ფასიანი ქაღალდების მეორად ბაზარზე სახაზინო ვალდებულებით ვაჭრობა ამკვიდრების ნდობის ფაქტორს აღნიშნული ფინანსური ინსტრუმენტისადმი და ქმნის პირობებს გრძელვადიანი სასესხო ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისთვის.

სახაზინო ვალდებულებების პარალელურად ქვეყნის ფინანსურ ბაზარზე აღგილი დაიმკვიდრა ბანკთაშორისი საკრედიტო რესურსების აუქციონმა და თბილისის ბანკთაშორისმა სავალუტო ბირჟამ.

ბანკთაშორისი საკრედიტო რესურსების აუქციონზე საკრედიტო რესურსების განთავსება წარმოებს 1998 წლიდან.7-; 30-; 60- და 90-დღიანი ვადით.

აღსანიშნავია ის გარემოება, რომ დღემდე არ არის გადაწყვეტილი სახელმწიფო კომერციულ ბანკებში მოსახლეობის ანგარიშებზე და ობლიგაციებზე რიცხული თანხების ინდექსაციის საკითხი, რაც განაპირობებს მოქალაქეთა უარყოფით დამოკიდებულებას ფინანსური ინსტრუმენტებისადმი, კერძოდ, ფასიანი ქაღალდებისადმი.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ინფრასტრუქტურა საქართველოში კარგად განვითარებული არ არის. ფასიანი ქაღალდების ორგანიზაციულმა ბაზარმა ფუნქციონირება 1991 წლიდან დაიწყო. სააქციონერო საზოგადოება „კავკასიის ბირჟაზე“ 1992-1993 წლებში მიმდინარეობდა საქართველოს და

რუსეთის ემიგრენტების ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობა. შემდგომ პერიოდში საბირჟო და არასაბირჟო საფონდო ბაზარი ფაქტობრივად არ ფუნქციონირებდა. გამონაკლისს წარმოადგენდა ვაუჩურებით ვაჭრობა. 1995 წლის სექტემბერ-დეკემბერში სააქციონერო საზოგადოება „კაეკასიის ბირჟა“ და „თბილისის საფონდო ბირჟა“ შეთანხმების საფუძველზე ერთობლივად აწარმოებდნენ ვაუჩურებით და სპოტურ ვაჭრობას, ხოლო 1996 წლის იანვარ-მაისში „საქართველოს მთავარ საფონდო ბირჟაზე“ მიმდინარეობდა ვაუჩურებსე კონტრაქტებით საცდელი ვაჭრობა.

1993 წელს შეიქმნა „რეგისტრირებულ ბროკერთა გილდია“, ხოლო 1997 წელს „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა ასოციაცია“, რომლებიც წარმოადგენენ მომავალში თვითრეგულირებადი ორგანიზაციების ჩამოყალიბების საფუძველს.

დღეისათვის საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის მოქმედ და პოტენციურ მონაწილეებად გამოდიან კომერციული ბანკები, სპეციალიზებული საინვესტიციო ფონდები, ბირჟები, დეპოზიტარიუმები, საბროკერო ფირმები და ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სხვა ინსტიტუციური მონაწილეები.

მიუხედავად იმისა, რომ საქართველოში შექმნილია და ფუნქციონირებს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია, გამოქვეყნდა შესაბამისი საკანონმდებლო აქტები და კომისია ასრულებს თავის მარეგულირებელ ფუნქციებსაც, საქმიანობის შედეგები მაინც საყვალალოა. მდგომარეობა იმანაც გაართულა, რომ პრივატიზაციას მოჰყვა აქციონირება ზემოდან და წარმოიშვა 500 ათასამდე აქციონერი. „მაგრამ იმის გამო, რომ ეს აქციები საფონდო ბირჟაზე არ იყიდება, არავენ იცის მათი რეალური, ანუ საბაზრო, ღირებულება“¹⁹.

ამას ისიც ემატება, რომ ეროვნულ ეკონომიკაში არ წარმოებს ბიზნესის ეფექტიანი მართვა. ამასთან, ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე უშუალოდ აისახება ყველა ის პრობლემა, რაც ეროვნულ ეკონომიკას გააჩნია. ბაზარს იმის გამოც უჭირს, რომ იგი ფუნქციონირებს გარედან ფინანსური დახმარების გარეშე.

დიდი ამოცანები აქვს დასახული ეროვნულ კომისიას. აუცილებელია პრივატიზაცია მოხდეს საფონდო ბირჟის მეშვე-

¹⁹მ. ჯიბუტი, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, თბ., „სიახლე“, 2003, გვ.23.

ობით, შესაბამისად, უნდა შეიცვალოს საგადასახადო კანონმდებლობა, სრულყოფას მოითხოვს ინვესტიციების დაბეგერის სისტემა, ბიუჯეტის დეფიციტი უნდა იესუბოდეს სახაზინო ვალდებულებებით, ბაზარზე უნდა გამოჩნდეს ინსტიტუციური ინვესტორები.

საქართველოს შანსიანი ძალადგების მეორადი ბაზარი და მისი რეგულირება

ნებისმიერ ქვეყანაში, მათ შორის საქართველოშიც, კაპიტალის ბაზრის განვითარების ერთ-ერთი წინაპირობაა მოწესრიგებული ცენტრალიზებული და ორგანიზებული სისტემის ჩამოყალიბება, სადაც ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის მონაწილეების ერთმანეთთან დაკავშირება შეუძლებელია მეშვეობით იწარმოებს. კაპიტალის ორგანიზებული ბაზრის შექმნა მოითხოვს სრულყოფილი თამაშის წესებს, მაღალი დონის ინფრასტრუქტურის ინსტიტუტებს და პირებს, რომელთაც გააჩნიათ ფასიანი ქაღალდების ბაზრებზე მუშაობის გამოცდილება.

განვიხილოთ ქვეყნის საფონდო ბირჟა, როგორც ერთ-ერთი მთავარი ინსტიტუტი, რომელსაც განსაკუთრებული როლი აკისრია კაპიტალის ბაზარზე. როგორც ვიცით, საფონდო ბირჟა წარმოადგენს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ცენტრალურ ფიგურას. ამიტომ საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მნიშვნელოვან ეტაპად უნდა მივიჩნიოთ 1999 წლის იანვარში „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ დაფუძნება. „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ საქმიანობის ძირითადი მიზანია ქვეყანაში ფასიანი ქაღალდების გამჭირვალე და ლიკვიდური, ორგანიზებული ბაზრის ჩამოყალიბება, ანუ ისეთი გარემოს შექმნა, რომელიც უზრუნველყოფს ყველა ინვესტორისადმი სამართლიან მოპყრობას, მათი უფლებებისა და ინტერესების დაცვას, აქციების ობიექტური ფასის დადგენას და ინვესტორების მიერ თავიანთი სახსრების დაბანდების შედარებით დაბალ რისკს.

როგორც ცნობილია, ფასიანი ქაღალდების ბირჟის ძირითადი ფუნქციაა კაპიტალის მოზიდვა, სადაც საბროკერო კომპანიები მოქმედებენ როგორც შეამავლები ინვესტორებსა და სამეურნეო სუბიექტებს შორის. ამ ფუნქციის შესრულებისას ბროკერები უზრუნველყოფენ ბაზრის ლიკვიდურობას. ლიკვიდურობის მაღალი დონე არის ყველაზე მნიშვნელოვანი ფუნქციონირებადი ბაზრის საფუძველი. ეს ნიშნავს, რომ ინვესტორებს შეეძლებათ

სწრაფად გადააქციონ აქტივები ნაღდ ფულად და ასევე სწრაფად იყიდონ ან გაყიდონ დიდი რაოდენობით აქციები.

როგორც წესი, საქართველოშიც კორპორაციული ფასიანი ქაღალდებით საჯარო ვაჭრობა უნდა ხორციელდებოდეს მხოლოდ ერთი სახის ბირჟაზე – საფონდო ბირჟაზე. საფონდო ბირჟა აკმაყოფილებს საქმოდ მკაცრ მოთხოვნებს, იგი ლიცენზირებულ იქნა საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ.

„საქართველოს საფონდო ბირჟის“ ლიცენზია გაიცა ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ 2000 წლის 14 იანვარს „ფასიანი ბაზრის შესახებ“ და „სამეწარმეო საქმიანობის ლიცენზირების შესახებ“ საქართველოს კანონების შესაბამისად. გაცემული ლიცენზიის საფუძველზე „საქართველოს საფონდო ბირჟას“ მინიჭებული აქვს საქართველოში ფასიანი ქაღალდებით მეორადი საჯარო ვაჭრობის ორგანიზაციის უფლება. ამასთან, ლიცენზირებული საფონდო ბირჟა „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის მიხედვით აღიარებულია თვითრეგულირებად ორგანიზაციად, რაც იმას ნიშნავს, რომ ბირჟას შემუშავებული აქვს თავისი წესები და შინაგანაწესი, რომლებითაც არეგულირებს ბირჟის წევრ-აქციონერთა საქმიანობას. კომისიის მიერ დადასტურებული თვითრეგულირებადი ორგანიზაციის წესები არ შეიძლება შეიცვალოს და გაუქმდეს კომისიის წინასწარი ნებართვის გარეშე, ასევე ბირჟას არ შეუძლია დაამტკიცოს ახალი წესები კომისიის თანხმობის გარეშე. თვითრეგულირებადი ორგანიზაცია ნებისმიერი ახალი წესის ან არსებული წესის ცვლილების პროექტს აცნობს კომისიას.

საფონდო ბირჟა არის საშუაშაველო არაკომერციული ორგანიზაცია. სხვა სააქციონერო სასოციალდოებისაგან განსხვავებით, საფონდო ბირჟის აქციის ფლობა არ იძლევა დივიდენდის მიღების უფლებას, სამაგიეროდ ბირჟის აქციის ფლობა იძლევა ბირჟის სავაჭრო სისტემაში ჩართვის და საბირჟო ვაჭრობაში მონაწილეობის უფლებას. ბირჟის მესაკუთრე წევრთათვის დადგენილია საწევრო შენატანები და სხვა გადასახდელები, რომლებიც გამოიყენება ბირჟის სავაჭრო სისტემის ხარჯების დასაფარავად, აგრეთვე ბირჟის შემდგომი განვითარებისათვის.

საფონდო ბირჟის მესაკუთრე წევრები შეიძლება გახდ-

ნენ მხოლოდ ლიცენზირებული საბროკერო კომპანიები. საბროკერო კომპანიის ლიცენზირება ხდება საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის შესაბამისად.

საფონდო ბირჟის მესაკუთრე წევრის მიერ ელექტრონული საეაჭრო სისტემის მშენებლობით გარიგების დადებისას, სისტემა ავტომატურად ადგენს ანგარიშს გარიგებების შესახებ, რომელიც ბირჟის მიერ აღირიცხება მარეგულირებელი მიზნებისთვის და ერცვლდება საჯაროდ ბაზრის მონაცემების სახით. საბირჟო ვაჭრობის შედეგების შესახებ ინფორმაცია საჯაროდ ერცვლდება ბირჟის წესით. ჯერჯერობით „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ მიერ ოფიციალური ინფორმაციის საჯაროდ გავრცელების სხვა წესის შემუშავებამდე, დადებული გარიგებების სრული დღიური ბრუნვისა და ფასების შესახებ ინფორმაცია მისი შემდგომი გავრცელების მიზნით მიეწოდება აშშ-ს საერთაშორისო განვითარების სააგენტოს კონტრაქტორ ორგანიზაციას – Overseas Strategic Consulting.

საეაჭრო სესიის დამთავრების შემდეგ ანგარიშები დადებულ გარიგებათა შესახებ საფუძვლად ედება ცენტრალურ კლირინგსა და ანგარიშსწორებას. „საქართველოს საფონდო ბირჟის“ მიერ დაფუძნებულია „საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი“, რომელიც ხელს უწყობს ბირჟაზე დადებული გარიგებების სწრაფ და საიმედო კლირინგსა და ანგარიშსწორებას. ბირჟის საეაჭრო სისტემასა და ცენტრალური დეპოზიტარის კლირინგი და ანგარიშსწორების სისტემებს შორის ელექტრონული კავშირი საშუალებას იძლევა ვაჭრობა განხორციელდეს T+1 სისტემით, რაც იმას ნიშნავს, რომ ანგარიშსწორება მოხდება ბირჟაზე გარიგების დადების მეორე დღეს.

საქართველოს საფონდო ბირჟაზე ვაჭრობის დაწყების დღიდან მატულობს საეაჭრო სისტემაში დაშვებული ფასიანი ქაღალდების რიცხვი. ამან განაპირობა საეაჭრო სისტემაში დადებული გარიგებების რაოდენობისა და ვაჭრობის მოცულობის ზრდა.

საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარი დაფუძნდა 1999 წლის ნოემბერში. 2000 წლის 1 მარტს ფასიანი ქაღალდების ეროვნულმა კომისიამ გასცა ლიცენზია

ცენტრალური დეპოზიტარის საქმიანობაზე და აღიარა ის თვითრეგულირებად ორგანიზაციად.

ცენტრალური დეპოზიტარი, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის შესაბამისად არის პირი, რომელიც ნომინალური მფლობელის დავალებით უზრუნველყოფს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურ კლირინგსა და ანგარიშსწორებას ან ეწევა კომისიის წესებით განსაზღვრულ სხვა მომსახურებას ცენტრალური დეპოზიტარის მოვალეობები: გახსნას, ამოქმედოს და დახუროს მონაწილეთა ფასიანი ქაღალდების ანგარიშები არსებული წესების შესაბამისად, უზრუნველყოს აღრიცხვის სისტემის მთლიანობა და უსაფრთხოება, მისცეს მონაწილეს ამონაწერი ფასიანი ქაღალდების ანგარიშების მდგომარეობის შესახებ, უზრუნველყოს სხვა მომსახურება მონაწილეთა ფასიანი ქაღალდების ანგარიშების მომსახურების მიზნით.

დეპოზიტარის წევრები (მონაწილეები) შეიძლება გახდნენ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შემდეგი მონაწილეები: საბროკერო კომპანიები, ბანკები, სადასლვევო კომპანიები, ემიტენტები, საინვესტიციო კომპანიები და საფონდო ბირჟები, რომლებიც დააკმაყოფილებენ წევრებისათვის განსაზღვრულ კრიტერიუმებს.

„საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალურ დეპოზიტარსა“ და მის წევრებს შორის დადებული ხელშეკრულებით დეპოზიტარი პასუხს აგებს ყველა იმ ზარალზე, რომელიც გამოწვეული იქნება დეპოზიტარის არასწორი ქმედობით, აგრეთვე პასუხისმგებელია ყველა სხვა გაუგებრობაზე, რომელიც წარმოიქმნება მისი თანამშრომლის ან წარმომადგენლის დაუდევრობით. დეპოზიტარის წესებით დაკული არის ისეთი ინფორმაციის კონფიდენციალურობა, რომლის საჯაროობამ შესაძლოა მორალური ან მატერიალური ზარალი მიაყენოს მის წევრებს.

„საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ცენტრალური დეპოზიტარის“ ოპერაციებისა და პროცედურების შესახებ წესების მიხედვით მისი წევრი საბროკერო კომპანიები დეპოზიტარში ხსნიან ფასიანი ქაღალდების ანგარიშს, სადაც აღირიცხება მის საკუთრებაში არსებული ფასიანი ქაღალდები, და წევრის კლიენტის ფასიანი ქაღალდების ანგარიშს, რომლის მფლობელია წევრი საბროკერო კომპანია და რომელზეც აღირიცხება

მის ნომინალურ მფლობელობაში არსებული ფასიანი ქაღალდები. გარდა ამისა, ფასიანი ქაღალდის მფლობელს ცენტრალურ დეპოზიტარში შეუძლია გახსნას პირდაპირი ანგარიში (კლიენტის ანგარიში), მაგრამ ამ ანგარიშიდან ფასიანი ქაღალდის ბირჟაზე სავაჭროდ გატანა მაინც უნდა მოხდეს საბროკერო კომპანიის მეშვეობით. ცენტრალურ დეპოზიტარში შეიძლება გაიხსნას: ფასიანი ქაღალდების შენახვის ანგარიში, რომელსეც ალირიცხება თავისუფალი პოზიციები; ბლოკირების ანგარიში, რომელსეც ალირიცხება ვალდებულებებით დატვირთული საკუთრების პოზიციები და სავაჭრო ანგარიში, სადაც ალირიცხება ბირჟაზე ვაჭრობისთვის განკუთვნილი საკუთრების პოზიციები.

ფულადი ანგარიშსწორების სისტემა ცენტრალური დეპოზიტარის წესებით შემდგენაირად არის განსაზღვრული: ცენტრალურ დეპოზიტარს, ისევე, როგორც მის წევრ საბროკერო კომპანიებს გახსნილი აქვს ანგარიშები 4 საანგარიშსწორებო ბანკში. ამასთან, საბროკერო კომპანიებს კლიენტის სახსრების საკუთარი სახსრებისაგან გამიჯვნის მიზნით გახსნილი აქვთ ცალკე ანგარიშები. კლირინგისა და ანგარიშსწორების ამგვარი სისტემა საშუალებას იძლევა საერთაშორისოდ მიღებული T+3 დღიანი ანგარიშსწორების ნაცვლად საფონდო ბირჟაზე დადებული გარიგებების ანგარიშსწორება განხორციელდეს T+1 ვადაში, რომელსაც ფაქტობრივად ნაკლები რისკი ახლავს. ეს, თავის მხრივ, საფონდო ბირჟაზე სწრაფი და საიმედო გარიგებების ერთ-ერთ გარანტიად გვევლინება.

საქართველოში საჯარო ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვა ხორციელდება ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიის მიერ ლიცენზირებული საბროკერო კომპანიის მეშვეობით. ლიცენზია გაიცემა ქვემოთ ჩამოთვლილიდან ერთ ან რამდენიმე საქმიანობაზე:

1. ინვესტირებისთვის პირდაპირი კონსულტაციების გაწევა ინვესტიციებთან დაკავშირებით;
2. ემიტენტებისათვის კონსულტაციის გაწევა ფასიანი ქაღალდების გამოშვებისა და ინვესტიციების მოზიდვის თაობაზე;
3. ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების განთავსების მომზადება და განხორციელება არაგარანტირებულ საფუძველზე;

4. მიიღოს და გადასცეს კლიენტის დაეაღებები ფასიანი ქაღალდებთან დაკავშირებით;
5. კლიენტების საინვესტიციო პორტფელების და ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციებისთვის გამოყოფილი სახსრების მართვა;
6. კლიენტების საინვესტიციო სახსრების ან (და) ფასიანი ქაღალდების შენახვა და აღრიცხვა;
7. საკუთარი სახსრებით ფასიანი ქაღალდებით გარიგება თავისივე ინტერესებისთვის;
8. ემიტენტის ფასიანი ქაღალდების განთავსების მომზადება და განხორციელება გარანტირებულ საფუძველზე;
9. ასესხოს კლიენტებს და ისესხოს მათგან ფასიანი ქაღალდები, აგრეთვე გამოიყენოს საკუთარი სახსრები კლიენტებისათვის ფასიანი ქაღალდების შესაძენად, მიიღოს მონაწილეობა კომისიის წევრებით განსაზღვრულ „მოკლე გაყიდვებში“.

საბროკერო კომპანიებს ეკრძალებათ ნებისმიერი სხვა საქმიანობა, გარდა ზემოთ აღნიშნულისა.

კომისიას შეუძლია გასცეს გენერალური ლიცენზია, რომლის მიხედვითაც საბროკერო კომპანიას უფლება აქვს ჩაებას ყველა ნებადართულ საქმიანობაში (ე.წ. სპეციალური ლიცენზიები, რომლებიც საბროკერო კომპანიებს აძლევს მხოლოდ სოფიერო საქმიანობის განხორციელების უფლებას). საკუთარი კაპიტალის ოდენობის მიხედვით საბროკერო კომპანიები იყოფა სამ კატეგორიად: პირველი იძლევა პირველი ორი პუნქტით გათვალისწინებული საქმიანობის განხორციელების საშუალებას, მეორე – პირველი ექვსი პუნქტით გათვალისწინებული საქმიანობის განხორციელების უფლებას, მესამე – უფლებას აძლევს საბროკერო კომპანიას განახორციელოს საბროკერო კომპანიის საქმიანობა სრული სპექტრით.

საბროკერო კომპანიების მფლობელები არიან არა მხოლოდ საქართველოს რეზიდენტი ფიზიკური და იურიდიული პირები, არამედ ინვესტორები დიდი ბრიტანეთიდან, ირლანდიიდან და აშშ-დან.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე მონაწილეობის მისაღებად კომერციულმა ბანკებმა უნდა დააფუძნონ შეიღობილი საბროკერო კომპანიები.

კომპანიის მიერ მიღებული „საბროკერო კომპანიებისათვის

კაპიტალის ადეკვატურობის მოთხოვნათა შესახებ“ წესი მოითხოვს, რომ ლიცენზირებულ საბროკერო კომპანიას გაანდეს ადეკვატური კაპიტალი კლიენტებისა და კონტრაქტების დასაცავად იმ სარაღისაგან, რომელიც შეიძლება განიცადოს კომპანიამ სავაჭრო წიგნში აღრიცხული ფასიანი ქაღალდების ფასების ცვალებადობის, საბაზრო რისკების, კონტრაქტების მიერ გარიგებების პირობების დროულად შეუსრულებლობის, საკაღაღუტო კურსის მერყეობით გამოწვეული საკაღაღუტო რისკების, აგრეთვე საკუთარი ანგარიშის ცალმხრივად შეგავლენისადმი დაქვემდებარებისა და სხვა რისკების გამო. ეს წესი განსაზღვრავს აგრეთვე კომპანიის საქმიანობასთან დაკავშირებული რისკების მონიტორინგისა და შედამხედველობის ფარგლებსა და შიდა კონტროლის სისტემებს. კომპანიას მოეთხოვება ისეთი შიდა კონტროლის სისტემებისა და ადმინისტრაციული და ბუღალტრული აღრიცხვის პროცედურების ქონა, რომლებიც ამ საქმიანობის ნებისმიერ დროს შემოწმებისა და ჩაწერის საშუალებას იძლევა.

ყოველი ლიცენზირებული საბროკერო კომპანია მოვალეა აწარმოოს კომისიის წესებით დადგენილი ჩანაწერები, მოამზადოს და გააერცვლოს ანგარიშები. „საბროკერო კომპანიების ანგარიშებისა და პერიოდული ფინანსური ანგარიშგების შესახებ“ წესი განსაზღვრავს საბროკერო კომპანიის მიერ ფინანსური ანგარიშგების მომზადების, პერიოდულობის, აუდიტის და მათი კლიენტებისა და ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისიისადმი წარდგენის წესებს. ამ წესის მიხედვით საბროკერო კომპანიამ ყოველწლიურად, კალენდარული წლის საფუძველზე, კომისიაში უნდა წარადგინოს აუდიტორული წლიური ფინანსური ანგარიშგებები (ბალანსი, მოგებისა და სარაღის ანგარიშები, საკუთარი წლიური ფინანსური ანგარიშგება, საკუთარ კაპიტალში ცვლილებების ანგარიშგება, ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება და კაპიტალში ცვლილებების ანგარიშგება, ფულადი სახსრების მოძრაობის შესახებ ანგარიშგება და ახსნა-განმარტებითი (შენიშვნები) და მასთან ერთად კაპიტალის ადეკვატურობის გამითვლის ანგარიშგება. გარდა ამისა, ყველა საქმიანობის განხორციელების ნებართვის მიმცემი ლიცენზიის მქონე საბროკერო კომპანიამ კომისიას უნდა წარუდგინოს ყოველთვიური ანგარიშგება, ხოლო ერთი

ან რამდენიმე საქმიანობის განხორციელების ლიცენზიის მქონე კომპანიამ - ყოველკვარტალური ანგარიშგება.

ბირჟაზე სავაჭროდ დაშვებული საბროკერო კომპანიებიდან გარიგების რაოდენობის მხრივ ლიდერობენ „თიბისი ბროკერი“, „სბ-ინვესტი“ და „გალტსო თავგარტ სიქიურითი“.

ვინაიდან ფასიანი ქაღალდების ბაზარი საქართველოში თავისი განვითარების საწყის ეტაპზეა, ჯერჯერობით საბროკერო კომპანიების სტრუქტურა მარტივია, შესაბამისად, მცირეა მათში მომუშავე ბროკერების რაოდენობაც.

საბროკერო საქმიანობისთვის ფიზიკურ პირზე კომისიის მიერ გაიცემა გენერალური ან სპეციალური ლიცენზიები. გენერალურია ლიცენზია, რომელიც მისი დამქირავებული საბროკერო კომპანიის სახელით მოქმედ კანდიდატს ფასიანი ქაღალდების ყიდვა-გაყიდვის, ფასიანი ქაღალდებით ვაჭრობაზე კონსულტაციებისა და საინვესტიციო პორტფელის მართვის უფლებებს ანიჭებს. სპეციალურია ლიცენზია, რომელიც კანდიდატს მიანიჭებს მხოლოდ ერთი ან რამდენიმე ამგვარი საქმიანობის განხორციელების უფლებას, იგი დამოკიდებულია კანდიდატის მონაცემებსა და კვალიფიკაციაზე.

აქციონერთა დიდი რიცხოვნობის მქონე სააქციონერო საზოგადოებისათვის (ანუ სააქციონერო საზოგადოებები, რომელთა აქციონერების რაოდენობა აღემატება 100-ს) და იმ საწარმოებისთვის, რომელთა აქციები დაშვებულია სავაჭროდ საფონდო ბირჟაზე, განსაკუთრებით მნიშვნელოვანია თითოეული მფლობელის საკუთრებაში არსებული ფასიანი ქაღალდების და მათი გადაცემების სუსტი ასახვა. სწორედ ამ მიზნით შეიქმნა საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის რეგულირებადი მონაწილის ისეთი ინსტიტუტი, როგორიცაა ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი. ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი, „ფასიანი ქაღალდების ბაზრის შესახებ“ საქართველოს კანონის თანახმად, არის პირი, რომელიც აწარმოებს ფასიანი ქაღალდების რეესტრს და ასრულებს მასთან დაკავშირებულ სხვა მომსახურებას სააქციონერო საზოგადოებისათვის და მისი აქციონერებისათვის.

ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორი განთავსებული უნდა იყოს არასაცხოვრებელ ტერიტორიაზე და მას უნდა ჰქონდეს შესაბამისი ტექნიკური აღჭურვილობა. რეგისტრატორის

თანამშრომლები უნდა წარმოადგენდნენ კვალიფიციურ პირებს. ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია ორგანიზაციას უწევს რეესტრის მწარმოებელ ფიზიკურ პირთა საკვალიფიკაციო გამოცდას. ფიზიკური პირები, რომლებიც წარმატებით ნააბარებენ გამოცდას, ხდებიან ფასიანი ქაღალდების რეესტრის მწარმოებლის საკვალიფიკაციო ატესტატის მფლობელები და მათ ენიჭებათ უფლება აწარმოონ ფასიანი ქაღალდების რეესტრი ფასიანი ქაღალდების რეგისტრატორთან ან უშუალოდ ემიტენტებთან.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის ფორმირება-ფუნქციონირება თანხლები პრობლემებით მიმდინარეობს. დაბალია წარმოების ზრდის ტემპი, ეროვნული ეკონომიკა ნაკლებად ემორჩილება საბაზრო ურთიერთობათა კანონზომიერებებს, ფაქტობრივად მოღუწებულ მდგომარეობაშია ფასიანი ქაღალდების პირველადი ბაზარი, ნაკლებად არის ახალი ემისიები. ყოველივე ამის გამო სუსტადლოვანია კაპიტალის ბაზარი, იგი მინიმალურადაც ვერ აკმაყოფილებს ეროვნული ეკონომიკის მოთხოვნილებებს.

ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზრის განვითარების პროცესში აუცილებელია ქვეყანაში განხორციელდეს ახალი ემისიები და სხვადასხვა ფასიანი ქაღალდების გამოშვება, სხვანაირად საეკონომიკური ნამოყალიბდეს ლიკვიდური საფონდო ბაზარი.

ფასიანი ქაღალდების მეორადი ბაზარი საფონდო ბირჟის სახით ეკონომიკის რეალურ სექტორში ინვესტიციების მოზიდვის ნაცადი საშუალებაა. დიდი მნიშვნელობა ენიჭება ისეთი კანონების მიღებას როგორიცაა: კანონი საინვესტიციო ფონდების შესახებ, კანონი მუნიციპალური და სახელმწიფო ქონების გამიჯვნის შესახებ, ცვლილებების შეტანა საჭირო საგადასახადო კოდექსში და სხვ.

მაშინ როდესაც კორპორაციებსა და ფირმებში ჯერ კიდევ არ არის მოწესრიგებული საბუღალტრო აღრიცხვა-ანგარიშგება, უპირატესად დგება ყალბი ბალანსები, ძნელია ინვესტორი დააინტერესო კაპიტალის დასაბანდებლად.

საჭიროა მიღწეულ იქნეს სამეურნეო სუბიექტების საწარმო-ფინანსური საქმიანობის ანალიზი და მაქსიმალური გამჭვირვალობა. სწორედ ამ საქმის მოგვარება იქნება იმის გარან-

ტია, რომ კორპორაციებმა საკუთარი ფასიანი ქაღალდების გაყიდვით უსრუნველყონ ინვესტიორების მოზიდვა.

**საზონდო ბირჟის როლი ძვეყნის მაკროეკონომიკური
სტაბილიზაციის საქმეში**

ქვეყანაში მიმდინარე ეკონომიკური და სოციალური კრიზისის ფონზე 1995 წლიდან მკაცრი ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის განხორციელების, ეკონომიკური გარდაქმნების საკანონმდებლო ბაზის განვითარების, მსოფლიო ფინანსურ სტრუქტურებთან აქტიური თანამშრომლობის, სოციალურ-ეკონომიკური პროცესების რეგულირებაში სახელმწიფოს როლის საჭირო ზრდის შედეგად გამოიკვეთა ეკონომიკურ სიძნელეთა დაძლევის რეალური გზები.

წარმოების ეფექტიანობის ამაღლების ამოცანები დღის წესრიგში აყენებს ეროვნულ მეურნეობაში სტრუქტურული ცვლილებების აუცილებლობას, რომლისთვისაც პრობლემურ საკითხად რჩება სათანადო ფინანსური რესურსების გამონახვა. ამასთან საჭიროა საბაზრო ეკონომიკის ადეკვატური ინფრასტრუქტურის შექმნა-ფუნქციონირება, რომელიც შესაბამის ინვესტიციებს მოითხოვს.

ქვეყნის ფინანსური პრობლემების დაძლევის გზაზე დიდი დახმარების გაწევა შეუძლიათ საერთაშორისო საფინანსო ორგანიზაციებსა და დასავლეთის მოწინავე ქვეყნებს, მაგრამ საქართველომ საკუთარი ინვესტიციების დასაფინანსებელი წყაროები უპირატესად შინაგანი რესურსებითა და მოსახლეობის დანაშოგების მობილიზაციით უნდა გამოიყენოს, რადგან საგარეო დაფინანსების წყაროებზე მოდიანი დამოკიდებულება განაპირობებს ქვეყნის სავალეტო მდგომარეობის არამდგრადობას და მნიშვნელოვან უმყარობას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარზე სახელმწიფო პოლიტიკის განსახლვრა ძირითადად გულისხმობს:

1. ბაზრის მოდელის არჩევას;
2. სახელმწიფო პოლიტიკის პრინციპების განსახლვრას;
3. საგადასახადო პოლიტიკის შემუშავებას.

მსოფლიო პრაქტიკაში ცნობილი ფასიანი ქაღალდების ბაზრის სამი არსებულ მთავარიდან („გერმანული“ - საბანკო, „ამერიკული“ - არასაბანკო და „შერეული“) აუცილებელია არჩეულ იქნეს არსებული მდგომარეობისთვის ყველაზე მისაღები.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარი მიზანშეწონილია განვითარდეს ე.წ. „შერეული“ მოდელით, რომელიც ითვალისწინებს საინვესტიციო ინსტიტუტებთან ერთად ბაზარზე ბანკების თანასწორუფლებიან მონაწილეობას, რაც საეხებით შესაძლებელია საქართველოში საბანკო ბიზნესის განვითარების მაღალი დონიდან გამომდინარე. ამასთან შენაბრეთა ინტერესების დაცვის უზრუნველსაყოფად საჭიროა ბანკებს განესაზღვროს ფასიანი ქაღალდებით ოპერაციებში საკუთარი აქტივების გამოყენების ნორმატივები.

საფონდო ბაზრის განვითარების მსოფლიო პრაქტიკა მოწმობს, რომ წარმატებების მიღწევა შესაძლებელია მხოლოდ იმ შემთხვევაში, თუ სახელმწიფოს მიერ შემუშავებულია და თანმიმდევრულად არის დაცული ფინანსური პოლიტიკის უმთავრესი პრინციპები, რომელთა შორის აღსანიშნავია:

1. ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებისათვის მაქსიმალური ხელშეწყობის პრინციპი;
2. სახელმწიფოს მინიმალური ჩარევისა და მაქსიმალური თვითრეგულირების პრინციპი;
3. თანაბარი შესაძლებლობების პრინციპი, რაც გულისხმობს კონკურენციის სტიმულირებას, სახელმწიფოს მიერ ფასიანი ქაღალდების ბაზრას ცალკეული მონაწილისათვის პრივილეგიების აღკვეთას, სახელმწიფო ორგანოების მიერ საფონდო ბაზრის პროფესიონალ მონაწილეთა საჯარო შეფასების აკრძალვას.

ფასიანი ქაღალდების ბაზარი არ წარმოადგენს საქართველოსთვის უკვე ჩამოყალიბებული და ტრადიციული საქმიანობის სფეროს. ამიტომ მისი განვითარებისთვის აუცილებელია დამატებითი სტიმულები, განსაკუთრებით შეღავათიანი დაბეგურის რეჟიმის შემუშავება-დაწესება.

საწარმოთა და საკრედიტო დაწესებულებათა განსოგადების შედეგად, როდესაც საბაზრო ურთიერთობათა განვითარება გარდაუვალი პროცესია, სამეურნეო სუბექტებისა და კომერციული ბანკების ეფექტიანობის ამაღლება დიდ დროს მოითხოვს. ეს კი აყოვნებს ფასიანი ქაღალდების ფორმირება-განვითარებას. ჯერ ერთი, საჭიროა კადრების მომსახურება (განსაკუთრებით ტრეიდერების; საშუაშაველო ფირმების რწმუნებულები წარმომადგენლების, ბირჟის ადმინისტრატორების და ა.შ.);

მეორე, აუცილებელია შეიქმნას სასწავლო-მეთოდური ბაზები. უცხოეთში სტაჟირების ინსტიტუტი მოსაწონია, მაგრამ ის ყველა პრობლემას ვერ მოხსნის. საჭიროა ფასიანი ქაღალდების საკუთარი ინსტიტუტი, რომლის ფუნქციონირებაში შევა მეთოდური მუშაობა, სასწავლო სახელმძღვანელოების მომსახება, ატესტაციების ჩატარება, წოდებების მინიჭება და სხვა; მესამე აუცილებელია შეიქმნას საშუამავლო ორგანიზაციები, საბროკერო და საინვესტიციო-სადილერო ფირმები. ისინი შეიძლება იყოს სახელმწიფოს დაქვემდებარებაში იმ პირობით, რომ იმუშავენ სამეურნეო ანგარიშიანობის პრინციპებით; მეოთხე, საჭიროა შეიქმნას ბირჟები, რომლებიც ახლო მომავალში გახდებიან საფონდო ბირჟების საერთაშორისო ფედერაციის წევრები.

დაბოლოს, განსაკუთრებით ყურადსაღებია ის გარემოება, რომ ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორმირება-განვითარებაში აჩქარება სასიანოა. ბირჟა, უპირველეს ყოვლისა, არის ლიკვიდურობა, რომელიც ათეული წლების მანძილზე გროვდება. თუმცა ეს იმას არ ნიშნავს, რომ მის განსავითარებლად დიდხანს უნდა ვიცადოთ. პირველ რიგში, აუცილებელია საბროკერო ბიზნესის განვითარება, წინააღმდეგ შემთხვევაში ხელში არალიკვიდური ბირჟა შეგერსება, დაბალი ოპერატიული და საფასო ეფექტიანობით (ხშირი იქნება სკანდალები და საბოლოო ჯამში დაეცემა მისი რეპუტაცია). დღეს ქვეყანას სჭირდება კარგი კანონები, რომლებიც უზრუნველყოფენ დამოუკიდებელი საბროკერო ფირმების თავისუფალ განვითარებას და საინვესტიციო ბიზნესის ეროვნული ეკონომიკის დამოუკიდებელ დარგად ჩამოყალიბებას.

ნებისმიერი ქვეყნის ფინანსური სისტემა საბაზრო ეკონომიკის პირობებში საფონდო ბირჟებისა და საკრედიტო-საბანკო დაწესებულებების მეშვეობით ხელს უწყობს ფულადი სახსრების დაგროვების პროცესს და მათ დაბანდებას იმ სფეროებში, რომლებიც მაღალი შემოსავლების მიღების შესაძლებლობას იძლევა. სწორედ აღნიშნულის გათვალისწინებით აუცილებელია საქართველოში ფართო გზა გაეხსნას ფინანსური ინსტიტუტების, განსაკუთრებით კი კაპიტალის ბაზრის შექმნა-განვითარებას, რომლებიც, სახელმწიფოებრივი რეგულირების ნაცვლად, საბაზრო ეკონომიკის მექანიზმებით უზრუნველყოფს

ასეუღ ათასობით მენაბრისა და მსესხებლის პრობლემათა დეცენტრალიზებულ გადაწყვეტას.

საბაზრო ეკონომიკის მართვის მექანიზმების თანდათანობით ამოქმედება ქმნის პირობებს ფინანსური რესურსების შეუფერხებელი ფორმირებისათვის, მათი ეფექტიანი მიზანმიმართული გამოყენებისთვის.

საქართველოში ფინანსური ბაზრის ფორმირება-განვითარებისათვის აუცილებელია პრივატიზაციის პროცესის დაჩქარებით მესაკუთრეთა ფართო ფენის წარმოშობა, რომლებიც ფლობენ რეალურ ქონებას და ეკონომიკურად დამოუკიდებლები არიან. სწორედ ეკონომიკურად დამოუკიდებელ მესაკუთრეებს გააჩნიათ ფინანსურ ბაზარზე სავაჭრო გარიგებათა დადების უნარი და შესაძლებლობები.

ამასთან ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფუნქციონირების აუცილებელი პირობაა საკანონმდებლო ნორმატიული დოკუმენტების შექმნა. საყურადღებოა, რომ დღეისათვის ქვეყანაში შექმნილია გარკვეული სამართლებრივი ბაზა და სტრუქტურა ამ საქმის წინ წასაწვეად. თუმცა ჯერჯერობით ეროვნულ ეკონომიკაში თავისუფალი ფულადი სახსრების მიზილზაცია და მისი ეფექტიანი გამოყენება დაყვანილია სპეკულანტურ ურთიერთობებამდე.

ფინანსური ბაზრის ბანკითარების პრობლემა საქართველოში

რა უშლის ხელს ქვეყანაში ფინანსური ბაზრის განვითარებას?

პასუხი ცალსახაა – საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზარს გააჩნია შემდეგი თავისებურებები:

1. მცირე მოცულობები და არალიკვიდურობა;
2. მატერიალური ბაზის, ვაჭრობის ტექნოლოგიების, რეგულაციური და საინფორმაციო ინფრასტრუქტურის, დეპოზიტარული და კლირინგული ქსელის განუვითარებლობა, სახელმწიფოს მარეგულირებელი როლის დაბალი ხარისხი;
3. ბაზრის სახელმწიფოებრივი რეგულირების დაქუცმაცებული სისტემა. სახელმწიფო ბაზარზე პირდაპირ შემოქმედებს ისეთი ორგანოების მეშვეობით, როგორცაა: საქართველოს ეროვნული ბანკი (ბანკების მიერ ფასიანი ქაღალდების ოპერაციებზე კონტროლი), ფინანსთა სამინისტრო (არასაბანკო

ფინანსური ინსტიტუტების კონტროლი), საქართველოს ეკონომიკური განვითარების სამინისტრო, ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია;

4. რისკის მაღალი დონე;
5. ეროვნული ეკონომიკის არასტაბილურობა;
6. საინვესტიციო კრიზისი;
7. ბაზრის დეფიციტი და ბაზრის აგრესიულობა და ა.შ.

ქვეყნის ეროვნული ეკონომიკის აღმავლობის ერთ-ერთი რეალური ბერკეტია ინვესტიციების მოზიდვა, რომლის გადაწყვეტის პრაქტიკულ საშუალებებში უპირატესობა ენიჭება ფასიან ქაღალდებს, თუმცა დღეს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარება ვერავითარ კრიტიკას ვერ უძლებს. არადა ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარებას შეუძლია საოჯახო მეურნეობების დანაშოგებისა და სამეურნეო სუბიექტების დროებით თავისუფალი ფულადი სახსრების მობილიზაცია და უცხოური კაპიტალის მოზიდვა მოახდინოს რეალურ ეკონომიკაში.

ქვეყნის ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების მდგომარეობის დეტალური შესწავლა რამდენიმე ჭრილში უნდა განხორციელდეს:

1. სახელმწიფო მარეგულირებელი ორგანოების საქმიანობის ანალიზი;
2. საკანონმდებლო ბაზრის მდგომარეობა;
3. სახელმწიფო და კორპორაციული ფასიანი ქაღალდების გამოშვება;
4. პრივატიზაციის ანალიზი და ფასიანი ქაღალდების ინფრასტრუქტურის შესწავლა.

საქართველოში ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების ერთ-ერთ მთავარ ხელისშემშლელ ფაქტორად მიჩნეული უნდა იქნეს საფონდო ბირჟის განვითარების სახელმწიფო კონცეფციის უქონლობა, რის გარეშეც წარმატების მიღწევა მნიშვნელოვნად გადაიწვეს დროში.

ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების კონცეფციის შემუშავებისას გათვალისწინებული უნდა იქნეს აღნიშნული ბაზრის მდგომარეობის ანალიზის ჩატარება, ამ სფეროში სახელმწიფო პოლიტიკის განსასჯერა და ბაზრის განვითარების ღონისძიებათა კომპლექსური გეგმის (პროგრამის) შემუშავება.

ამ და სხვა ხელისშემშლელი მიზეზების გამო

საქართველოში ჩამოყალიბებული სააქციონერო საზოგადოებების აქციითა დიდი ნაწილი მოსახლეობისათვის ხელმისაწვდომი ჯერაც არ გამხდარა, არადა საინვესტიციო რესურსები საკმარისად არსებობს, თუ ქვეყნის ემიტენტებისადმი ნდობის პრობლემები გადაწყდება.

საქართველოში 1993 წლის მარტიდან დაწყებული პრივატიზაციის პროცესი, რომელიც დღესაც გრძელდება, საგნობრივად უნდა განხორციელდეს; ამასთან თუ ეროვნული მეურნეობის საწარმოების, საოჯახო მეურნეობების, საბანკო დაწესებულებების განსახელმწიფოებრიობის პროცესს თან არ ახლავს ფასიანი ქაღალდების ემისია და მეორად ბაზარზე ამ ქაღალდებით ვაჭრობა, მდგომარეობა დიდხანს არ გამოსწორდება. ამასთან საწარმოთა გარდაქმნა სააქციონერო საზოგადოებებად მოითხოვს ფასიანი ქაღალდების ბაზრის ფორსირებულ განვითარებას. საფონდო ბირჟის ფუნქციონირება კი, თავის მხრივ, წარმოდგენელია სააქციონერო საკუთრების შექმნის გარეშე.

საბაზრო ეკონომიკაზე გადასვლისათვის ერთ-ერთ პირველ ნაბიჯს წარმოადგენს ეფექტიანი საბანკო და საფინანსო სისტემების შექმნა. ფინანსური ინსტიტუტების და პირველ რიგში ბანკების ამოცანაა შიდა რესურსების მობილიზაცია და მათი საწარმოებისა და დარგების მიხედვით ეფექტიანი განაწილება. არსებული საწარმოების განვითარება, აგრეთვე ახალი საწარმოების შექმნა შეუძლებელი იქნება აუცილებელი კაპიტალის გარეშე. ამ პრობლემის გათვალისწინებით გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნები პირველხარისხოვან მნიშვნელობას ანიჭებენ საბანკო სექტორის რეფორმას. ეს ამოცანა საკმაოდ რთულია, რამდენადაც საწყის ეტაპზე ამ ქვეყნების უმრავლესობაში ფინანსური სფეროს განვითარებისათვის საჭირო ინფრასტრუქტურა არ არსებობს. მაშინაც კი, როცა ეს რეფორმები ტარდება საწყის ეტაპზევე აუცილებელია ახალი ბუღალტრული სტანდარტების შექმნა, სხვადასხვა აქტივების ეფექტიანობის შეფასების ნორმების დაწესება, კანონებისა და დადგენილებების მიღება საბანკო სისტემის, საწარმოებისა და გაკორტრების შესახებ, პერსონალის მომზადება, აუცილებელი ინფრასტრუქტურის (მაგალითად, კომპიუტერები) შექმნა, სარალის განაწილება. საბანკო პორტფელის სტრუქტურის გარდაქმნა. კერძოდ კი, ეფექტიანი საბანკო სისტემის შექმნა მრავალ წელს

მოითხოვს.

გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნებში უპირატესად ორი-არუსიანი (ორდონიანი) საბანკო სისტემაა შექმნილი, რომელიც შედგება ცენტრალური ბანკისა და კომერციული ბანკებისაგან, რომლებიც სპეციალიზებული არიან ეკონომიკის ცალკეული სფეროს კერძოდ, მრეწველობის, სოფლის მეურნეობის, საგარეო ვაჭრობის, მშენებლობის და სხვ. დაფინანსებაზე.

გარდამავალ ქვეყნებში საბანკო და საფინანსო სისტემების გარდაქმნის ძირითადი მიზნები და ამოცანებია:

- ხელი შეუწყოს დანაზოგების მობილიზაციას, საგადასახდელო მექანიზმის ეფექტიანობის ამაღლებას საფინანსო ინსტრუმენტების გაფართოებების გზით.

- აამაღლოს დეფიციტური რესურსების განაწილების ეფექტიანობა საწარმოების მიხედვით. პირველ ეტაპზე გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების უმეტესობაში შეიძლება მიღებულ იქნეს გადაწყვეტილება სამეწარმეო სექტორში ფონდების მიზნობრივი გადანაწილების შესახებ. ამასთან შეიქმნას პირობები, როცა კაპიტალდაბანდებებს აქვთ უპირატესობა სამომხმარებლო ხარჯებთან შედარებით.

- დადგინდეს საფინანსო დისციპლინა როგორც საწარმოების, ისე ბანკებისათვის.

- ამაღლდეს ფულად-საკრედიტო პოლიტიკის ეფექტიანობა მთელი საფინანსო სისტემის სრულყოფის გზით.

ამოცანები, რომლებიც უნდა გადაწყდეს რეფორმის მიმდინარეობისას:

- მკაცრი საბიუჯეტო შეზღუდვის პირობების შექმნა ბანკების მმართველებისათვის. მნიშვნელოვანია, რომ ბანკის მმართველები მუდმივად იმყოფებოდნენ თავიანთი ბიუჯეტის მკაცრ სარისოებში, რამდენადაც ეს სტიმულს მისცემს მათ ეფექტიან მუშაობას და კაპიტალის გამოყენების ახალი გზების ძიებას.

- ინფრასტრუქტურის შექმნა და გაუმჯობესება. თანამედროვე საბანკო სისტემებს სჭირდებათ კაპიტალდაბანდებები კომპიუტერული ტექნიკის შესაძენად და მათი პროგრამული უზრუნველყოფისათვის, აგრეთვე კაპიტრგაბმულობის საშუალებებისათვის. გარდაქმნის ერთერთ ძირითად ამოცანას წარმოადგენს ცენტრალიზებული კლირინგული პალატის შექმნა.

- აუცილებელია ბუღალტრული და აუდიტორული სტანდარტების დანერგვა კომპანიების და ახალი პროექტების ზუსტი შეფასებისათვის, აგრეთვე ბანკების ეფექტიანობისა და გადახდის უნარიანობის შეფასებისათვის. ასეთი სტანდარტები შემოღებული უნდა იქნას საწარმოების მიმართაც.

- კადრების მომზადება. ბანკების ხელმძღვანელი და ოპერატიული მუშაკები უნდა იყვნენ მომზადებული არა მარტო დანახარჯების და ფინანსური აღრიცხვის, არამედ საბანკო ანალიზის, ფონდების მართვის და აუდიტორული საქმიანობის მიმართულებითაც. გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების საბანკო სისტემებს ყველაზე მეტად სჭირდებათ კვალიფიციური კადრები, რომლებიც ერკვევიან რთული საფინანსო სისტემის ყველა წერილმანში.

- საკრედიტო პორტფელის შეფასება. საკრედიტო პორტფელის რეალური შეფასებისათვის აუცილებელია გაცემული კრედიტის საფუძვლიანი ანალიზი. ეს რთული ამოცანაა, რომელიც ღიდ დროს მოითხოვს, მაგრამ მისი გადაწყვეტა ძალიან მნიშვნელოვანია იმისათვის, რომ სწორად შეეაფასოთ მსესხებულთა პოტენციური შესაძლებლობები და, შესაბამისად, საბანკო სისტემის ფინანსური მდგომარეობა.

- ფილიალებისა და მომსახურების ქსელის გაფართოება. ბანკების მნიშვნელოვან ამოცანას წარმოადგენს ახალი მეანაბრეების მოზიდვა, რაც რთულდება არსებული ინფრასტრუქტურის ჩარჩოებში. ბანკების უმრავლესობას აქვს ფილიალების მცირე რიცხვი, რაც თითქმის შეუძლებელს ხდის მეანაბრეთა და საწარმოთა მომსახურებას. გარდა ამისა, ფინანსური მომსახურების დიაპაზონი შესდულდელია, რაც აუცილებლად უნდა გაფართოვდეს, ხოლო თვით მომსახურება უფრო მიმზიდველი გახდეს.

ეკონომიკურად მაღალგანვითარებული ქვეყნების საფინანსო ინსტიტუტები მაღალუფექტურია, რამდენადაც ისინი მოიცავენ სხვადასხვა საფინანსო დაწესებულებებს, რომლებიც სთავაზობენ სხვადასხვა სახის ფინანსურ მომსახურებას, რაც ხელს უწყობს ეკონომიკაში ინდივიდთა პირად მონაწილეობის და დანახარჯების ზრდას. ასეთ რთულ სისტემას აქვს სხვადასხვა ფინანსური ინსტრუმენტების ფართო ნაკრები, როგორცაა ხასესხო ფონდები, აქციები, ობლიგაციები, თამასუქები,

ვარანტები, დეპოზიტური სერთიფიკატები, სეკიპები, ფორვარდული კონტრაქტები და ვადიანი დეპოზიტები. საფინანსო ინსტიტუტები მოიცავენ საინვესტიციო ბანკებს, საფინანსო კომპანიებს, სალიზინგო და ფაქტორინგულ კომპანიებს. საპნესიო ფონდებს, „სარისკო“ კაპიტალის კომპანიებს და სხვ.

საფონდო ბაზრები შეიძლება შეიქმნას რეფორმირების ადრეულ ეტაპზე, მაგრამ შეფასებისა და ინფორმაციის შეგროვების მექანიზმების არასრულყოფილების გამო გარდამავალი ეკონომიკის ქვეყნების უმრავლესობას წლები დასჭირდება, ვიდრე ეს ბაზრები მნიშვნელოვან როლს შეასრულებენ.

უკანასკნელ წლებში უნგრეთი და ბულგარეთი კაპიტალს მოიზიდავენ ფასიანი ქაღალდების ბაზრებიდან. მსგავსი სესხების მიღების შესაძლებლობა დამოკიდებულია ქვეყნის კრედიტუნარიანობაზე, რომელიც გასული საუკუნის 90-იანი წლების შუა პერიოდამდე დაბალი იყო.

გარდამავალი ეკონომიკის სოგიერთი ქვეყანა იღებს სესხებს კომერციული ბანკებიდან (უნგრეთი, ბულგარეთი, სეხოსლოვაკია). მაგრამ მომავლაში მსგავსი სესხების მიღების შესაძლებლობა დამოკიდებული იქნება ამ ქვეყნების კრედიტუნარიანობაზე. კომერციული ბანკების უმეტესობა, გასული საუკუნის წლების ლათინური ამერიკის გამოცდილებაზე დაყრდნობით სიფრთხილეს იხენენ თუმცა სოგიერთი მათგანი რისკულედაც მიდის.

საკონტროლო კითხვები და ამოცანები:

1. რა ფუნქციებს ასრულებს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია?
2. რა სახის შემოწმებებს ატარებს საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია?
3. რა სახის ფინანსური ინსტრუმენტებით ვაჭრობენ საქართველოს ფინანსურ ბაზარზე?
4. რა თავისებურებებით ხასიათდება საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი?
5. რა უმლის ხელს საქართველოში ფინანსური ბაზრის განვითარებას?

РЕФЕРАТ

В книге рассмотрены основные закономерности развития финансового рынка, принципы и задачи его функционирования, проблемы, связанные с управлением портфеля риска активов, влияние процентной ставки на экономические решения деловых кругов и на экономическое положение страны, модель заемными средствами и теория предпочтения ликвидности, проблемы формирования-развития финансового рынка в Грузии, основные инструменты и методы его регулирования.

Книга состоит из 10 глав. Каждая глава заканчивается основными понятиями, возникшими проблемными вопросами и задачами.

В первой главе «Общая характеристика финансового рынка» детально изучены структура финансового рынка, его функции; определена роль этого рынка в возрождении национальной экономики; охарактеризованы участники финансового рынка, финансовые инструменты и особенности; объяснен процесс финансирования финансового рынка.

Во второй главе «Финансовые посредники» в целях определения значения финансовых посредников и непрямого финансирования исследована роль транзакционных затрат и асимметричной информации. Рассмотрены основные типы финансовых посредников. Выявлены проблемы финансовых посредников в странах бывшего СССР и Восточной Европы.

В третьей главе «Сущность рынка ценных бумаг и современные тенденции его развития» рассмотрены исторический путь развития рынка ценных бумаг, вопросы, касающиеся соотношения первичного и вторичного рынка. Особо подчеркнуто, что все биржевые сделки по своей природе вторичны.

Четвертая глава отведена исследованию проблемных вопросов процентной ставки: охарактеризованы определенные ее показатели. Изучено влияние процентной ставки на экономические решения семейного хозяйства и деловых кругов, на каждодневную жизнь общества и экономическое положение страны.

В пятой главе «Структура финансового портфеля» обосновано, почему лучше вкладывать сумму в отличительные активы. Рассмотрены факторы, определяющие спрос на них. Изучена системная и несистемная специфика рисков. Сделан вывод

о том, что высокий системный риск превращает актив в менее привлекательный, что хорошо объясняется с помощью модели формирования цен на активы рынка капитала и теории ценообразования.

В шестой главе «Колебание процентных ставок на рынке капитала» изучена модель заемных средств рынка и теория предпочтения ликвидности, показано какое большое значение придаётся прогнозированию процентных ставок для фирм, финансовых учреждений и инвесторов, разработке прогнозов будущего.

В седьмой главе «Рисковая и временная структура процентной ставки» изучены рискованная структура процентных ставок и взаимосвязь между процентными ставками облигаций, имеющих различные сроки погашения.

В восьмой главе «Международный Валютный рынок» изучено, что вызывает сильное колебание валютного курса. Приведены современные взгляды относительно его формирования. Изучен международный опыт регулирования финансового рынка. Детально рассмотрены инструменты и методы регулирования финансового рынка.

Девятая глава «Финансовые инновации» с использованием методов экономического анализа объясняет причины введения инноваций. Определены те изменения, которые может претерпеть финансовая система в будущем. Проанализирована секиуритизация как результат развития информационных и транзакционных технологий.

В десятой главе «Проблемы формирования и развития финансового рынка в Грузии» дан детальный анализ развития финансового рынка в Грузии; выявлены особенности и проблемы развития рынка ценных бумаг. Одним из реальных рычагов подъема национальной экономики считается привлечение инвестиций, для чего из практических средств предпочтение отдается ценным бумагам.

Книга предлагает студентам инструментарию для выяснения ситуации на финансовом рынке.

Учебник предназначен для студентов высших учебных заведений экономического профиля, магистратов, практиков-экономистов, а также для широкого круга читателей, заинтересованных в вопросах финансового рынка.

RESUME

In the book there are described main regularities of the financial market development, principles and goals of its functioning, problems connected with the risk management of the portfolio of assets, interest rate influence on the decisions of the business circles and on the economic condition of the country, the borrow funds (recourses) market model and the theory of giving preference to the liquidity, problems of financial market formation-development in Georgia; Main instruments and methods of financial market regulation.

The book consists of 10 chapters. Each of them finishes with the main concepts, raised problematic issues and goals.

In the first chapter "General Characterization of the Financial Market" is studied in details the structure of financial market and its functions; Is defined the role of the above mentioned market in the regaining of the national economy; Are characterized the participants, financial instruments and their peculiarities as well; Is explained the process of financial market financing.

In the second chapter "Financial Agents" is studied the role of trans-active costs and asymmetric information in the financial market in order to define significance of financial agents and indirect financing; Are discussed main types of financial agents; Are revealed the financial agency problems in the former USSR and the Eastern European countries.

In the third chapter "The Essence of the Market of Securities and the Modern Tendencies of Development" is discussed historic way of the market of securities. The issue of the primary and the secondary market correlation is discussed. It is especially underlined, that all the exchange bargains are secondary due to their nature.

The fourth chapter is devoted to the study of problematic issues of the interest rate; Are described certain indicators (figures) of the interest rate; Is studied the influence of the interest rate on the household economies and on the economic decisions of the business circles, on the everyday life of the society and on the economic condition of the country.

In the fifth chapter "The Structure of Financial Portfolio" is justified why it is better to invest money in different assets; Are discussed main factors defining demand on it; Are studied peculiarities of the systemic and non-systemic risks. It is made

ბამოყმეაბული ლიტერატურა

I. ოშიციალური მასალები

1. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 1996 წელი, თბ., 1997, გვ.66.
2. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 1997 წელი, თბ., 1998, გვ. 80.
3. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 1998 წელი, თბ., 1999, გვ. 77.
4. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 1999 წელი, თბ., 2000, გვ.92.
5. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 2000 წელი, თბ., 2001, გვ.100.
6. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 2001 წელი, თბ., 2002, გვ.92.
7. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 2002 წელი, თბ., 2003, გვ.108.
8. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 2003 წელი, თბ., 2004, გვ.134.
9. საქართველოს ეროვნული ბანკი, წლიური ანგარიში, 2004 წელი, თბ., 2005, გვ.132.
10. საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ეროვნული კომისია, პირველი წლიური ანგარიში (1999 | ოქტომბრიდან 2000 წლის 31 დეკემბრამდე), თბილისი, 2001.
11. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, მარეგულირებელი საკანონმდებლო-ნორმატიული აქტები, თბილისი, 1999.
12. ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, საქართველოს საფონდო ბირჟის მარეგულირებელი დოკუმენტების კრებული, თბილისი, 2000.
13. Maintaining Financial Stability in a globae Economy, Symposium Sponsored by the FRBK, Jackson Hole, Wyoming, Federal Reserve Bank of Kansas City, August, 1997, 367 p.

II. მონობრაფიები, ჟიბნაბი, სამეცნიერო სტატიები

14. ასლამაზიშვილი ნ., სავალუტო კრიზისი თურქეთში და ცვლილებები საქართველოს საგადაამხდლო ბალანსში, ჟურნ. „ბანკი“, 2001, №2, გვ. 3-7.
15. ბასარია რ., მესხია ი., გარდამავალი პერიოდის მაკროეკონომიკური პრობლემები, თბ., სტატისტიკის გამომცემლობა, 1995, 317 გვ.
16. ბახტაძე ლ., საქართველოს ყულად-საკრედიტო პოლიტიკის ზოგიერთი საკითხი, საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების და

- ფუნქციონირების პრობლემები საქართველოში, შრ. კრებულში, ტ. II, თბ., სესესპსკი, 1998. გვ. 111-116.
17. **ბახტაძე ლ.**, ეკონომიკური რეფორმის ფინანსური ასპექტები, უ. ეკონომიკა, 1998. №4-6.
18. **ბახტაძე ლ.**, ადგილობრივი (ტერიტორიული ერთეულების) ფინანსურ ურთიერთობათა მართვის ასპექტები. საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების და ფუნქციონირების პრობლემები საქართველოში, შრ. კრებული. ტ. V, თბ., სემესესპსკი, 2000. გვ. 549-554.
19. **ბახტაძე ლ.**, ფულად-საკრედიტო ურთიერთობათა სრულყოფის საკითხები. საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების და ფუნქციონირების პრობლემები საქართველოში, შრ. კრებული ტ. V, თბ., სემესესპსკი, 2000, გვ.308-314.
20. **ბახტაძე ლ.**, ქვეყნის ფინანსური სტაბილურობის უზრუნველყოფის ზოგიერთი საკითხი, საქართველოს პრეზიდენტის სტიპენდიატ ახალგაზრდა მეცნიერთა შრომები, ტ. III, თბ., თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, 2001, გვ.17-19.
21. **ბახტაძე ლ.**, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების პრობლემები საქართველოში. საქართველოს პრეზიდენტის სტიპენდიატ ახალგაზრდა მეცნიერთა შრომები, ტ. IV, თბ., საქართველოს თბილისის უნივერსიტეტის გამომცემლობა, 2001, გვ. 13-14.
22. **ბახტაძე ლ.**, ეკონომიკური პოტენციალის ადგილი და როლი რეგიონის ფინანსური რესურსების ფორმირებაში. უ. სოციალური ეკონომიკა, №9-10, 2002, გვ.60-70.
23. **ბახტაძე ლ.**, ფასიანი ქაღალდების ბაზრის განვითარების პრობლემები საქართველოში, უ. ბანკი, №1-2, 2003. გვ. 44-49.
24. **ბახტაძე ლ.**, საბანკო სისტემის სტაბილურობის თეორიული ასპექტები, უ. ბანკი №4, 2004. გვ. 60-67.
25. **ბახტაძე ლ.**, ფინანსური ბაზრის პრობლემები საქართველოში, თბ., შპს „ფინანსები“, 2006, გვ. 45.
26. **გამსახურდა გ.**, ფინანსების როლი საქართველოს გარდამავალ პერიოდში, თბ., გამომც. „მერიდიანი“, 1997, გვ.212.
27. **ზურაბიშვილი ვ.**, საფინანსო პოლიტიკის ზოგიერთი საკითხი საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების პროცესში, თბ., გამომც. „ესპსკი“, 1996, გვ.27.
28. **ზურაბიშვილი ვ.**, საფინანსო პოლიტიკა საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების პერიოდში, თბ., გამომც. „ეკი“, 1996, გვ.98.
29. **ზურაბიშვილი ვ., ბახტაძე ლ.**, საფინანსო და ფულად-საკრედიტო ურთიერთობათა ტრანსფორმაციის ძირითადი შედეგები საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების პროცესში. საბაზრო ეკონომიკის ფორმირების და ფუნქციონირების პრობ-

- ლემები საქართველოში, შრ. კრებული, ტ. I, თბ., სესეკსკი. 1996. გვ. 145-161.
30. **კაკულია მ.**, სავალუტო სისტემის განვითარების პრობლემები საქართველოში, თბ., შპს „უინანები“, გვ. 262.
 31. **კაკულია მ.**, ვალუტის გაცვლითი კურსის რეჟიმი: ფიქსირებული, მართვადი თუ მცურავი?, უკრნ. „სოციალური ეკონომიკა“, 1999, №3, გვ. 16-25.
 32. **კაკულია მ., ასლამაზიშვილი ნ., დოლარიზაცია საქართველოში: მასშტაბები, ფაქტორები, დაძლევის გზები, საქართველოს მეცნიერებათა აკადემიის პ. გუგუშვილის სახელმწიფო ეკონომიკის ინსტიტუტი, თბ., 2000, 117 გვ.**
 33. **კაკულია მ.**, შიდა სავალუტო ბაზრის სტრუქტურა საქართველოში, უკრნ. „მაკრო მიკრო ეკონომიკა“, 1999, №11-12, გვ. 23-25.
 34. **კაკულია რ.**, უინანსების თეორია, მეოთხე შეესებული და გადამუშავებული გამოცემა, თბ., გამომცემლობა „თერგი“, 2004, გვ. 332.
 35. **კაკულია რ., ხელაია გ.**, უულის მიმოქცევისა და კრედიტის სოგადი თეორია, თბ., 2003 გვ. 462.
 36. **კაკულია რ.**, საბაზრო ეკონომიკასე გადასვლის თეორიისა და პრაქტიკის პრობლემები, თბ., შპს „პდპ“ 2003, გვ. 545.
 37. **კაკულია რ.**, საერთაშორისო სავალუტო და საკრედიტო ურთიერთობები, თბ., გამომც. „ესპსკი“, 1995, 244 გვ.
 38. **მალაშხია გ.**, ეროვნული ვალუტის კურსის განსახლდერი-სათვის, ფსკი-ის შრომების კრებული, თბ., 1998, ტ. II, გვ. 125-134.
 39. **მანაგაძე ი.**, ინფლაცია და ანტიინფლაციური პოლიტიკა საქართველოში, თბილისი, 2004, გვ. 157.
 40. **მესხია ი.**, საქართველოს საფინანსო პოლიტიკის თანამედროვე პრობლემები, ფსკი-ის შრომების კრებული, 1999, ტ. III, გვ. 9-45.
 41. **მექვაბიშვილი ე.**, ეკონომიკური სრლისა და გლობალიზაციის ზემოქმედება უუღად-საკრედიტო პოლიტიკასე საქართველოში, უკრნ. „ბანკი“, 2000, №2, გვ. 3-6.
 42. **მექვაბიშვილი ე.**, ეკონომიკის გლობალიზაცია და ახალი მსოფლიო საფინანსო არქიტექტურის კონტურები, უკრ. „სოციალური ეკონომიკა“, №3, 2004, გვ. 140-146.
 43. **შონია ნ.**, გუგუშვილი თ., ღავთაძე გ., ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, ქუთაისი, 2004. გვ. 274.
 44. **ჯიბუტი ა., ღლონტი ი.**, საქართველოს სახელმწიფო საგარეო ვალი, თბ., „ბიზნეს-კურიერი“ გვ. 214.
 45. **ჯიბუტი მ.**, საქართველოს ფასიანი ქაღალდების ბაზარი, საგამომცემლო ფირმა „სიახლე“, თბ., 2003, გვ. 192.

46. Бланк И.А., Основы финансового менеджмента, том 1, Ника-центр, Эльга, Киев, 1999. ст. 590.
47. Боди З., Мертон Р. К., Финансы, перевод с английского, Из-ский дом «Вильямс», 2000. ст. 584.
48. Брейли Р., Майерс С., Принципы корпоративных финансов, «Олимо-Бизнес», Москва, 1997. ст. 1086.
49. Бригхем Ю., Финансовый менеджмент, Полный курс, 2-х томах, перевод с английского, под редакцией В.В. Ковалева, , Санкт-Петербург, «Экономическая школа», 1997. ст. 493.
50. Бригхэм Ю. Ф., Эрхардт М. С., Финансовый менеджмент, 10-е издание, Питер, 2005. ст. 959.
51. Бункина М.К., Семенов А.Н., Основы валютных отношений, М., изд. «Юрайт», 1998. 192 стр.
52. Какулия М., Становление режима плавающего обменного курса в переходной экономике, опыт Грузии, журн. «Деньги и Кредит», 2001, №10, стр. 47-50.
53. Какулия М., Содержание и формы современных валютных кризисов, журн. «Общество и Экономика», 2001, №5, стр. 154-162.
54. Ковалев В.В., Введение в финансовый менеджмент, М., Финансы и статистика, 2002. ст. 767.
55. Колб Р. В., Родригес Р. Дж. Финансовые институты и рынки, Учебник, Перевод 2-го американского издания, Дело и Сервис, М., 2003. ст. 687.
56. Ли Ч. Ф., Финнерти Дж. И., Финансы корпораций: теория, методы и практики, Учебник для вузов, перевод с английского, ИНФРА – М., М. 2000. ст. 685.
57. Лизолет С., Валютные операции – Основы теории и практика, М., изд. «Дело», 1998. 174 стр.
58. Международные валютно-кредитные и финансовые отношения, Под ред. Красавиной Л.Н., М., изд. «Финансы и статистика», 1994. 589 стр.
59. Миллер Р. Л., Ван-Хуз Д. Д., Современные деньги и банковское дело: Перевод 3-го английского издания, Инфра-М., М., 2000. ст. 824.
60. Мишкин Ф., Экономическая теория денег, банковского дела и финансовых рынков, Перевод с английского, М., АСПЕКТ ПРЕСС, 1999. ст. 820.
61. Наговицин А.Г., Валютная политика, М., изд. «Экзамен», 2000. 512 ст.
62. Сало Д.Д., Ларрен Фелине Б., Макроэкономика, глобальный подход, пер. с англ. М., «Дело», 1996, ст. 445.

63. Пибро М., Международные экономические, валютные и финансовые отношения, М., изд. «Прогресс», 1990. 494 ст.
64. Exchange Rate Arrangments and Currency convertibety. Developments and Issnes, Wash., D.C., IMF, 1999.
65. Kakulia M., Compozition of the Domestic Foreign Exchange Market in Georgia, Bulletin of the Georgian Academy of Sciences, Tbilisi, 2002, Volum 165, N1, p.181-186.
66. Major Internatinal Financial Centres 2000, Central Banking. Annual Review, Central Banking Publication, London, 2000.
67. <http://www.aaii.org>
68. <http://www.marketguide.com>
69. www.nyse.com
70. www.nasdaq.com
71. www.bloomberg.com
72. <http://www.bondsonline.com>

სამხატვრო რედაქტორი ნ. რუხაძე
ტექნიკური რედაქტორი ლ. შენგელია
კორექტორი ე. დარიშვილი
კომპიუტერული უზრუნველყოფა მ. ცომაია

ფასი სახელშეკრულებო

*
წიგნი დაიბეჭდა გამომცემლობა
„ვერჯეს“ სტამბაში